

三峡能源（600905）

2021 年报及 2022 一季报点评：Q1 毛利率创新高，海风项目集中投产贡献业绩弹性 买入（维持）

2022 年 04 月 28 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	15,484	21,567	26,902	31,623
同比	37%	39%	25%	18%
归属母公司净利润（百万元）	5,642	7,380	9,165	10,747
同比	56%	31%	24%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.20	0.26	0.32	0.38
P/E（现价&最新股本摊薄）	27.39	20.94	16.86	14.38

投资要点

- **事件：**1)公司公告 2021 年年报，实现收入 154.84 亿元，同比增长 36.85%；归母净利润 56.42 亿元，同比增长 56.26%；扣非后归母净利润为 50.67 亿元，同比增长 45.53%。2)公司公告 2022 年一季报，实现收入 57.89 亿元，同比增长 51.84%；归母净利润 22.64 亿元，同比增长 51.45%；扣非后归母净利润为 22.64 亿元，同比增长 52.29%。

- **年报和一季报业绩亮眼，一季报毛利率创历史新高。**

根据公司公告，2021 年实现收入 154.84 亿元，同比增长 36.85%；归母净利润 56.42 亿元，同比增长 56.26%；扣非后归母净利润为 50.67 亿元，同比增长 45.53%。毛利率为 58.41%，同比提升 0.72 个百分点；净利率为 39.31%，同比提升 4.48 个百分点；ROE（平均）为 10.19%，同比提升 1.21 个百分点。经营性净现金流为 88.18 亿元，占比归母净利润为 156.29%。

2022 年一季度实现收入 57.89 亿元，同比增长 51.84%；归母净利润 22.64 亿元，同比增长 51.45%；扣非后归母净利润为 22.64 亿元，同比增长 52.29%，超出市场预期。Q1 毛利率为 67.22%，环比提升 12.50 个百分点、同比提升 2.71 个百分点，毛利率创历史新高，我们推断应该主要是海风项目贡献；销售净利率为 44.42%，环比提升 3.36 个百分点、同比提升 2.26 个百分点。

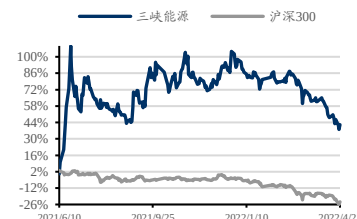
- **2021 年新增装机占比接近 50%，3.24GW 海风将在 2022 年贡献显著业绩弹性。**

根据公司年报内容，2021 年公司新增装机 7.30GW，占比 2020 年装机（15.60GW）为 46.79%，其中风电 5.39GW、占比全国新增风电总装机为 11.33%（包含海风 3.24GW、占比全国新增海风总装机为 19.15%），光伏 1.91GW、占比全国新增光伏总装机为 3.48%。2021 年完成发电量 330.69 亿千瓦时，同比增长 42.5%，其中风电发电量为 228.89 亿千瓦时，同比增长 44.70%（其中海上风电完成发电量 33.31 亿千瓦时，较上年同期增加 36.97%）。考虑到 2020 年公司海上风电装机仅为 1.34GW，因此我们可以判断出公司新增装机的 3.24GW 海风项目主要于 2021 年下半年集中投产，将于 2022 年贡献显著业绩弹性，全年业绩高增长可期。

- **盈利预测与投资评级：**结合年报内容，我们调整公司 2022-2024 年 EPS 预测从 0.19/0.23 元/股至 0.26（+0.07）/0.32（+0.09）元/股，预测 2024 年 EPS 为 0.38 元，对应 PE 分别为 21、17、14 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、风电和光伏项目建设和投产进度不达预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.40
一年最低/最高价	3.82/7.99
市净率(倍)	2.17
流通 A 股市值(百万元)	46,283.40
总市值(百万元)	154,553.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.48
资产负债率(%，LF)	66.76
总股本(百万股)	28,620.95
流通 A 股(百万股)	8,571.00

相关研究

《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》

2021-11-04

三峡能源三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	34,876	38,215	56,226	84,192	营业总收入	15,484	21,567	26,902	31,623
货币资金及交易性金融资产	13,077	6,673	15,707	40,225	营业成本(含金融类)	6,440	8,181	10,107	11,807
经营性应收款项	20,814	30,351	39,034	42,013	税金及附加	133	185	230	271
存货	131	143	186	240	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	999	1,392	1,736	2,041
其他流动资产	854	1,048	1,298	1,714	研发费用	7	10	13	15
非流动资产	182,321	212,151	227,056	234,498	财务费用	2,844	3,962	4,942	5,809
长期股权投资	14,202	14,202	14,202	14,202	加:其他收益	199	22	27	32
固定资产及使用权资产	93,151	107,435	114,576	118,147	投资净收益	1,730	1,052	1,160	1,186
在建工程	57,177	72,745	80,529	84,421	公允价值变动	58	0	0	0
无形资产	1,738	1,717	1,697	1,676	减值损失	-261	-171	-202	-187
商誉	1,545	1,545	1,545	1,545	资产处置收益	-1	-2	-2	-3
长期待摊费用	155	155	155	155	营业利润	6,784	8,738	10,857	12,709
其他非流动资产	14,353	14,353	14,353	14,353	营业外净收支	-145	-52	-72	-62
资产总计	217,196	250,366	283,282	318,691	利润总额	6,640	8,685	10,785	12,647
流动负债	38,360	46,774	60,734	74,438	减:所得税	554	724	899	1,054
短期借款及一年内到期的非流动负债	12,520	20,050	23,475	27,009	净利润	6,086	7,961	9,886	11,592
经营性应付款项	21,863	22,161	30,357	40,080	减:少数股东损益	444	581	721	845
合同负债	2	1	3	4	归属母公司净利润	5,642	7,380	9,165	10,747
其他流动负债	3,975	4,561	6,899	7,344	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.26	0.32	0.38
非流动负债	102,241	111,405	111,405	111,405	EBIT	7,904	11,799	14,816	17,489
长期借款	78,036	78,036	78,036	78,036	EBITDA	13,297	17,568	20,436	23,034
应付债券	5,492	7,990	7,990	7,990	毛利率(%)	58.41	62.07	62.43	62.66
租赁负债	4,090	4,090	4,090	4,090	归母净利率(%)	36.44	34.22	34.07	33.98
其他非流动负债	14,624	21,289	21,289	21,289	收入增长率(%)	36.85	39.28	24.74	17.55
负债合计	140,601	158,179	172,139	185,843	归母净利润增长率(%)	56.26	30.80	24.18	17.26
归属母公司股东权益	68,830	80,460	94,474	110,369					
少数股东权益	7,765	8,346	9,067	9,912					
所有者权益合计	76,595	88,806	103,541	120,282					
负债和股东权益	217,196	250,366	283,282	318,691					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,818	7,253	20,199	27,700	每股净资产(元)	2.41	2.82	3.31	3.86
投资活动现金流	-34,897	-30,352	-14,589	-6,716	最新发行在外股份(百万股)	28,621	28,621	28,621	28,621
筹资活动现金流	37,246	16,695	3,425	3,534	ROIC(%)	5.00	5.76	6.53	7.05
现金净增加额	11,170	-6,405	9,035	24,518	ROE-摊薄(%)	8.20	9.17	9.70	9.74
折旧和摊销	5,392	5,769	5,619	5,544	资产负债率(%)	64.73	63.18	60.77	58.31
资本开支	-29,903	-31,405	-15,749	-7,903	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.39	20.94	16.86	14.38
营运资本变动	-3,941	-9,423	-732	6,506	P/B(现价)	2.24	1.92	1.63	1.40

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>

