

三峡能源 (600905.SH)

经营业绩表现稳健，新能源有望加快发展

买入

核心观点

装机容量增加致营业收入大增，净利润稳步增长。2022年，公司实现营业收入238.12亿元(+45.04%)，归母净利润71.55亿元(+11.07%)，实现扣非归母净利润71.68亿元(+22.19%)。公司业绩增长主要系新增项目投产发电、总装机容量同比有所增加，发电量、上网电量同比增加影响所致。公司归母净利润增长率小于营业收入增长率的原因在于公司投资收益下降，同时信用减值损失、资产减值损失及少数股东权益增加，使得归母净利润增幅较为有限。2023Q1，公司实现营业收入68.53亿元(+18.39%)，归母净利润24.34亿元(+7.50%)，扣非归母净利润23.90亿元(+5.54%)，公司业绩增长主要系公司新增并网运营的风电、光伏机组增加，上网电量、收入增加。

公司新能源装机持续增长，在建风光新能源装机规模较大，未来业绩增长高确定性。2022年，公司新增风光新能源装机容量1.92GW，其中风电、光伏新增装机容量分别为0.63、1.29GW。截至2022年，公司累计装机容量为26.52GW，其中陆上风电、海上风电、光伏装机容量分别为11.05、4.88、10.28GW；在建项目装机容量合计12.23GW，其中风电、光伏在建装机容量分别为4.22、7.94GW。公司风光新能源项目资源储备充足，未来项目投运将保障公司业绩持续增长。

持续获取优质风光资源，长期业绩增长有保障。公司聚焦以“三北”地区、沿黄河区域为重点的大型风光基地、源网荷储一体化、多能互补等项目，谋划以江苏、福建、广东、山东等地为重点的海上风电基地，加快产业链合作模式创新力度，为更大规模获取资源拓宽渠道。2022年，公司新增核准/备案项目的计划装机容量合计16.30GW，其中风电、光伏、抽水蓄能分别为3.60、8.00、3.80GW。

风险提示：风光资源下降；项目拓展不及预期；用电量下滑。

投资建议：由于公司新增装机增长不及预期，下调盈利预测。我们预计2023-2025年公司归母净利润91、110.126亿元(2023、2024年原预测值为106、120亿元)，同比增速27%、21%、15%；摊薄EPS为0.32、0.38、0.44元，当前股价对应PE为17.1、14.1、12.3x。给予公司2023年19-20倍左右估值，对应6.03-6.35元/股合理价值，较目前股价有13%-19%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,484	23,812	27,914	32,298	39,489
(+/-%)	36.8%	53.8%	17.2%	15.7%	22.3%
净利润(百万元)	5642	7155	9087	10965	12576
(+/-%)	56.3%	26.8%	27.0%	20.7%	14.7%
每股收益(元)	0.20	0.25	0.32	0.38	0.44
EBIT Margin	52.3%	52.8%	52.7%	53.6%	52.5%
净资产收益率(ROE)	8.2%	9.3%	10.6%	11.4%	11.6%
市盈率(PE)	27.4	21.7	17.1	14.1	12.3
EV/EBITDA	22.2	16.1	15.6	14.1	13.7
市净率(PB)	2.25	2.01	1.81	1.61	1.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.03 - 6.35元
收盘价	5.42元
总市值/流通市值	155143/73566百万元
52周最高价/最低价	6.85/5.32元
近3个月日均成交额	528.64百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三峡能源(600905.SH)-业绩持续高增，积极开展储能业务》——2022-09-05
- 《三峡能源(600905.SH)-海上风电集中投产，业绩持续增长》——2022-05-04
- 《三峡能源-600905-2021年中报点评：海上风电密集投产，助力业绩快速增长》——2021-09-03

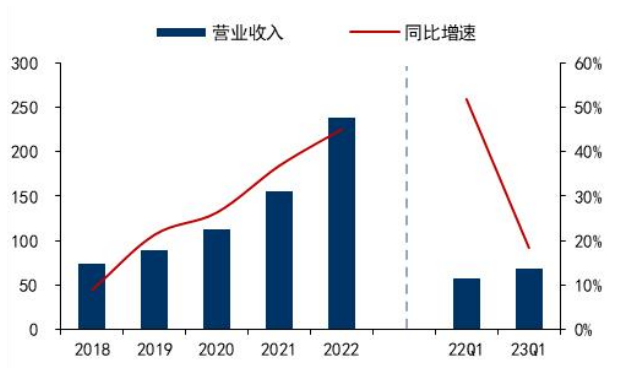
装机容量增加致营业收入大增，净利润稳步增长。2022年，公司实现营业收入238.12亿元（+45.04%），归母净利润71.55亿元（+11.07%），实现扣非归母净利润71.68亿元（+22.19%）。公司业绩增长主要系新增项目投产发电、总装机容量同比有所增加，发电量、上网电量同比增加影响所致。公司归母净利润增长率小于营业收入增长率的原因在于公司投资收益下降，同时信用减值损失、资产减值损失以及少数股东权益增加，使得归母净利润增幅较为有限。

风光新能源装机持续增加，业绩稳步增长。2023Q1，公司实现营业收入68.53亿元（+18.39%），归母净利润24.34亿元（+7.50%），扣非归母净利润23.90亿元（+5.54%），公司业绩增长主要系公司新增并网运营的风电、光伏机组增加，上网电量、收入增加。

2022年发电量大幅增长，海上风电发电量增长显著。2022年，公司发电量483.50亿千瓦时（+46.21%）。分不同电源来看，风电发电量339.48亿千瓦时（+48.97%），其中陆上风电发电量226.13亿千瓦时（+16.21%），海上风电完成发电量113.35亿千瓦时（+240.29%）；光伏发电量134.41亿千瓦时（+41.50%）；水电发电量9.20亿千瓦时（+17.80%）；独立储能完成发电量0.41亿千瓦时。

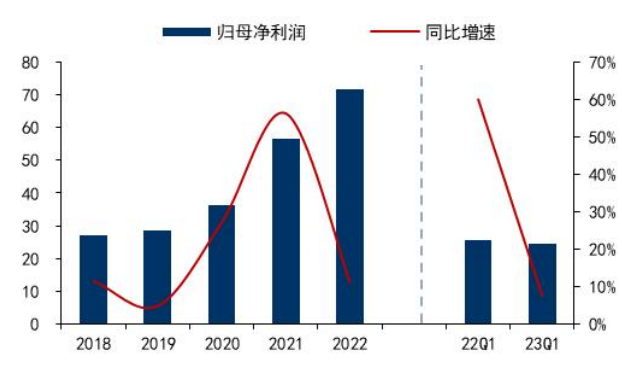
发电量不断增长，风电发电量增幅较大。2023Q1，公司发电量137.81亿千瓦时（+18.38%）。分不同电源来看，风电发电量103.33亿千瓦时（+20.61%），其中陆上风电发电量67.37亿千瓦时（+20.00%），海上风电完成发电量35.96亿千瓦时（+21.77%）；光伏发电量33.48亿千瓦时（+12.99%）；水电发电量0.85亿千瓦时（-15.84%）；独立储能完成发电量0.15亿千瓦时（+50.00%）。

图1：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

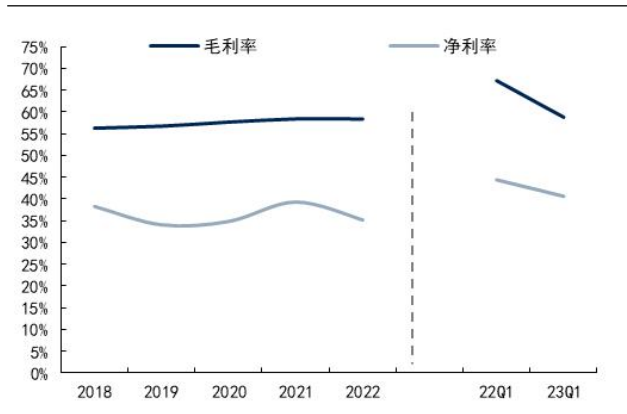
图2：归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

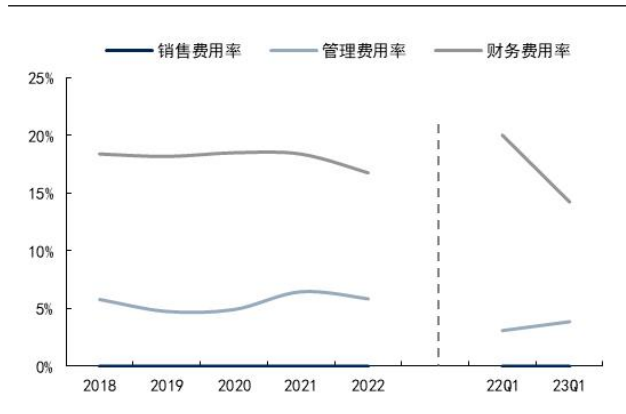
毛利率微降，费用率下降，净利率减少较大。2022年，公司毛利率为58.40%，同比减少0.01pct，整体较为稳定。费用率方面，2022年，公司管理费用率、财务费用率分别为5.94%、16.74%，分别同比减少0.61、1.63pct，反映出公司加强费用管控。净利率方面，由于公司投资收益下降，同时信用减值损失、资产减值损失以及少数股东权益增加，公司净利率有所下降，由2021年的39.31%降至2022年的35.20%，减少3.78pct。

图3: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

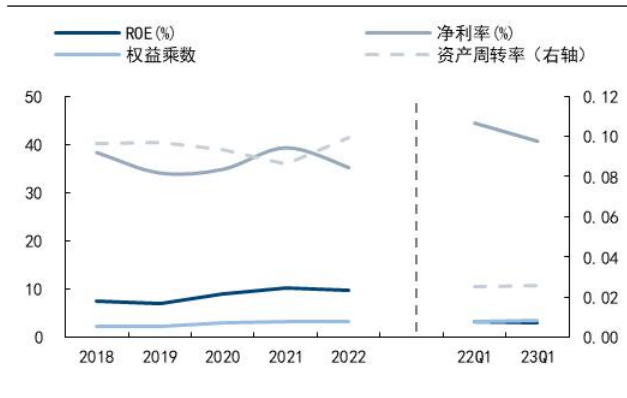
图4: 公司期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

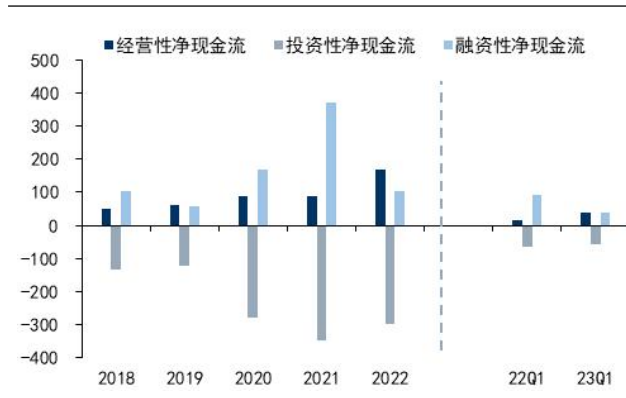
ROE 略有下降，经营性现金流大幅增长。2022 年，公司 ROE 为 9.72%，同比减少 0.42pct，主要系公司净利率水平下降影响所致。现金流方面，2022 年公司经营性净现金流 168.71 亿元 (+91.05%)，主要系新能源项目补贴电费回收增加；投资性现金净流出 297.90 亿元，同比有所下降，主要系多个海上风电项目在 2021 年集中投资建设、资金支出较大，2022 年加快在建陆上风电光伏、大基地项目投资建设，但投资额相对有所减少；融资性净现金流 102.73 亿元 (-72.41%)，主要系公司 2021 年 6 月公开发行股票取得的募集资金，用于募投项目投资开发，一定程度上缓解了融资需求。

图5: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司新能源装机持续增长，在建风光新能源装机规模较大，未来业绩增长高确定性。2022 年，公司新增风光新能源装机容量 1.92GW，其中风电、光伏新增装机容量分别为 0.63、1.29GW。截至 2022 年，公司累计装机容量为 26.52GW，其中陆上风电、海上风电、光伏装机容量分别为 11.05、4.88、10.28GW；在建项目装机容量合计 12.23GW，其中风电、光伏在建装机容量分别为 4.22、7.94GW。公司风光新能源项目资源储备充足，未来公司将加快推进项目建设，谋划争取一批、加快建设一批、建成投产一批重大工程项目，高效推进大基地及重点项目建设，未来项目投运将保障公司业绩持续增长。

持续获取优质风光资源，长期业绩增长有保障。公司聚焦以“三北”地区、沿黄

河区域为重点的大型风光基地、源网荷储一体化、多能互补等项目，谋划以江苏、福建、广东、山东等地为重点的海上风电基地，加快产业链合作模式创新力度，打造共建、共享、共赢的产业生态圈，为更大规模获取资源拓宽渠道。2022年，公司新增核准/备案项目的计划装机容量合计 16.30GW，其中风电、光伏、抽水蓄能分别为 3.60、8.00、3.80GW。

投资建议：由于公司新增装机增长不及预期，下调盈利预测。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 279、323、395 亿元（2023、2024 年原预测值为 316、372 亿元），同比增速 17%、16%、22%；归母净利润 91、110.126 亿元（2023、2024 年原预测值为 106、120 亿元），同比增速 27%、21%、15%；摊薄 EPS 为 0.32、0.38、0.44 元，当前股价对应 PE 为 17.1、14.1、12.3x。给予公司 2023 年 19-20 倍左右估值，对应 6.03-6.35 元/股合理价值，较目前股价有 13%-19%的溢价空间，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E			
001289.SZ	龙源电力	18.03	1511	0.61	1.01	1.09	1.18	29.6	17.9	16.5	15.3	0.30	增持	
600821.SH	金开新能	6.58	131	0.48	0.52	0.73	0.92	13.7	12.7	9.0	7.2	0.24	买入	
601016.SH	节能风电	3.82	247	0.25	0.30	0.35	0.38	15.3	12.7	10.9	10.1	0.72	无	
000591.SZ	太阳能	6.96	272	0.35	0.54	0.70	0.85	19.9	12.9	9.9	8.2	0.25	无	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，节能风电、太阳能为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	13077	10566	15421	13021	13003	营业收入	15484	23812	27914	32298	39489
应收款项	19786	28439	30781	33146	35745	营业成本	6440	9906	11970	13523	16902
存货净额	131	222	139	133	234	营业税金及附加	133	170	200	231	283
其他流动资产	1881	3577	7670	5884	7992	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	34876	42804	54010	52184	56974	管理费用	1076	1632	1635	1835	2146
固定资产	145196	172410	239571	271497	342924	财务费用	2844	3987	4617	5598	6290
无形资产及其他	1738	4955	8069	11183	14297	投资收益	1730	1347	1752	2059	2109
投资性房地产	21185	25478	25478	25478	25478	资产减值及公允价值变动	57	(451)	(257)	(56)	(505)
长期股权投资	14202	16481	16481	16481	16481	其他收入	7	204	570	770	753
资产总计	217196	262127	343609	376822	456154	营业利润	6784	9217	11556	13884	16225
短期借款及交易性金融负债	12520	18633	84443	103595	164849	营业外净收支	(145)	(148)	(48)	2	(198)
应付款项	21862	24916	20116	15000	10000	利润总额	6640	9069	11508	13886	16027
其他流动负债	3978	3605	4611	4097	5805	所得税费用	554	686	863	1041	1282
流动负债合计	38360	47155	109171	122693	180654	少数股东损益	444	1227	1557	1879	2169
长期借款及应付债券	83527	106091	116091	124091	132091	归属于母公司净利润	5642	7155	9087	10965	12576
其他长期负债	18713	20922	20922	20922	20922						
长期负债合计	102241	127013	137013	145013	153013	现金流量表 (百万元)					
负债合计	140601	174168	246184	267706	333667	净利润	5642	7155	9087	10965	12576
少数股东权益	7765	10908	12154	13658	15393	资产减值准备	(4)	508	306	99	121
股东权益	68830	77051	85684	96101	108048	折旧摊销	5190	7877	10954	12646	14922
负债和股东权益总计	217196	262127	344022	377465	457109	公允价值变动损失	(4)	508	306	99	121
						财务费用	2844	3987	4617	5598	6290
关键财务与估值指标						营运资本变动	7152	(7764)	(10140)	(6203)	(8102)
每股收益	0.20	0.25	0.32	0.38	0.44	其它	(9158)	8587	3805	4943	5796
每股红利	0.02	0.00	0.02	0.02	0.02	经营活动现金流	8818	16871	14320	22550	25435
每股净资产	2.41	2.69	2.99	3.36	3.77	资本开支	(29906)	(27731)	(81954)	(48014)	(89897)
ROIC	6%	6%	6%	5%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8%	9%	11%	11%	12%	投资活动现金流	(34897)	(29790)	(81954)	(48014)	(89897)
毛利率	58%	58%	57%	58%	57%	权益性融资	25235	2090	0	0	0
EBIT Margin	52%	53%	53%	54%	53%	负债净变化	28330	21421	10000	8000	8000
EBITDA Margin	86%	86%	92%	93%	90%	支付股利、利息	(606)	0	(454)	(548)	(629)
收入增长	37%	54%	17%	16%	22%	其它融资现金流	(22613)	(13950)	65810	19152	61254
净利润增长率	56%	27%	27%	21%	15%	融资活动现金流	37246	10273	72490	23065	64444
资产负债率	68%	71%	75%	75%	76%	现金净变动	11188	(2512)	4855	(2400)	(19)
息率	0.4%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	货币资金的期初余额	1890	13077	10566	15421	13021
P/E	27.4	21.7	17.1	14.1	12.3	货币资金的期末余额	13077	10566	15421	13021	13003
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	0	(15997)	(67531)	(25557)	(63991)
EV/EBITDA	22.2	16.1	15.6	14.1	13.7	权益自由现金流	0	(8526)	4008	(3583)	(524)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032