

三峡能源 (600905)

2021 年三季报点评：毛利率短期承压，在建工程奠定成长性

买入（首次）

2021 年 11 月 3 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）	11,315	14,272	17,823	21,942
同比（%）	26.3%	26.1%	24.9%	23.1%
归母净利润（百万元）	3611	4270	5366	6707
同比（%）	27.2%	18.3%	25.7%	25.0%
每股收益（元/股）	0.18	0.15	0.19	0.23
P/E（倍）	41.04	49.58	39.45	31.57

■ **事件：**公司公告三季报，2021 年前三季度实现收入 111.48 亿元，同比增长 37.66%；归母净利润为 39.98 亿元，同比增长 42.22%；扣非后归母净利润为 40.25 亿元，同比增长 51.11%。

■ **一、业绩：**毛利率影响盈利能力表现，在建工程奠定后续增长。2021Q3 实现收入 32.63 亿元，同比增长 32.48%；归母净利润 7.24 亿元，同比增长-1.27%；扣非后归母净利润为 7.31 亿元，同比增长 10.63%。2021Q3 毛利率为 49.30%，同比下滑 3.90PCT；净利率为 24.64%，同比下滑 2.76PCT。总体来看，公司前三季度收入符合我们预期，毛利率影响了盈利能力表现。现金流方面，2021 年前三季度经营性净现金流为 55.24 亿元，同比增长 35.02%；资产负债表方面，截至 2021Q3 公司在建工程为 445.38 亿元，同比增长 166.22%，为后续成长奠定坚实基础。

■ **二、空间：**碳中和目标下，无论短期还是长期风光装机将持续高速发展。

长期来看：根据国网能源研究院发布的《中国能源电力发展展望 2019》，到 2050 年我国电源装机容量总额将达到 50 亿千瓦，其中风电和光伏的装机容量占比超过 50%；电力需求达到 12.4-13.9 万亿千瓦时，其中风电和光伏发电量占比接近 40%。2020 年我国电源装机容量总额约为 22 亿千瓦，其中风电为 2.81 亿千瓦、光伏为 2.52 亿千瓦，**假设到 2050 年风电+光伏装机容量合计占比达到 50%，则未来 30 年装机容量 CAGR 为 5.27%；假设到 2050 年风电+光伏发电量合计占比达到 40%，则未来 30 年发电量 CAGR 为 6.82%。**

短期来看：根据国家主席习近平在气候雄心峰会上的表述，到 2030 年风电、光伏总装机容量将达到 12 亿千瓦以上，对应未来 10 年风电+光伏装机容量 CAGR 为 8.41%，**我们保守估计每年新增风电+光伏装机在 70GW 以上。**

■ **三、成长：**海风项目储备充足+降本速度明显加快，业绩高增长值得期待。

截至 2021H1，公司装机容量 16.44GW：其中风电 9.41GW（海上风电 1.49GW、陆上风电 7.92GW），光伏 6.80GW，中小水电 0.23GW。在建装机容量 5.23GW：其中风电项目 4.50GW（海上风电项目为 2.94GW、陆上风电项目为 1.56GW）、光伏项目 0.72GW，在建海上风电占全国总量约 20%，行业排名第一。考虑到：1）公司在建海风项目储备充足；2）今年以来风电制造，尤其是海风制造领域，降本速度明显加快，装机增长+盈利能力提升，未来 3 年公司业绩高增长值得期待。

■ **估值及盈利预测：**公司背靠三峡集团，在海上风电上全国排名第一，优势显著，我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.15 元、0.19 元、0.23 元，PE 为 50、39、32 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**政策性风险；已核准项目无法并网的风险；项目投资回报不及预期的风险；市场化交易占比变化导致业绩波动风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.41
一年最低/最高价	3.18/8.79
市净率(倍)	3.15
流通 A 股市值(百万元)	51495.50

基础数据

每股净资产(元)	2.35
资产负债率(%)	62.84
总股本(百万股)	28571.00
流通 A 股(百万股)	6949.46

相关研究

1、《三峡能源 (600905)：打造 A 股最大风电光伏运营商》
2021-06-06

三峡能源三大财务预测表

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	21044	30747	34158	39657	营业收入	11315	14272	17823	21942
现金	1890	9925	7056	5478	减:营业成本	4788	6167	7869	9831
应收账款	12822	15762	20068	24600	营业税金及附加	105	128	125	185
存货	79	101	127	161	营业费用	0	0	0	0
其他流动资产	6253	4959	6907	9417	管理费用	555	583	729	1030
2 非流动资产	121533	138458	148855	157995	研发费用	1	2	2	3
长期股权投资	11384	12494	13816	15292	财务费用	2091	3110	3663	3788
固定资产	67032	98541	114587	124515	资产减值损失	0	-48	-90	-46
在建工程	31230	15599	8691	6489	加:投资净收益	508	588	515	537
无形资产	1871	1808	1746	1684	其他收益	20	76	101	76
其他非流动资产	10015	10015	10015	10015	营业利润	4303	4993	6141	7764
资产总计	142576	169205	183013	197652	加:营业外净收支	-18	-53	-35	-35
流动负债	30244	27222	34711	41647	利润总额	4286	4939	6106	7729
短期借款	14198	9971	12283	12150	减:所得税费用	344	372	366	555
应付账款	12508	14540	18591	24029	少数股东损益	330	297	374	467
其他流动负债	3538	2711	3838	5468	归属母公司净利润	3611	4270	5366	6707
非流动负债	65897	69637	74411	80089	EBIT	5867	7391	9099	10893
长期借款	49705	49705	49705	49705	EBITDA	9823	15812	20301	24180
其他非流动负债	16191	19932	24706	30384	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	96141	96859	109122	121736	每股收益(元)	0.18	0.15	0.19	0.23
少数股东权益	4522	4517	4452	4465	每股净资产(元)	2.10	2.37	2.43	2.50
归属母公司股东权益	41913	67829	69439	71451	发行在外股份(百万股)	20000	28571	28571	28571
负债和股东权益	142576	169205	183013	197652	ROIC(%)	6.0%	6.3%	7.2%	8.2%
					ROE(%)	8.6%	6.3%	7.7%	9.4%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	57.7%	56.8%	55.9%	55.2%
经营活动现金流	8976	15845	19983	25554	销售净利率(%)	31.9%	29.9%	30.1%	30.6%
投资活动现金流	-28072	-25228	-21408	-22305	资产负债率(%)	67.4%	57.2%	59.6%	61.6%
筹资活动现金流	16841	17418	-1444	-4827	收入增长率(%)	26.3%	26.1%	24.9%	23.1%
现金净增加额	-2255	8035	-2869	-1578	净利润增长率(%)	27.2%	18.3%	25.7%	25.0%
折旧和摊销	3957	8422	11203	13287	P/E	41.04	49.58	39.45	31.57
资本开支	-35830	-24118	-20086	-20829	P/B	3.54	3.12	3.05	2.96
营运资本变动	4744	3282	3671	5669	EV/EBITDA	24.87	15.50	12.68	11.16

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>