

风光并网预期乐观，盈利增速可期

华泰研究

2023年4月30日 | 中国内地

年报点评

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

7.36

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+(86) 21 2897 2079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+(86) 755 8249 3570
联系人	李雅琳
SAC No. S0570121040031	liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420	+(86) 21 2897 2228
联系人	胡知
SAC No. S0570121120004	huzhi019072@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

2022/1Q23 归母净利润同比+11%/+8%，上调目标价

三峡能源发布业绩：2022 年实现营收 238 亿元（调整后同比+45%），归母净利润 72 亿元（调整后同比+11%）、略高于业绩快报的 71 亿元，扣非后 72 亿元（调整后同比+22%）；1Q23 实现营收 69 亿元（同比+18%），归母净利润 24 亿元（同比+8%），扣非后 24 亿元（同比+6%）。根据在建项目上调光伏装机预测、参考 22 年数据上调少数股比预测，预计 23-25 年归母净利润 91/110/133 亿元（前值 91/108/-亿元），EPS 0.32/0.38/0.46 元，23-25 年 CAGR=23%。23 年可比 PEG 均值 0.72x。公司作为海上风电龙头，净利润增速好于可比均值，给予公司 23 年 1.0xPEG，目标价 7.36 元（前值 7.28 元，基于 23 年 1.0xPEG）。维持买入。

海上风电引领发电量持续增长，看好 23-25 年风光新增装机容量

公司 1Q23 发电量同比+18%，其中海上风电同比+22%、陆上风电同比+20%、光伏发电同比+13%。公司发电量持续增长主要得益于并网装机规模的上升，2022 年末公司风光并网装机容量 26.21GW（同比+16%），其中海上风电 4.88GW（同比+7%）、陆上风电 11.05GW（同比+14%）、光伏发电 10.28GW（同比+22%）。我们对公司 2023-25 年新投产风光装机容量保持乐观预期，主要考虑到：1）2022 年末在建风电/光伏装机容量为 4.22/7.94GW，有望自 2023 年陆续投产；2）2021-22 年公司累计获得风电/光伏指标 6.6/20.45GW，资源储备持续增厚。

2022 年以来归母净利率下滑，主要受短期因素拖累

2022 年及 1Q23 公司归母净利率同比分别下降 9.2/3.6pp 至 30.0%/35.5%，我们预计主要是受到三方面影响：1）公司基于审慎原则加大减值计提，导致 2022 年资产减值同比增加 4.85 亿元；2）处置部分长期股权后，2022 年投资收益占税前利润的比例同比降 11.2pp，1Q23 同比略有回升 0.5pp；3）新投产项目持股比例下降，导致 2022/1Q23 少数股东损益占比同比升 7.3/0.7pp。我们认为随着绿色补贴核查结果落地和新并网项目收益率见底回升，公司盈利能力有望逐步企稳。

风光项目储备丰富，维持买入评级

公司在建与储备项目装机规模可观，有望助力公司业绩持续高增长。公司当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 17/14/12x，PB 为 1.9/1.7/1.5x。新能源发电行业可比公司 23 年 PEG 均值为 0.78x（Wind 一致预期）。公司 23-25 年归母净利润 CAGR（23%）好于可比均值（19%），给予公司 23 年 1.0x PEG（相对溢价 0.22x），目标价 7.36 元。

风险提示：煤价涨幅超预期、利用小时数下滑、在建项目进度不及预期。

经营预测指标与估值

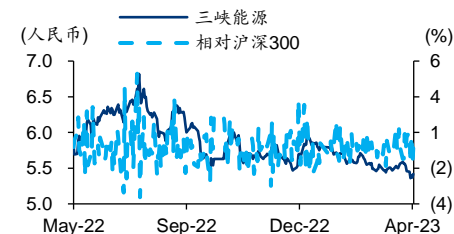
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	15,484	23,812	28,512	34,168	40,683
+/-%	36.85	53.78	19.74	19.84	19.07
归属母公司净利润 (人民币百万)	5,642	7,155	9,142	11,008	13,276
+/-%	56.26	26.82	27.77	20.40	20.61
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.20	0.25	0.32	0.38	0.46
ROE (%)	7.95	9.53	11.10	12.10	13.09
PE (倍)	27.50	21.68	16.97	14.09	11.69
PB (倍)	2.25	2.01	1.85	1.68	1.52
EV EBITDA (倍)	17.66	13.88	12.46	11.08	9.82

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	7.36
收盘价 (人民币 截至 4 月 28 日)	5.42
市值 (人民币百万)	155,143
6 个月平均成交额 (人民币百万)	566.45
52 周价格范围 (人民币)	5.36-6.82
BVPS (人民币)	2.77

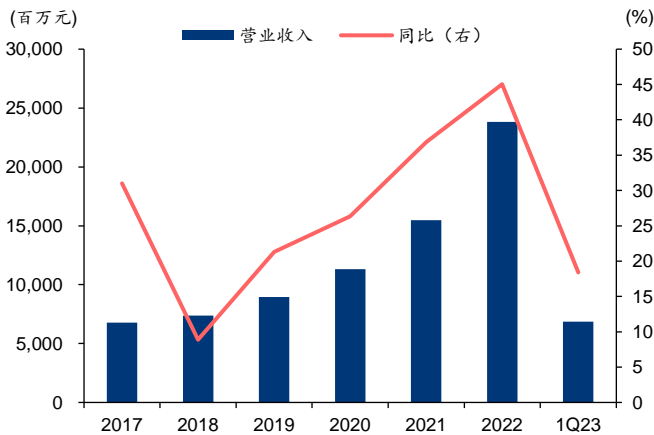
股价走势图



资料来源：Wind

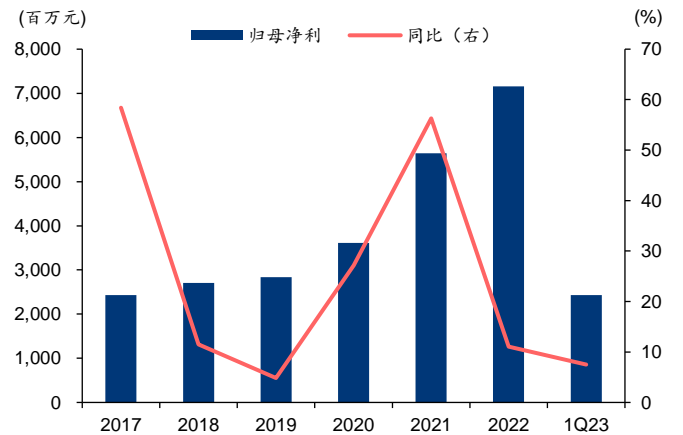
经营情况概览

图表1: 2017年至今公司营业收入与同比增速



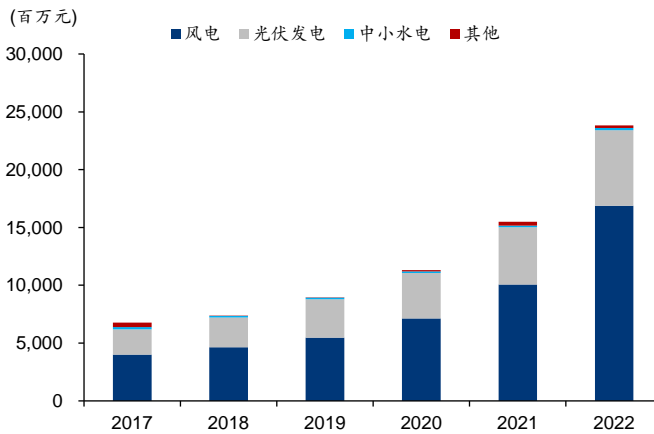
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表2: 2017年至今公司归母净利润与同比增速



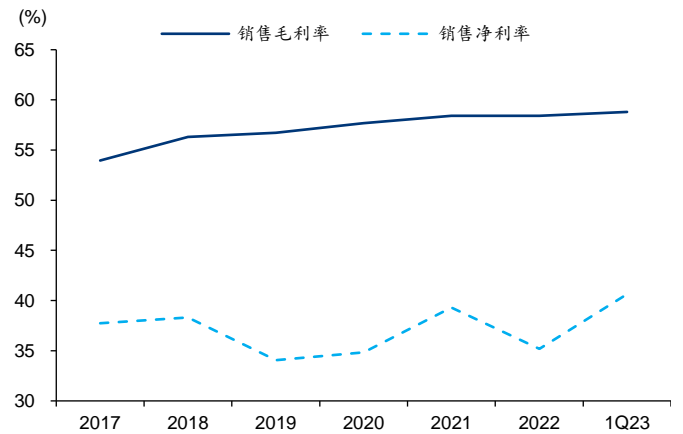
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 2017年至今公司分部业务收入结构



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表4: 2017年至今公司毛利率与净利率



资料来源: 公司公告、华泰研究

盈利预测调整与可比公司

图表5: 关键指标调整

	单位	新			旧			变化 (%/pp)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
核心驱动										
新增装机规模	万千瓦	700	860	940	600	840	-	16.67	2.38	-
陆上风电	万千瓦	260	280	300	260	280	-	-	-	-
海上风电	万千瓦	40	180	240	40	180	-	-	-	-
光伏	万千瓦	400	400	400	300	380	-	33.33	5.26	-
利用小时数: 风电	小时/年	2,387	2,387	2,398	2,384	2,384	-	0.13	0.11	-
少数股东权益比例	%	14.64	14.64	14.64	13.80	13.80	-	0.84	0.84	-
关键指标										
营业收入	百万元	28,512	34,168	40,683	28,987	34,169	-	(1.64)	(0.00)	-
毛利率	%	59.00	58.77	58.70	60.15	59.65	-	(1.14)	(0.88)	-
管理费用率	%	5.74	5.64	5.54	6.35	6.25	-	(0.61)	(0.61)	-
财务费用率	%	16.29	15.59	14.76	16.84	16.35	-	(0.55)	(0.77)	-
投资收益	百万元	1,593	1,838	2,111	1,443	1,642	-	10.42	11.94	-
资产及信用减值损失		(614)	(736)	(876)	(583)	(516)	-	5.34	42.54	-
归母净利润	百万元	9,142	11,008	13,276	9,065	10,776	-	0.85	2.15	-

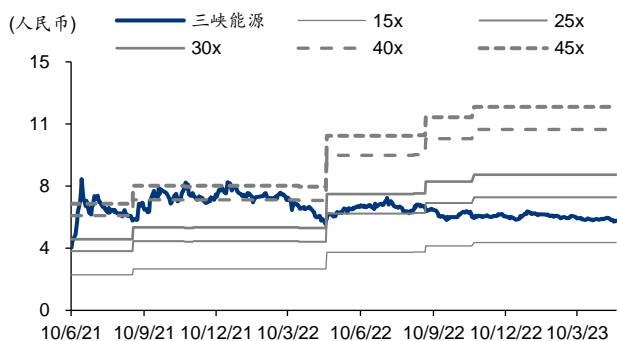
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表6: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 元/股	市值 十亿元	CAGR-% 23-24E	PEG-x 23E	PE-x				PB-x			ROE-%		
						22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
龙源电力	001289 CH	18.03	115.1	29.31	0.62	18.14	15.73	13.67	1.95	1.79	1.62	10.89	11.50	12.01	
节能风电	601016 CH	3.82	24.7	14.39	0.89	12.86	11.07	10.14	1.25	1.03	0.92	9.94	9.54	9.26	
信义能源	3868 HK	2.19	17.9	20.01	0.71	14.15	11.88	10.68	1.37	1.26	1.24	10.13	11.04	11.58	
中闽能源	600163 CH	5.28	10.0	12.08	0.90	10.85	9.85	9.79	1.50	1.32	1.22	14.25	13.78	12.93	
平均值				18.95	0.78	14.00	12.13	11.07	1.52	1.35	1.25	11.30	11.46	11.44	
三峡能源	600905 CH	5.42	155.1	22.88	0.74	16.97	14.09	11.69	1.85	1.68	1.52	11.10	12.10	13.09	

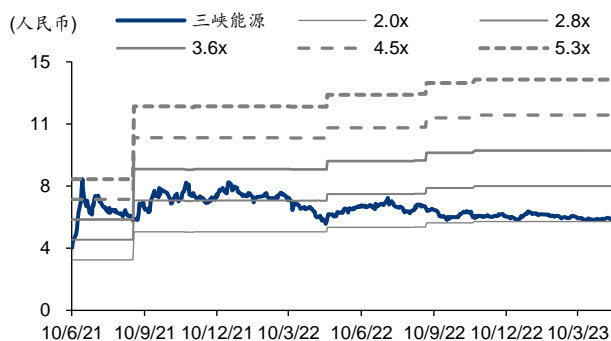
注: 1) 数据日期: 2023/4/28; 2) 可比公司预测来自于Wind一致预期; 3) CAGR为归母净利润年均复合增速; 4) 信义能源股价/市值单位为港币, 其余公司为人民币
资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究预测

图表7: 三峡能源 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 三峡能源 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	34,876	42,804	37,068	40,941	39,144
现金	13,077	10,566	5,954	6,834	6,102
应收账款	18,970	26,728	26,959	26,759	26,772
其他应收账款	825.36	1,443	1,273	1,981	1,893
预付账款	1,472	3,359	2,425	4,507	3,747
存货	130.96	222.20	194.52	307.72	291.34
其他流动资产	400.08	485.98	261.84	552.32	338.24
非流动资产	182,321	219,323	244,025	272,161	303,259
长期投资	14,202	16,481	20,302	24,369	28,709
固定投资	87,864	136,729	168,838	196,412	222,939
无形资产	1,738	4,955	7,935	10,818	13,602
其他非流动资产	78,517	61,159	46,950	40,563	38,009
资产总计	217,196	262,127	281,092	313,102	342,404
流动负债	38,360	47,155	38,881	42,256	48,487
短期借款	5,504	4,340	4,340	5,470	6,946
应付账款	18,847	22,736	17,571	18,551	18,789
其他流动负债	14,009	20,079	16,971	18,234	22,751
非流动负债	102,241	127,013	145,716	164,235	175,097
长期借款	78,036	99,456	118,160	136,678	147,541
其他非流动负债	24,205	27,557	27,557	27,557	27,557
负债合计	140,601	174,168	184,598	206,490	223,584
少数股东权益	7,765	10,908	12,476	14,365	16,642
股本	28,571	28,620	28,624	28,624	28,624
资本公积	23,292	23,602	23,602	23,602	23,602
留存公积	16,876	24,780	32,235	41,211	52,036
归属母公司股东权益	68,830	77,051	84,018	92,247	102,177
负债和股东权益	217,196	262,127	281,092	313,102	342,404

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	8,818	16,871	21,430	24,812	36,948
净利润	6,086	8,383	10,710	12,896	15,554
折旧摊销	5,392	8,215	9,011	11,149	13,243
财务费用	2,844	3,987	4,643	5,326	6,004
投资损失	(1,730)	(1,347)	(1,593)	(1,838)	(2,111)
营运资金变动	(3,941)	(3,249)	(966.87)	(2,280)	4,773
其他经营现金	165.15	882.63	(375.20)	(440.44)	(515.57)
投资活动现金	(34,897)	(29,790)	(32,073)	(37,401)	(42,184)
资本支出	(29,906)	(27,731)	(29,095)	(34,358)	(39,078)
长期投资	(2,630)	(1,025)	(3,822)	(4,067)	(4,339)
其他投资现金	(2,362)	(1,035)	843.48	1,024	1,234
筹资活动现金	37,246	10,273	6,032	12,339	3,029
短期借款	(2,317)	(1,164)	0.00	1,130	1,476
长期借款	28,330	21,421	18,703	18,518	10,863
普通股增加	8,571	(4.59)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	13,818	309.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(11,157)	(10,288)	(12,672)	(7,309)	(9,310)
现金净增加额	11,170	(2,642)	(4,612)	(250.44)	(2,208)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,484	23,812	28,512	34,168	40,683
营业成本	6,440	9,906	11,689	14,088	16,803
营业税金及附加	132.58	170.44	204.08	244.57	291.20
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	999.26	1,391	1,637	1,928	2,255
财务费用	2,844	3,987	4,643	5,326	6,004
资产减值损失	(1.66)	(486.38)	(285.12)	(341.68)	(406.83)
公允价值变动收益	58.30	35.51	35.51	35.51	35.51
投资净收益	1,730	1,347	1,593	1,838	2,111
营业利润	6,784	9,217	11,587	13,952	16,827
营业外收入	118.99	85.11	85.11	85.11	85.11
营业外支出	263.52	232.79	85.11	85.11	85.11
利润总额	6,640	9,069	11,587	13,952	16,827
所得税	553.61	686.36	876.93	1,056	1,273
净利润	6,086	8,383	10,710	12,896	15,554
少数股东损益	443.83	1,227	1,568	1,888	2,277
归属母公司净利润	5,642	7,155	9,142	11,008	13,277
EBITDA	14,689	21,135	25,080	30,232	35,843
EPS (人民币, 基本)	0.23	0.25	0.32	0.38	0.46

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	36.85	53.78	19.74	19.84	19.07
营业利润	57.65	35.86	25.72	20.40	20.61
归属母公司净利润	56.26	26.82	27.77	20.40	20.61
获利能力 (%)					
毛利率	58.41	58.40	59.00	58.77	58.70
净利率	39.31	35.20	37.56	37.74	38.23
ROE	7.95	9.53	11.10	12.10	13.09
ROIC	6.14	6.76	7.53	7.94	8.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.73	66.44	65.67	65.95	65.30
净负债比率 (%)	125.88	144.84	150.13	155.29	151.61
流动比率	0.91	0.91	0.95	0.97	0.81
速动比率	0.87	0.83	0.88	0.85	0.72
营运能力					
总资产周转率	0.09	0.10	0.10	0.12	0.12
应收账款周转率	0.99	1.04	1.06	1.27	1.52
应付账款周转率	0.43	0.48	0.58	0.78	0.90
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.25	0.32	0.38	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.59	0.75	0.87	1.29
每股净资产(最新摊薄)	2.40	2.69	2.94	3.22	3.57
估值比率					
PE (倍)	27.50	21.68	16.97	14.09	11.69
PB (倍)	2.25	2.01	1.85	1.68	1.52
EV EBITDA (倍)	17.66	13.88	12.46	11.08	9.82

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 节能风电（601016 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司