

# 三峡水利 (600116.SH)

## 业绩短期承压，综合能源业务持续推进

**买入**

### 核心观点

**营收稳步增长，发电量及公允价值变动收益下降致净利润承压。**2022年，公司实现营业收入110.93亿元(+9.00%)，实现归母净利润4.76亿元(-44.95%)。公司收入增长得益于售电量增加和综合能源业务收入增长，归母净利润大幅下降主要系公司所属水电站流域来水偏枯致发电量大幅下降、电解锰产销量和全资子公司电力投资公司持有的上市公司涪陵电力股票公允价值变动收益下降影响所致。

**电力业务基本盘持续巩固，增强自身发电能力。**依托重庆自然资源禀赋，公司在重庆万州、涪陵、黔江等地大力布局燃气以及风力发电，进一步完善电源结构，提高供电保障能力。2022年，公司已决策项目装机规模108万千瓦，预计年发电量约35亿千瓦时。

**市场化售电业务推进，售电规模稳步增加。**2022年，公司积极向外拓展市场化售电业务，依托长江经济带和成渝双城经济圈售电市场，市场化售电签约客户数量突破3700家。同时，投资并购四川市场化售电领域头部企业川能智网，切入四川售电市场，拓宽了规模化售电渠道。2023年，公司将继续大力拓展售电市场，促进配电业务规模、产能稳步增长，预计实现售电量138.50亿千瓦时，同比增长2.05%。

**综合能源、储能业务落地，贡献业绩新增量。**2022年，公司实现综合能源业务实现收入7.03亿元，利润0.51亿元，综合能源业务取得积极进展。同时，公司大力发展储能运营业务，截至目前，累计签约用户侧储能项目84个，总容量863MWh，累计开工项目33个，总容量131MWh；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，总容量300MW/600MWh。未来公司将持续推动综合能源、分布式光伏、储能、电动重卡等新业务发展，为公司带来增量业绩来源。

**风险提示：**电价大幅下降、购电成本大幅增加、综合能源业务进度不及预期。

**投资建议：**由于公司售电业务发展趋缓，下调盈利预测。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为11.53、14.88、18.92亿元(2023、2024年原值为11.99、14.92亿元)，同比增长142.1%、29.1%、27.1%；EPS为0.60、0.78、0.99元，当前股价对应PE为15.0、11.6、9.2x。给予公司2023年17-18倍PE，对应权益市值196-208亿元，对应10.25-10.85元/股合理价值，较目前股价有13%~20%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)	10,177	11,093	12,686	14,708	17,017
(+/-%)	93.6%	9.0%	14.4%	15.9%	15.7%
净利润(百万元)	865	476	1153	1488	1892
(+/-%)	39.5%	-44.9%	142.1%	29.1%	27.1%
每股收益(元)	0.45	0.25	0.60	0.78	0.99
EBIT Margin	11.3%	6.5%	15.5%	16.5%	17.7%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	4.3%	10.0%	12.3%	14.7%
市盈率 (PE)	20.0	36.4	15.0	11.6	9.2
EV/EBITDA	16.1	21.4	11.9	11.0	10.1
市净率 (PB)	1.59	1.57	1.51	1.43	1.35

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	10.25 - 10.85元
收盘价	8.93元
总市值/流通市值	17075/14075百万元
52周最高价/最低价	12.62/7.84元
近3个月日均成交额	151.10百万元

#### 市场走势



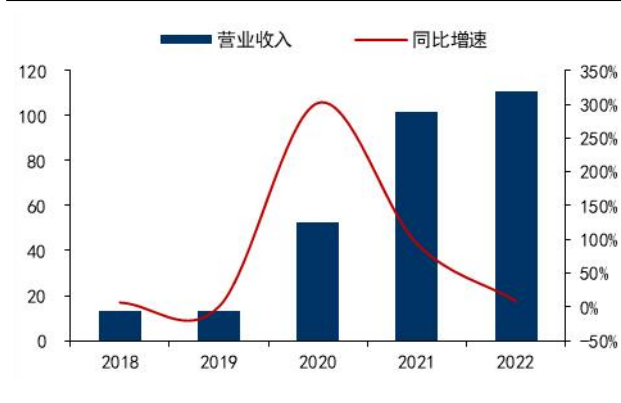
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《三峡水利(600116.SH)-来水较差导致三季度净利润同比减少,综合能源服务商雏形初显》——2022-11-06

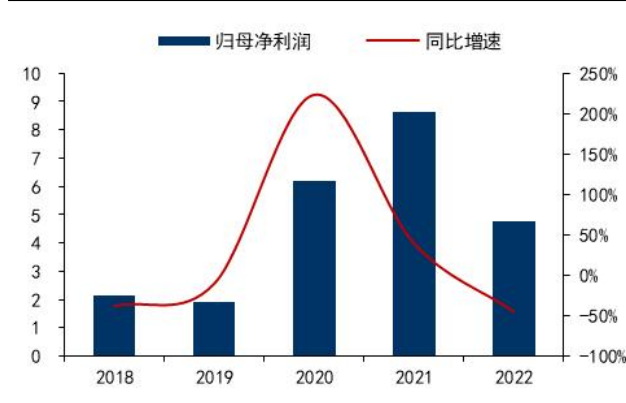
**营收稳步增长，发电量及公允价值变动收益下降致净利润承压。**2022年，公司实现营业收入110.93亿元（+9.00%），实现归母净利润4.76亿元（-44.95%），实现扣非归母净利润3.89亿元（-47.46%）。公司收入增长得益于售电量增加和综合能源业务收入增长。2022年，公司售电量135.72亿千瓦时，同比增长2.67%。公司归母净利润大幅下降，主要系公司所属水电站流域来水偏枯致发电量大幅下降、电解锰产销量和全资子公司电力投资公司持有的上市公司涪陵电力股票公允价值变动收益下降影响所致。2022年，公司发电量20.29亿千瓦时（-27.04%），公允价值变动收益-1.76亿元（-168.19%）。

图1：三峡水利营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

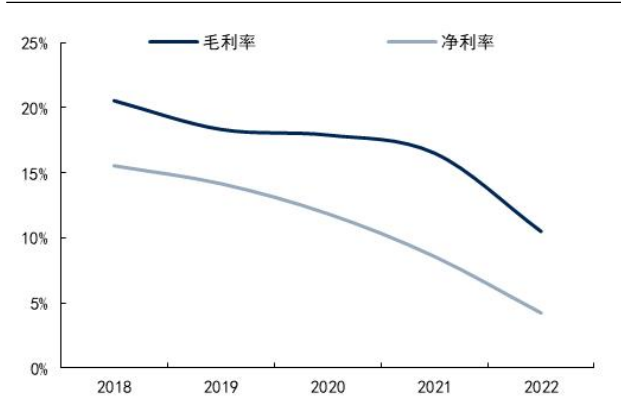
图2：三峡水利归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

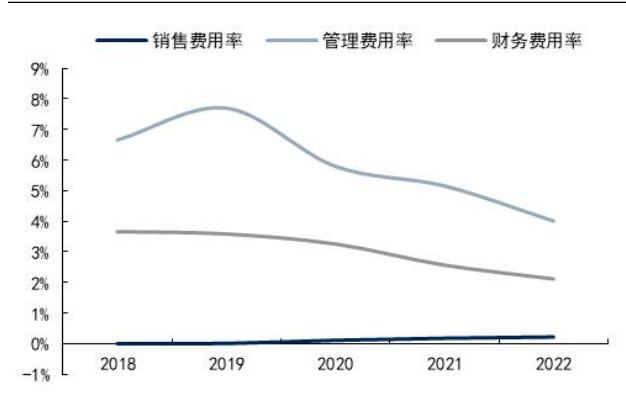
**毛利率、净利率明显下降、费用率水平下行。**由于公司自有水电发电量下降、电力供需偏紧情况下购电成本上升等因素影响，公司毛利率有所下降，由2021年的16.53%降至2022年的10.50%，同比减少6.02pct。费用率方面，公司加强费用管控，管理费用率、财务费用率均出现下降，2022年公司管理费用率、财务费用率分别为4.01%、2.12%，分别同比减少1.15、0.45pct。由于毛利率下降及持有上市公司股票的公允价值变动收益大幅下降等因素影响，公司净利率下降明显，由2021年的8.58%降至2022年的4.24%，同比减少4.34pct。

图3：公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

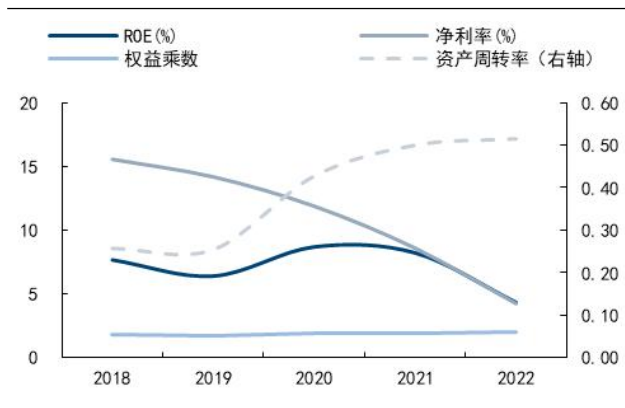
图4：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

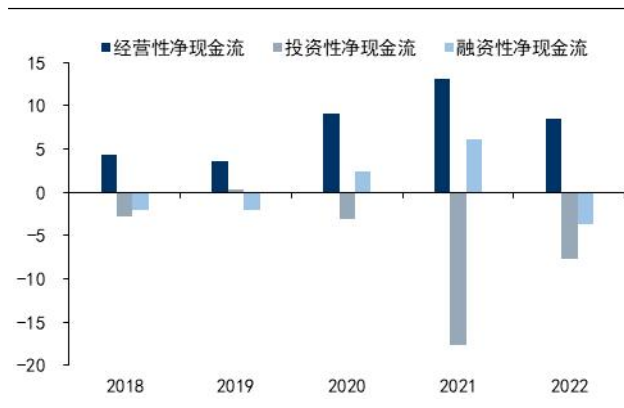
**ROE 下降，经营性净现金流大幅减少。**由于净利率出现下行，公司 ROE 有所下降，由 2021 年的 8.21% 降至 2022 年的 4.32%，同比减少 3.89pct。现金流方面，2022 年，公司经营性净现金流为 8.55 亿元，同比下降 35.00%，主要系主营业务毛利减少所致；投资性净现金流出 7.70 亿元，同比显著下降，主要系出售上市公司涪陵电力股票以及同比减少联营企业投资支出和购建固定资产支出所致；筹资性净现金流 -3.68 亿元，较上年同期减少，主要系减少项目贷款收到的现金以及退回票据保证金减少且支付票据保证金增加所致。

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

**电力业务基本盘持续巩固，增强自身发电能力。**依托重庆自然资源禀赋，公司在重庆万州、涪陵、黔江等地大力布局燃气以及风力发电，进一步完善电源结构，提高供电保障能力。2022 年，公司已决策项目装机规模 108 万千瓦，预计年发电量约 35 亿千瓦时，万州、涪陵装机共计 100 万千瓦的燃机项目获得核准，自有发电能力进一步增强，为打造地方坚强能源保障平台奠定坚实基础。

**市场化售电业务推进，售电规模稳步增加。**2022 年，公司积极向外拓展市场化售电业务，依托长江经济带和成渝双城经济圈售电市场，筑牢重庆、四川、华东、华南 4 个区域支点，市场化售电签约客户数量突破 3700 家。同时，投资并购四川市场化售电领域头部企业川能智网，切入四川售电市场，拓宽了规模化售电渠道。此外，依托市场化售电资源优势，积极促进售电业务和储能业务协同共进，根据企业多元化用能和能效管理等不同需求，灵活开展用户侧储能业务。2023 年，公司将继续大力拓展售电市场，促进配电业务规模、产能稳步增长，预计实现售电量 138.50 亿千瓦时，同比增长 2.05%。

**综合能源、储能业务落地，贡献业绩新增量。**公司综合能源业务已完成综合能源业务模式探索、技术积累与初期规模布局，现已完成万州经开区九龙园热电联产项目投资建设，正在推动两江龙兴赣锋能源站等项目建设，在建在运分布式光伏装机规模超 100MW，针对医院等用能稳定的优质用户广泛开发多联供分布式能源站及综合能源托管服务业务，典型场景开发取得良好成效。2022 年，公司实现综合能源业务实现收入 7.03 亿元，利润 0.51 亿元，主要系本期万州经开区九龙园热电联产项目顺利投产实现利润。同时，公司大力发展储能业务，累计签约用户侧储能项目 84 个，合计容 863MWh，累计开工项目 33 个，总容量 131MWh，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，装机容量合计 300MW/600MWh。未来公司将持续推动综合能源、分布式光伏、储能、电动重卡等新业务发展，为公司带来增量业绩来源。

**表1：公司综合能源业务、储能、电动重卡业务发展情况**

业务	发展情况
综合能源业务	集中优势资源围绕“源网荷储一体化”以及“优质大用户”两大重点场景，努力拓展综合能源业务市场：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，为后续大力拓展综合能源展园区型综合能源业务积累了经验、打造了样板，为公司培育了新的利润增长点；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，进一步加强双方合作力度，持续扩大综合能源业务“优质大用户”端应用场景。
储能业务	一方面依托市场化售电资源优势，挖掘客户用能需求，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 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。
电动重卡	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，完成决策项目 19 个，累计决策投资额近 5 亿元，同时构建了一套集能源交易、运力管理、电池梯次利用、智慧运维为一体的数字化管理系统，推动业务朝着数字化、科技化、智能化发展。

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所

**投资建议：**由于公司售电业务发展趋缓，下调盈利预测。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 126.86、147.08、170.17 亿元（2023、2024 年原值为 130.7、152.6 亿元），同比增长 14.4%、15.9%、15.7%；归母净利润分别为 11.53、14.88、18.92 亿元（2023、2024 年原值为 11.99、14.92 亿元），同比增长 142.1%、29.1%、27.1%；EPS 为 0.60、0.78、0.99 元，当前股价对应 PE 为 15.0、11.6、9.2x。给予公司 2023 年 17-18 倍 PE，对应权益市值 196-208 亿元，对应 10.25-10.85 元/股合理价值，较目前股价有 13%~20%的溢价空间，维持“买入”评级。

**表2：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
003035.SZ	南网能源	7.29	276	0.13	0.15	0.28	0.43	56	49	26	17	8%	0.59	买入
600452.SH	涪陵电力	18.66	171	0.66	0.89	1.00	1.19	28	21	19	16	19%	1.50	无
600674.SH	川投能源	14.13	630	0.70	0.79	0.96	1.02	20	18	15	14	10%	0.65	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 涪陵电力、川投能源为 Wind 一致预测。



## 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	1750	1667	1731	1716	1705	<b>营业收入</b>	<b>10177</b>	<b>11093</b>	<b>12686</b>	<b>14708</b>	<b>17017</b>
应收款项	919	1069	1222	1417	1639	营业成本	8495	9928	10198	11598	13191
存货净额	421	237	243	277	316	营业税金及附加	64	57	65	76	88
其他流动资产	888	1218	1392	1614	1868	销售费用	18	24	28	32	37
<b>流动资产合计</b>	<b>4775</b>	<b>4791</b>	<b>5549</b>	<b>6562</b>	<b>7987</b>	管理费用	584	504	557	712	817
固定资产	9695	10195	12386	14842	17474	财务费用	261	235	288	398	518
无形资产及其他	1232	1201	1171	1142	1114	投资收益	159	175	75	65	55
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	4050	4024	4024	4024	4024	动	257	(178)	(148)	(178)	(178)
长期股权投资	1500	1649	2179	2572	2929	其他收入	118	153	51	186	187
<b>资产总计</b>	<b>21252</b>	<b>21860</b>	<b>25309</b>	<b>29141</b>	<b>33529</b>	营业利润	1288	494	1528	1964	2429
短期借款及交易性金融						营业外净收支	(165)	54	(200)	(250)	(250)
负债	2873	2785	3904	4686	5643	利润总额	1123	549	1328	1714	2179
应付款项	964	1397	1430	1632	1861	<b>所得税费用</b>	<b>250</b>	<b>79</b>	<b>190</b>	<b>245</b>	<b>312</b>
其他流动负债	1195	1090	1122	1290	1471	少数股东损益	8	(6)	(15)	(19)	(25)
<b>流动负债合计</b>	<b>5032</b>	<b>5272</b>	<b>6456</b>	<b>7608</b>	<b>8975</b>	归属于母公司净利润	865	476	1153	1488	1892
长期借款及应付债券	4215	4570	6299	8378	10647						
其他长期负债	795	722	808	828	839	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5009</b>	<b>5292</b>	<b>7107</b>	<b>9206</b>	<b>11487</b>	<b>净利润</b>	865	476	1153	1488	1892
<b>负债合计</b>	<b>10042</b>	<b>10564</b>	<b>13563</b>	<b>16814</b>	<b>20462</b>	资产减值准备	(217)	436	(240)	(45)	(7)
少数股东权益	287	254	245	235	222	折旧摊销	552	582	628	667	726
股东权益	10924	11042	11501	12093	12845	公允价值变动损失	(217)	436	(240)	(45)	(7)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21252</b>	<b>21860</b>	<b>25309</b>	<b>29141</b>	<b>33529</b>	财务费用	261	235	288	398	518
						营运资本变动	(290)	32	(269)	(81)	(105)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	其它	622	(1107)	444	368	458
每股收益	0.45	0.25	0.60	0.78	0.99	<b>经营活动现金流</b>	<b>1315</b>	<b>855</b>	<b>1476</b>	<b>2352</b>	<b>2956</b>
每股红利	0.15	0.15	0.36	0.47	0.60	资本开支	(1043)	(697)	(2549)	(3049)	(3323)
每股净资产	5.71	5.77	6.01	6.32	6.72	其它投资现金流	(796)	196	(360)	(576)	(922)
ROIC	5.29%	3.38%	9%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1769)</b>	<b>(770)</b>	<b>(3439)</b>	<b>(4018)</b>	<b>(4603)</b>
ROE	7.92%	4.31%	10.02%	12.31%	14.73%	权益性融资	30	14	0	0	0
毛利率	17%	11%	20%	21%	22%	负债净变化	2517	(645)	1729	2079	2269
EBIT Margin	11%	7%	16%	16%	18%	支付股利、利息	(287)	(287)	(694)	(896)	(1139)
EBITDA Margin	17%	12%	20%	21%	22%	其它融资现金流	(1590)	(318)	1119	781	957
收入增长	94%	9%	14%	16%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>616</b>	<b>(368)</b>	<b>2027</b>	<b>1651</b>	<b>1635</b>
净利润增长率	40%	-45%	142%	29%	27%	<b>现金净变动</b>	<b>(25)</b>	<b>(84)</b>	<b>64</b>	<b>(15)</b>	<b>(11)</b>
资产负债率	49%	49%	55%	59%	62%	货币资金的期初余额	1775	1750	1667	1731	1716
股息率	1.7%	1.7%	4.0%	5.2%	6.6%	货币资金的期末余额	1750	1667	1731	1716	1705
P/E	20.0	36.4	15.0	11.6	9.2						

P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	536	(503)	(386)	(116)
EV/EBITDA	16.1	21.4	11.9	11.0	10.1	权益自由现金流	0	(426)	2099	2133	2667

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