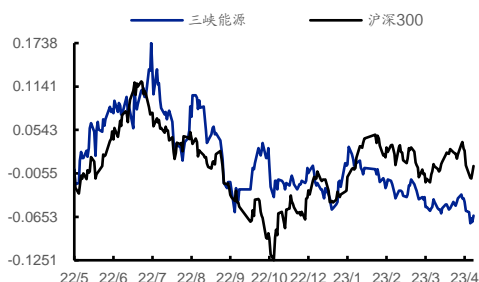


研究所  
 证券分析师: 杨阳 S0350521120005  
 yangy08@ghzq.com.cn  
 联系人: 钟琪 S0350122020016  
 zhongq@ghzq.com.cn

## 毛利率下降等影响业绩，看好长期成长潜力

### ——三峡能源（600905）2022 年报及 2023 年一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
三峡能源	-0.9%	-6.6%	-2.4%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	5.42
52 周价格区间(元)	5.32-6.85
总市值(百万)	155,142.73
流通市值(百万)	73,565.66
总股本(万股)	2,862,411.92
流通股本(万股)	1,357,300.00
日均成交额(百万)	447.48
近一月换手(%)	0.67

#### 相关报告

《——三峡能源（600905）2022Q3 业绩快报点评：Q3 业绩同比+36%，在建项目充足保障业绩高增（买入）\*电力\*杨阳》——2022-10-18

《——三峡能源（600905）点评报告：Q2 业绩符合预期，发电量同比大增 47%（买入）\*电力\*杨阳》——2022-07-14

《——三峡能源（600905）业绩点评：Q1 业绩大增 51%，在手风光项目充足（买入）\*电力\*杨阳》——2022-04-29

《——三峡能源（600905）2021 年业绩预告点评：

#### 事件：

三峡能源发布 2022 年年报及 2023 年一季报：

- 1) 2022 年，公司实现收入 238.12 亿元，同比增长 45.0%，实现归母净利润 71.55 亿元，同比增长 11.1%；2022Q4 实现收入 64.06 亿元，同比增长 37.0%，实现归母净利润 9.86 亿元，同比下降 48.8%。
- 2) 2023Q1，公司实现收入 68.53 亿元，同比增长 18.4%，实现归母净利润 24.3 亿元，同比增长 7.5%。

#### 投资要点：

- 2022 年公司收入同比+45.0%，主要是因为发电量同比+46.2%。2022 年，公司发电量 483.5 亿千瓦时，其中陆风/海风/光伏发电量 226.1/113.4/134.4 亿千瓦时，同比增长 16.2%/240.3%/41.5%，2021 年海风项目大规模投产拉动其发电量高速增长；从电价看，2022 年公司平均上网电价 0.502 元/千瓦时，同比+0.5%，其中，风电/光伏分别为 0.514/0.495 元/千瓦时，同比变动+5.3%/-10.8%，风电电价同比提升或系 2021 年投产的带补贴海风项目发电量增加所致，光伏电价变动或系平价项目投产增加所致。
- 毛利率下降+资产减值等影响 2022Q4 业绩。2022 年公司归母净利润增速低于收入增速，净利率同比下降 4.1pct（为 35.2%），其中 2022Q4 净利率同比下降 19.2pct（为 21.82%），原因有三：一是毛利率同比-4.4pct（为 50.32%），主要是因为新投产运营项目数量增加带来的固定资产折旧及项目运营成本增加。2022 年风电/光伏毛利率为 61.5%/53.2%，同比-0.92/-3.37pct。二是 2022Q4 资产减值损失 4.86 亿元（占 2022Q4 净利润的 49.3%），上年同期仅为 0.02 亿元；三是 2022Q4 投资收益同比减少 4.27 亿元至 4.8 亿元，主要是因为 2021Q4 出售金风科技股权取得收益 4.06 亿元（扣除成本和税费后），而 2022Q4 无此事项。展望后续，随着公司新能源项目投产，公司业绩有望快速增长。
- 风资源改善+项目投产拉动收入增长，平价项目增加等或影响业绩。2023Q1 公司收入同比+18.4%，主要是因为发电量同比+18.4%，其中陆风/海风/光伏发电量分别同比+20%/+21.8%/+13%，一是受新能

2021Q4 归母净利翻倍增长， 装机规模提升保障  
2022 年高增业绩（买入）\*电力\*杨阳》——2022-  
01-28

源项目投产增加影响，二是风资源同比改善，2023Q1 公司陆风/海风/光伏利用小时数分别为 610/738/326h，分别同比+31/+92/-27h；根据我们测算，公司整体度电收入 0.497 元/千瓦时，与上年同期基本持平。2023Q1 公司归母净利润增速低于收入增速，主要系毛利率下降 8.4pct（为 58.8%），我们认为或是投产的平价项目增加以及新投项目成本增加等所致。

- **在建容量 12.2GW、项目储备充足，保障中短期业绩成长。**截至 2022 年底，公司陆风/海风/光伏装机分别为 11/4.9/10.3GW，2022 年新增装机 1.4/0.3/1.9GW，风电/光伏在建容量 4.2/7.9GW（海风 1.1GW），新增核准/备案容量 3.6/8GW，项目储备充足。此外，公司立足风光，发展储能业务，2022 年抽蓄/独立储能新增核准/备案容量 3.8/0.9GW，有望再添业绩增长点。
- **盈利预测和投资评级：**考虑到 2022 年装机量水平，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 88.8/109.5/131.0 亿元，对应 PE 分别为 17/14/12 倍。考虑公司 2022 年风电/光伏在建容量达 4.2/7.9GW，以及项目储备充足，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑；政策变动风险；装机进度不及预期；电力需求不及预期；电价下滑风险；电价大幅下滑；行业竞争加剧。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23812	28677	36110	43241
增长率（%）	45	20	26	20
归母净利润（百万元）	7155	8875	10948	13103
增长率（%）	11	24	23	20
摊薄每股收益（元）	0.25	0.31	0.38	0.46
ROE（%）	9	10	11	12
P/E	21.67	17.48	14.17	11.84
P/B	2.01	1.81	1.60	1.41
P/S	6.51	5.41	4.30	3.59
EV/EBITDA	13.44	9.07	7.91	6.90

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：三峡能源盈利预测表

证券代码:	600905				股价:	5.42		投资评级:	买入		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	9%	10%	11%	12%	EPS	0.25	0.31	0.38	0.46				
毛利率	58%	58%	57%	56%	BVPS	2.69	3.00	3.38	3.84				
期间费率	23%	21%	20%	19%	<b>估值</b>								
销售净利率	30%	31%	30%	30%	P/E	21.67	17.48	14.17	11.84				
<b>成长能力</b>					P/B	2.01	1.81	1.60	1.41				
收入增长率	45%	20%	26%	20%	P/S	6.51	5.41	4.30	3.59				
利润增长率	11%	24%	23%	20%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.09	0.10	0.11	0.11	营业收入	23812	28677	36110	43241				
应收账款周转率	0.89	0.92	0.91	0.92	营业成本	9906	12120	15641	18930				
存货周转率	107.16	111.49	105.77	106.12	营业税金及附加	170	235	282	334				
<b>偿债能力</b>					销售费用	0	0	0	0				
资产负债率	66%	67%	67%	67%	管理费用	1391	1610	2112	2494				
流动比	0.91	0.91	0.93	0.97	财务费用	3987	4484	5098	5690				
速动比	0.83	0.85	0.86	0.90	其他费用/(-收入)	14	11	17	21				
					<b>营业利润</b>	<b>9217</b>	<b>11396</b>	<b>14048</b>	<b>16783</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	-148	-88	-118	-103				
现金及现金等价物	10566	15429	14675	20871	<b>利润总额</b>	<b>9069</b>	<b>11307</b>	<b>13930</b>	<b>16680</b>				
应收款项	27007	31105	39641	47186	所得税费用	686	866	1049	1265				
存货净额	222	257	341	407	<b>净利润</b>	<b>8383</b>	<b>10442</b>	<b>12881</b>	<b>15415</b>				
其他流动资产	5009	4830	6214	7396	少数股东损益	1227	1566	1932	2312				
<b>流动资产合计</b>	<b>42804</b>	<b>51621</b>	<b>60871</b>	<b>75860</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7155</b>	<b>8875</b>	<b>10948</b>	<b>13103</b>				
固定资产	136735	170313	202525	229867									
在建工程	35491	30246	27623	26311	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	30617	30640	30513	30461	<b>经营活动现金流</b>	<b>16871</b>	<b>39993</b>	<b>36587</b>	<b>48237</b>				
长期股权投资	16481	18481	20481	22481	净利润	7155	8875	10948	13103				
<b>资产总计</b>	<b>262127</b>	<b>301300</b>	<b>342012</b>	<b>384979</b>	少数股东权益	1227	1566	1932	2312				
短期借款	4340	1000	1000	1000	折旧摊销	8215	16907	20662	24215				
应付款项	24916	35498	42578	53488	公允价值变动	-36	0	0	0				
预收帐款	1	1	1	1	营运资金变动	-3249	8791	-1584	3271				
其他流动负债	17898	20382	22134	23776	<b>投资活动现金流</b>	<b>-29790</b>	<b>-46051</b>	<b>-50942</b>	<b>-50996</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>47155</b>	<b>56881</b>	<b>65713</b>	<b>78265</b>	资本支出	-27715	-45088	-50118	-50103				
长期借款及应付债券	106091	125091	144091	159091	长期投资	-2632	-2262	-2124	-2193				
其他长期负债	20922	20922	20922	20922	其他	557	1300	1300	1300				
<b>长期负债合计</b>	<b>127013</b>	<b>146013</b>	<b>165013</b>	<b>180013</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>10273</b>	<b>10921</b>	<b>13601</b>	<b>8955</b>				
<b>负债合计</b>	<b>174168</b>	<b>202894</b>	<b>230726</b>	<b>258278</b>	债务融资	20845	15660	19000	15000				
股本	28620	28624	28624	28624	权益融资	2090	6	0	0				
股东权益	87959	98406	111286	126701	其它	-12662	-4745	-5399	-6045				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>262127</b>	<b>301300</b>	<b>342012</b>	<b>384979</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-2642</b>	<b>4864</b>	<b>-754</b>	<b>6196</b>				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【公共事业小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

## 【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。