

业绩持续提升，成长空间广阔

投资要点

- **事件：**公司发布业绩预告，预计2021年实现归母净利润55.7-58.3亿元，同比增长54.3%-61.5%；预计实现扣非归母净利润51.0-53.3亿元，同比增长46.5%-53.1%。根据测算，2021Q4单季度实现归母净利润15.7-18.3亿元，同比增长约96.7%-129.2%；实现扣非归母净利润10.8-13.1亿元，同比增长约31.6%-59.6%。业绩增长主要系新增投产项目发电量增加及产业链投资收益增加，业绩符合预期。
- **发电量持续增长，业绩持续提升。**公司2021年全年总发电量330.69亿千瓦时，较上年同期增加42.5%。其中，陆上风电完成发电量194.58亿千瓦时，同比增长46.1%；海上风电完成发电量33.31亿千瓦时，同比增长37.0%；光伏发电完成发电量94.99亿千瓦时，同比增长42.9%；水电完成发电量7.81亿千瓦时，同比减少3.0%。公司总装机规模提升，加上新增项目逐步投产，带动业绩持续提升。
- **拟投建多个项目，助力装机规模扩张。**根据公司公告，公司审议通过：1) 投资建设青洲五、六、七海上风电项目，核准的规划装机容量均为100万千瓦，装机容量合计300万千瓦；2) 投资昌邑市海洋牧场与三峡300兆瓦海上风电融合试验示范项目；3) 投资蒙西基地库布其200万千瓦光伏治沙项目；4) 投资三峡能源云南省红河州弥勒西55万千瓦风电项目。公司主要通过并购和自建方式来拓展业务，不断助力公司装机规模扩张。
- **海上风电在建规模排名第一，储备资源丰富。**截至到2021H1，公司在建装机容量522.8万千瓦，其中风电项目450万千瓦（海上风电293.6万千瓦、陆上风电156.4万千瓦）、光伏发电项目72.2万千瓦，海上风电在建规模占全国总量约20%，行业排名第一。根据公司官网，公司累计获取海风资源超3000万千瓦，陆风资源超3000万千瓦，光伏资源超3000万千瓦，随着储备资源陆续开发，未来成长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。**公司属于新能源运营商第一梯队，海上风电装机规模排名第一，根据集团规划，公司装机规模较现基础上有望翻4倍以上。我们预计2021-2023年EPS分别为0.20/0.29/0.41元，预计未来三年归母净利润GAGR近50%，给予公司22年28倍估值，上调至“买入”评级，对应目标价8.12元。
- **风险提示：**风光发电项目建设不及预期、补贴变动风险、电价变动风险。

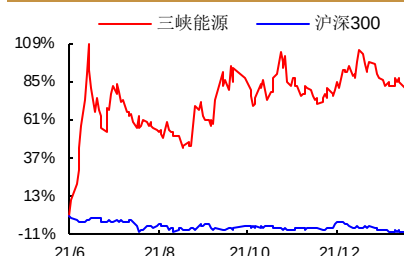
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11314.93	16628.08	23763.53	34142.31
增长率	26.33%	46.96%	42.91%	43.68%
归属母公司净利润（百万元）	3610.99	5718.87	8182.21	11795.60
增长率	27.16%	58.37%	43.07%	44.16%
每股收益EPS（元）	0.13	0.20	0.29	0.41
净资产收益率ROE	8.49%	11.88%	4.52%	17.31%
PE	53	33	23	16
PB	4.11	3.63	3.10	2.57

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：leiyjc@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)	285.71
流通A股(亿股)	85.71
52周内股价区间(元)	3.82-7.99
总市值(亿元)	1,908.54
总资产(亿元)	1,965.49
每股净资产(元)	2.35

相关研究

1. 三峡能源（600905）：发电量持续增长，带动收入增长（2021-10-31）
2. 三峡能源（600905）：新能源发电巨头，海上风电引领者（2021-08-27）

关键假设：

假设 1：根据公司发展规划，以及在手资源储备丰富，2021-2023 年，预计公司风力发电装机规模为 1500/1700/1900 万千瓦，风力发电业务收入增速为 55%/50%/50%，考虑逐步平价上网预期，毛利率略微下滑 59%/58%/56%。

假设 2：2021-2023 年，预计公司光伏发电装机规模为 800/1000/1200 万千瓦，光伏发电业务收入增速为 35%/30%/30%，毛利率略微下滑 53%/53%/52%。

假设 3：中小水电业务及其他占比较小，预计 2021-2023 年业务收入增速为 5%/5%/5%，维持毛利率 46%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
风力发电	收入	7135.00	11059.25	16588.88	24883.31
	增速	30.1%	55.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	59.98%	59.00%	58.00%	56.00%
光伏发电	收入	3933.00	5309.55	6902.42	8973.14
	增速	18.5%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	54.18%	53.00%	53.00%	52.00%
中小水电	收入	133.0	139.65	146.63	153.96
	增速	13.7%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	45.20%	46.00%	46.00%	46.00%
其他	收入	113.93	119.63	125.61	131.89
	增速	189.9%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	49.82%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	11314.93	16628.08	23763.53	34142.31
	增速	26.33%	46.96%	42.91%	43.68%
	毛利率	56.91%	56.43%	54.88%	56.91%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取新能源发电中的三家公司，三家公司平均 PETTM 为 31 倍，21-23 年平均估值为 31 倍、21 倍、18 倍。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.20 元、0.29 元和 0.41 元，对应 PE 为 33X、23X 和 16X。考虑到公司属于新能源运营商第一梯队，海上风电装机规模排名第一，根据集团规划，公司装机规模较现基础上有望翻 4 倍以上，预计未来三年归母净利润 GAGR 近 50%，给予公司 22 年 28 倍估值，上调至“买入”评级，对应目标价 8.12 元。

表 2：可比公司估值

序号	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
				21E	22E	23E	
1	600905	三峡能源	1606	39	25	21	2.8
平均值				31	21	18	3.6
2	001289	龙源电力	1764	33	-	-	3.6
3	600956	新天绿能	407	28	23	19	4.7
4	601016	节能风电	260	31	19	16	2.5

数据来源: wind, 西南证券整理

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	11314.93	16628.08	23763.53	34142.31	净利润	3941.44	6242.21	8930.96	12875.02
营业成本	4787.58	7165.01	10353.45	15404.85	折旧与摊销	3987.50	4470.53	5233.56	6052.68
营业税金及附加	105.16	141.34	201.99	307.28	财务费用	2090.93	2644.27	3172.23	3506.52
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	555.37	798.15	1140.65	1638.83	经营营运资本变动	-3.53	-306.53	-1934.75	-445.57
财务费用	2090.93	2644.27	3172.23	3506.52	其他	-1040.07	-923.43	-830.08	-732.05
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8976.26	12127.05	14571.92	21256.59
投资收益	507.82	850.00	750.00	650.00	资本支出	-32497.62	-20000.00	-20000.00	-20000.00
公允价值变动损益	52.71	73.43	80.08	82.05	其他	4425.71	-1076.57	-669.92	-767.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28071.91	-21076.57	-20669.92	-20767.95
营业利润	4303.29	6802.74	9725.30	14016.88	短期借款	1240.87	21524.85	13197.32	8093.63
其他非经营损益	-17.73	-17.73	-17.73	-17.73	长期借款	20093.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	4285.56	6785.01	9707.57	13999.15	股权融资	151.03	0.00	0.00	0.00
所得税	344.13	542.80	776.61	1124.13	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3941.44	6242.21	8930.96	12875.02	其他	-4644.66	-11139.57	-5672.23	-6506.52
少数股东损益	330.44	523.34	748.76	1079.42	筹资活动现金流净额	16840.56	10385.28	7525.09	1587.11
归属母公司股东净利润	3610.99	5718.87	8182.21	11795.60	现金流量净额	-2254.85	1435.77	1427.09	2075.75
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	1889.85	3325.62	4752.71	6828.46	成长能力				
应收和预付款项	18637.90	25602.81	37724.64	54309.94	销售收入增长率	26.33%	46.96%	42.91%	43.68%
存货	79.23	117.34	167.45	252.12	营业利润增长率	27.25%	58.08%	42.96%	44.13%
其他流动资产	436.61	176.40	182.94	272.19	净利润增长率	29.19%	58.37%	43.07%	44.16%
长期股权投资	11384.18	11384.18	11384.18	11384.18	EBITDA 增长率	26.24%	34.06%	30.28%	30.03%
投资性房地产	1194.61	1194.61	1194.61	1194.61	获利能力				
固定资产和在建工程	98260.17	113854.60	128686.00	142698.29	毛利率	57.69%	56.91%	56.43%	54.88%
无形资产和开发支出	2556.97	2503.14	2449.30	2395.47	三费率	23.39%	20.70%	18.15%	15.07%
其他非流动资产	8136.85	10125.72	11614.59	13103.46	净利率	34.83%	37.54%	37.58%	37.71%
资产总计	142576.36	168284.41	198156.42	232438.72	ROE	8.49%	11.88%	14.52%	17.31%
短期借款	7820.77	29345.62	42542.94	50636.57	ROA	2.76%	3.71%	4.51%	5.54%
应付和预收款项	12739.46	17534.68	25576.54	38401.77	ROIC	7.29%	8.47%	9.69%	11.31%
长期借款	49705.30	49705.30	49705.30	49705.30	EBITDA/销售收入	91.75%	83.70%	76.30%	69.05%
其他负债	25875.36	19139.51	18841.39	19329.80	营运能力				
负债合计	96140.89	115725.11	136666.16	158073.44	总资产周转率	0.09	0.11	0.13	0.16
股本	20000.00	28571.00	28571.00	28571.00	固定资产周转率	0.19	0.23	0.28	0.36
资本公积	9474.66	903.66	903.66	903.66	应收账款周转率	1.02	1.10	1.09	1.09
留存收益	12308.13	18027.01	26209.21	38004.81	存货周转率	68.56	72.90	72.71	73.43
归属母公司股东权益	41913.17	47513.67	55695.87	67491.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.85%	—	—	—
少数股东权益	4522.29	5045.63	5794.39	6873.81	资本结构				
股东权益合计	46435.47	52559.30	61490.26	74365.28	资产负债率	67.43%	68.77%	68.97%	68.01%
负债和股东权益合计	142576.36	168284.41	198156.42	232438.72	带息债务/总负债	62.95%	70.90%	69.69%	65.37%
					流动比率	0.70	0.56	0.57	0.62
					速动比率	0.69	0.56	0.57	0.62
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	10381.72	13917.55	18131.08	23576.08	每股收益	0.13	0.20	0.29	0.41
PE	52.85	33.37	23.33	16.18	每股净资产	1.63	1.84	2.15	2.60
PB	4.11	3.63	3.10	2.57	每股经营现金	0.31	0.42	0.51	0.74
PS	16.87	11.48	8.03	5.59	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	18.02	18.40	14.69	11.49					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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