

三峡水利 (600116)

配售电主业盈利能力提升，电解锰和非经损益扰动业绩表现

买入 (维持)

2022 年 04 月 12 日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	5,256	10,177	11,476	13,168
同比	302%	94%	13%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	620	865	1,098	1,315
同比	223%	40%	27%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.32	0.45	0.57	0.69
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.40	22.50	17.73	14.80

投资要点

■ **事件:** 1) 公司发布业绩快报, 2021 年实现收入 101.77 亿元, 同比增长 93.62%; 归母净利润为 8.65 亿元, 同比增长 39.55%; 扣非后为 6.82 亿元, 同比增长 56.12%。2) 公司发布 2022 年一季度业绩预告, 预计实现归母净利润 0.08-0.12 亿元, 同比下降 95%到 92%; 扣非后为 1.18-1.44 亿元, 同比下降 19%到 1%。

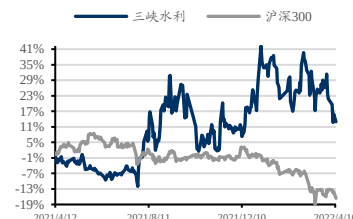
■ **2021 年业绩符合预期, 增长主要来自于电力+电解锰+定增股份的公允价值变动。** 根据公司业绩快报内容, 2021 年实现收入 101.77 亿元, 同比增长 93.62%; 归母净利润为 8.65 亿元, 同比增长 39.55%; 扣非后为 6.82 亿元, 同比增长 56.12%, 总体来看, 公司 2021 年业绩符合预期。增长主要来自于: 1) **电力业务:** 售电量为 132.18 亿度, 增长 16.71%; 其中自发电量为 27.81 亿度, 同比下降 5.62%; 售电均价为 0.4388 元/度, 同比增长 5.74%。2) **电解锰业务:** 2021 年度电解锰市场价格上涨, 电解锰销售收入和利润同比增加。但是同时, 公司按照政策要求关停下属重庆武陵锰业有限公司, 并对其部分资产及库存物资进行报废处置, 相应减少归属于上市公司股东的净利润。3) **参与涪陵电力定增,** 股价变动造成公允价值变动损益。

■ **2022Q1 业绩受到非经损益和电解锰业务扰动, 售电业务盈利大幅提升。** 根据公司 2022 年一季报业绩预告, 实现归母净利润 0.08-0.12 亿元, 同比下降 95%到 92%; 扣非后为 1.18-1.44 亿元, 同比下降 19%到 1%。其中: 1) **电力业务盈利能力大幅提升:** 2022 年 Q1 售电量为 29.86 亿度, 同比下滑 4.20% (主要是关停重庆锰矿业务, 以及重庆区域工业客户新增项目投产节奏的影响), 其中自发电量为 4.16 亿度, 同比上升 24.33%; 售电均价为 0.4933 元/度, 同比上升 17.82%, 我们推断公司售电业务实现归母净利润相比 2021 年同期增幅为 100%左右, 盈利能力大幅提升。2) **电解锰业务受到关停及计划性停产影响:** 根据公司公告, 2022 年 Q1 受到重庆锰矿关停、贵州锰矿计划性停产影响, 业务利润同比下降, 我们推断相比 2021 年 Q1 利润减少体量在 0.5 亿元-1.0 亿元之间。3) **非经损益:** 公司的非经常性损益主要为 2021 年投资上市公司非公开发行股票公允价值变动损失。上年末公司持有的非公开发行股票在二级市场的公允价值在 2021 年度经历了较大增幅后, 2022Q1 有较大幅度下跌, 预计影响公司 2022 年 Q1 归属于上市公司股东的净利润约 1.57 亿元。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们调整公司 2021-2023 年 EPS 预测从 0.44、0.53、0.63 到 0.45、0.57、0.69 元, 分别对应 2021-2023 年 PE 为 23、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)	10.18
一年最低/最高价	7.92/12.83
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	13,782.13
总市值(百万元)	19,465.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.68
资产负债率(% ,LF)	46.45
总股本(百万股)	1,912.14
流通 A 股(百万股)	1,353.84

相关研究

《三峡水利(600116): 2021 年三季报点评: 业绩符合我们预期, 期待合作落地》

2021-10-31

《三峡水利(600116): 2021 中报点评: 业绩显著超预期, 期待下半年更多惊喜》

2021-08-08

《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

1. 事件

1) 公司发布业绩快报, 2021 年实现收入 101.77 亿元, 同比增长 93.62%; 归母净利润为 8.65 亿元, 同比增长 39.55%; 扣非后为 6.82 亿元, 同比增长 56.12%。

2) 公司发布 2022 年一季度业绩预告, 预计实现归母净利润 0.08-0.12 亿元, 同比下降 95%到 92%; 扣非后为 1.18-1.44 亿元, 同比下降 19%到 1%。

2. 2021 年业绩符合预期, 增长主要来自于电力+电解锰+定增股份的公允价值变动

根据公司业绩快报内容, 2021 年实现收入 101.77 亿元, 同比增长 93.62%; 归母净利润为 8.65 亿元, 同比增长 39.55%; 扣非后为 6.82 亿元, 同比增长 56.12%, 总体来看, 公司年业绩符合预期。增长主要来自于:

1) 电力业务: 售电量为 132.18 亿度, 增长 16.71%; 其中自发电量为 27.81 亿度, 同比下降 5.62%; 售电均价为 0.4388 元/度, 同比增长 5.74%。

2) 电解锰业务: 2021 年度电解锰市场价格上涨, 电解锰销售收入和利润同比增加。但是同时, 公司按照政策要求关停下属重庆武陵锰业有限公司, 并对其部分资产及库存物资进行报废处置, 相应减少归属于上市公司股东的净利润。

3) 参与涪陵电力定增, 股价变动造成公允价值变动损益。

3. 2022Q1 业绩受到非经损益和电解锰业务扰动, 售电业务盈利大幅提升

根据公司 2022 年一季报业绩预告, 实现归母净利润 0.08-0.12 亿元, 同比下降 95%到 92%; 扣非后为 1.18-1.44 亿元, 同比下降 19%到 1%。其中:

1) 电力业务盈利能力大幅提升: 2022 年 Q1 售电量为 29.86 亿度, 同比下滑 4.20% (主要是关停重庆锰矿业务的影响), 其中自发电量为 4.16 亿度, 同比上升 24.33%; 售电均价为 0.4933 元/度, 同比上升 17.82%, 我们推断公司售电业务实现归母净利润相比 2021 年同期增幅为 100%左右, 盈利能力大幅提升。

2) 电解锰业务受到关停及计划性停产影响: 根据公司公告, 2022 年 Q1 受到重庆锰矿关停、贵州锰矿计划性停产影响, 业务利润同比下降, 我们推断相比 2021 年 Q1 利润减少体量在 0.5 亿元-1.0 亿元之间。

3) 非经损益: 公司的非经常性损益主要为 2021 年投资上市公司非公开发行股票公允价值变动损失。上年末公司持有的非公开发行股票在二级市场的公允价值在 2021 年度经历了较大增幅后, 2022Q1 有较大幅度下跌, 预计影响公司 2022 年 Q1 归属于上市公司股东的净利润约 1.57 亿元。

4. 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有限公司、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。

5. 长江电力增持比例达到 20%仅仅是开始, 更多惊喜落地和兑现值得期待

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 年多的时间,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,仅仅 20% 的持股比例,完全不符合集团和长江电力对于公司寄予的厚望,所以我们预计长江电力开始的新一轮增持仅仅是开始,更多惊喜落地和兑现值得期待。

6. 盈利预测

我们调整公司 2021-2023 年 EPS 预测从 0.44、0.53、0.63 到 0.45、0.57、0.69 元,分别对应 2021-2023 年 PE 为 23、18、15 倍,维持“买入”评级。

7. 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等

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	8,548	9,721	11,004	营业总收入	5,256	10,177	11,476	13,168
货币资金及交易性金融资产	1,775	5,764	6,346	6,405	营业成本(含金融类)	4,315	8,447	9,510	10,920
经营性应收款项	958	1,283	1,616	2,384	税金及附加	37	78	76	87
存货	265	393	499	670	销售费用	6	20	13	14
合同资产	464	898	1,013	1,163	管理费用	305	590	573	579
其他流动资产	193	209	246	383	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	15,828	16,228	16,971	17,620	财务费用	171	332	374	429
长期股权投资	1,001	1,001	1,001	1,001	加:其他收益	119	102	115	132
固定资产及使用权资产	8,835	9,520	10,446	11,377	投资净收益	80	124	174	200
在建工程	401	385	480	497	公允价值变动	37	0	0	0
无形资产	1,255	1,010	765	519	减值损失	23	9	-12	-18
商誉	3,074	3,074	3,074	3,074	资产处置收益	35	67	76	87
长期待摊费用	45	45	45	45	营业利润	717	1,012	1,283	1,538
其他非流动资产	1,216	1,192	1,160	1,106	营业外净收支	9	0	0	0
资产总计	19,483	24,776	26,692	28,624	利润总额	725	1,012	1,284	1,538
流动负债	6,564	10,226	10,107	9,752	减:所得税	101	141	179	215
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,463	4,463	4,463	4,463	净利润	624	871	1,105	1,323
经营性应付款项	1,136	2,994	2,822	2,875	减:少数股东损益	4	5	7	8
合同负债	122	79	134	308	归属母公司净利润	620	865	1,098	1,315
其他流动负债	843	2,690	2,688	2,106	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.32	0.45	0.57	0.69
非流动负债	2,445	2,445	2,445	2,445	EBIT	572	1,041	1,305	1,567
长期借款	1,697	1,697	1,697	1,697	EBITDA	978	1,793	2,114	2,430
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.91	17.00	17.13	17.07
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.79	8.50	9.57	9.99
其他非流动负债	747	747	747	747	收入增长率(%)	302.17	93.62	12.77	14.74
负债合计	9,009	12,671	12,552	12,197	归母净利润增长率(%)	223.43	39.55	26.89	19.81
归属母公司股东权益	10,209	11,483	13,014	14,795					
少数股东权益	266	271	278	286					
所有者权益合计	10,475	11,754	13,292	15,081					
负债和股东权益	19,483	24,776	26,692	28,624					

现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	908	4,514	1,319	741	每股净资产(元)	5.34	6.01	6.81	7.74
投资活动现金流	-318	-549	-867	-760	最新发行在外股份(百万股)	1,912	1,912	1,912	1,912
筹资活动现金流	233	25	129	77	ROIC(%)	4.79	5.18	6.01	6.63
现金净增加额	823	3,989	582	58	ROE-摊薄(%)	6.07	7.53	8.43	8.89
折旧和摊销	406	753	809	863	资产负债率(%)	46.24	51.14	47.03	42.61
资本开支	-416	-674	-1,041	-960	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.40	22.50	17.73	14.80
营运资本变动	140	934	-684	-879	P/B(现价)	1.91	1.70	1.50	1.32

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>

