

受益电力需求攀升，配售电业务有望实现稳增长

—三峡水利（600116）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2022年6月16日

分析师：贺潇翔宇

执业证书：S1100522040001

联系方式：hexiaoxiangyu@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 公司简介及股权情况

公司是三峡集团旗下以配售电为主业的上市平台，具备央企属性，积极响应国家号召推进混合所有制改革、电力体制改革及绿色能源事业的发展。公司发展电力业务由来已久，并于2020年实施重大资产重组，完成了重庆区域的地方配售电企业整合，旗下乌江实业、聚龙电力、长兴电力等板块完善了公司的电力业务布局。公司拥有大量水力发电资源，至2021年底自有水电装机75万千瓦，统调电源装机213万千瓦，2021年电量销售近240亿千瓦时。

❖ 公司主营业务分析

公司主要从事电力生产销售及锰矿开采加工，其中以电力领域为主导，从自发电和外购电两方面为重庆市各辖区及部分其他地区日益增长的电力需求提供充足保障。公司电力销售业务2021年实现营收58.07亿元（+78.32%），锰矿业务实现营收35.27亿元（+176.67%）。电力销售、锰业及贸易等主营业务同比增幅较大，一方面是因为公司2020年5月完成重大资产重组，所以2020年同期数据仅包含重组标的公司6-12月的数据，比较基数较小；另一方面，2021年电解锰市场价格上涨，带动电解锰销售收入和利润同比增长。

❖ 行业情况分析

电力行业当前处于疫后增长恢复期。2022上半年我国多个省市受到奥密克戎疫情干扰，生产生活秩序再次陷入不同程度的限制、停滞，相应整体用电量同步下降。当前临近2022年夏季，较多省市地区的疫情逐渐褪去，生产生活节奏逐步恢复，市场信心渐趋回暖，整体用电量预计将逐步回升。

重庆市近年工业创新发展显著，为公司配售电业务带来持续性增长动能。工业制造是我国社会用电量分布中的主要领域，其发展趋势对电力需求情况有较为明显的影响。近年重庆市加快推进以大数据、智能化等手段实现电子信息及汽车产业集群的现代化升级，预计随着疫情褪去，未来重庆市新兴制造业将愈发蓬勃发展，带动工业用电需求不断上升，持续推动公司电力业务增长。

当前我国水力发电产业具有低碳环保、带动就业及扩大电力供应的多重战略价值。水力发电同光伏、风力等发电产业一样，对推动我国“碳达峰 碳中和”国家战略发展目标的实现具有重要意义。此外，我国多地正处于奥密克戎疫情消退后的社会及产业复苏期，因此保障就业、稳定市场、扩大电力需求的供应成为当下社会发展的迫切需求。2022年



1-5月，我国水利建设显著提速，14项重大水利项目开工建设，全国已落实投资6061亿元（+34.5%），吸纳就业103万人。

电解锰的下游主要应用是钢铁行业，其市场扩张性当前相对较弱。在全球宏观经济增长较乏力的背景下，为促进经济结构转型升级、缓解能源供应压力、实现可持续发展，我国严格控制对钢铁等污染大、高能耗产业的投资。同时，我国当前房地产及基建行业在前期持续性扩张后增长有所放缓，一定程度上影响钢铁及上游电解锰等原材料需求增长。

❖ 公司竞争优势分析

首先，公司水力发电及配售电主业基础较稳固、盈利能力较强、持续为公司创造稳健增长的现金流。公司配售电网络覆盖重庆多个辖区，供电网络与国网重庆电力、湖北电网及南网贵州电网均有联网，在区域内有相对稳定的客户合作基础和用户群体。第二，公司积极践行国家电力体制改革和混合所有制改革，为公司发展注入新的活力。公司收购整合的多家子公司在当地享有不同程度的电力价格竞争优势，如乌江实业、聚龙电力等。公司拥有中央国资、地方国资、民营资本等股东背景，可在能源结构、电源组织、资本运作、市场资源、技术支持等方面发挥各自优势。最后，三峡水利在同业中拥有相对更加健康优质的财务经营表现。与桂东电力、乐山电力、西昌电力等公司相比，三峡水利2021年在利润增速、现金流净额增速、利润率水平及负债水平等方面均表现出更为健康的发展态势。

❖ 盈利预测

经过长期发展和系列并购整合，公司已逐渐在重庆区域形成了较为扎实的发电、配电、输电、售电网络基础，未来有望收获疫后产业复苏及新兴制造业升级带来的用电量提升红利。公司电解锰业务因下游房地产及基建行业增长相对较缓，或同步保持持稳发展态势。我们预计公司2022-2024年实现营业收入125.80/156.65/196.75亿元，实现归属母公司净利润11.67/14.07/16.33亿元，对应EPS分别为0.61/0.74/0.85元，对应2022年6月15日股价10.4元/股的PE分别为17.04/14.14/12.18倍。

❖ 风险提示

疫后产业复苏不及预期、新兴制造业升级不及预期、电解锰下游市场需求下行

盈利预测与估值				
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	10176.64	12580.32	15664.55	19674.90
+/-%	93.62%	23.62%	24.52%	25.60%
归属母公司净利润(百万)	864.96	1166.81	1406.88	1633.05
+/-%	39.52%	34.90%	20.58%	16.08%
EPS(元)	0.45	0.61	0.74	0.85
PE	22.99	17.04	14.14	12.18

资料来源：iFind 估值，川财证券研究所 注：预测参考日期为2022年6月15日



正文目录

一、	公司简介.....	5
二、	股权情况.....	5
三、	主营分析.....	6
四、	行业情况分析.....	7
五、	公司竞争优势分析.....	10
六、	盈利预测.....	12
	风险提示.....	14



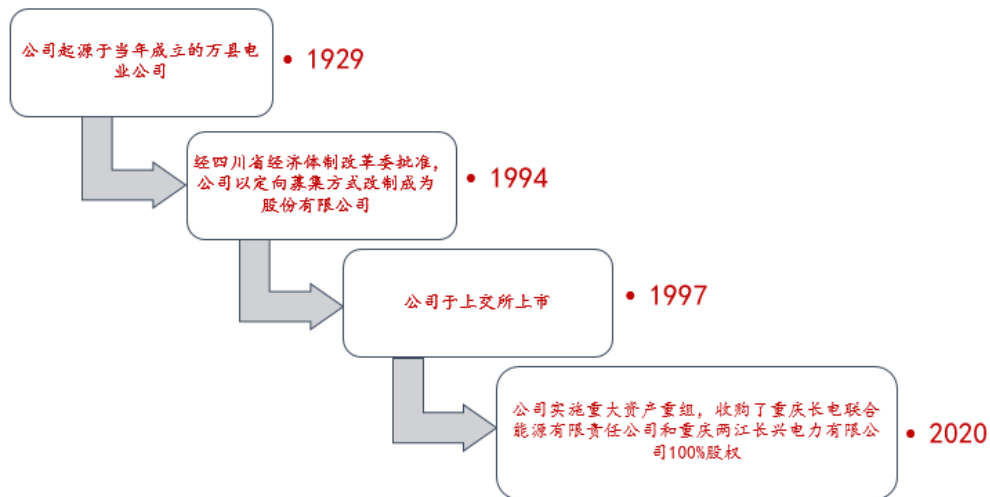
图表目录

图 1: 公司主要发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 我国近年全社会用电量（亿千瓦时）及增速.....	8
图 4: 重庆市近年全社会用电量（亿千瓦时）及增速.....	8
图 5: 重庆市 2020 年分行业用电量分布.....	8
图 6: 我国 2021 年各产业用电量分布.....	8
图 7: 我国水电站累计装机容量（万千瓦）.....	9
图 8: 我国近年水力发电量情况（亿千瓦时）.....	9
图 9: 电解锰均价（元/吨）.....	10
图 10: 我国近年不锈钢粗钢生产量（万吨）.....	10
图 11: 公司经营性现金流净额（亿元）.....	10
图 12: 公司归属于母公司所有者的净利润（亿元）.....	10
图 13: 三峡水利与同行业公司 2021 年归属母公司净利润的增速对比（%）.....	11
图 14: 三峡水利与同行业公司 2021 年经营性现金流净额的增速对比（%）.....	11
图 15: 三峡水利与同行业公司 2021 年毛利率及净利率情况对比（%）.....	12
图 16: 三峡水利与同行业公司 2021 年资产负债率情况对比（%）.....	12
图 14: 三峡水利与同行业公司 2021 年经营性现金流净额的增速对比（%）.....	11
表 1: 公司 2021 年主营业务盈利情况.....	7
表 2: 公司 2021 年主要产品的产销库存情况.....	7
表 3: 公司旗下主要电网企业业务特点.....	11

一、公司简介

三峡水利是三峡集团旗下以配售电为主业的上市平台，积极贡献我国绿色能源事业发展。公司配售电业务以做精做细重庆“四区两县”存量业务为基础，以长江经济带为核心拓展配售电和市场化售电业务；综合能源业务主要为城市、园区及用户提供“城市绿色综合能源管家”、“售电+用户侧”储能等服务；新能源业务以协同母公司三峡集团新能源产业为导向，通过投资自营与新能源项目增值服务实现高质量发展。截至2021年底，公司自有水电装机75万千瓦，统调电源装机213万千瓦；总资产213亿元，净资产109亿元，在册员工近4000人。2021年实现销售电量近240亿千瓦时（含合营企业市场化售电量），营业收入102亿元，归属于上市公司股东净利润8.65亿元。公司致力于践行国家电力体制改革和混合所有制改革，深入推进碳达峰、碳中和国家战略发展目标的实现。

图 1： 公司主要发展历程



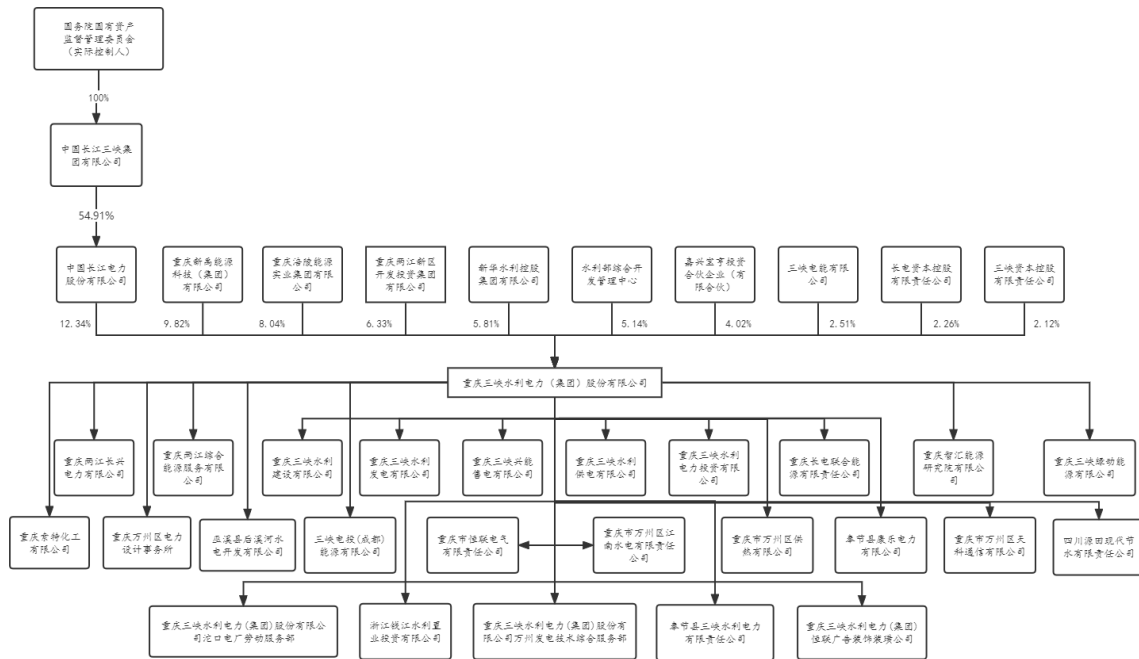
资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司发展电力业务由来已久。公司起源于1929年成立的万县市电业公司。1994年，经四川省经济体制改革委批准，公司以定向募集方式改制成为股份有限公司，并于1997年在上交所上市，是重庆首家电力上市公司。2020年，公司实施重大资产重组，收购了全国第二批混合所有制改革试点之一的重庆长电联合能源有限责任公司和全国首批售电侧改革试点之一的重庆两江长兴电力有限公司100%股权，完成了重庆区域的地方配售电企业整合，由此公司规模效益和协同发展优势逐步彰显。

二、股权情况

国务院国资委是公司股权穿透后的实际控制人，上市公司长江电力是公司的直接控股母公司，公司通过投资并购整合了一系列相关产业公司。公司具备央企属性，拥有大量水力发电资源，积极响应国家号召推进混合所有制改革、电力体制改革及绿色能源事业的发展是其作为央企的使命担当。公司从重庆万州的一个区县性小型电力企业已逐步整合为重庆地区的重要电力供应来源，并尝试向外进一步拓展。

图 2： 公司股权结构



资料来源：iFind，川财证券研究所

公司旗下拥有三峡水利、乌江实业、聚龙电力、长兴电力等水力发电资源子公司。在三峡水利基本盘里，公司运营管理7座水库、13座水电站，分布在重庆万州、石柱、巫溪、湖北利川、云南盈江县等地，总装机容量26.4万千瓦，多年平均发电量约9亿千瓦时；还拥有35千伏及以上的变电站36座，主要覆盖重庆万州区的大部分生产生活用电。子公司乌江实业的电力产业覆盖渝、鄂、湘、黔4省市8个区县，涉及发电、配售电等业务，拥有全资水电装机36万千瓦，年发电量14亿千瓦时，供电负荷保障能力100万千瓦；此外，乌江实业的锰产业位于我国锰矿资源富集地贵州松桃县，公司已形成先进电解锰加工产能约8万吨/年（规划产能16万吨/年）、优质锰矿石采掘产能60万吨/年。子公司聚龙电力主要承担涪陵白涛、临港、清溪三大园区的工业供电保障任务，拥有220千伏变电站5座、110千伏变电站4座、输电线路逾1500公里。子公司长兴电力是全国首批售电侧改革试点和第二批混合所有制改革试点企业之一，主要开发运营重庆两江新区的增量配电网和提供电建运维等服务。

三、 主营分析

公司主营业务按大类划分主要可分为电力的生产销售及锰矿的开采加工销售，其中以电力领域为主导。公司拥有水电装机共75万千瓦，所发电量通过公司的配电网销售给重庆万州、涪陵、黔江等区域的电力用户，并且公司还与贵州、湖南、湖北等省市的电网联网运行，而且除了销售自发电外，还从国家电网、南方电网及网内其他电力生产单位购进电力后通过公司配电网销售给终端用户。总体来说，公司从自发电和外购电两方面为重庆市各辖区日益增长的电力需求提供充足保障。



表 1： 公司 2021 年主营业务盈利情况

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入 (亿元)	YOY (%)	营业成本 (亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率同比
电力销售	58.07	78.32	48.64	88.98	16.24	减少 4.72 个百分点
锰业及贸易	35.27	176.67	29.17	148.42	17.3	增加 9.41 个百分点
其他主营业务	8.31	12.58	7.28	21.87	12.39	减少 6.68 个百分点
主营业务分地区情况						
分地区	营业收入 (亿元)	YOY (%)	营业成本 (亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率同比
重庆市	102.08	92.44	85.27	95.35	16.47	减少 1.24 个百分点
云南省	0.07	16.66	0.06	-7.32	10.24	减少 10.83 个百分点

资料来源：公司年报，川财证券研究所

公司各主营业务 2021 年均稳健增长，地区分布主要在重庆市辖区。电力销售业务 2021 年实现营收 58.07 亿元，同比增长 78.32%；锰矿业务实现营收 35.27 亿元，同比增长 176.67%。电力销售、锰业及贸易等主营业务同比增幅较大，一方面是因为公司 2020 年 5 月完成重大资产重组，所以 2020 年同期数据仅包含重组标的公司 6-12 月的数据，比较基数较小；另一方面，2021 年电解锰市场价格上涨，带动电解锰销售收入和利润同比增长。从地区分布来看，公司 2021 年重庆市辖区内营收为 102.08 亿元，同比增长 92.44%，云南省辖区内营收为 0.07 亿元，同比增长 16.66%。

表 2： 公司 2021 年主要产品的产销库存情况

主要产品	单位	生产量	YOY (%)	销售量	YOY (%)	库存量	YOY (%)
发电量	亿千瓦时	27.81	-5.62	—	—	—	—
售电量	亿千瓦时	—	—	132.18	16.70	—	—
电解锰	万吨	7.18	-19.87	11.91	-8.17	0.93	9.48

资料来源：公司年报，川财证券研究所

公司 2021 年主要产品产销情况随行业发展而同步增减。2021 年公司发电量为 27.81 亿千瓦时，同比下降 5.62%；售电量为 132.18 亿千瓦时，同比增长 16.70%；电解锰生产量为 7.18 万吨，同比下降 19.87%，销售量为 11.91 万吨，同比下降 8.17%，库存量为 0.93 万吨，同比上涨 9.48%。由于公司电力生产主要为水力发电，而水力发电的每年季节情况存在一定程度的波动空间，因此同比有 5.62% 的下降属于正常合理波动范畴。公司售电量的同比上升主要是受产业经济发展影响，主要用户在 2021 年度逐渐摆脱了 2020 年的疫情影响而复工复产，用电量同比上升。电解锰产销量同比下降、库存上升主要是受锰矿行业的阶段性整治升级影响，要求相关企业去污染、淘汰落后产能、增强资源整合、提高生产的现代化水平。

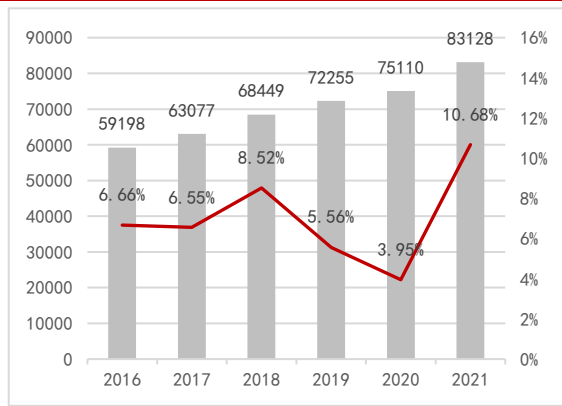
四、 行业情况分析

公司首要主营所在的行业——电力行业当前处于疫后增长恢复期。近年来受益于产业升级扩张、居民生活水平提高等因素影响，我国全社会用电量稳步增长，尤其在摆脱疫情干扰后的 2021 年实现了显著提升。2021 年我国全社会用电量增长至 83128 亿千瓦时，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

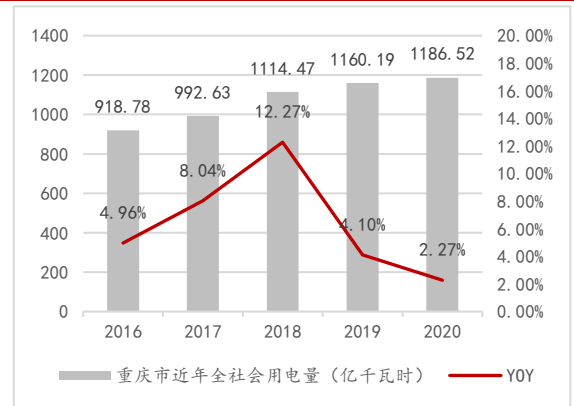
同比增速高达 10.68%，在近年来的年度增速对比中位列首位。2022 上半年我国多个省市受到奥密克戎疫情干扰，生产生活秩序再次陷入不同程度的限制、停滞，相应整体用电量同步下降。当前临近 2022 年夏季，较多省市地区的疫情逐渐褪去，生产生活节奏逐步恢复，市场信心渐趋回暖，整体用电量预计将逐步回升，但 22H1 的疫情影响和 2021 的高增速基数两方面因素或使得 2022 全年的用电量增速表现受到限制。电力市场需求和公司配售电业务增长的正相关关系较为显著，因此行业表现回升总的来说对公司仍是利好，尽管 22H1 疫情确有影响。

图 3：我国近年全社会用电量（亿千瓦时）及增速



资料来源：iFind，川财证券研究所

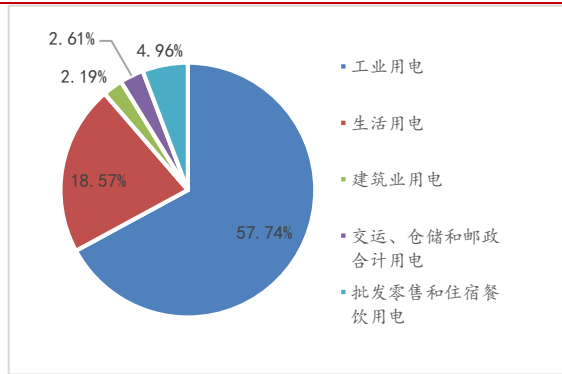
图 4：重庆市近年全社会用电量（亿千瓦时）及增速



资料来源：重庆市统计局，川财证券研究所

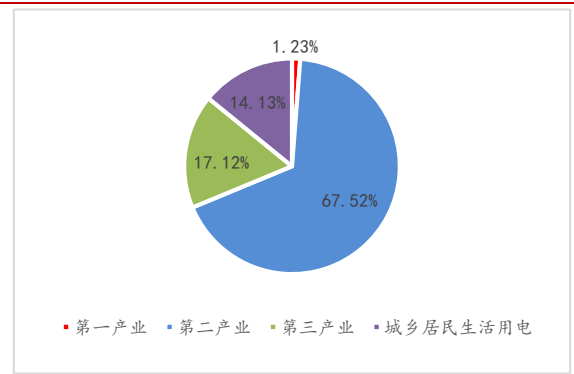
公司产业主要分布地——重庆市近年的工业创新发展显著，为公司配售电业务带来持续性增长动能。据重庆市统计局数据，工业用电占重庆市 2020 年用电量分布的 57.74%，据中电联数据，第二产业占我国 2021 年各产业用电量分布的 67.52%。由此可见工业制造是我国社会用电量分布中的主要领域，其发展趋势对电力需求情况有较为明显的影响。近年重庆市正加快推进产业转型升级，以大数据、智能化等手段推动电子信息及汽车产业集群的现代化升级，预计随着疫情褪去，未来重庆市新兴制造业将愈发蓬勃发展，带动工业用电需求不断上升，持续推动公司电力业务增长。

图 5：重庆市 2020 年分行业用电量分布



资料来源：重庆市统计局，川财证券研究所

图 6：我国 2021 年各产业用电量分布



资料来源：中电联，川财证券研究所

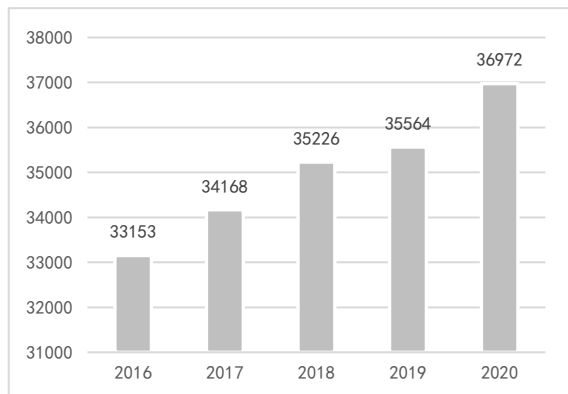
当前我国水力发电产业具有低碳环保、带动就业及扩大电力供应的多重战略价值。水力

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



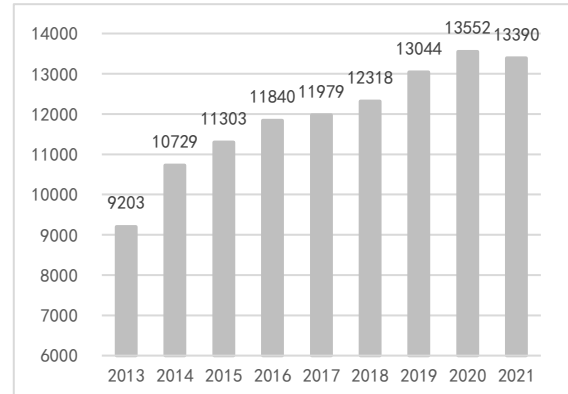
发电同光伏、风力等发电产业一样，对推动我国“碳达峰 碳中和”国家战略发展目标的实现具有重要意义，因此其稳健增长趋势具有底层逻辑支撑。此外，当前我国多地正处于奥密克戎疫情消退后的社会及产业复苏期，因此保障就业、稳定市场、扩大电力需求的供应成为当下社会发展的迫切需求。2022年1-5月，我国水利建设显著提速，14项重大水利项目开工建设，全国已落实投资6061亿元，同比增加1554亿元，增长了34.5%，吸纳就业103万人。

图 7：我国水电站累计装机容量（万千瓦）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 8：我国近年水力发电量情况（亿千瓦时）



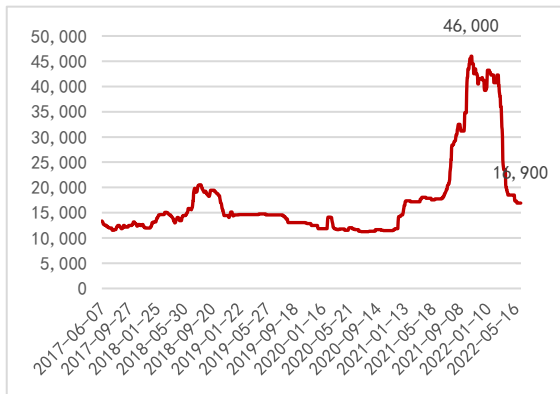
资料来源：iFind，川财证券研究所

公司副主营所在产业——电解锰行业的下游主要应用领域是钢铁行业。锰是继铁、铝、铜之后的第四大常用金属，通过电解法制备的金属锰具有高纯度、低杂质的特点，目前已广泛运用于钢铁冶炼、有色冶金、电子技术、化学工业、航天工业等多个领域。钢铁是电解锰的首要下游市场，尤其高性能不锈钢及特钢。电解锰是制造钢材的必要原料之一，在制钢过程中加入电解锰能够有效消除硫及氧等杂质，增强钢材的强度、硬度及抗磨损度。据公司公告披露，公司旗下贵州锰业完成电解锰生产后，通过乌江贸易销售给宝钢、柳钢等一众钢铁行业客户。

电解锰下游钢铁等市场当前扩张性相对较弱。在全球宏观经济增长较乏力的背景下，为促进经济结构转型升级、缓解能源供应压力、实现可持续发展，我国严格控制对钢铁等污染大、高能耗产业的投资。同时，钢铁作为房地产及基建的重要原材料，其产业增长速度与房地产及基建行业的发展关系密切。我国当前房地产及基建行业在前期持续性扩张后增长有所放缓，钢铁行业需求受到一定程度的影响，进而使得上游电解锰需求增长动力较弱。据中国特钢企业协会不锈钢分会的数据显示，2021年我国不锈钢粗钢产量为3263.3万吨，同比增速已下降至5.13%，预计未来我国不锈钢产量总体将缓慢增长，电解锰市场需求保持平稳。

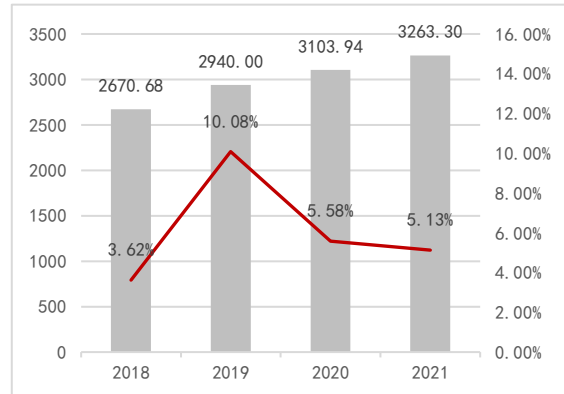


图 9：电解锰均价（元/吨）



资料来源：iFind，上海金属网，川财证券研究所

图 10：我国近年不锈钢粗钢生产量（万吨）

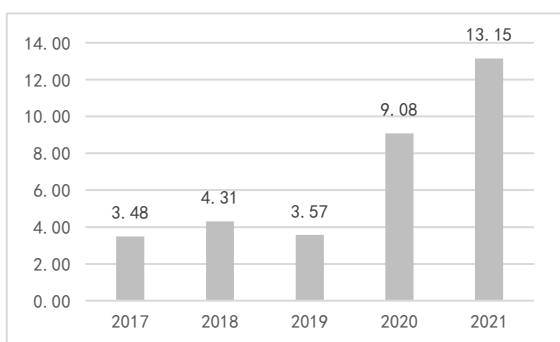


资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，川财证券研究所

五、公司竞争优势分析

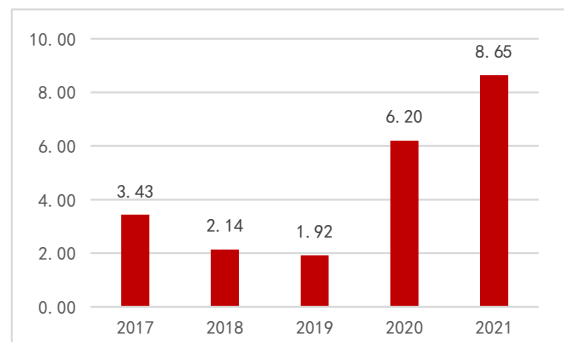
作为一个以（水力）配售电为主业、电解锰生产为辅业的公司，三峡水利经过长期发展和系列兼并整合，已逐渐形成了几大较为突出的市场竞争优势。首先，公司水力发电及配售电主业基础较稳固、盈利能力较强、持续为公司创造稳健增长的现金流。公司的配售电网络覆盖重庆市万州区、涪陵区、黔江区、秀山县、酉阳县等区域，掌握了稀缺的配电网市场资源，供电网络与国网重庆电力、湖北电网及南网贵州电网均有联网，供电安全可靠，供区划分明确，在区域内有相对稳定的政府合作基础和用户群体，在市场资源整合和开拓方面具备显著的存量市场先入和增量市场先发优势。并且公司已积累了一批年富力强、专业知识全面、经验丰富的管理者和电力生产、销售的技术人才队伍，为公司的电力经营管理和业务拓展提供了可靠保障。

图 11：公司经营性现金流净额（亿元）



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 12：公司归属于母公司所有者的净利润（亿元）



资料来源：iFind，川财证券研究所

第二，公司积极践行国家电力体制改革和混合所有制改革，为公司发展注入新的活力。在电改之前，电网行业的发电端和售电端的电力价格均由国家发改委决定，电改后，发电端和售电端电力价格由市场化竞争决定，并向社会资本开放了配售电业务。三峡水利通过收购整合的多家子公司在当地区域不仅享有较为稳固的电力供应业务基础，还享有不同程度的电力价格竞争优势，为公司业务拓展提供了新动能。例如乌江实业和聚龙电



力在黔江区和涪陵区就已具备相当的电力供应竞争优势。经过系列并购整合后，公司已拥有中央国资、地方国资、民营资本等不同的股东背景，可在能源结构、电源组织、资本运作、市场资源、技术支持等方面充分发挥国有和非国有资本的各自优势，为公司的进一步发展注入充分的活力。

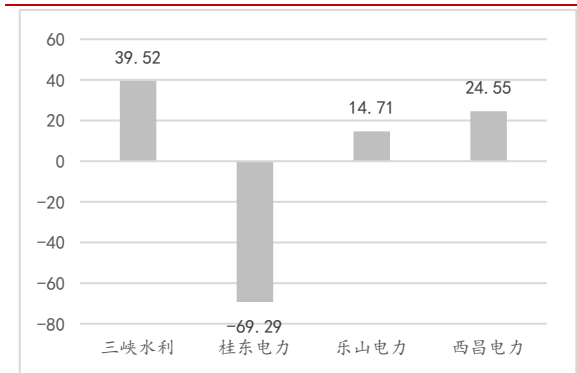
表 3： 公司旗下主要电网企业业务特点

电网企业	供电区域	各自特点
三峡水利	万州区	(1) 承担了万州地区约80%的居民及工商业用电(全用户结构)；(2) 按照目录电价进行配售电业务
长兴电力	两江新区	(1) 重庆市售电侧改革增量配网首批试点企业；(2) 目前市场化售电经纪业务已经于重庆地区取得较大优势；(3) 立足拥有广阔电力市场前景的两江新区工业园区内进行市场化配售电业务；(4) 业务范围涵盖电力工程、配售电、电力运维、综合能源
聚龙电力	涪陵区	(1) 涪陵区招商引资电力能源保障平台，主要为涪陵三大工业园区供电；(2) 以“自发电+外购电”的业务模式赚取购售电价差；(3) 以物价局及政府定价为基础，可进行一定市场化协商，电价更具竞争力
乌江实业	黔江区	(1) 主要为黔江区工商业用户供电；(2) 拥有35.85万千瓦水电资源，盈利核心是销售低成本的自发电；(3) 以物价局及政府定价为基础，可进行一定市场化协商，电价更具竞争力

资料来源：公司公告，川财证券研究所

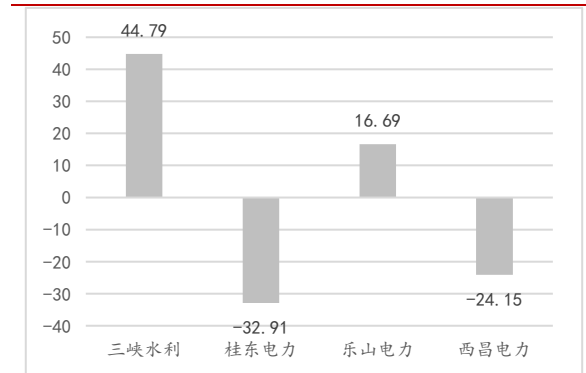
第三，与同行业公司相比，三峡水利拥有更加健康优质的财务经营表现。与同行业公司桂东电力、乐山电力、西昌电力相比，三峡水利在利润增速、现金流净额增速、利润率水平及负债水平等方面均表现出更为健康的发展态势。公司 2021 年的归属母公司净利润增速为 39.52%，高于其他三家同行业公司。公司 2021 年的经营性现金流净额增速为 44.79%，显著高于其他三家同行业公司。公司 2021 年的净利率为 8.58%，高于其他三家同行业公司；毛利率为 16.53%，处于相对较领先水平。公司 2021 年的资产负债率为 47.25%，低于其他三家同行业公司。

图 13： 三峡水利与同行业公司2021年归属母公司净利润的增速对比 (%)



资料来源：iFind，川财证券研究所

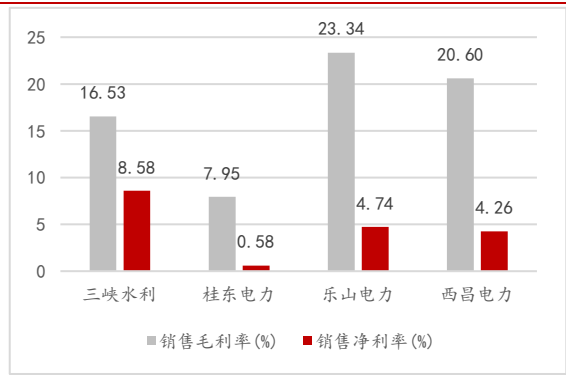
图 14： 三峡水利与同行业公司2021年经营性现金流净额的增速对比 (%)



资料来源：iFind，川财证券研究所

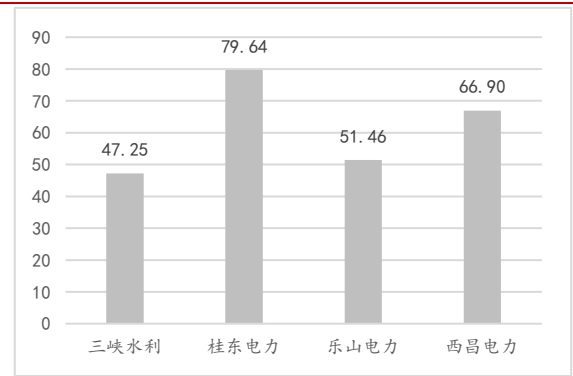


图 15：三峡水利与同业公司2021年毛利率及净利率情况对比 (%)



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 16：三峡水利与同业公司2021年资产负债率情况对比 (%)



资料来源：iFind，川财证券研究所

六、盈利预测

公司是以配售电（水力）为主业，以电解锰生产为辅业的国内优质电网企业之一。公司水力发电站等资源遍布重庆市多个辖区及部分其他地区。经过长期发展和系列并购整合，公司已逐渐在重庆区域形成了较为扎实的发电、配电、输电、售电网络基础，未来有望收获疫后产业复苏及新兴制造业升级带来的用电量提升红利。公司电解锰业务因下游房地产及基建行业增长相对较缓，或同步保持持稳发展态势。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 125.80/156.65/196.75 亿元，实现归属母公司净利润 11.67/14.07/16.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.61/0.74/0.85 元，对应 2022 年 6 月 15 日股价 10.4 元/股的 PE 分别为 17.04/14.14/12.18 倍。



盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	638.86	1775.07	1750.40	1258.03	2361.16	4231.80	营业收入	1306.91	5255.98	10176.64	12580.32	15664.55	19674.90
应收票据及账款	126.28	1281.88	1436.17	1619.93	1793.91	1972.88	营业成本	1067.25	4314.89	8494.96	10378.32	13011.77	16453.31
预付账款	6.35	139.84	72.30	68.93	68.67	64.68	税金及附加	11.94	36.93	63.58	75.15	88.74	101.33
其他应收款	9.45	125.94	136.99	137.87	150.21	161.71	销售费用	0.09	5.77	17.76	25.92	46.79	72.95
存货	46.49	264.65	421.42	440.72	445.61	473.31	管理费用	100.61	304.68	524.67	634.93	742.19	891.67
其他流动资产	26.09	67.36	957.48	1022.61	1101.63	1219.18	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	853.51	3654.73	4774.75	4548.10	5921.18	8123.57	财务费用	46.85	171.30	261.34	228.54	125.26	55.86
长期股权投资	58.53	1001.28	1500.41	1690.41	1890.41	2095.41	资产减值损失	0.00	2.87	-1.21	1.79	2.23	2.80
固定资产	3664.73	8835.29	8491.97	7327.37	6131.97	4905.76	信用减值损失	-6.26	20.33	-70.62	-32.97	-41.05	-51.57
在建工程	147.00	401.06	1179.66	983.05	786.44	589.83	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	23.99	1255.02	1232.14	1026.79	821.43	616.07	投资收益	20.40	79.70	158.72	189.83	199.83	204.83
长期待摊费用	0.02	44.98	27.11	13.56	0.00	0.00	公允价值变动损益	30.31	37.42	258.57	180.00	120.00	60.00
其他非流动资产	394.11	4290.78	4045.86	4043.36	4064.84	4081.32	资产处置收益	14.84	34.66	52.67	60.00	65.00	70.00
非流动资产合计	4288.38	15828.41	16477.15	15084.53	13695.08	12288.39	其他收益	81.66	119.13	75.76	65.00	50.00	20.00
资产总计	5141.89	19483.14	21251.90	19632.63	19616.27	20411.96	营业利润	221.12	716.52	1288.23	1701.11	2045.82	2405.85
短期借款	0.00	3258.69	2133.32	528.84	0.00	0.00	营业外收入	7.53	22.58	12.64	14.25	14.25	14.25
应付票据及账款	262.50	1130.90	963.61	966.75	998.16	991.71	营业外支出	7.46	14.07	177.56	180.00	190.00	220.00
其他流动负债	598.21	2174.48	1935.23	2058.21	2397.52	2803.69	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	860.71	6564.07	5032.15	3553.80	3395.69	3795.40	利润总额	221.20	725.03	1123.31	1535.36	1870.07	2200.10
长期借款	828.31	1697.16	4218.25	3035.43	1916.61	862.76	所得税	36.02	101.25	250.06	356.77	446.10	543.87
其他非流动负债	464.67	747.38	791.11	824.20	865.50	896.70	净利润	185.18	623.78	873.25	1178.60	1423.97	1656.24
非流动负债合计	1292.98	2444.54	5009.36	3859.63	2782.11	1759.46	少数股东损益	-6.50	3.84	8.30	11.79	17.09	23.19
负债合计	2152.69	9008.61	10041.52	7413.42	6177.79	5554.86	归属母公司股东权益	191.67	619.94	864.96	1166.81	1406.88	1633.05
股本	993.01	1912.14	1912.14	1912.14	1912.14	1912.14	EBITDA	436.34	1302.43	1937.09	3362.55	3624.78	3902.66
资本公积	783.67	6519.54	6541.10	6541.10	6541.10	6541.10	NOPLAT	186.54	701.83	962.67	1297.03	1512.30	1774.04
留存收益	1279.52	1777.34	2470.62	3467.66	4669.84	6065.29	EPS(元)	0.10	0.32	0.45	0.61	0.74	0.85
归属母公司权益	3056.20	10209.02	10923.87	11920.91	13123.09	14518.53							
少数股东权益	-68.00	265.50	286.52	298.30	315.39	338.58							
股东权益合计	2988.20	10474.53	11210.38	12219.21	13438.48	14857.11							
负债和股东权益合计	5141.89	19483.14	21251.90	19632.63	19616.27	20411.96							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	185.18	623.78	873.25	925.98	1226.69	1544.01
折旧与摊销	168.29	406.10	552.43	1598.65	1629.45	1646.69
财务费用	46.85	171.30	261.34	228.54	125.26	55.86
投资损失	-20.40	-79.70	-158.72	-189.83	-199.83	-204.83
营运资金变动	-8.26	140.24	-200.16	-139.59	100.77	67.97
其他经营现金流	-14.93	-353.73	-13.46	90.93	76.09	21.09
经营性现金净流量	356.72	907.99	1314.68	2514.67	2958.41	3130.78
资本支出	318.43	204.20	999.25	-33.09	-41.30	-31.20
长期投资	318.93	-345.69	-945.39	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-609.04	-176.58	-1823.13	212.14	164.33	119.18
投资性现金净流量	28.32	-318.06	-1769.28	179.05	123.03	87.98
短期借款	0.00	3258.69	-1125.38	-1604.48	-528.84	0.00
长期借款	-76.49	868.85	2521.09	-1182.82	-1118.82	-1053.85
普通股增加	0.00	919.14	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4.50	5735.86	21.56	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-134.87	-10549.12	-801.54	-398.78	-330.66	-294.27
筹资性现金净流量	-206.86	233.43	615.74	-3186.09	-1978.31	-1348.12
现金流量净额	178.18	823.35	161.14	-492.37	1103.13	1870.64

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力						
营收增长率	0.65%	302.17%	93.62%	23.62%	24.52%	25.60%
营业利润增长率	-6.12%	224.04%	79.79%	32.05%	20.26%	17.60%
EBIT增长率	-4.46%	234.40%	54.48%	27.39%	13.12%	13.06%
EBITDA增长率	-1.12%	198.49%	48.73%	73.59%	7.80%	7.67%
归母净利润增长率	-10.26%	223.43%	39.52%	34.90%	20.58%	16.08%
经营现金流增长率	-17.29%	154.54%	44.79%	91.28%	17.65%	5.83%
盈利能力						
毛利率	18.34%	17.91%	16.52%	17.50%	16.93%	16.37%
净利率	14.17%	11.87%	8.58%	9.37%	9.09%	8.42%
营业利润率	16.92%	13.63%	12.66%	13.52%	13.06%	12.23%
ROE	6.27%	6.07%	7.92%	9.79%	10.72%	11.25%
ROA	3.73%	3.18%	4.07%	5.94%	7.17%	8.00%
ROIC	6.48%	23.53%	7.06%	8.41%	10.56%	13.60%
估值倍数						
P/E	103.75	32.08	22.99	17.04	14.14	12.18
P/S	15.22	3.78	1.95	1.58	1.27	1.01
P/B	6.51	1.95	1.82	1.67	1.52	1.37
股息率	0.50%	0.96%	0.00%	0.85%	1.03%	1.19%
EV/EBIT	27.85	21.79	19.35	12.64	9.93	7.65
EV/EBITDA	17.11	15.00	13.83	6.63	5.46	4.42
EV/NOPLAT	40.01	27.83	27.83	17.19	13.10	9.72

数据来源: 同花顺iFind

风险提示

疫后产业复苏不及预期：当前我国多地正处于奥密克戎疫情逐步消散及产业市场的恢复阶段，在疫情期间消费电子、汽车电子等产业发展受到较大影响，若后续产业及市场的复苏进度不及预期，或将对相关赛道公司预期产生一定程度的影响。

新兴制造业升级不及预期：近年重庆市着力运用大数据、智能化等手段对其电子信息及汽车制造等重点产业进行转型升级，若升级效果不及预期，或将对区域内工业用电需求的拉动低于预期，届时或对公司配售电业务增长幅度造成一定程度的影响。

电解锰下游市场需求下行：电解锰下游主要应用是不锈钢，不锈钢下游市场主要是房地产及基建行业，近年来我国房地产及基建行业在前期持续扩张后面临一定程度的增速放缓，因此对上游电解锰需求拉动形成一定程度的增长放缓压力。若下游增长放缓程度超过预期，或将使得公司电解锰业务增长存在进一步放缓的可能。

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本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：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明