

2021 中报点评：业绩显著超预期，期待下半年更多惊喜

买入（维持）

2021 年 08 月 08 日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号：S0600520070005

18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,256	10,382	11,708	13,434
同比（%）	302.2%	97.53%	12.77%	14.74%
归母净利润（百万元）	620	846	1,012	1,210
同比（%）	223.4%	36.45%	19.59%	19.60%
每股收益（元/股）	0.32	0.44	0.53	0.63
P/E（倍）	29.61	21.70	18.15	15.17

■ **事件：**公司发布 2021 年半年报，实现营收 45.67 亿元，同比增长 330.73%；归母净利润 4.32 亿元，同比增长 111.51%；扣非后为 4.07 亿元，同比增长 194.43%。

■ **一、上半年业绩显著超预期，下半年电解锰业务有望贡献更大弹性。**根据公司公告，上半年发电量为 12.47 亿度、同比增长 0.67%，上网电量为 12.32 亿度、同比提升 0.55%，售电量为 64.44 亿度、同比提升 23.14%，售电均价为 0.4176 元/度（不含税），同比略降 0.74%，在今年上半年全国来水普遍一般的形势下，公司自发电量仍然略增，体现了较好的管理水平。上半年公司实现营收 45.67 亿元，同比增长 330.73%；归母净利润 4.32 亿元，同比增长 111.51%；扣非后为 4.07 亿元，同比增长 194.43%，业绩显著超预期。从营业利润的构成上来看：1）电力业务营业利润为 2.88 亿元，占比为 57.50%；2）锰业和贸易营业利润为 1.54 亿元，占比为 30.74%（上半年电解锰产量为 4.37 万吨，电解锰的平均出厂含税价格约 1.61 万元/吨）；3）投资收益 0.71 亿元，占比为 14.11%。展望下半年，一是工业企业生产高峰普遍在三、四季度，公司的电力业务有望进一步增长；二是 6 月份以来，电解锰价格持续上涨，截至 8 月初电解锰的平均出厂含税价格相比上半年已经超出 1 万元/吨以上，我们预计公司电解锰的产量在 10 万吨以上，下半年电解锰业务会提供显著弹性。

■ **二、与三峡集团联手布局九江市综合能源服务，设立绿动公司切入重卡换电和储能业务领域。**1）公司公告，全资子公司重庆两江综合能源服务有限公司和九江市工发供应链管理公司、长江清源节能环保（三峡集团全资孙公司）在江西省九江市共同出资设立公司，注册资本为 1 亿元，公司持股比例为 80%。合资公司主要在九江市开展低碳智慧综合能源、节能减排、智慧城市能源互联网、新能源、绿色交通、增量配电网基础设施建设、低碳智慧工业、源网荷储充一体化、零碳智慧城市等领域的综合能源项目开发建设和运营管理业务。2）公司公告，出资 2 亿元全资设立“绿动产业发展平台公司”（最终名称以工商登记为准），围绕场景运营（包括市场化售电、充换电资产运营管理、数字化管理服务、电力市场辅助服务、储能业务等）和电力资产投资及租赁两大板块，开展以电动重卡应用为载体，以规模化建设重卡充换电站并开展新型售电、储能和电池管理为重点，以数字化管理为中心，瞄准绿色交通、生态环保、新基建等国内外需求场景的电动重卡换电储用一体化业务。九江综合能源平台公司和绿动产业发展平台公司的设立，充分表明，公司在传统配售电业务之外，向综合能源服务和储能业务领域拓展的步伐已经迈出，目前受制于储能业务的商业模式，公司选择电动重卡换电站作为切入点，打造三峡集团旗下储能业务平台值得期待。

■ **估值及盈利预测：**我们维持预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.44、0.53、0.63 元，PE 分别为 22、18、15 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.60
一年最低/最高价	7.89/10.69
市净率(倍)	1.75
流通 A 股市值(百万元)	12996.91

基础数据

每股净资产(元)	5.47
资产负债率(%)	47.64
总股本(百万股)	1912.14
流通 A 股(百万股)	1353.84

相关研究

- 1、《三峡水利 (600116)：2021H1 业绩预告点评：上半年净利润增速超预期，有增长更有质量》2021-07-12
- 2、《三峡水利 (600116)：长江电力增持后比例达到 20%，静待综合能源服务龙头腾飞》2021-07-04
- 3、《三峡水利 (600116)：综合能源项目落地，十四五规划逐步兑现》2021-05-13

【事件】

1) 公司发布 2021 年半年报, 实现营收 45.67 亿元, 同比增长 330.73%; 归母净利润 4.32 亿元, 同比增长 111.51%; 扣非后为 4.07 亿元, 同比增长 194.43%。

2) 出资 2 亿元成立绿动产业发展平台公司, 以电动重卡应用为载体, 开展规模化建设重卡充换电站并开展新型售电、储能和电池管理业务。

3) 全资子公司两江综合能源与九江工发、长江清源在九江市成立合资公司, 主要从事九江市的综合能源项目开发建设和运营管理, 其中公司控股 80%。

一、上半年业绩显著超预期, 下半年电解锰业务有望贡献更大弹性

根据公司公告, 上半年发电量为 12.47 亿度、同比增长 0.67%, 上网电量为 12.32 亿度、同比提升 0.55%, 售电量为 64.44 亿度、同比提升 23.14%, 售电均价为 0.4176 元/度 (不含税), 同比略降 0.74%, 在今年上半年全国来水普遍一般的形势下, 公司自发电量仍然略增, 体现了较好的管理水平。上半年公司实现营收 45.67 亿元, 同比增长 330.73%; 归母净利润 4.32 亿元, 同比增长 111.51%; 扣非后为 4.07 亿元, 同比增长 194.43%, 业绩显著超预期。从营业利润的构成上来看: 1) 电力业务营业利润为 2.88 亿元, 占比为 57.50%; 2) 锰业和贸易营业利润为 1.54 亿元, 占比为 30.74% (上半年电解锰产量为 4.37 万吨, 电解锰的平均出厂含税价格约 1.61 万元/吨); 3) 投资收益 0.71 亿元, 占比为 14.11%。展望下半年, 一是工业企业生产高峰普遍在三、四季度, 公司的电力业务有望进一步增长; 二是 6 月份以来, 电解锰价格持续上涨, 截至 8 月初电解锰的平均出厂含税价格相比上半年已经超出 1 万元/吨以上, 考虑到公司电解锰的产量在 10 万吨以上, 我们预计下半年电解锰业务会提供显著弹性。

二、与三峡集团联手布局九江市综合能源服务, 设立绿动公司切入重卡换电和储能业务领域

1) 公司公告, 全资子公司重庆两江综合能源服务有限公司和九江市工发供应链管理公司、长江清源节能环保(三峡集团全资孙公司)在江西省九江市共同出资设立公司, 注册资本为 1 亿元, 公司持股比例为 80%。合资公司主要在九江市开展低碳智慧综合能源、节能减排、智慧城市能源互联网、新能源、绿色交通、增量配电网基础设施建设、低碳智慧工业区、源网荷储充一体化、零碳智慧城市等领域的综合能源项目开发建设和

运营管理业务。

2) 公司公告, 出资 2 亿元全资设立“绿动产业发展平台公司”(最终名称以工商登记为准), 围绕场景运营(包括市场化售电、充换电资产运营管理、数字化管理服务、电力市场辅助服务、储能业务等)和电力资产投资及租赁两大板块, 开展以电动重卡应用为载体, 以规模化建设重卡充换电站并开展新型售电、储能和电池管理为重点, 以数字化管理为中心, 瞄准绿色交通、生态环保、新基建等国内外需求场景的电动重卡充换储用一体化业务。

九江综合能源平台公司和绿动产业发展平台公司的设立, 充分表明, 公司在传统配售电业务之外, 向综合能源服务和储能业务领域拓展的步伐已经迈出, 目前受制于储能业务的商业模式, 公司选择电动重卡充换电站作为切入点, 打造三峡集团旗下储能业务平台值得期待。

三、长江电力增持比例达到 20%, 彰显股东信心

根据公司公告, 2021 年 2 月 2 日以来, 长江电力的全资子公司长电投资累计增持公司股份 2139.93 万股, 增持价格区间为 8.40-8.90 元/股; 增持完成后, 长江电力及其一致行动人累计持有公司股份 3.82 亿股, 达到公司总股本的 20%。我们分析认为, 公司控股股东的一系列增持行为并不是孤立的事件, 需要和公司资产重组后的一系列行动放在一起考虑, 如果我们动态地观察和跟踪公司自资产重组以来的变化, 会发现:

- 1) 2020 年 6 月份公司重大资产重组完成;
- 2) 8 月份公司半年报制定《职业经理人管理制度》;
- 3) 10 月份公司董事会决议修订高管人员年薪管理办法;
- 4) 10 月份三峡电入渝正式落地;
- 5) 11 月份承接控股股东长江电力的乌东德、白鹤滩电站运维检修服务业务;

实际上, 从 6 月重组完成到现在, 也仅仅 1 年的时间, 公司已经先后完成了:

- 一、机制上, 通过薪酬体制机制改革充分释放员工活力;
- 二、业务上, 三峡电入渝标志公司成长逻辑兑现第一步;
- 三、运维检修服务项目落地充分彰显大股东对公司的支持力度;

从长江电力入主上市公司、到主导重大资产重组、到增持股份、再到三峡电入渝和电站运维检修项目的扶持, 结合三峡集团承诺公司是集团内部唯一配售电平台, 增持比例有望提高。

盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.44、0.53、0.63 元，PE 分别为 22、18、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大，发电小时数不达预期；
- 2) 上网电价受到政策影响持续下降，公司业绩受到电价下行的影响；
- 3) 公司资产重组进程不达预期，资产重组可能会引起商誉较高，联合能源业绩承诺未能顺利完成；

三峡水利三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,655	3,875	4,095	4,809	营业收入	5,256	10,382	11,708	13,434
现金	1,775	1,661	1,873	2,149	减:营业成本	4,315	8,652	9,726	11,140
应收账款	613	770	790	999	营业税金及附加	37	73	82	94
存货	265	359	342	461	营业费用	6	11	13	15
其他流动资产	1,002	1,085	1,090	1,199	管理费用	305	540	550	551
非流动资产	15,828	17,932	18,328	18,758	财务费用	171	232	277	338
长期股权投资	1,001	1,022	1,042	1,062	资产减值损失	3	3	5	5
固定资产	8,835	9,594	9,747	9,926	加:投资净收益	80	20	20	20
在建工程	401	1,544	1,549	1,517	其他收益	37	0	0	0
无形资产	1,255	1,445	1,673	1,948	营业利润	717	992	1,185	1,417
其他非流动资产	4,336	4,327	4,317	4,305	加:营业外净收支	9	-2	-2	-2
资产总计	19,483	21,807	22,423	23,567	利润总额	725	989	1,183	1,415
流动负债	6,564	8,331	8,230	8,455	减:所得税费用	101	138	165	198
短期借款	3,259	5,399	5,509	4,855	少数股东损益	4	5	6	7
应付账款	780	1,310	1,039	1,651	归属母公司净利润	620	846	1,012	1,210
其他流动负债	2,526	1,622	1,683	1,949	EBIT	981	1,265	1,542	1,763
非流动负债	2,445	2,341	2,236	2,131	EBITDA	1,387	1,734	2,062	2,326
长期借款	1,697	1,593	1,489	1,384					
其他非流动负债	747	747	747	747	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	9,009	10,672	10,467	10,586	每股收益(元)	0.32	0.44	0.53	0.63
少数股东权益	266	271	277	284	每股净资产(元)	5.34	5.68	6.11	6.64
					发行在外股份(百万股)	1912	1912	1912	1912
归属母公司股东权益	10,209	10,864	11,679	12,697	ROIC(%)	5.0%	5.9%	6.9%	7.8%
负债和股东权益	19,483	21,807	22,423	23,567	ROE(%)	6.0%	7.6%	8.5%	9.4%
					毛利率(%)	17.9%	16.7%	16.9%	17.1%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	11.8%	8.1%	8.6%	9.0%
经营活动现金流	908	1,916	1,575	2,537	资产负债率(%)	46.2%	48.9%	46.7%	44.9%
投资活动现金流	-318	-2,552	-895	-973	收入增长率(%)	302.2%	97.53%	12.77%	14.74%
筹资活动现金流	233	522	-467	-1,288	净利润增长率(%)	223.4%	36.45%	19.59%	19.60%
现金净增加额	823	-114	212	276	P/E	29.61	21.70	18.15	15.17
折旧和摊销	406	469	520	563	P/B	1.80	1.69	1.57	1.45
资本开支	487	2,083	376	410	EV/EBITDA	16.88	14.12	11.78	10.00
营运资本变动	140	384	-220	440					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>