

2022年05月08日

证券研究报告·公司研究报告

三峡能源（600905）公用事业

买入（维持）

当前价：5.69元

目标价：8.12元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新能源发电领军者，集团赋能护城河稳固

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 风光装机高增速，带动业绩持续上升，公司 21 年总装机达 22.9GW，“十四五”有望突破 50GW，21 年公司归母净利润为 56.4 亿，同比增长 56.4%；2) 海上风电引领者，21 年公司海风装机达 4.6GW，市场份额为 17.3%，在政策利好和技术加持下海风优势有望持续扩大；3) 公司资源和资金优势显著，产业链布局带来整合红利，多维优势利于公司提高电站运营效率和盈利水平。
- **风光并举，并网装机量和规划目标均处行业第一梯队，公司业绩持续上升。**公司主营业务为风电光伏的开发、投资和运营。21 年公司总装机规模达 22.9GW，其中风电 14.3GW，光伏 8.4GW，总装机规模在 A+H 股上市的风光运营商中位列第二。公司规划“十四五”期间每年新增装机不低于 5.0GW，21 年公司新增风光装机 7.3GW，远超规划数值，公司“十四五”新增装机量有望大幅提升。高装机量带来公司业绩高速增长，21 年公司营收和归母净利润分别为 154.8 亿元和 56.4 亿元，同比增长 36.8%和 56.2%；22Q1 公司营收和归母净利润分别为 57.9 亿元和 22.6 亿元，同比增长 57.9%和 51.5%。
- **海上风电引领者，公司海风装机规模和市场份额领先，在政策利好和公司技术实力的加持下优势有望持续扩大。**公司海上风电业务先发优势显著，已投运项目规模大、市占率高。21 年公司新增海风装机 3.2GW，占全国新增海风装机量的 19.2%；公司累计海风装机容量 4.6GW，对应市场份额为 17.3%，较 20 年提升 2.5pp。作为海风领域绝对龙头，公司多项海风项目拥有国内首次应用技术。在各省鼓励增加海风装机的利好背景下和公司强劲的资源获取能力和技术能力支撑下，“十四五”期间公司海风业务格局有望进一步扩大。
- **公司具有显著的资源优势和资金优势、布局产业链带来整合红利，多维优势助推公司快速发展。**公司项目所在区域风光资源优质，21 年公司风光平均利用小时数分别为 2314 小时和 1385 小时，在行业内排名靠前，优质的项目资源提高了公司的盈利能力，2021 年公司单 GW 对应归母净利润为 2.5 亿元，在行业内处于领先地位。公司资金储备丰厚，利于保持快速的开发建设节奏：21 年 6 月 IPO 使得公司货币资金得到极大增厚，21 年底公司货币资金达 130.8 亿元；截至 21 年底公司尚未结算的可再生能源补贴达 181.7 亿元，未来补贴到位后公司建设资金将进一步充裕。公司积极布局上下游，目前已具有新能源勘测设计、投资开发、装备制造、建设运维全产业链集成能力，这提升了公司电站的建设运营效率，降低了公司发电业务成本，公司度电成本由 17 年 0.264 元/千瓦时降至 21 年 0.190 元/千瓦时。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 22-24 年归母净利润分别为 84.3 亿元/105.4 亿元/125.9 亿元，CAGR 达 34.4%；考虑到公司装机规模快速扩张，龙头优势显著，给予 2022 年 28 倍 PE，对应目标价为 8.12 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产业政策重大变动，新增装机不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15484.11	23628.58	30718.88	37611.54
增长率	36.85%	52.60%	30.01%	22.44%
归属母公司净利润（百万元）	5642.37	8428.84	10541.25	12591.72
增长率	56.26%	49.38%	25.06%	19.45%
每股收益 EPS（元）	0.20	0.29	0.37	0.44
净资产收益率 ROE	7.95%	10.82%	12.24%	13.15%
PE	28.9	19.3	15.4	12.9
PB	2.13	1.94	1.75	1.58

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷

执业证号：S1250515090004

电话：023-67610701

邮箱：wyting@swsc.com.cn

联系人：池天惠

电话：13003109597

邮箱：cth@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)	286.21
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)	1,628.53
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）：业绩持续提升，成长空间广阔（2022-01-27）
2. 三峡能源（600905）：发电量持续增长，带动收入增长（2021-10-31）
3. 三峡能源（600905）：新能源发电巨头，海上风电引领者（2021-08-27）

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 三峡集团新能源发电业务平台，公司业绩持续上升	1
1.1 三峡集团旗下绿电平台，位居第一梯队	1
1.2 风光并举，业绩高速增长	2
2 风光规模位居前列，海风领跑地位稳固	5
2.1 风光规模位居前列，“十四五规划”雄心壮志	5
2.2 海风领域龙头，持续扩大优势	8
3 资源和资金优势显著，产业链布局推动协同发展	11
3.1 资源和技术优势并举，盈利水平突出	11
3.2 资金优势叠加股权激励，助推业务高速发展	16
3.3 整合能力突出，布局产业链推动协同发展	19
4 盈利预测与估值	23
4.1 盈利预测	23
4.2 相对估值	24
5 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司是集团旗下风光发电业务的唯一平台	2
图 3: 公司股权结构示意图	2
图 4: 公司 2017-2021 年装机容量 (GW)	3
图 5: 公司 2017-2021 年风光发电量情况 (亿千瓦时)	3
图 6: 公司 2017-2022Q1 年营业收入及增速	3
图 7: 公司 2017-2022Q1 年归母净利润及增速	3
图 8: 公司 2021 年主营业务收入情况	4
图 9: 公司 2021 年主营业务毛利贡献占比情况	4
图 10: 2017-2021 年公司毛利率连年上升	4
图 11: 2017-2021 年公司净利率在 2019 年之后逐年上升	4
图 12: 公司 2017-2021 年期间费用率	5
图 13: 同行公司 2017-2021 年资产负债率对比	5
图 14: 截至 2021 年 A+H 股上市公司风电总装机情况	5
图 15: 截至 2021 年 A+H 股上市公司光伏发电总装机情况	6
图 16: 公司 2017-2021 年风电装机规模及市场份额情况	6
图 17: 公司 2017-2021 年光伏发电装机规模及市场份额情况	6
图 18: 预计 2025 年三峡能源的新能源累计装机量将达到 52.7GW	7
图 19: 各集团 2025 年预计装机规模	7
图 20: 截至 2021 年公司海风装机/在建规模遥遥领先	8
图 21: 2021 年公司海风装机市场份额同比增加 2.5pp	8
图 22: 公司拟投资海上风电项目布局 (标红为 IPO 筹资资金的投资项目)	10
图 23: 7 个省份“十四五”海上风电装机规划规模	10
图 24: 公司电站业务布局	12
图 25: 公司 2020Q3 陆上风电项目装机分布情况	12
图 26: 公司 2020Q3 光伏发电装机分布情况	12
图 27: 公司 2017-2021 年风电平均利用小时数	13
图 28: 公司 2017-2021 年光伏发电平均利用小时数	13
图 29: 2021 年同行风电平均利用小时数对比	13
图 30: 2021 年同行光伏发电平均利用小时数对比	13
图 31: 单 GW 装机量对应的归母净利润	14
图 32: 2021 年单 GW 装机量对应归母净利润的同行对比	14
图 33: 公司 2017-2020 年、2021H1、2021 年底货币资金	17
图 34: 截至 2021 年底公司货币资金数量在同行中属于高水平	17
图 35: 公司 2017-2021 年应收账款	17
图 36: 同行公司 2017-2021 年应收账款对比	17
图 37: 2016-2021 年公司融资成本 (利息支出/有息债务) 对比	18
图 38: 公司上下游全产业链布局	20
图 39: 2017-2021 年公司度电成本不断下降	20

图 40：三峡上海院	21
图 41：公司与电规总院签署战略合作协议	21
图 42：与阳明智能合作研发我国首台抗台风漂浮式海上风机	21
图 43：国内光伏平价上网的先例青海格尔木 500MW 项目	21
图 44：福建海上风电产业园	22
图 45：三峡现代能源创新示范园项目效果图	22
图 46：与宁德时代、山东电工电气会谈合作事项	22
图 47：内蒙古电力集团会谈合作事项	22

表 目 录

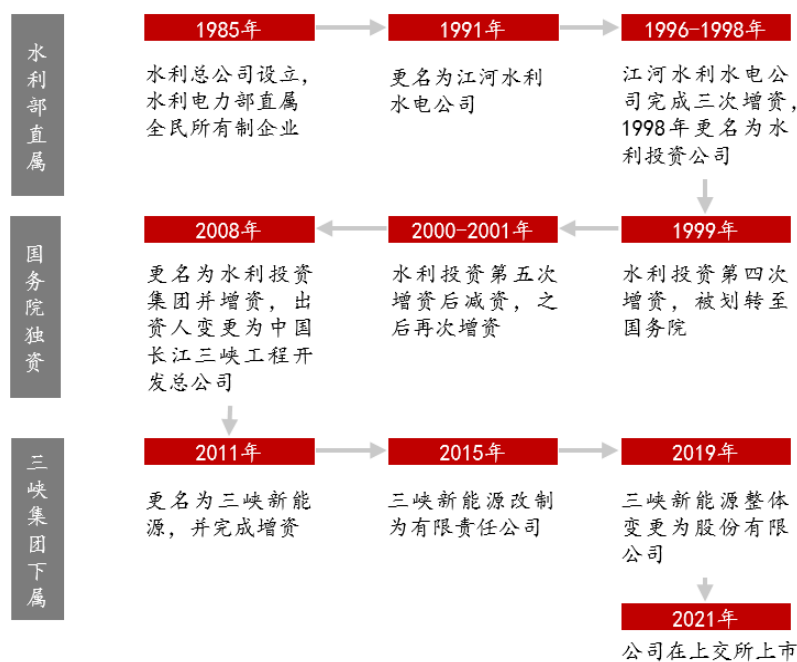
表 1：各集团“十四五”新能源装机规划情况	7
表 2：公司与各省市签订战略协议	9
表 3：公司 IPO 募集资金投入项目情况	9
表 4：7 省市“十四五”海上风电装机规划政策	11
表 5：公司旗下陆上风电标杆应用项目	14
表 6：公司旗下光伏发电首次应用技术项目	15
表 7：公司旗下海上风电首次应用技术项目	16
表 8：公司增资情况	16
表 9：公司股权激励计划	18
表 10：公司部分收并购及战略合作事件	19
表 11：分业务收入及毛利率	23
表 12：可比公司估值	24
附表：财务预测与估值	25

1 三峡集团新能源发电业务平台，公司业绩持续上升

1.1 三峡集团旗下绿电平台，位居第一梯队

三峡新能源股份有限公司是国内 IPO 规模最大的新能源上市公司，处于新能源运营商第一梯队。公司围绕“风光三峡”和“海上风电引领者”的战略目标，大力开发海上风电，积极发展陆上风电、光伏发电。1985 年 9 月，公司前身中国三峡实业开发公司成立，为水利电力部直属的全民所有制企业；1999 年 12 月，公司与水利部脱钩并被无偿划至国务院；2008 年 7 月，公司更名为中国水利投资集团公司并于 2008 年 12 月并入三峡集团成为其全资子公司；2011 年 6 月，公司更名为中国三峡新能源公司；2015 年 6 月，公司改制为有限责任公司；2018 年 10 月，公司通过增资扩股引进战略投资者，于 2019 年 6 月变更为股份有限公司；2021 年 6 月，三峡新能源股份有限公司在上海交易所主板上市，是国内电力行业历史上规模最大 IPO。目前公司运营体量巨大、盈利水平高，在行业中名列前茅。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司为三峡集团新能源业务的战略实施主体，是集团风光电业务开展的唯一平台。公司所在的三峡集团是全球最大的水电开发运营企业和我国最大的清洁能源集团，业务覆盖新能源、工程建设、产业金融、科技创新、新闻品牌、生态环保等多个领域。做“海上风电的引领者”是国家赋予三峡集团的光荣使命，而公司则是三峡集团开发海上风电的业务平台，作为国内最早布局海上风电的企业之一，先发优势明显。同时公司坚持风光协同战略，积极推行光伏多元化发展，着力打造综合性新能源品牌。

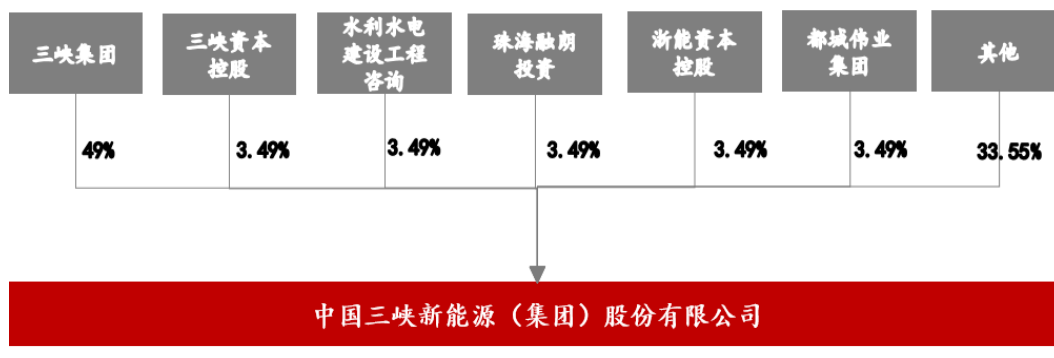
图 2：公司是集团旗下风光发电业务的唯一平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司第一大股东为中国长江三峡集团。公司的实际控制人是国务院国资委。长江三峡集团有限公司直接持股比例 49%，通过控股公司三峡资本间接持有 3.49% 的股份，合计持有三峡新能源股份有限公司 52.49% 的股份，是公司的第一大控股股东；三峡资本控股有限责任公司、中国水利水电建设工程咨询有限公司、浙能资本控股有限公司、都城伟业集团有限公司、珠海融朗投资管理合伙企业各持有 3.49% 的股份。其余 33.55% 的股份分布在其他机构投资者和众多公众投资者手中。

图 3：公司股权结构示意图



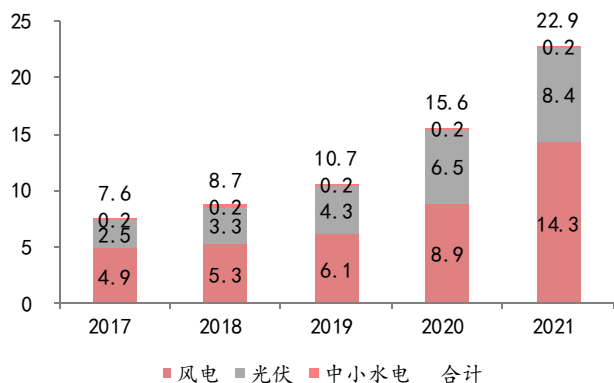
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 风光并举，业绩高速增长

公司装机规模持续扩张，发电量逐年上升。公司发电项目装机规模从 2008 年的 0.14GW 迅速增长至 2021 年的 22.9GW，复合年均增长率达到 48.0%。截至 2021 年，公司已投产装机总容量达到 22.9GW，其中风电装机 14.3GW；光伏发电装机 8.4GW。目前三峡新能源

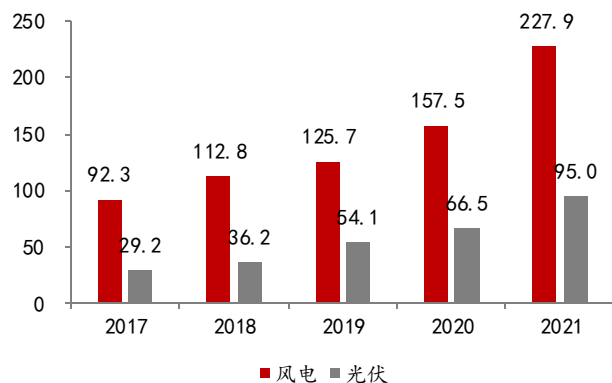
业务已覆盖全国 30 个省、自治区和直辖市，装机规模跻身国内新能源企业第一梯队。因为投产运营的风电、光伏机组增加，公司发电量稳定提升。2021 年公司累计总发电量 330.7 亿千瓦时，较上年同期增加 42.5%。2017-2021 年，公司风电发电量由 92.3 亿千瓦时增长至 227.9 亿千瓦时，复合年均增长率达到 25.4%；光伏发电量由 29.2 亿千瓦时增长至 95.0 亿千瓦时，年复合增长率达到 34.3%；

图 4：公司 2017-2021 年装机容量 (GW)



数据来源：公司公告，西南证券整理

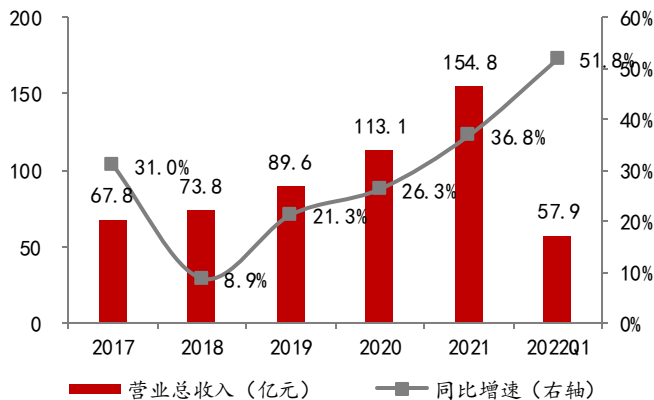
图 5：公司 2017-2021 风光发电量情况 (亿千瓦时)



数据来源：公司公告，西南证券整理

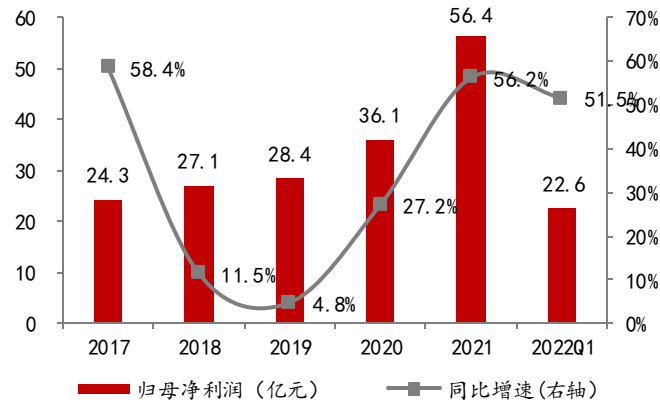
公司业绩连年提升，增速驶入快车道。得益于主营业务装机规模以及发电量的提升，公司业绩逐年增长。2019 年至 2022Q1，公司营业收入分别为 89.6 亿元、113.2 亿元、154.8 亿元和 57.9 亿元，同比增速逐年提高，22Q1 达到 57.9%。归母净利润分为 28.4 亿元、36.1 亿元、56.4 亿元和 22.6 亿元，同比增长 4.9%、27.2%、56.2%和 51.5%。综合来看，公司营业收入以及归母净利润增长原因主要系风电光伏装机容量逐年提升，上网电量不断增长，收入及利润持续上升。

图 6：公司 2017-2022Q1 年营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

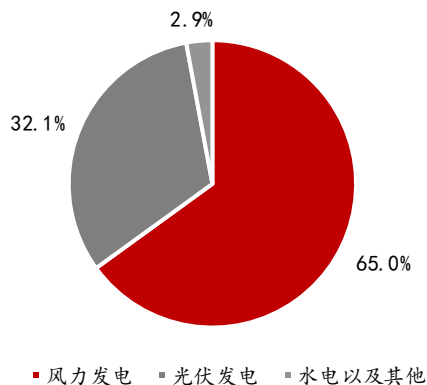
图 7：公司 2017-2022Q1 年归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

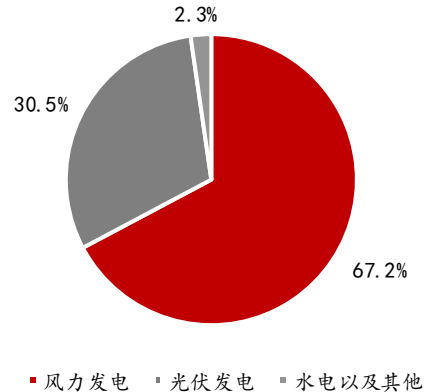
公司业务呈现风电为主，光伏为辅的格局，风光业务贡献了 90% 以上的营业收入和毛利润。公司围绕“风光三峡”和“海上风电引领者”的战略目标，大力开发海上风电，积极发展陆上风电和光伏发电。截至 2021 年，公司全年风力发电业务收入为 100.7 亿元，占比 65.0%。光伏发电业务收入 49.6 亿元，占比 32.1%。由此可以看出风电以及光伏发电业务为公司两大主要收入来源，其毛利贡献占比分别为 67.2% 和 30.5%。

图 8：公司 2021 年主营业务收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

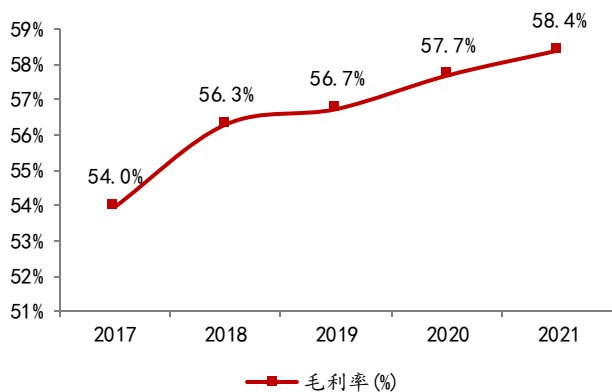
图 9：公司 2021 年主营业务毛利贡献占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

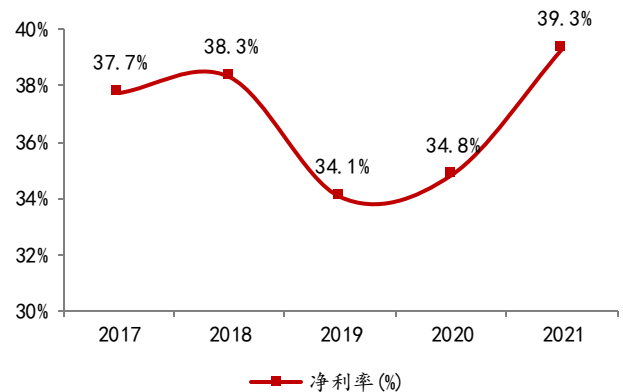
公司毛利率和净利率水平较高，盈利能力强劲。公司年毛利率由 2017 年的 54.0% 上升到 2021 年的 58.4%；年净利率由 2017 年的 37.7% 上升到 2021 年的 39.3%。毛利率以及净利率都稳定在较高水平，主要原因系公司近年来持续加大毛利较高的风电以及光伏发电项目的开发力度。随着新项目的投产运行，收入和毛利占比持续升高，而毛利率相对较低的中小水电及其他业务占比逐渐降低。另外，新能源消纳问题的解决以及全国各省市弃风弃光率逐年下降，也是风电和光伏板块的毛利率提升的原因。公司 19、20 年净利率有所下滑的原因是公司处置了多家参股公司股份，投资收益有所下降，同时计提了较多资产和信用减值损失。

图 10：2017-2021 年公司毛利率连年上升



数据来源：wind，西南证券整理

图 11：2017-2021 年公司净利率在 2019 年之后逐年上升

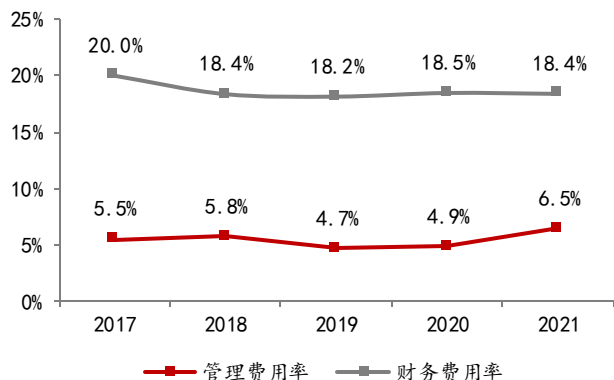


数据来源：wind，西南证券整理

公司费用率有所下降，规模效应逐渐显现。2017-2020 年公司管理费用率整体呈现降低趋势，由 5.5% 降低至 4.9%，2018 年管理费用率略有回升和 2021 年管理费用率上升到 6.5% 主要因新投产项目增加，公司业务规模扩张过快，公司大幅增加管理人员数量，职工薪酬支出上涨导致。预计随着公司业务规模快速扩大，规模效应逐渐显现，预计未来管理费用率会继续下降。2017-2021 年，公司财务费用率由 20.0% 降至 18.4%。其中，2018 年财务费用率降低 1.6% 主要原因系公司于 2018 年引入战略投资者并募集资金 117 亿元，公司利用部分募集资金偿还个别利率较高的贷款，使得公司借款规模基本保持稳定。

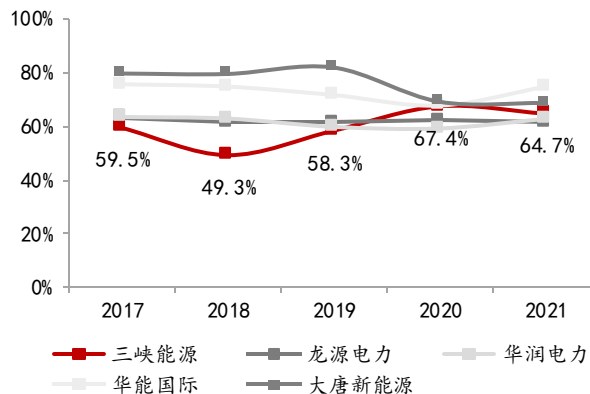
公司资产负债率低于同类上市公司平均水平，进一步融资扩张潜力大。2017-2021 年公司的资产负债率在同行公司中处于中下水平。由于公司引入战略投资者的 117 亿元权益资金，2018 年公司资产负债率由 59.5% 降低至 49.3%。2020 年负债率升至 67.4% 主要原因有：(1) 公司装机容量迅速增长，导致应收账款规模增加。(2) 归还三峡财务 27 亿元循环额度贷款，短期借款减少。2021 年公司通过完成首次公开发行股票改善资金结构，公司资产负债率降至 64.7%，在同行中低于装机规模类似的上市公司平均水平。

图 12：公司 2017-2021 年期间费用率



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：同行公司 2017-2021 年资产负债率对比



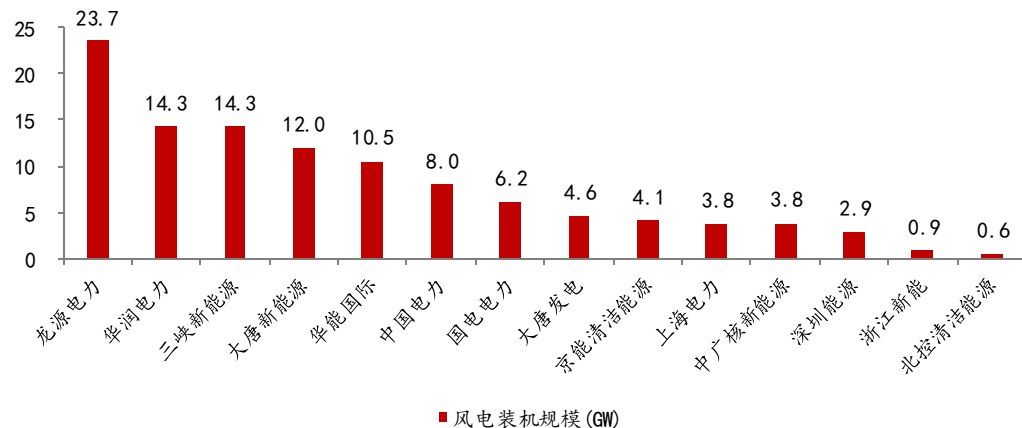
数据来源：wind，西南证券整理

2 风光规模位居前列，海风领跑地位稳固

2.1 风光规模位居前列，“十四五规划”雄心壮志

公司风电装机规模居于行业第一梯队，随着公司项目建设加快有望进步扩大。对比整个行业同类型上市公司，截至 2021 年，我国风电装机规模排名靠前的公司有龙源电力、华润电力、三峡新能源、大唐新能源以及华能国际。总体来看，公司 14.3GW 的风电装机规模处于行业第一梯队，虽与龙头企业龙源电力的 23.7GW 仍有较大差距，但近年来公司因项目建设加速，公司装机容量增速较快，未来市场份额有望持续提升。

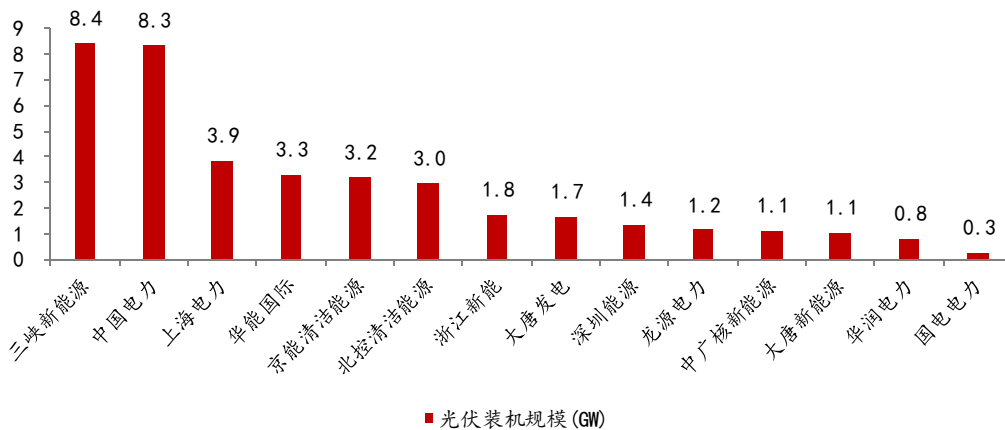
图 14：截至 2021 年 A+H 股上市公司风电总装机情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

光伏装机规模业内领先，在公司积极推行光伏多元化开发的战略下该优势会更加稳固。光伏装机规模靠前的公司有三峡能源、中国电力、上海电力等，公司以 8.4GW 的光伏装机规模位居第一。公司坚持集中式和分布式并举，积极探索光伏+等多业务发展模式，在甘肃、青海、河北等 22 个省区投资开发光伏项目，光伏装机量迅速提升，在行业内部领先，未来有望稳固领先地位。

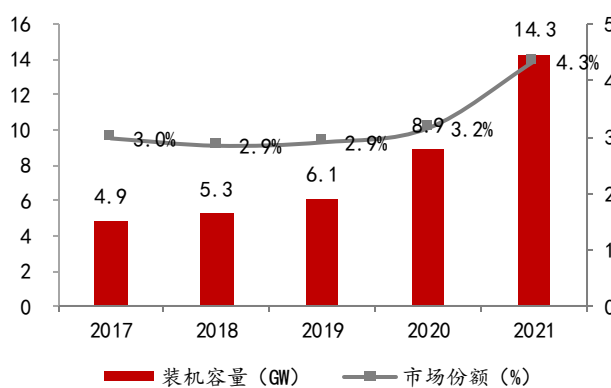
图 15：截至 2021 年 A+H 股上市公司光伏发电总装机情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

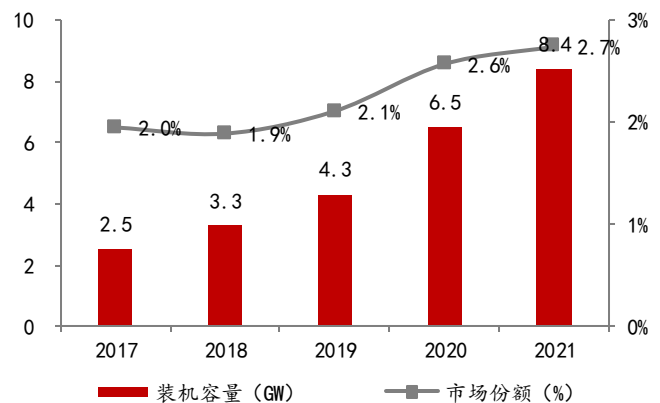
公司风光装机规模市占率逐年提升，市场竞争优势显著。2017 年至 2021 年，公司风电装机量由 4.9GW 上升为 14.3GW，市场占有率相应由 3.0% 上升至 4.3%；光伏发电装机规模由 2.5GW 上升至 8.4GW，市场占有率相应由 2.5% 上升至 2.7%。公司风光装机规模市占率逐年提升，表明公司风光电业务经营效益良好，公司有动力和能力增加风光装机容量。

图 16：公司 2017-2021 年风电装机规模及市场份额情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

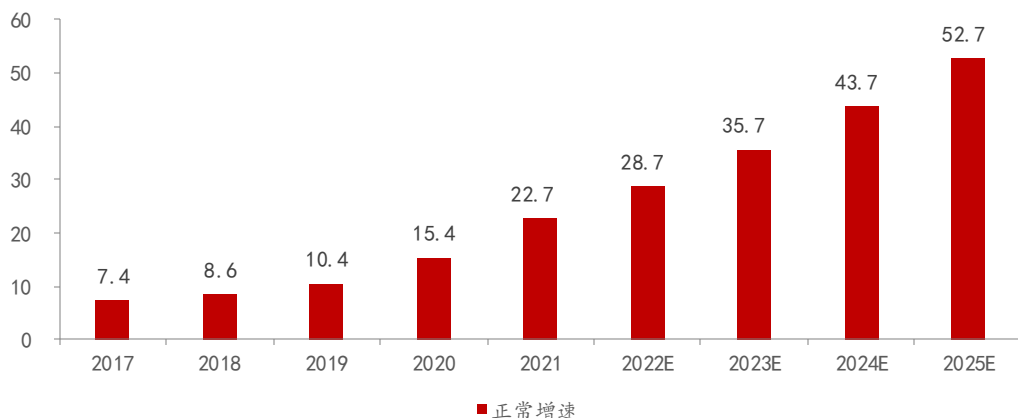
图 17：公司 2017-2021 年光伏发电装机规模及市场份额情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

“十四五”期间公司规划每年装机不低于 5.0GW，预计到 2025 年公司新能源累计装机量达到 52.7-60.7GW。公司规划“十四五”期间每年新装机容量不低于 5.0GW，由于补贴政策导致海上风电抢装潮，2021 年公司新增风光装机 7.3GW（其中海风新增 3.2GW），远远超过公司规划值。综合考虑公司规划装机量和业务发展前景，假定 2022-2025 年间公司装机年增量分别为 6/7/8/9GW，预计 2025 年公司风光装机总量将达到 52.7GW。

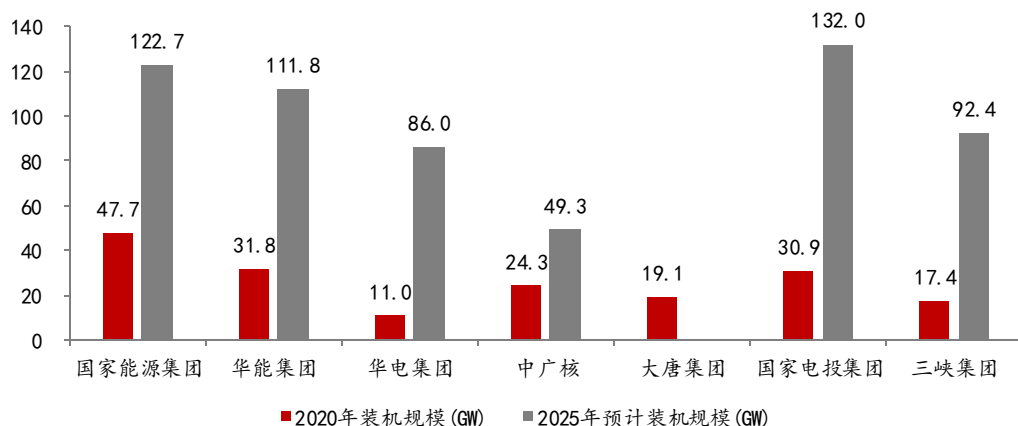
图 18：预计 2025 年三峡能源的新能源累计装机量将达到 52.7GW



数据来源：公司公告，西南证券整理

由于集团“十四五”期间计划新能源装机规模庞大，预计 2025 年集团的装机规模与“五大”集团相比将由 2020 年的低位置上升至中游水平。2020 年，集团的装机规模为 17.4GW，仅高于华电集团。根据规划，2025 年集团的装机规模将达到 92.4GW，高于华电集团和中广核公司。与“五大”集团相比，集团在“十四五”期间保持每年 15GW 清洁能源新增装机规模的增速属于高增速梯队，集团加大新能源发电业务布局、抢占战略领先地位的决心坚定。

图 19：各集团 2025 年预计装机规模



数据来源：各集团官网，西南证券整理（备注：若 2025 年预计装机规模是区间数值则取区间的均值）

表 1：各集团“十四五”新能源装机规划情况

企业集团	2025 年规划	2035 年目标
国家能源集团	“十四五”可再生能源新增装机达到 7000-8000 万千瓦。	--
华能集团	到 2025 年，清洁能源占比 50%以上，发电装机达到 3 亿千瓦左右，新增新能源装机 8000 万千瓦以上。	电力总装机突破 5 亿千瓦，清洁能源占比 75%以上
华电集团	“十四五”力争新增清洁能源装机 7500 万千瓦，非化石能源装机占比达到 50%，非煤装机（清洁能源）占比接近 60%，努力于 2025 年实现碳排放达峰。	--
中广核	“十四五”规划年均新增投运 400-600 万千瓦，到 2025 年在运装机超过 5000 万千瓦。	

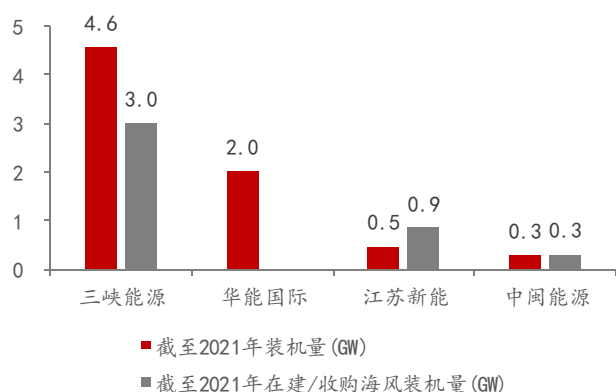
企业集团	2025 年规划	2035 年目标
大唐集团	到 2025 年实现碳达峰, 清洁能源占比 50%以上。	--
国家电投集团	2023 年实现碳达峰, 2025 年实现电力总装机 2.2 亿千瓦, 清洁能源占比 60%。	电力总装机 2.7 亿千瓦, 清洁能源占比 75%
三峡集团	“十四五”时期及后续发展阶段, 保持每年 1500 万千瓦清洁能源新增装机规模的增速, 未来五年实现新能源装机 7000 万-8000 万千瓦。	—

数据来源: 各集团官网, 西南证券整理

2.2 海风领域龙头, 持续扩大优势

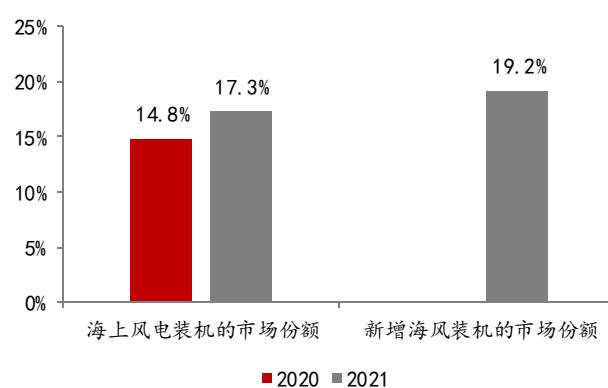
公司是海上风电业务的龙头企业, 已投运项目规模大、市占率高。截止 2021 年, 公司已投运海上风电项目规模为 4.6GW, 远高于华能国际、中闽能源和江苏新能的控股海上风电装机量。截至 2021 年, 公司在建海风项目规模达 3.0GW, 遥遥领先于中闽能源和江苏新能的在建或者正在收购的海风项目规模。根据公司年报, 2021 年公司新增的海风装机占全国新增海风装机量的 19.2%, 已投运海上风电项目的市场占有率约为 17.3%, 较 2020 年增加 2.5pp。

图 20: 截至 2021 年公司海风装机/在建规模遥遥领先



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 2021 年公司海风装机市场份额同比增加 2.5pp



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司海风项目先发优势显著, 与多个省份进行战略合作积极开发海风项目。公司是国内最早布局海上风电的企业之一, 目前公司集中连片规模化开发海上风电, 已形成“投产一批、建设一批、核准一批、储备一批”的滚动开发格局。公司目前已投产项目遍及江苏、辽宁、福建、广东四个沿海省份, 目前广东、福建、江苏区域的五个“百万千瓦级”海上风电基地已现雏形。“十三五”期间, 公司背靠三峡集团开始前瞻性战略布局重点省市海上风电项目, 2015 年开始, 三峡集团陆续与福建、广东、山东、江苏和浙江等沿海省市签订战略合作协议, 凭借自身项目技术应用的优势建立多所海上风电场。

表 2：公司与各省市签订战略合作协议

时间	地区	协议内容
2015 年 6 月	福建	签订合作框架协议，三峡集团将把福建省作为投资重点，积极参与福建省清洁能源开发；三峡集团与福州市人民政府和金风科技建立长期战略合作伙伴关系，三峡集团协同金风科技，在福州市打造福建省海上风电装备产业园区，并参与海上风电技术研发工作；三峡集团与福能集团建立全面战略合作伙伴关系，共同主导开发福建省海上风电资源。
2016 年 3 月	广东	签订战略合作协议，“十三五”期间三峡集团将在广东省投资约 200 亿元，开发建设海上风电、陆上风电、光伏等新能源项目，积极参与广东省电力体制改革，在售电、新增配电业务领域、能源交易平台等领域开展战略合作。
2017 年 12 月	山东	签订战略合作协议，三峡集团将高起点、大容量、新技术开发山东外海海上风电，形成新的海上风电产业群，带动山东新能源转型升级发展。
2019 年 2 月	江苏	签订战略合作协议，双方将在协同推进共抓长江大保护工作，深化能源领域合作，助力推进产业转型升级，深化拓展科研合作等方面开展全面务实合作。
2020 年 5 月	浙江	签订战略合作框架协议，三峡集团将积极参与浙江省“十四五”海上风电规划编制及海上风电规模化开发，助力浙江提高能源清洁化水平和能源保障能力，支持浙江电力市场发展。

数据来源：各省市网站，西南证券整理

IPO 筹集海上风力发电项目建设资金，公司“海上风电引领者”地位进一步巩固。2021 年 3 月，公司 IPO 募集资金 227.1 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额 225 亿元。本次募集资金主要用于 7 个海上风电项目的建设，总装机规模达到 2.5GW，是 2020 年已有风电装机规模 8.9GW 的 28.0%。根据公司招股书，投资项目的项目回收期在 12 年左右，内部收益率在 9%-20%，项目可行性高。该笔资金驱动的额外 2.5GW 的项目投产后，公司盈利能力将进一步提高，公司在海上风电业务领域的优势会更加显著。

表 3：公司 IPO 募集资金投入项目情况

项目名称	装机 (MW)	工程动态总投资 (亿元)	工期 (月)	项目回收周期 (年)	资本金 内部收益率
三峡新能源阳西沙扒 300MW 海上风电场项目	300	54.2	25	12.0	12.4%
昌邑市海洋牧场与三峡 300MW 海上风电融合试验示范项目	300	51.3	24	11.8	11.4%
三峡新能源阳西沙扒二期 400MW 海上风电场项目	402	76.2	30	13.3	9.1%
漳浦六鳌海上风电场 D 区项目	402	92.6	33	12.9	12.0%
长乐外海海上风电场 A 区项目	300	70.5	36	13.1	11.5%
三峡新能源江苏如东 H6 (400MW) 海上风电场项目	400	55.7	40	12.2	16.1%
三峡新能源江苏如东 H10 (400MW) 海上风电场项目	400	56.3	30	12.2	20.0%
总计	2504	456.8	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

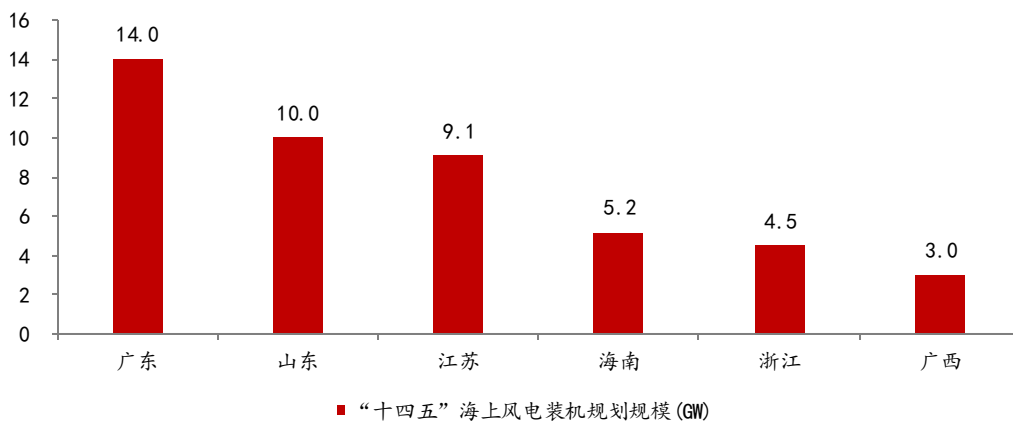
图 22：公司拟投资海上风电项目布局（标红为 IPO 筹资资金的投资项目）



数据来源：公司官网，西南证券整理

多个省份鼓励增加海上风电装机量，政策支持下“十四五”期间公司海风业务格局有望进一步扩大。截至 2021 年 12 月 31 日，全国已有 7 省市出台“十四五”海上风电装机规划，广东、江苏、浙江、山东、广西、海南分别规划海风新增装机 14.0GW、9.1GW、4.5GW、10.0GW、3.0GW 和 5.2GW。综合各沿海省份“十四五”海上风电规划，目前已明确规划和储备项目装机规模已超 45.0GW，且还有部分省份暂未出台装机规划。考虑到海风未来成本仍有下降空间，并结合“十三五”期间各省总规划装机 6.6GW、实际装机 9.0GW 的超预期表现，预计“十四五”期间国内海上风电年均新增能达到 10.0GW，CAGR 达到 15%，增长空间较大。

图 23：7 个省份“十四五”海上风电装机规划规模



数据来源：各省市府网站，西南证券整理

表 4：7 省市“十四五”海上风电装机规划政策

省份	时间	文件	装机规模
广东	2021/6/1	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	到 2021 年底, 全省海上风电累计建成投产装机容量达到 4GW 万千瓦; 到 2025 年底, 力争达到 18GW 万千瓦, 在全国率先实现平价并网
江苏	2021/9/10	《江苏省“十四五”海上风电规划》	规划海上风电项目场址共 28 个, 规模 9.09GW, 规划总面积为 1444 平方千米, 对应年均装机约 1.8GW。
浙江	2021/6/23	《浙江省能源发展“十四五”规划》	“十四五”期间, 海上风电力争新增装机容量 4.5GW 以上, 累计装机容量达到 5GW 以上, 对应年均装机 0.9GW 以上。
福建	2021/11/15	《福建省“十四五”海洋强省建设专项规划》	在海洋能源产业方面, 要拓展海上风电产业链, 有序推进福州、宁德、莆田、漳州、平潭海上风电开发。
山东	2021/6/7	《关于促进全省可再生能源高质量发展的意见》	在 2021 年实现省内海上风电“零突破”, 并初步规划“十四五”期间争取启动海上风电项目 10GW。
广西	2021/11/1	广西能源局明确表示	规划海上风电项目容量 22.5GW, 力争“十四五”期间核准 8GW 以上, 装机 3GW, 对应年均装机约 0.6GW。
海南	2021/4/20	《海南“碳达峰、碳中和”工作方案》	明确“十四五”期间将重启海上风电, 实现光伏、海上风电等新增装机 5.2GW。

数据来源: 各省市政府网站, 西南证券整理

公司在海上风电领域扩张目的明确、资源获取能力强, 在政策利好的情况下有望占据更广的业务扩张空间。2021 年 5 月 29 日央视《对话》栏目《海上新三峡》当中, 三峡集团董事长表示, 发展海上风电是集团目前工作的重中之重; 2021 年 5 月 7 日, 三峡集团与福建福州市政府签署战略合作协议, 公司承诺将在“十四五”期间加大在福州投资规模, 继续将海上风电等新能源产业做强做优做大; 2022 年 2 月 19 日晚, 三峡能源董事长雷鸣山做客央视 CCTV2 表示, 2022 年公司海上风电项目预计开工项目的装机容量将达到近 400 万千瓦, 在 2021 年广东阳江 200 万千瓦风电项目 (已投产) 的基础上提升 300 万千瓦的装机规模, 到 2024 年广东阳江海上风电场将成为全世界集中连片规模化最大的 500 万千瓦海上风电项目。基于公司海上风电先发优势巨大, 加上背靠集团强大的资源获取能力, 预计“十四五”期间三峡能源能持续扩大海上风电的领先优势。

3 资源和资金优势显著, 产业链布局推动协同发展

3.1 资源和技术优势并举, 盈利水平突出

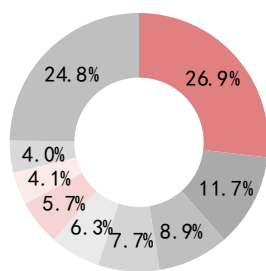
公司项目所在区域风光资源优质, 业务布局合理。公司遵循风光协同, 海陆共进的长远发展目标, 注重陆上风电、光伏、海上风电协同发展和区域均衡布局。公司风力发电装机中, 以特高压送出配套和大基地项目为重点的陆上风电大幅领先, 主要分布在内蒙古、江苏、新疆等风源良好的区域, 公司项目所在区域的风电装机占比分别为 26.9%、11.7%、8.9%。公司集中连片规模化开发海上风电, 项目主要位于江苏、辽宁、福建、广东等沿海地区。公司光伏发电装机主要分布在青海、陕西、甘肃等光照资源良好的区域, 公司项目所在区域的光伏装机占比分别为 18.4%、9.4%、9.2%。

图 24：公司电站业务布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

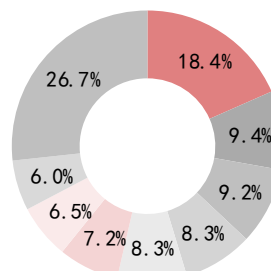
图 25：公司 2020Q3 陆上风电项目装机分布情况



■ 内蒙 ■ 江苏 ■ 新疆 ■ 云南 ■ 辽宁 ■ 甘肃 ■ 青海 ■ 吉林 ■ 其他

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：公司 2020Q3 光伏发电装机分布情况

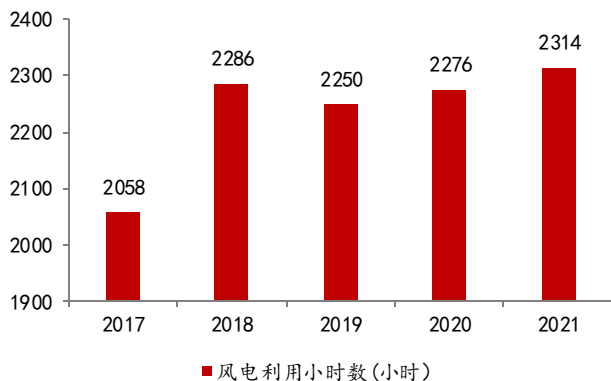


■ 青海 ■ 陕西 ■ 甘肃 ■ 河北 ■ 安徽 ■ 内蒙古 ■ 重庆 ■ 四川 ■ 其他

数据来源：公司公告，西南证券整理

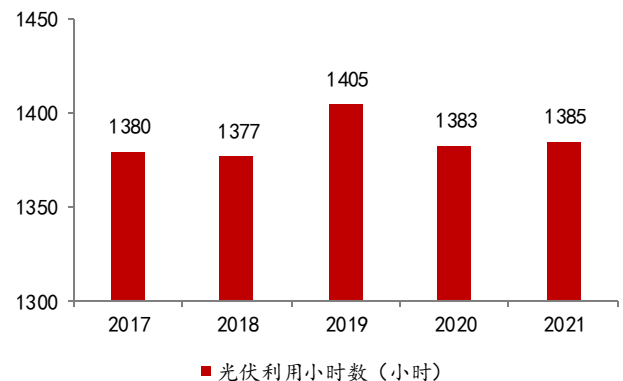
利用小时数业内靠前，超过全国平均水平。受益于公司风电以及光伏电站在全国的优质资源地区的合理分布，公司风电平均利用小时数分别为由 2017 年的 2058 小时增加到 2021 年的 2314 小时，光伏发电平均利用小时数由 2017 年的 1380 小时增加到 2021 年的 1385 小时。公司 2021 年的风电平均利用小时数和光伏平均利用小时数远高于全国平均水平，并且在和同行公司的对比中也占据较有优势的地位。

图 27：公司 2017-2021 年风电平均利用小时数



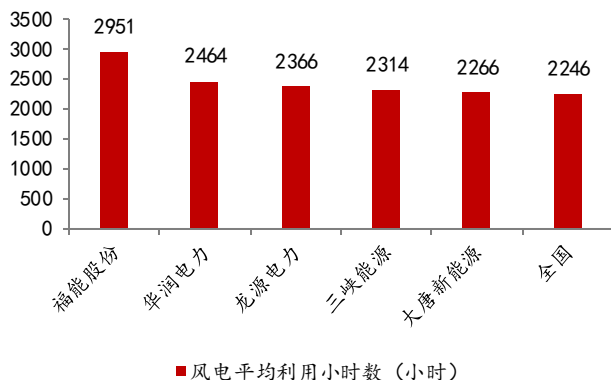
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：公司 2017-2021 年光伏发电平均利用小时数



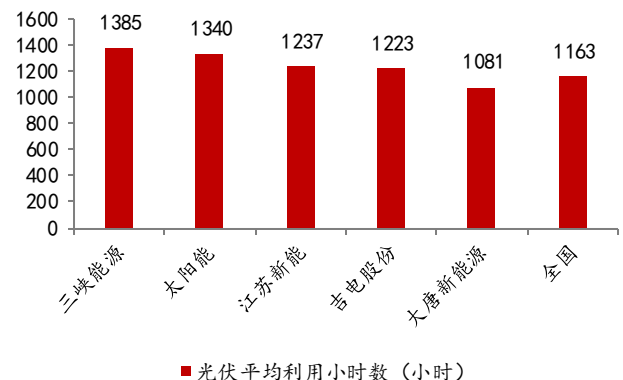
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：2021 年同行风电平均利用小时数对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

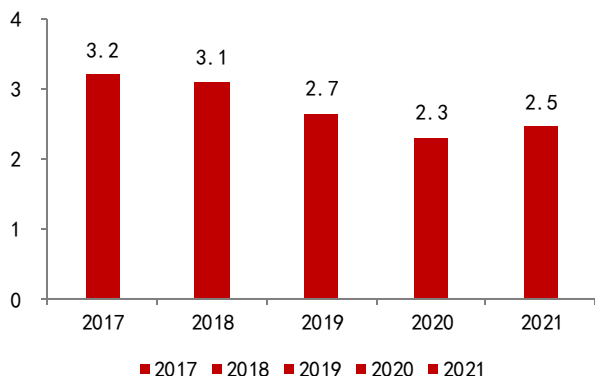
图 30：2021 年同行光伏发电平均利用小时数对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

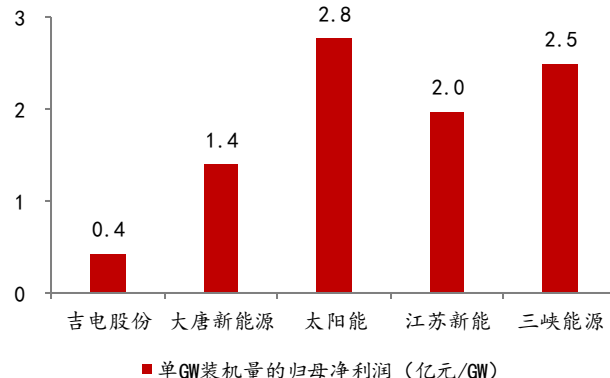
公司单位装机量对应的归母净利润自 2020 年以来恢复上升趋势，在同行公司中处于较高水平。2020-2021 年公司单 GW 装机对应的归母净利润由 2.3 亿元/GW 上升到 2.5 亿元/GW。公司在 2018 年-2020 年间新增装机量 6.9GW，由于电站建成至投运产生净收益存在时间滞后，2018-2020 年间公司单位装机量对应的归母净利润出现下降趋势，但是在 2021 年这一趋势得以逆转，单位装机量对应的归母净利润开始回升。公司单位装机量对应的归母净利润水平在与同行公司对比中也表现突出，领先优势显著。

图 31：单 GW 装机量对应的归母净利润



数据来源: wind, 西南证券整理

图 32：2021 年单 GW 装机量对应归母净利润的同行对比



数据来源: wind, 西南证券整理

公司具备强劲的科技创新核心能力，是清洁能源行业的技术引领者。2020 年，三峡能源科技投入超 4 亿元，新增国内专利 28 项、软件著作权 5 项。在技术优势的加持下，公司有序推进陆上风电开发，以特高压送出配套和大基地项目为重点，通过建设各大标杆性陆上风电项目提升公司影响力，持续优化战略布局。截至 2021 年年底，公司累计获取陆上风电资源超 3000 万千瓦，已投产项目遍及内蒙古、新疆、甘肃等 25 个省份。

公司多个陆上风电示范性项目对公司资源项目储备打下基础。公司旗下有 6 个陆上风电示范项目，项目建设中公司充分发挥了自身技术优势，使得项目社会经济意义重大。例如，公司在内蒙古乌兰察布开发了全球规模最大的 300 万千瓦源网荷储示范项目，其项目的成功建立加快构建了当地现代能源经济体系、对推动当地经济社会高质量发展具有重要意义。

表 5：公司旗下陆上风电标杆应用项目

项目名称	装机规模 (万千瓦)	项目技术优势
内蒙古乌兰察布源网荷储示范项目	300	全球规模最大的源网荷储示范项目，项目建设对当地加快构建现代能源经济体系、推动经济社会高质量发展具有重要意义。
内蒙古四子王风电场	40	当期亚洲单体规模最大的陆地风电项目，项目的建成对加快推动陆上风电规模化开发和管理具有积极促进作用。
河北康保风电场	15	北京冬奥会柔性直流配套项目，为张北±500 千伏柔性直流输电工程骨干电源，在应用清洁能源、改善大气质量、优化电源结构、助力绿色冬奥等方面具有重要意义。
甘肃清水白驼风电场	6	国家能源局定点帮扶的重点清洁能源项目，也是甘肃省天水市清水县脱贫攻坚重点产业项目，实现企业发展与精准扶贫有机结合。
青海锡铁山风电场	10	国内首个高海拔风电项目，项目的建成对我国高海拔地区风能资源利用具有积极示范作用。
新疆哈密风电场	20	国家能源局特许权项目，项目的建成对加快产业援疆、促进当地经济社会发展、推动绿色能源开发利用具有重要意义。

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司在不同地表环境积极推进多元化光伏开发模式，体现了强劲的光伏电站建设技术能力。公司通过结合“光伏+”（农光互补、渔光互补、光储一体化）等项目开发模式与各地政府签订各项战略合作协议，截至 2021 年年底，公司累计获取光伏资源超 3000 万千瓦，已投产项目遍及青海、山西、陕西等 21 个省份，装机规模 680 万千瓦。在“光伏+”模式下建造电站需要根据当地地理条件和项目目的采取相应的解决方案，对公司的电站设计规划建设能力要求高，公司“光伏+”项目的顺利开展体现了公司强劲的技术能力。

表 6：公司旗下光伏发电首次应用技术项目

项目名称	装机规模(万千瓦)	项目技术优势
安徽淮南光伏电站	15	当期全球最大的水面光伏项目，将采煤沉陷区闲置水面变成绿色能源基地，助推和引领国家新能源发展模式。
青海格尔木光伏电站	50	国内首个大型平价上网光伏项目，标志着平价清洁能源走进千家万户，引领国内光伏产业进入平价上网新时代。
河北曲阳光伏电站	20	国内单体最大的山地光伏项目，带动光伏产业技术创新，同时将光伏开发与精准扶贫等有机结合，打造“光伏+”的“曲阳模式”。
陕西铜川光伏电站	25	国家能源局首批三个光伏技术领跑基地项目之一，实现“光伏+农业+扶贫+旅游”四位一体，有效促进铜川地区环境保护、电源结构优化调整、能源多元化供应的持续发展。
山西阳泉光伏电站	10	国家先进技术光伏发电示范基地项目，通过种植耐旱草木等适宜当地条件的植被，大力恢复地区生态环境，将采煤沉陷区变成天蓝、地绿、气新的绿色光伏发电区。
山西大同光伏电站	10	国内首批光伏“领跑者”项目，将发展光伏发电与治理采煤沉陷区相结合，探索采煤沉陷区生态修复，推动资源型城市能源发展方式转变。
吉林双辽光伏电站	19	吉林省最大的农光互补项目，采用“光伏+农牧业”新模式，实现土地高效利用、农业经济发展、生态设施保护三大效益统一的巨大改变，逐渐形成“以草养畜、畜粪还田”的循环经济发展新趋势。
江苏泗洪光伏电站	10	国家光伏发电领跑奖励激励基地一号牧光互补项目，集光伏先进技术示范、特色畜牧养殖、特色农业种植相结合的综合示范基地新能源项目，打造“农牧光”三位一体新模式。
内蒙古达拉特光伏电站	10	内蒙古自治区光伏发电应用领跑示范基地，通过“光伏+治沙+农林+旅游”模式，推进沙漠生态治理、可再生能源发电产业、沙漠农林产业、沙漠特色旅游等多产业整合发展，实现地区经济转型升级。

数据来源：公司官网，西南证券整理

作为海上风电领导者，公司的多项海上风电项目都拥有国内首次应用技术。公司一直关注和跟踪发电领域相关电气设备发展和运维技术的前沿领域，一直处在不断的技术更新和技术进步过程中。在海上风电项目的建设上，公司多次采用行业领先技术，比如西沙扒海上风电项目采用的吸力筒导管架、芯柱式嵌岩基础、大直径四桩导管架等多个风机基础均为国内首次使用。三峡集团上海院首创的新型海上风电基础的成功应用，为中国海上风电走向深水海域奠定坚实技术基础。公司还建设了产业园区，打造海上风电技术的重大策源地，突破了大容量海上风电机组研发制造等核心技术。

表 7：公司旗下海上风电首次应用技术项目

项目名称	装机规模（万千瓦）	项目技术优势
江苏响水海上风电场	21	公司开发了国内首座具有海上升压站的海上风电场，当期国内最大的海上风电项目，项目建成国内首座 220 千伏海上升压站，敷设国内首条 220 千伏海缆，西门子 4 兆瓦风机全球首次整机吊装，为我国风电进军深蓝海域起到积极示范作用
江苏大丰海上风电厂	30	我国首次应用 220 千伏三芯海缆软接头；海上升压站主电气设备国产化；批量化应用 6.45 兆瓦国产海上风机。
辽宁庄河海上风电场	30	我国北方地区首个海上风电项目，项目创新设计抗冰锥结构，为探索北方严寒海域开发海上风电新技术积累了宝贵经验
福建福清兴化湾海上风电场	30	全球首个大功率海上风电样机试验项目，国内首台 8MW，10MW 海上风机。
江苏如东	80	亚洲首座海上换流站，国内首个 ±400 千伏柔性直流输电海上风电项目，正在建设目前国内输送容量最大、输送距离最长的柔性直流输电海缆，对我国远海大容量海上风电开发建设具有重要示范意义。
广东阳江	170	广东阳江一至五期 170 万千瓦海上风电场国内一次性开工建设规模最大海上风电项目，国内首次应用吸力筒导管架基础风机，大直径四桩导管架基础桩，大直径非嵌岩导管架基础钢管桩，斜桩植入嵌岩导管架基础，同时在使用风机基础形式创造国内多个“首次”，为我国海上风电集中连片规模化开发先行先试。

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 资金优势叠加股权激励，助推业务高速发展

集团多次增资支持，公司资本金数量庞大、资金实力强。新能源发电产业属于资本密集型行业，需要大量资金投入，行业内公司的整体实力与其资金实力密切相关。自公司并入三峡集团以来，三峡集团多次对公司增资，支持力度较大。2011-2017 年，三峡集团先后对公司进行了四次增资，在 2018 年 10 月公司引入都城伟业、水电建咨询、三峡资本等战略投资者后公司注册资金达到 186.5 亿元。集团的资金支持可以保证公司项目建设稳步推进，带动装机规模进一步提升。

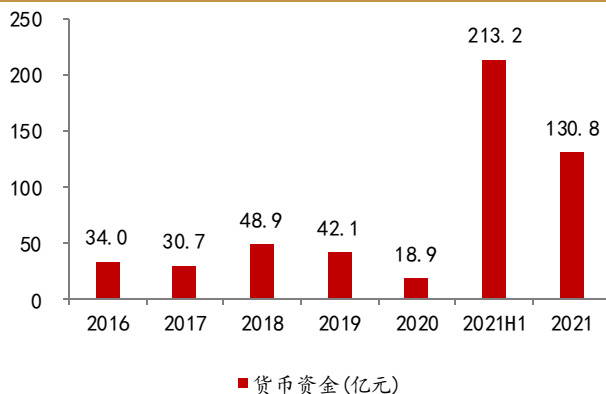
表 8：公司增资情况

时间	出资单位	增资后注册资金（亿元）
2011 年 6 月	三峡集团	34.4
2012 年 6 月	三峡集团	55.2
2013 年 7 月	三峡集团	70.2
2017 年 9 月	三峡集团	130.5
2018 年 10 月	都城伟业，三峡资本等 8 名投资者	186.5

数据来源：公司公告，西南证券整理

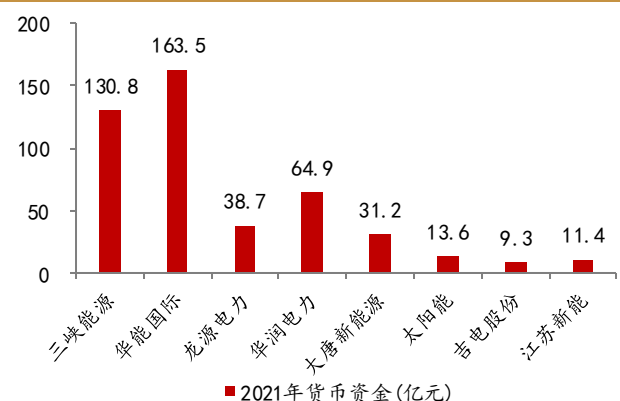
上市后公司货币资金得到极大增厚，为公司电站业务的发展提供了强大的资金支持。2016 年至 2021 年上市之前，公司的货币资金不超过 50 亿元，并且自 2018 年以来逐年下降。公司上市后，2021H1 公司货币资金增加到 213.2 亿元。在投资部分项目后，2021 年底的货币资金仍高达 130.8 亿元，在同行公司中属于高水平，充裕的现金流量是公司业务发展的坚实基础。

图 33：公司 2017-2020 年、2021H1、2021 年底货币资金



数据来源: wind, 西南证券整理

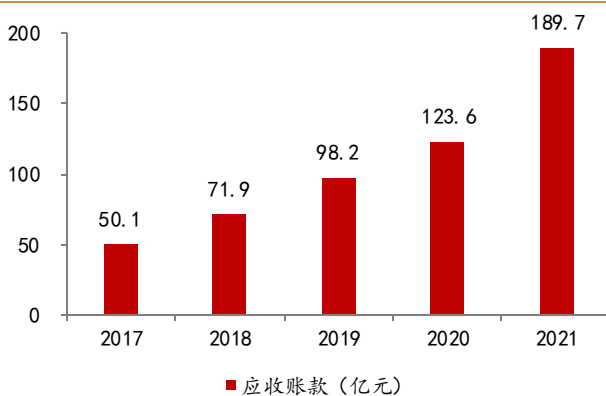
图 34：截至 2021 年底公司货币资金数量在同行中属于高水平



数据来源: wind, 西南证券整理

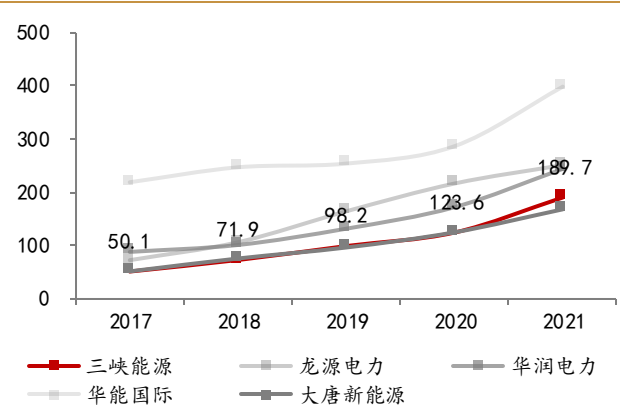
公司应收账款规模不断上升,但在同类型上市公司中一直处于中游位置,因补贴结算缓慢导致的应收账款增加是行业普遍现象,大额的应收账款存在并不意味着公司经营出现异常。2016 年至 2021 年,公司应收账款分别为由 38 亿元上升到 189.7 亿元。公司应收账款主要来源为电费结算以及可再生能源补贴费用,其中可再生能源补贴款占比 90%以上。电网公司结算电费的周期为一个月之内,可再生能源补贴发放周期通常为 1-3 年。应收账款逐年增加主要系公司可再生能源的补贴回款周期缓慢导致。公司应收账款总额一直处于同类型上市公司中处于的中游位置,随着尚未结算的补贴逐步发放和风光电平价上网实现,可再生能源补贴逐渐减少,应收账款有望回落,对公司净利润的不利影响较小。

图 35：公司 2017-2021 年应收账款



数据来源: wind, 西南证券整理

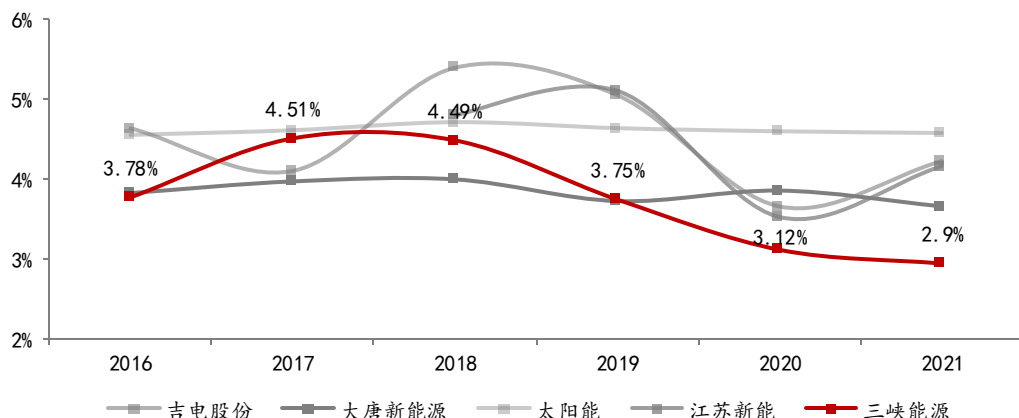
图 36：同行公司 2017-2021 年应收账款对比



数据来源: wind, 西南证券整理

央企身份和集团增信降低了公司的融资成本,利于公司电站建设。银行贷款方面,公司目前贷款利率一般为 LPR 下浮 50~75bp,资金成本相对较低。以利息支出占有息负债的比例衡量公司的融资成本,可以发现 2016-2021 年公司的融资成本维持在 4.0%左右且 2017 年之后呈现下降趋势,2021 年的融资成本仅为 2.9%,在同行中属于低水平。并且,截至 2021 年底,公司资产负债率降至 64.7%,公司资产负债率在同行中属于较低水平,授信额度较高,后续融资空间较大,能够充分满足项目开发的资金需求。

图 37：2016-2021 年公司融资成本（利息支出/有息债务）对比



数据来源：Wind，西南证券整理

通过将股东利益、公司利益及员工个人利益相结合，充分调动公司核心骨干成员的工作积极性，催化公司业绩增长。2021 年 11 月，公司公布了限制性股票长期激励计划，激励计划首次授予的激励对象是公司高层管理人员和管理、技术、业务的骨干成员，授予条件和解除限售期业绩考核目标与公司的资产收益率、营业收入 CAGR 和经济边际增加值有关。这将员工个人利益和公司业绩增长挂钩，极大地提高了激励相容水平，利于公司收益增长。

表 9：公司股权激励计划

	限制性股票长期激励计划
股权激励方式	限制性股票
股份来源	公司向激励对象定向发行的三峡能源 A 股普通股
激励对象以及范围	具体包括：董事、高级管理人员、管理、技术和业务骨干不超过 212 人。
每股转让价(初始行权价)	3.38
激励总数(万股/万份)	6090
激励总数占当时总股本比例	0.213%
授予条件	2020 年净资产收益率不低于 7%，且不低于同行业平均水平或对标企业 50 分位值水平；2018-2020 年营业收入复合增长率不低于 10%，且不低于同行业平均业绩水平或对标企业 50 分位值水平；2020 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。
解除限售期业绩考核目标	第一个解除限售期：2022 年净资产收益率不低于 7.73%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2022 年营业收入较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2022 年经济增加值改善值 ΔEVA 大于 0。 第二个解除限售期：2023 年净资产收益率不低于 7.8%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2023 年营业收入较 2020 年复合增长率不低于 16.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2023 年经济增加值改善值 ΔEVA 大于 0。 第三个解除限售期：2024 年净资产收益率不低于 8.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2024 年营业收入较 2020 年复合增长率不低于 18%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2024 年经济增加值改善值 ΔEVA 大于 0。
方案进度	获国务院国资委批复

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 整合能力突出，布局产业链推动协同发展

公司资源整合能力突出，积极投资布局上下游产业链。公司积极实施产业链投资，通过直投、创投基金、战略合作等方式，公司目前已经具有了新能源勘测设计、投资开发、装备制造、建设运维全产业链集成能力，并通过股权纽带和市场化运作方式推动部分产业链的关键环节发展升级，引导产业链优化布局。同时，公司依托新能源开发，吸引新能源装备及零部件制造业、新能源相关辅助服务等产业落地，不断赋能区域性产业集群发展，在产业链和区域布局深度融合的过程中发挥主导作用。

表 10：公司部分收并购及战略合作事件

领域	首次投资/合作时间	投资公司或者战略合作伙伴公司	战略合作/投资情况变动
勘探设计	2018/04	山东电力工程咨询院	2018 年 4 月 3 日，公司与山东电力工程咨询院签订战略合作协议。山东院是建设部颁布的全国首批“勘察设计百强”企业，此次战略合作协议的签订为公司在鲁业务推动、打造新能源业务服务链、大力布局配售电、综合能源服务等新业态提供了有力保证。
	2020/10	电力规划设计总院	2020 年 10 月 11 日，公司与电规总院签署战略合作协议，共同探索新能源项目规划开发、工程项目服务、能源大数据分析等，不断开创合作发展新局面。
设备制造	2005/10	新疆金风科技股份有限公司	2005 年 10 月 13 日，通过持股新疆风能有限责任公司间接持股金风科技； 2010 年，公司出资认购 3.3 亿股，直接持股占比 12.38%； 2011 年 7 月至 2015 年 3 月，公司多次减持，持股比例降为 10.25%； 2015 年 8 月 18 日，公司进行增资，持股比例上升至 10.52% 2021 年 3 月 2 日，公司再次宣布减持。
	2007/01	内蒙古金海新能源科技股份有限公司	2007 年 1 月 16 日，公司认缴金额 3150 万元，持股比例 33.2%。 2021 年 6 月 23 日，公司退出，所持股权转让给三峡资产管理有限公司。
	2007/07	西安国水风电设备股份有限公司	2007 年 7 月 24 日，公司认缴金额 7650 万元，持股比例 51%。 2015 年 3 月 2 日，公司退出，但是同年 4 月 1 日，公司重新注资 7650 万元，持股比例 47.7%。 2021 年 6 月 23 日，公司再次退出，所持股权转让给三峡资产管理有限公司和三峡资本控股有限责任公司。
施工开发	2016/12	中铁福船海洋工程有限责任公司	2016 年 12 月 20 日，公司入股中铁福船； 2017 年 5 月 24 日，将所持所有 20% 的股份转让给三峡集团。
	2019/09	重庆市武隆区大梁子风力发电有限公司	2019 年 9 月 30 日，公司从关联方公司重庆小南海收购武隆大梁子 100% 股权。
	2020/01	长江三峡集团福建能源投资有限公司	2020 年 1 月 19 日，公司从三峡集团收购福建能投 100% 股权。
建设运维	2015/09	海峡发电有限责任公司	2015 年 9 月 29 日，公司出资认购 65% 的股份。 2017 年 5 月 16 日，公司向三峡集团福建能投转让所有 65% 的股份。
产业园投资运营	2020/02	福建三峡海上风电产业园运营有限公司	2020 年 2 月 19 日，公司从三峡基地收购海上风电 15 的股权%； 2020 年 8 月 25 日，公司退出海上风电。

数据来源：wind，西南证券整理

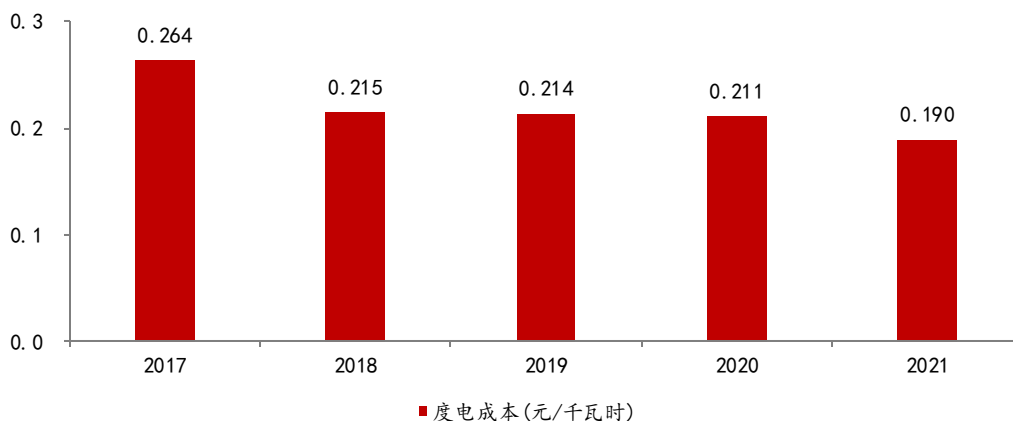
图 38：公司上下游全产业链布局



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

在全产业链布局下，公司电站的运营效率得到进一步提升，度电成本下降。公司的度电成本在 2017-2021 年间逐年下降，由 0.264 元/千瓦时降至 0.190 元/千瓦时。上下游产业链协同发展降低了公司发电业务成本，比如由于公司具有整合上游技术的能力，所以能够第一时间将上游最新技术运用到大型示范基地项目中，从而提升项目总体收益率。

图 39：2017-2021 年公司度电成本不断下降



数据来源：Wind，公司招股书，西南证券整理

在新能源项目勘探设计开发上，公司通过战略重组、战略合作等方式具备了雄厚的项目规划能力。2013 年年底，三峡集团战略重组上海勘测设计研究院有限公司，提升新能源勘测设计等方面实力。2020 年 10 月，公司与电规总院签署战略合作协议，共同探索新能源项目规划开发、工程项目服务、能源大数据分析等，不断开创合作发展新局面。

图 40：三峡上海院



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 41：公司与电规总院签署战略合作协议



数据来源：公司公众号，西南证券整理

在设备制造环节，公司通过直投或者战略合作的方式与上游制造商合作，及时将上游最新技术运用到项目中。目前，公司大比例参股国内风电设备研发和制造的领军上市公司新疆金风科技股份有限公司，与阳明智能、正泰济源、运达股份等多家国内风光产业链知名企业签署战略合作协议，在设备供应、技术交流等多维度进行合作。通过整合上游技术资源，公司已开发多个光伏领跑者项目，如青海格尔木 500 兆瓦光伏应用“领跑者”基地项目、山西大同 100 兆瓦领跑者项目等。在格尔木项目中，公司与上游厂商充分合作，大幅压缩系统成本，使得系统综合成本下降超 5.3%，综合效率提升超 9.0%，项目平均电价 0.316 元/千瓦时，低于青海省火电脱硫标杆上网电价（0.3247 元/千瓦时），开创了国内光伏平价上网的先例。

图 42：与阳明智能合作研发我国首台抗台风漂浮式海上风机



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 43：国内光伏平价上网的先例青海格尔木 500MW 项目



数据来源：公司公众号，西南证券整理

公司充分发挥资源整合能力，吸引新能源装备及零部件制造业、辅助服务等产业落地，不断赋能区域性产业集群发展。2018 年，公司参与投资建设的福建三峡海上风电产业园项目集技术研发、设备制造、检测认证、建设安装、运行维护为一体，引进风机、叶片、钢结构制造和生产配套厂，2021 年上半年顺利交付首批我国自主研发并投入运行、单机容量亚洲最大的 10 兆瓦海上风电机组。2020 年 10 月开建的三峡现代能源产业园项目将引进风机装备制造等相关上下游产业落地，实现新能源项目与关联产业协同发展，在乌兰察布打造具有能源示范基地。2022 年 1 月，公司参与开发的三峡榆林光伏装备制造产业园投资协议成功签约，公司将依托榆林市能源资源富集优势，以区域产业集聚为基础，持续引领产业链上

下游协同发展。公司通过打造产业园区引导要素资源集聚、放大产业发展优势，全面赋能产业链上下游，更好推动产业成本降低和技术升级。

图 44：福建海上风电产业园



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 45：三峡现代能源创新示范园项目效果图



数据来源：中建安装海外工程分公司公众号，西南证券整理

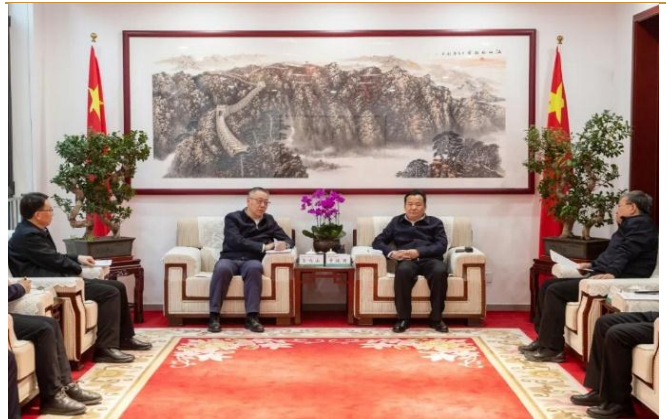
在储能领域，公司积极与行业领先企业加强合作，协力打造电网友好型新能源企业。目前，公司已与宁德时代、山东电工电气、内蒙古电力集团、阳光电源等公司达成战略合作协议，加强抽水蓄能、源网荷储等领域技术交流，积极推进合作项目落地，共同助推新能源产业链上下游高质量发展。

图 46：与宁德时代、山东电工电气会谈合作事项



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 47：内蒙古电力集团会谈合作事项



数据来源：公司公众号，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：根据公司“十四五”发展规划，2022-2024 年，预计公司风力发电装机规模为 18.3GW/23.0GW/28.3GW。考虑到平价化带来电价和省市补贴的影响，毛利率为 56.0%/55.0%/54.0%。

假设 2：2022-2024 年，预计公司光伏发电装机规模为 10.4GW/12.7GW/15.4GW，毛利率为 52.0%/51.0%/50.0%。

假设 3：公司中小水电装机规模占比较小，预计中小水电收入增速为 5.0%，毛利率维持 45.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
风力发电	收入	7135	12843	16696	20035
	增速	30.1%	80.0%	30.0%	20.0%
	成本	2855	5651	7513	9216
	毛利率	60.0%	56.0%	55.0%	54.0%
光伏发电	收入	3933	5506	7709	10021
	增速	18.5%	40.0%	40.0%	30.0%
	成本	1802	2643	3777	5011
	毛利率	54.18%	52.0%	51.0%	50.0%
水电	收入	133	140	147	154
	增速	13.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	73	77	81	85
	毛利率	45.20%	45.0%	45.0%	45.0%
其他	收入	4283	5140	6168	7401
	增速	78.6%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	1710	2056	2467	2960
	毛利率	60.1%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	15484	23629	30719	37612
	增速	36.8%	52.6%	30.0%	22.4%
	成本	6440	10427	13838	17272
	毛利率	58.4%	55.9%	55.0%	54.1%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

综合考虑业务范围，我们选取了新能源发电运营行业的三家主流公司作为对比，三家可比公司 22 年 PE 分别为 15.4 倍/19.5 倍/22.0 倍。根据盈利预测，预计三峡能源 22-24 年营业收入分别为 236.3 亿元/307.2 亿元/376.1 亿元，归母净利润分别为 84.3 亿元/105.4 亿元/125.9 亿元，EPS 分别为 0.29 元/0.37 元/0.44 元，对应 PE 为 19.3 倍/15.5 倍/12.9 倍。考虑到公司“十四五”装机规模有望保持高速扩张，在现有项目资源储备、资金、应用技术优势、降本能力驱动下，给予公司 2022 年 28 倍 PE，对应目标价为 8.12 元，维持“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (LF)
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	
601016.SH	节能风电	203.02	4.05	0.26	0.33	0.40	15.4	12.4	10.1	1.8
600956.SH	新天绿能	320.84	10.97	0.56	0.72	0.93	19.5	15.2	11.8	2.4
001289.SZ	龙源电力	1445.86	20.47	0.93	1.11	1.38	22.0	18.4	14.8	2.8
平均值							19.0	15.3	12.2	2.3
600905.SH	三峡能源	1628.53	5.69	0.29	0.37	0.44	19.3	15.5	12.9	2.3

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

产业政策重大变动，新增装机不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15484.11	23628.58	30718.88	37611.54	净利润	6086.20	9091.85	11370.42	13582.19
营业成本	6440.39	10426.59	13838.13	17271.94	折旧与摊销	5189.62	5927.39	7174.62	8585.04
营业税金及附加	132.58	202.31	263.02	322.03	财务费用	2844.23	3130.22	3768.44	4358.70
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-1.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	999.26	1403.16	1876.95	2276.58	经营营运资本变动	7214.95	8912.03	7716.42	5485.12
财务费用	2844.23	3130.22	3768.44	4358.70	其他	-12515.66	-1596.32	-1568.54	-1573.97
资产减值损失	-1.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8817.68	25465.17	28461.36	30437.09
投资收益	1729.75	1500.00	1500.00	1500.00	资本支出	-49666.20	-40000.00	-40000.00	-40000.00
公允价值变动损益	58.30	95.17	68.73	74.07	其他	14768.94	-2241.80	-2485.62	-2407.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-34897.25	-42241.80	-42485.62	-42407.82
营业利润	6784.33	10061.46	12541.07	14956.35	短期借款	-2316.58	441.65	5025.05	4164.49
其他非经营损益	-144.53	-144.53	-144.53	-144.53	长期借款	28330.45	16000.00	16000.00	16000.00
利润总额	6639.80	9916.93	12396.54	14811.82	股权融资	22388.68	49.95	0.00	0.00
所得税	553.61	825.08	1026.12	1229.62	支付股利	-1082.84	-1692.71	-2528.65	-3162.37
净利润	6086.20	9091.85	11370.42	13582.19	其他	-10074.05	-1648.22	-1636.02	-2274.32
少数股东损益	443.83	663.01	829.18	990.47	筹资活动现金流净额	37245.65	13150.67	16860.38	14727.79
归属母公司股东净利润	5642.37	8428.84	10541.25	12591.72	现金流量净额	11169.89	-3625.97	2836.12	2757.06
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13077.40	9451.43	12287.55	15044.61	成长能力				
应收和预付款项	21257.96	23595.70	29317.07	36673.40	销售收入增长率	36.85%	52.60%	30.01%	22.44%
存货	130.96	191.34	260.01	327.52	营业利润增长率	57.65%	48.30%	24.64%	19.26%
其他流动资产	409.51	100.18	118.91	141.29	净利润增长率	54.42%	49.38%	25.06%	19.45%
长期股权投资	14201.69	14201.69	14201.69	14201.69	EBITDA 增长率	42.73%	29.02%	22.83%	18.80%
投资性房地产	1683.71	1520.67	1575.02	1556.90	获利能力				
固定资产和在建工程	145041.34	179172.54	212056.50	243530.05	毛利率	58.41%	55.87%	54.95%	54.08%
无形资产和开发支出	3283.18	3232.32	3181.47	3130.62	三费率	24.82%	19.19%	18.38%	17.64%
其他非流动资产	18110.72	22102.98	26095.25	30087.52	净利率	39.31%	38.48%	37.01%	36.11%
资产总计	217196.45	253568.86	299093.48	344693.61	ROE	7.95%	10.82%	12.24%	13.15%
短期借款	5504.19	5945.84	10970.89	15135.38	ROA	2.80%	3.59%	3.80%	3.94%
应付和预收款项	22205.23	30958.63	42559.62	53554.12	ROIC	7.76%	8.33%	8.73%	8.96%
长期借款	78035.75	94035.75	110035.75	126035.75	EBITDA/销售收入	95.70%	80.92%	76.45%	74.18%
其他负债	34856.00	38584.27	42641.08	46662.41	营运能力				
负债合计	140601.17	169524.49	206207.34	241387.65	总资产周转率	0.09	0.10	0.11	0.12
股本	28571.00	28620.95	28620.95	28620.95	固定资产周转率	0.20	0.24	0.26	0.27
资本公积	23292.34	23292.34	23292.34	23292.34	应收账款周转率	0.99	1.33	1.61	1.57
留存收益	16876.34	23612.47	31625.06	41054.41	存货周转率	60.62	64.01	60.98	58.52
归属母公司股东权益	68829.96	75616.03	83628.63	93057.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.08%	—	—	—
少数股东权益	7765.32	8428.33	9257.51	10247.98	资本结构				
股东权益合计	76595.28	84044.37	92886.14	103305.96	资产负债率	64.73%	66.86%	68.94%	70.03%
负债和股东权益合计	217196.45	253568.86	299093.48	344693.61	带息债务/总负债	63.32%	62.22%	61.35%	60.76%
					流动比率	0.91	0.68	0.62	0.61
					速动比率	0.91	0.67	0.61	0.61
					股利支付率	19.19%	20.08%	23.99%	25.11%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	14818.18	19119.06	23484.13	27900.09	每股收益	0.20	0.29	0.37	0.44
PE	28.86	19.32	15.45	12.93	每股净资产	2.68	2.94	3.25	3.61
PB	2.13	1.94	1.75	1.58	每股经营现金	0.31	0.89	0.99	1.06
PS	10.52	6.89	5.30	4.33	每股股利	0.04	0.06	0.09	0.11
EV/EBITDA	15.02	12.49	10.77	9.55					
股息率	0.66%	1.04%	1.55%	1.94%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 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	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn