

售电量价齐升，综合能源业务启动新成长

投资要点

- **事件：**公司发布经营数据，2021年公司全年发电量 27.8 亿千瓦时，同比下降 5.6%；公司全年实现售电量 132.2 亿千瓦时，同比增长 16.72%；售电均价为 0.4388 元/千瓦时（不含税），同比上升 5.74%。受来水偏枯影响公司水电站全年累计发电量略有下降，下游用户用电需求增长带动公司全年售电量增长，同时受电价市场化改革以及电价联动机制影响，售电均价有所上升。
- **售电业务量价齐升，有望带动收入增长。**截止到 2021 年底，公司水电装机容量达 74.6 万千瓦，较重组前 27 万千瓦增加 177.78%，业务覆盖重庆万州、涪陵、黔江、秀山、酉阳、两江新区及周边区域。2021 全年，公司累计完成发电量 27.8 亿千瓦时，同比下降 5.6%；累计完成上网电量 27.5 亿千瓦时，同比下降 5.6%；累计完成售电量 132.2 亿千瓦时，同比增长 16.7%，售电均价 0.4388 元/千瓦时，同比增长 5.7%，预计售电量增长+售电均价增长将带动公司收入增长。2021 年全年实际售电量超额完成规划目标，按照公司十四五规划，2025 年实现售电量超过 1000 亿千瓦时，其中市场化售电量超 800 亿千瓦时，配售电业务将持续向好。
- **积极拓展市场化售电区域，综合能源服务开启新成长。**公司目前已取得重庆、上海、四川、浙江、江苏、安徽、广东、江西等 8 个省份的市场化售电资质，售电区域扩张显著，未来市场化售电空间已经开启。同时公司投资 2 亿元成立“绿色产业发展”平台，围绕场景运营（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）以及电力资产投资两大板块来拓展综合能源服务业务，各类相关业务共同赋能售电业务，拓展业务边际，未来成长空间广阔。
- **关停锰矿落后产能，产业升级转型。**根据公司公告，目前公司已经完成对重庆锰业资产清理工作，公司预计本次资产处置将影响公司 2021 年归母净利润 1.3 亿元，一次性计提后将对公司业绩造成一定影响，但属于非经常性损失，不会影响公司长期发展。同时公司积极应对减值冲击影响，已争取补偿 6000 万元，以及加快推进贵州武陵锰业二期 8 万吨产能建设。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.49/0.63/0.75 元，对应 PE 为 25X/19X/16X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**来水偏枯风险；电价波动风险；综合能源业务拓展不及预期风险等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5255.98	10599.49	12296.56	14305.10
增长率	302.17%	101.67%	16.01%	16.33%
归属母公司净利润(百万元)	619.94	941.49	1197.36	1424.63
增长率	223.43%	51.87%	27.18%	18.98%
每股收益 EPS(元)	0.32	0.49	0.63	0.75
净资产收益率 ROE	5.96%	8.40%	9.87%	10.80%
PE	38	25	19	16
PB	2.23	2.07	1.91	1.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 雷亚聪
 执业证号: S1250521120003
 电话: 023-63085003
 邮箱: leiyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.12
流通 A 股(亿股)	13.54
52 周内股价区间(元)	7.92-12.83
总市值(亿元)	233.09
总资产(亿元)	208.12
每股净资产(元)	5.68

相关研究

1. 三峡水利(600116): 电力业务持续向好, 业绩稳健增长 (2021-10-28)
2. 三峡水利(600116): 规划全面展开, 未来成长可期 (2021-08-06)
3. 三峡水利(600116): 重组完成, 十四五规划清晰远大 (2021-04-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5255.98	10599.49	12296.56	14305.10	净利润	623.78	947.32	1204.77	1433.45
营业成本	4314.89	8577.56	10014.15	11624.24	折旧与摊销	406.10	702.97	708.75	713.52
营业税金及附加	36.93	84.80	98.37	114.44	财务费用	171.30	244.53	217.64	221.18
销售费用	5.77	11.66	13.53	15.74	资产减值损失	2.87	120.00	0.00	0.00
管理费用	304.68	582.97	676.31	786.78	经营营运资本变动	-358.54	2421.62	129.91	268.79
财务费用	171.30	244.53	217.64	221.18	其他	62.48	-235.05	-115.84	-115.58
资产减值损失	2.87	120.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	907.99	4201.39	2145.24	2521.36
投资收益	79.70	80.00	80.00	80.00	资本支出	-8498.65	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	37.42	35.05	35.84	35.58	其他	8180.59	115.05	115.84	115.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-318.06	65.05	65.84	65.58
营业利润	716.52	1093.03	1392.39	1658.30	短期借款	3258.69	-1758.69	0.00	0.00
其他非经营损益	8.51	8.51	8.51	8.51	长期借款	868.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	725.03	1101.53	1400.90	1666.80	股权融资	6655.00	0.00	0.00	0.00
所得税	101.25	154.21	196.13	233.35	支付股利	-99.30	-185.98	-282.45	-359.21
净利润	623.78	947.32	1204.77	1433.45	其他	-10449.82	-1406.95	-217.64	-221.18
少数股东损益	3.84	5.83	7.41	8.82	筹资活动现金流净额	233.43	-3351.63	-500.09	-580.39
归属母公司股东净利润	619.94	941.49	1197.36	1424.63	现金流量净额	823.35	914.82	1710.99	2006.55
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1775.07	2689.89	4400.88	6407.43	成长能力				
应收和预付款项	916.29	1477.04	1810.15	2121.03	销售收入增长率	302.17%	101.67%	16.01%	16.33%
存货	264.65	413.22	520.01	627.54	营业利润增长率	224.04%	52.55%	27.39%	19.10%
其他流动资产	698.72	230.77	226.52	256.19	净利润增长率	236.85%	51.87%	27.18%	18.98%
长期股权投资	1001.28	1001.28	1001.28	1001.28	EBITDA 增长率	196.59%	57.70%	13.64%	11.83%
投资性房地产	232.92	232.92	232.92	232.92	获利能力				
固定资产和在建工程	9233.52	8654.61	8069.92	7480.47	毛利率	17.91%	19.08%	18.56%	18.74%
无形资产和开发支出	4329.40	4257.59	4185.78	4113.96	三费率	9.17%	7.92%	7.38%	7.16%
其他非流动资产	1031.28	1029.03	1026.79	1024.54	净利率	11.87%	8.94%	9.80%	10.02%
资产总计	19483.14	19986.35	21474.25	23265.35	ROE	5.96%	8.40%	9.87%	10.80%
短期借款	3258.69	1500.00	1500.00	1500.00	ROA	3.20%	4.74%	5.61%	6.16%
应付和预收款项	1417.41	3646.98	4025.50	4532.73	ROIC	9.10%	9.07%	12.08%	14.73%
长期借款	1697.16	1697.16	1697.16	1697.16	EBITDA/销售收入	24.62%	19.25%	18.86%	18.13%
其他负债	2635.34	1864.19	2051.24	2260.87	营运能力				
负债合计	9008.61	8708.33	9273.90	9990.76	总资产周转率	0.43	0.54	0.59	0.64
股本	1912.14	1912.14	1912.14	1912.14	固定资产周转率	0.84	1.23	1.52	1.90
资本公积	6519.54	6519.54	6519.54	6519.54	应收账款周转率	15.01	13.59	11.66	11.25
留存收益	1807.50	2563.00	3477.92	4543.34	存货周转率	27.25	25.10	21.34	20.16
归属母公司股东权益	10209.02	11006.69	11921.60	12987.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.57%	—	—	—
少数股东权益	265.50	271.33	278.75	287.57	资本结构				
股东权益合计	10474.53	11278.02	12200.35	13274.59	资产负债率	46.24%	43.57%	43.19%	42.94%
负债和股东权益合计	19483.14	19986.35	21474.25	23265.35	带息债务/总负债	55.01%	36.71%	34.47%	32.00%
					流动比率	0.56	0.77	1.02	1.25
					速动比率	0.52	0.70	0.94	1.16
					股利支付率	16.02%	19.75%	23.59%	25.21%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.49	0.63	0.75
					每股净资产	5.48	5.90	6.38	6.94
					每股经营现金	0.47	2.20	1.12	1.32
					每股股利	0.05	0.10	0.15	0.19
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1293.93	2040.52	2318.79	2592.99					
PE	37.60	24.76	19.47	16.36					
PB	2.23	2.07	1.91	1.76					
PS	4.43	2.20	1.90	1.63					
EV/EBITDA	20.10	10.85	8.81	7.10					
股息率	0.43%	0.80%	1.21%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn