

证券研究报告—动态报告

公用事业

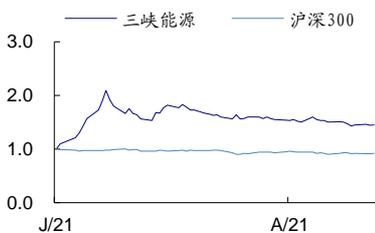
电力

三峡能源(600905)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 09 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	28,571/6,949
总市值/流通(百万元)	157,998/38,430
上证综指/深圳成指	3,567/14,314
12个月最高/最低(元)	8.79/3.18

相关研究报告:

《国信证券-三峡新能源-A20030-深度报告: 海纳百川, 扬帆起航》——2021-03-15

证券分析师: 黄秀杰

电话: 021-61761029

E-MAIL: huangxiujie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521060002

证券分析师: 王蔚祺

电话:

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人: 陈抒扬

电话:

E-MAIL: chenshuyang@guosen.com.cn

联系人: 陈卓鸣

电话: 010-88005230

E-MAIL: chenzhuoming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

海上风电密集投产, 助力业绩快速增长

● 2021H1 营收与归母净利大幅增长, 净利率持续提升

公司 2021H1 实现营收 78.85 亿元 (+39.9%), 归母净利润 32.74 亿元 (+57.6%)。其中二季度单季营收 40.73 亿元 (+37.1%), 归母净利润 17.80 亿元 (+48.27%)。2021H1 销售毛利率 64.2%, 同比提升 1.87pct; 销售净利率为 44.4%, 同比提升 2.76pct。

● 新能源装机增长迅速, 海上风电有望助力公司再上台阶

公司上半年新增风电 53.2 万千瓦, 光伏 29.7 万千瓦, 占全国新增风电和光伏比例达 4.91% 和 2.28%。三峡集团肩负“海上风电的引领者”使命, 公司作为集团开发海上风电的平台, 截止上半年末已投运规模 149 万千瓦, 在建规模 294 万千瓦, 排名行业第一, 占全国全部海上风电在建规模的比例约 20%。随着下半年海上风电抢装完成并网发电, 年末公司装机规模有望再上一个台阶, 持续推动业绩增长。“十四五”期间, 公司计划新能源装机超过 5000 万千瓦, 年均增速约 30%。

● 经营性净现金流大幅增长, ROE 持续提升

2020H1 经营性净现金流 38.80 亿元, 同比增长 77.42%, 远高于业绩增速; 销售现金比 72.9%, 同比提高 21.2pct, 发电收入回款有所改善。受益于净利率提升, ROE 同比提升 0.44pct, 公司目前在建项目处于较高峰, 随着在建项目逐步建成并网发电, 公司 ROE 预计将稳中有升。

● 风险提示: 行业政策风险; 项目建设不及预期; 电力消纳不及预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

由于上半年发电量超预期, 我们上调盈利预测, 预计 2021-2023 年收入 163、242、291 亿元(原为 156、245、285 亿元), 同比增速 44.2%、48.4%、20.4%; 归母净利润 52.3、84.1、96.4 亿元(原为 43.2、64.3、72.6 亿元), 同比增速 44.8%、60.7%、14.7%; 摊薄 EPS 为 0.18、0.29、0.34 元, 当前股价对应 PE 为 30.2、18.8、16.4x。2021-2023 归母净利增速复合增速为 38.7% 左右, 给予公司 2021 年 40-45 倍左右估值, 对应 7.2-8.1 元/股合理价值, 较目前股价有 30%-46% 的溢价空间, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

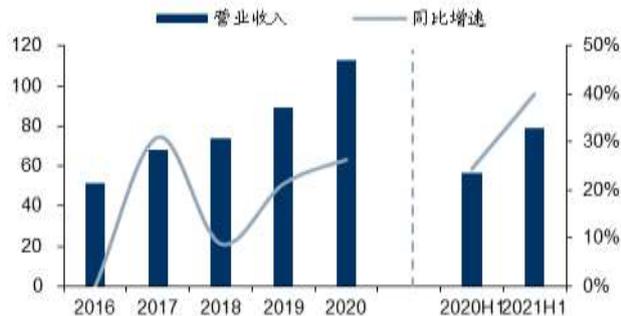
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,957	11,315	16,311	24,213	29,145
(+/-%)	21.3%	26.3%	44.2%	48.4%	20.4%
净利润(百万元)	2840	3611	5230	8407	9639
(+/-%)	4.8%	27.2%	44.8%	60.7%	14.7%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.18	0.18	0.29	0.34
EBIT Margin	52.2%	53.1%	52.6%	55.5%	55.3%
净资产收益率(ROE)	7.4%	8.6%	11.3%	15.9%	15.9%
市盈率(PE)	38.9	30.6	30.2	18.8	16.4
EV/EBITDA	21.4	20.7	21.0	15.9	14.4
市净率(PB)	2.87	2.64	3.43	2.99	2.61

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

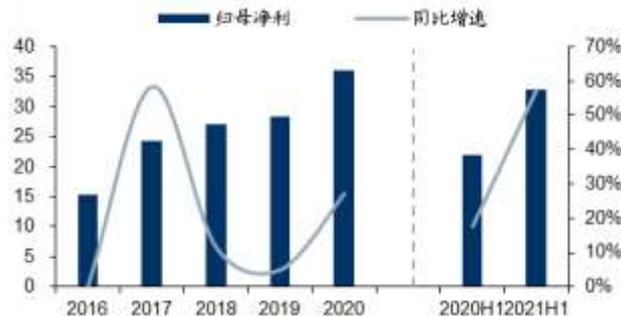
营收与归母净利大幅增长。公司 2021H1 实现营收 78.85 亿元 (+39.9%)，归母净利润 32.74 亿元 (+57.6%)，扣非归母净利润 35.21 亿元 (+63.5%)。其中二季度单季营收 40.73 亿元 (+37.1%)，归母净利润 17.80 亿元 (+48.27%)，扣非归母净利润 18.07 亿元。公司业绩保持较高增长。

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: 公司归母净利及增速 (亿元)

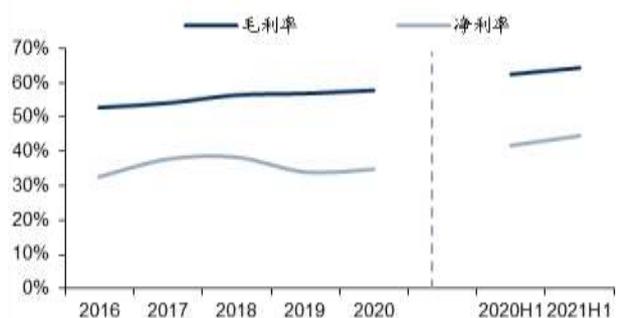


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率、净利率持续提升，期间费用稳定保持较低水平。公司 2021H1 销售毛利率 64.2%，同比提升 1.87pct，主要得益于风电光伏装机运营效率提升，上半年风光资源情况较好摊薄度电成本，业务毛利率提升。公司期间费用主要为财务费用，17.74% (+0.06pct)，管理费用率 3.30% (+0.13pct)。期间费用率合计 21.05%，同比增加 0.21pct。销售净利率为 44.4%，同比提升 2.76pct。

公司财务费用规模较大主要系公司项目投资以贷款为主，截止上半年末公司长期借款占总资产比重为 37.33%。而公司在财务成本和资金方面优势明显，公司目前贷款利率一般为 LPR 下浮 50~75bp，上半年发行债券融资成本在 3.5% 左右，资金成本相对较低，财务费用合理可控。

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: 公司三项费用率变化情况

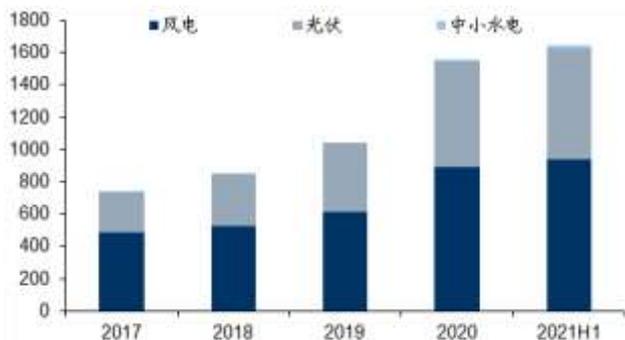


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

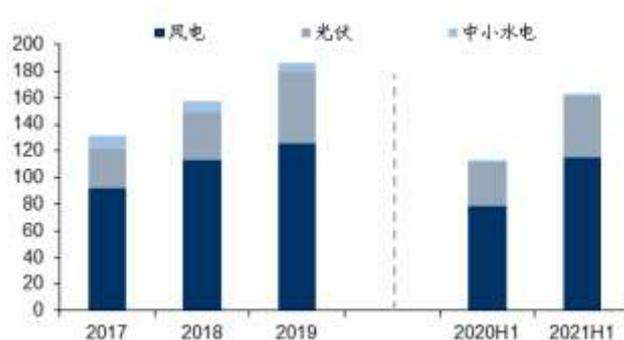
装机持续增长，海上风电有望助力公司装机规模进一步提升。截止 2021 上半年末，公司投产装机容量合计达到 1643.7 万千瓦。其中，风电 941.1 万千瓦 (海上风电 148.7 万千瓦)，光伏发电 679.8 万千瓦，占全国新增风电和光伏装机比例达 3.22% 和 2.55%。公司上半年新增风电 53.2 万千瓦，光伏 29.7 万千瓦，占全国新增风电和光伏比例达 4.91% 和 2.28%。

此外公司在建项目的装机容量达 522.8 万千瓦。风电项目 450 万千瓦，其中海上风电项目为 293.6 万千瓦，排名行业第一，占全国全部海上风电在建规模的比例约 20%。光伏发电项目 72.2 万千瓦，随着下半年海上风电抢装完成并网发电，年末公司装机规模有望再上一个台阶。

公司去年及今年上半年装机的快速增长，以及资源改善共同推动公司上半年发电量大幅提升。上半年公司完成发电量 163.28 亿千瓦时（159.99 亿千瓦时上网电量），同比增长 44.00%。其中，风电发电量 115.13 亿千瓦时（上网电量 113.56 亿千瓦时），同比增长 46.59%；光伏发电量 45.98 亿千瓦时（上网电量 44.41 亿千瓦时），同比增长 42.26%。此外，公司参与电力多边交易的电量为 43.82 亿千瓦时，占累计上网电量的 27.39%。

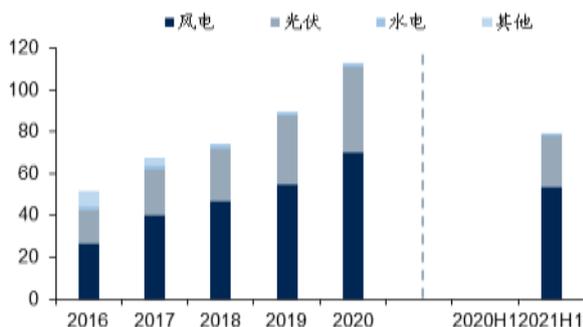
图 5：公司发电装机容量构成（万千瓦）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
 注：公司 2020 年业务数据未分部拆分披露

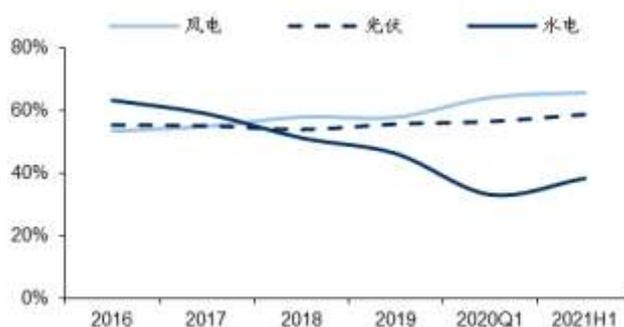
图 6：公司发电量构成（亿千瓦时）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

发电量提升显著，风电光伏营收均增长明显，毛利率持续提升。风电和光伏贡献收入分别为 53.69 和 24.39 亿元，占比 68.1%和 30.9%，推动发电业务整体营收同比增长 38.6%。风电和光伏贡献净利润达 24.70 亿元和 7.48 亿元，占比 70.5%和 21.4 %。风电和光伏毛利率达 66.0%和 58.8%，保持了提升的趋势，净利率达 46.00%和 30.67%，资产优质回报率较高。

图 7：公司分板块营业收入（亿元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
 注：公司 2020 年业务数据未分部拆分披露

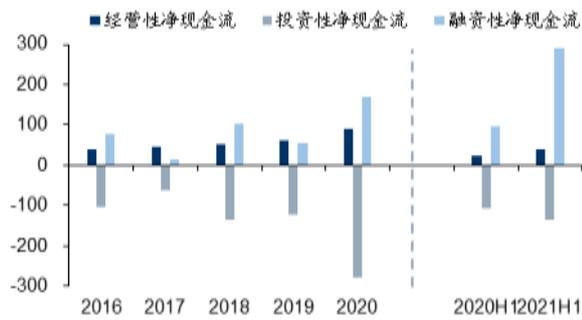
图 8：公司分板块毛利率（亿元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流大幅增长，销售现金比有所提升。2020H1 经营性净现金流 38.80 亿元，同比增长 77.42%，远高于业绩增速。销售现金比 72.9%，同比提高 21.2pct，发电收入回款有所改善。投资性现金净流出 136.13 亿元，同比增长 25.8%，主要系加大在建风电、光伏项目投资和收购子公司投资。上半年公司上市融资，融资性净现金流为 291.78 亿元，同时货币资金较上年期末增加 194.25 亿元，为公司后续项目建设投资提供了充足支持。

受益于净利率提升，ROE 有所提升。2021H1 公司 ROE 为 5.98%，同比提升 0.44pct，主要得益于净利率和权益乘数的提升。公司目前在建项目处于较高峰，随着在建项目逐步建成并网发电，公司资产周转率和净利率有望进一步得到提升，公司 ROE 预计将稳中有升。

图 9: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 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

盈利预测及投资建议: 我们预计 2021-2023 年收入 163、242、291 亿元, 同比增速 44.2%、48.4%、20.4%; 归母净利润 52.3、84.1、96.4 亿元, 同比增速 44.8%、60.7%、14.7%; 摊薄 EPS 为 0.18、0.29、0.34 元, 当前股价对应 PE 为 30.2、18.8、16.4x。公司新能源装机快速增长, 在建项目规模较大, 推动业绩高速增长, 2021-2023 归母净利增速复合增速为 38.7%左右, 由于公司资产优质, 获取项目资源能力出众, 资金优势明显, 给予公司 2021 年 40-45 倍左右估值, 对应 7.2-8.1 元/股合理价值, 较目前股价有 30%-46% 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 210901	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600905	三峡能源	5.53	1,580	0.18	0.18	0.29	0.34	30.63	30.21	18.79	16.39	9%	1.30	买入
0916.HK	龙源电力	15.86	1,244	0.59	0.93	1.05	1.10	26.97	17.05	15.10	14.42	10%	0.73	买入
1811.HK	中广核新能 源	4.71	194	0.04	0.44	0.51	0.53	124.6	10.70	9.24	8.89	21%	0.08	买入
601016	节能风电	4.79	240	0.14	0.24	0.35	0.38	34.46	19.96	13.69	12.61	11%	0.50	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 港股单位为港元

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1890	15421	7174	8162	营业收入	11315	16311	24213	29145
应收款项	12822	15238	17896	20307	营业成本	4788	7151	9843	11892
存货净额	79	151	189	193	营业税金及附加	105	152	225	271
其他流动资产	6253	5668	9383	12509	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	21044	36478	34642	41171	管理费用	636	865	983	1179
固定资产	98485	134434	179662	218142	财务费用	2091	2926	4051	5285
无形资产及其他	1871	2407	2942	3478	投资收益	508	508	508	508
投资性房地产	9793	9793	9793	9793	资产减值及公允价值变动	53	93	129	160
长期股权投资	11384	11384	11384	11384	其他收入	48	403	244	268
资产总计	142576	194496	238424	283968	营业利润	4303	6223	9992	11454
短期借款及交易性金融负债	14198	32375	41355	56309	营业外净收支	(18)	(18)	(18)	(18)
应付款项	12508	21738	27630	28750	利润总额	4286	6205	9975	11436
其他流动负债	3538	3391	5011	5971	所得税费用	344	496	798	915
流动负债合计	30244	57503	73996	91030	少数股东损益	330	478	769	882
长期借款及应付债券	52698	72792	92885	112978	归属于母公司净利润	3611	5230	8408	9640
其他长期负债	13198	13198	13198	13198					
长期负债合计	65897	85990	106083	126177	现金流量表 (百万元)				
负债合计	96141	143493	180080	217207	净利润	3611	5230	8408	9640
少数股东权益	4522	4905	5520	6226	资产减值准备	(100)	(41)	(36)	(31)
股东权益	41913	46097	52824	60535	折旧摊销	3988	5749	7845	9938
负债和股东权益总计	142576	194496	238424	283968	公允价值变动损失	(100)	(41)	(36)	(31)
					财务费用	2091	2926	4051	5285
关键财务与估值指标					营运资本变动	127	7181	1102	(3461)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	1450	2842	4195	5513
每股收益	0.18	0.18	0.29	0.34	经营活动现金流	8976	20922	21477	21567
每股红利	0.00	0.04	0.06	0.07	资本开支	(25456)	(42196)	(53573)	(48922)
每股净资产	2.10	1.61	1.85	2.12	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	6%	6%	8%	7%	投资活动现金流	(28072)	(42196)	(53573)	(48922)
ROE	9%	11%	16%	16%	权益性融资	1175	0	0	0
毛利率	58%	56%	59%	59%	负债净变化	20093	20093	20093	20093
EBIT Margin	53%	53%	56%	55%	支付股利、利息	0	(1046)	(1682)	(1928)
EBITDA Margin	88%	88%	88%	89%	其它融资现金流	(12360)	18177	8980	14954
收入增长	26%	44%	48%	20%	融资活动现金流	16841	34806	23849	28343
净利润增长率	27%	45%	61%	15%	现金净变动	(2321)	13531	(8247)	988
资产负债率	71%	76%	78%	79%	货币资金的期初余额	4211	1890	15421	7174
息率	0.0%	0.9%	1.5%	1.7%	货币资金的期末余额	1890	15421	7174	8162
P/E	30.6	30.2	18.8	16.4	企业自由现金流	(15814)	(21372)	(32263)	(27632)
P/B	2.6	3.4	3.0	2.6	权益自由现金流	(8081)	14206	(6916)	2554
EV/EBITDA	20.7	21.0	15.9	14.4					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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