

# 三峡水利 (600116)

## 2022 年报点评: 业务版图日益清晰, 转型的阵痛和新业务的亮点并存

买入 (维持)

2023 年 04 月 20 日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

研究助理 米宇

执业证书: S0600122090066

miy@dwzq.com

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,093	12,508	14,770	17,229
同比	9%	13%	18%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	476	885	1,018	1,144
同比	-45%	86%	15%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.25	0.46	0.53	0.60
P/E (现价&最新股本摊薄)	36.38	19.59	17.02	15.15

关键词: #比同类公司便宜

### 投资要点

■ **事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现收入 110.93 亿元、增长 9.00%; 归母净利润 4.76 亿元、增长-44.95%; 扣非后增长-47.46%, 业绩符合预期。

■ **业绩符合预期, 转型的阵痛和新业务的亮点并存。** 根据公司年报, 2022 年实现收入 110.93 亿元、增长 9.00%; 归母净利润 4.76 亿元、增长-44.95%; 扣非后为 3.89 亿元、增长-47.46%, 业绩符合预期。从这份年报中, 我们可以看出, 公司在坚定执行“十四五”战略发展规划、发展综合能源、新能源、市场化售电新业务的过程中, 转型的阵痛和新业务的亮点并存:

1) 电解锰: 2022 年产量为 3.75 万吨、同比下滑 47.77%, 主要系重庆锰业自 2021 年下半年关停以及贵州锰业同比减少电解锰产量; 销量为 6.18 万吨、同比下滑 48.14%, 主要系电解锰市场需求下降所致。同时, 由于重庆锰业政策性关停, 收到补偿款 0.59 亿元。

2) 公允价值变动: 2022 年为-1.76 亿元、同比下滑 55.16%, 是由公司持有的上市公司涪陵电力股票公允价值下降所致。

3) 投资收益: 2022 年为 1.75 亿元, 其中确认黔源电力投资收益 0.41 亿元、确认赤壁长城炭素投资收益 0.21 亿元、确认重庆天泰能源投资收益 0.18 亿元等; 出售涪陵电力股票计入 0.43 亿元、交易性金融资产投资收益 0.10 亿元等。

4) 其他收益: 2022 年为 0.83 亿元, 主要系农网还贷政府补助、移民迁建补偿、农村小水电增效扩容改造补助等自递延收益转入当期收益。

5) 电力业务: 2022 年发电量为 20.29 亿度、同比下滑 27.04%, 主要系公司自有水电站所属流域来水偏枯所致; 售电量为 135.72 亿度、同比增长 2.68%, 主要系开拓新用户以及存量客户用电量增加所致。电力业务实现营业利润 3.64 亿元、同比下滑 28.91%。

6) 综合能源服务: 扭亏为盈, 2022 年实现营业利润 0.51 亿元, 主要是万州经开区九龙园热电联产项目顺利投产实现利润。

7) 市场化售电: 全资子公司长兴电力 2022 年以不同地区的市场准入资质完成市场化售电结算电量 19.81 亿度、同比上升 1414%; 全资子公司长电能源 2022 年完成市场化售电结算电量 16.41 亿度、同比上升 8377%; 合营企业重庆两江供电有限公司 (公司全资子公司长兴电力持有其 50% 股份) 2022 年完成市场化售电结算电量 56.99 亿度、同比下降 31%; 公司参股 45% 股份的企业广东新巨能能源科技有限公司 2022 年完成市场

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.06
一年最低/最高价	7.84/12.62
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	14,279.91
总市值(百万元)	17,324.01

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.77
资产负债率(% ,LF)	48.32
总股本(百万股)	1,912.14
流通 A 股(百万股)	1,576.15

### 相关研究

《三峡水利(600116): 2022 半年报点评: 传统配售电和新兴电力及储能业务大超预期, 非经损益拖累业绩》

2022-08-17

《三峡水利(600116): 与赣锋、长电合资成立电池资产管理公司, 综合能源迈出重要一步》

2022-05-13

化售电结算电量 15.82 亿度，同比下降 18%；公司参股 17.51% 股份的企业川能智网 2022 年完成市场化售电结算电量 169.10 亿度，同比上升 38%。

■ **战略规划和业务版图日益清晰，成长的确定性较强。**公司的业务版图逐渐清晰：

1) **传统配售电业务**：截至 2022 年底，公司自有及控股在运水电机组装机容量共 746.2MW，其中接入公司自有电网的机组装机容量为 713.3MW，未接入公司自有电网机组装机容量 32.9MW（云南芒牙河水电站 24.9MW，巫溪县峡门口水电站 8MW）。

2) **综合能源服务业务**：公司投资 11.1 亿元建设的万州经开区九龙园热电联产项目全部建成投运；投资 6.6 亿元的重庆两江龙兴赣锋能源站项目已获核准，目前 EPC 总承包招标工作已经完成；与鞍钢集团有限公司共同设立清洁能源开发合资公司；在广东等地积极推进用户侧储能业务并取得突破：截至目前累计签约用户侧储能项目 84 个，合计容量 863MWh，累计开工项目 33 个，总容量 131MWh；另一方面抢抓重庆市提升电力自主可控保供能力、试点建设独立储能电站的重要机会，合计投资约 11.82 亿元推动永川区松溉和两江新区龙盛独立储能电站项目；逐步探索明晰电动重卡“充换储用”一体化业务商业模式和运营体系，截至目前已完成决策项目 19 个，累计决策投资额近 5 亿元。

3) **市场化售电业务**：采取“自营+联营”的营销模式，售电规模位居全国同行业前列，2022 年公司下属控股和参股售电公司累计签约用户 3700 余家，全年实际结算电量近 280 亿度。。

■ **盈利预测与投资评级**：我们调整公司 2023-2024 归母净利 8.85/10.18 亿元（前值为 12.2/13.9 亿元），新增 2025 归母净利 11.44 亿元，对应 2023-2025EPS 为 0.46、0.53、0.60 元，对应 PE 分别为 20/17/15 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大等

三峡水利三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,791</b>	<b>5,096</b>	<b>6,188</b>	<b>7,169</b>	<b>营业总收入</b>	<b>11,093</b>	<b>12,508</b>	<b>14,770</b>	<b>17,229</b>
货币资金及交易性金融资产	2,262	2,121	3,018	3,215	营业成本(含金融类)	9,928	10,772	12,721	14,860
经营性应收款项	1,497	1,591	1,819	2,168	税金及附加	57	65	76	89
存货	237	477	366	619	销售费用	24	27	32	38
合同资产	525	592	699	816	管理费用	445	501	592	691
其他流动资产	270	315	286	351	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>17,070</b>	<b>17,352</b>	<b>17,549</b>	<b>17,442</b>	财务费用	235	259	331	408
长期股权投资	1,649	1,649	1,649	1,649	加:其他收益	83	122	144	168
固定资产及使用权资产	9,520	9,863	10,121	10,075	投资净收益	175	63	74	86
在建工程	645	625	606	588	公允价值变动	-176	0	0	0
无形资产	1,201	1,159	1,117	1,075	减值损失	-32	-25	-32	-41
商誉	3,062	3,062	3,062	3,062	资产处置收益	41	25	29	34
长期待摊费用	36	36	36	36	<b>营业利润</b>	<b>494</b>	<b>1,069</b>	<b>1,232</b>	<b>1,391</b>
其他非流动资产	956	956	956	956	营业外净收支	54	-25	-32	-42
<b>资产总计</b>	<b>21,860</b>	<b>22,448</b>	<b>23,737</b>	<b>24,611</b>	<b>利润总额</b>	<b>549</b>	<b>1,043</b>	<b>1,201</b>	<b>1,349</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,272</b>	<b>5,255</b>	<b>5,849</b>	<b>5,942</b>	减:所得税	79	149	172	193
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,785	2,785	2,785	2,785	<b>净利润</b>	<b>470</b>	<b>894</b>	<b>1,029</b>	<b>1,156</b>
经营性应付款项	1,400	1,288	1,674	1,539	减:少数股东损益	-6	9	11	12
合同负债	175	190	224	262	<b>归属母公司净利润</b>	<b>476</b>	<b>885</b>	<b>1,018</b>	<b>1,144</b>
其他流动负债	912	992	1,166	1,356	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.25	0.46	0.53	0.60
非流动负债	5,292	5,292	5,292	5,292	EBIT	690	1,290	1,524	1,761
长期借款	3,570	3,570	3,570	3,570	EBITDA	1,272	1,751	1,996	2,470
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	毛利率(%)	10.50	13.88	13.87	13.75
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	4.29	7.07	6.89	6.64
其他非流动负债	719	719	719	719	收入增长率(%)	9.00	12.76	18.08	16.65
<b>负债合计</b>	<b>10,564</b>	<b>10,547</b>	<b>11,141</b>	<b>11,234</b>	归母净利润增长率(%)	-44.95	85.74	15.09	12.36
归属母公司股东权益	11,042	11,637	12,321	13,090					
少数股东权益	254	264	274	287					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,297</b>	<b>11,901</b>	<b>12,596</b>	<b>13,377</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,860</b>	<b>22,448</b>	<b>23,737</b>	<b>24,611</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	855	831	1,829	1,097	每股净资产(元)	5.77	6.09	6.44	6.85
投资活动现金流	-770	-682	-598	-524	最新发行在外股份(百万股)	1,912	1,912	1,912	1,912
筹资活动现金流	-368	-290	-334	-375	ROIC(%)	3.20	5.83	6.66	7.42
现金净增加额	-283	-141	897	197	ROE-摊薄(%)	4.31	7.60	8.26	8.74
折旧和摊销	582	462	473	709	资产负债率(%)	48.32	46.99	46.94	45.65
资本开支	-667	-745	-672	-610	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.38	19.59	17.02	15.15
营运资本变动	-388	-488	368	-731	P/B (现价)	1.57	1.49	1.41	1.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

