

## 公用事业

2022年05月05日

# 三峡能源 (600905)

——业绩大超预期 绿电行业强心针

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (上调)

市场数据： 2022年04月29日	
收盘价(元)	5.82
一年内最高/最低(元)	8.79/3.18
市净率	2.4
息率(分红/股价)	0.65
流通A股市值(百万元)	49883
上证指数/深证成指	3047.06/11021.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年03月31日	
每股净资产(元)	2.48
资产负债率%	66.76
总股本/流通A股(百万)	28621/8571
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
查浩 A0230519080007  
zhahao@swsresearch.com  
邹佩轩 A0230520110002  
zoupux@swsresearch.com

### 联系人

邹佩轩  
(8621)23297818×转  
zoupux@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **公司公告 2021 年度报告及 2022 年一季报。**2021 年实现营业收入 154.84 亿元，同比增长 36.85%，实现归母净利润 56.42 亿元，同比增长 56.26%，符合预期。2022Q1 营业收入 57.89 亿元，同比增长 +51.84%，实现归母净利润 22.64 亿元，同比增长 51.45%，大超我们此前预期的 30%左右增速。
- **2021 年装机高速增长，第一大海风龙头地位确立。**公司 2021 年 6 月上市以来，装机投产速度明显加快，2021 年度新增装机合计 728 万千瓦，其中风电装机 539 万千瓦，光伏装机 190 万千瓦。截至 2021 年底，公司在运装机容量合计 2289.6 万千瓦，较 2020 年末增长 47%，其中海上风电高达 457.52 万千瓦，规模位居我国上市公司首位。公司 2021 年累计发电量 330.69 亿千瓦时，同比增长 42.52%，其中陆风发电量同比增长 46.09%，海风发电量同比增长 36.97%；光伏发电量同比增长 42.91%，归母净利润增速略高于装机及发电量增速，反映出受益上游制造环节成本下降，2021 年平价首年的陆上风电以及最后一年补贴海上风电盈利能力扩张。
- **2022 年一季度业绩大超预期，为绿电行业注入一剂强心针。**公司 2022 年一季度实现发电量 116.31 亿千瓦时，同比增长 46.58%，其中陆风同比增长 16.4%，海风同比增长 205.69%，光伏同比增长 44.18%。受制全国一季度风况较差，1-3 月全国风电利用小时数同比减少 55 小时，降幅在 10%左右，引发市场对 2022 年一季度绿电公司业绩的担忧。公司此次一季报业绩大超预期，推算公司 2022 年底抢装海风具备极强盈利能力。
- **3 月底尚有 499 亿在建工程，看好公司业绩增速持续性。**截至 2022 年 3 月底，公司在建工程余额尚有 499 亿元，较 2021 年底减少 72 亿元，但是较 2021 年 3 月高出近 200 亿元。在建工程余额反映了公司业绩增长的持续性，并非此前市场担忧的公司只有海风抢装带来的一次性高增长。根据公司年报披露，公司 2021 年新增项目核准/备案、新增建设指标均超过 1600 万千瓦。在国家首批约 1 亿千瓦大型风电光伏基地项目中，公司获取 685 万千瓦基地项目：内蒙古蒙西基地库布其 200 万千瓦光伏治沙示范项目实现备案当年开工；青海海西基地格尔木光伏光热项目、海南基地青豫直流二期光伏光热项目稳步推进。我们认为公司背靠三峡集团，有望充分享受龙头地位带来的项目资源获取、规模化开发、数字化运维优势，看好公司整个“十四五”期间高增长。
- **盈利预测：**结合年报和一季报数据，我们上调公司 2022-2023 年归母净利润预测 84.40、95.67 亿元（调整前分别为 76.1、85.3 亿元），新增 2022 年归母净利润预测为 106.75 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20、18 倍和 16 倍。考虑到公司业绩超预期以及当前股价已经大幅回落，由“增持”评级上调至“买入”评级。
- **风险提示：**光伏组件回落速度不及预期 电价政策发生不利变动

### 财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	15,484	5,789	24,180	27,664	31,485
同比增长率(%)	36.8	51.8	56.2	14.4	13.8
归母净利润(百万元)	5,642	2,571	8,440	9,567	10,675
同比增长率(%)	56.3	60.0	49.6	13.4	11.6
每股收益(元/股)	0.20	0.09	0.29	0.33	0.37
毛利率(%)	58.4	67.2	58.3	57.6	56.9
ROE(%)	8.2	3.6	10.9	11.3	11.6
市盈率	30	20	18	18	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,315	15,484	24,180	27,664	31,485
其中: 营业收入	11,315	15,484	24,180	27,664	31,485
减: 营业成本	4,788	6,440	10,077	11,727	13,578
减: 税金及附加	105	133	207	237	270
主营业务利润	6,422	8,911	13,896	15,700	17,637
减: 销售费用	0	0	0	0	0
减: 管理费用	555	999	1,572	1,660	1,889
减: 研发费用	1	7	2	2	2
减: 财务费用	2,091	2,844	3,621	3,953	4,477
经营性利润	3,775	5,060	8,701	10,085	11,269
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-176	-260	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-2	0	0	0
加: 投资收益及其他	705	1,986	1,248	1,399	1,549
营业利润	4,303	6,784	9,949	11,484	12,818
加: 营业外净收入	-18	-145	0	0	0
利润总额	4,286	6,640	9,949	11,484	12,818
减: 所得税	344	554	726	1,028	1,152
净利润	3,941	6,086	9,224	10,455	11,666
少数股东损益	330	444	784	889	992
归属于母公司所有者的净利润	3,611	5,642	8,440	9,567	10,675
全面摊薄总股本	20,000	28,571	28,621	28,621	28,621
每股收益 (元)	0.18	0.23	0.29	0.33	0.37

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。