

三峡能源 (600905.SH)

海上风电集中投产，业绩持续增长

买入

核心观点

2021年全年及2022年一季度营收与归母净利润大幅增长。2021年公司实现营业收入154.8亿元，同比增长36.85%；实现归母净利润56.4亿元，同比增长56.26%，业绩增速符合预期。2022年一季度公司实现营业收入57.9亿元，同比增长51.84%；实现归母净利润22.6亿元，同比增长51.45%。

利用小时提升和海风机组投产，带动公司毛利率、净利率持续提升。公司2021年销售毛利率和净利率分别为58.4%、39.3%，同比提升0.7、4.7pct；2022Q1销售毛利率和净利率分别为67.2%、44.4%，同比提升2.71、2.26pct。主要得益于风电利用小时提升和海风机组投产：2021年公司风电平均利用小时为2314小时，同比提升77小时；2021年海风机组新增3.24GW，海风项目毛利率较高；2021年投资收益大幅增长240%。

2021年全年及2022年一季度公司发电量延续高增长态势。2021年公司；发电量达330.7亿千瓦时，同比增长42.52%。其中风电发电量227.9亿千瓦时，同比增长44.68%；光伏发电量95亿千瓦时，同比增长42.91%。2022Q1总发电量116.3亿千瓦时，较上年同期增长46.58%。风电发电量85.7亿千瓦时，较上年同期增长47.99%，太阳能完成发电量29.6亿千瓦时，较上年同期增长44.18%。

围绕“风光三峡”和“海上风电引领者”目标，公司新能源装机持续增长，海风贡献突出。2021年公司新增装机容量达7.3GW，风电5.4GW，其中海上风电新增3.23GW，陆上风电新增2.15GW；光伏新增1.9GW。截至2021年末，公司累计装机容量达22.9GW，同比增长47%。其中陆上风电装机占42%，海上风电装机占20%，光伏发电装机占37%。

风险提示：风光资源下降；项目拓展不及预期；用电量下滑。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

由于装机增速较快，上调盈利预测。预计2022-2024年收入261、316、372亿元（原预测2022、2023年为242、291亿元），同比增速69%、21%、18%；归母净利润90、106、120亿元（原预测2022、2023年为84、96亿元），同比增速47.8%、8.5%、11.7%；摊薄EPS为0.31、0.37、0.42元。给予公司2022年20-25倍左右估值，对应6.2-7.75元/股合理价值，较目前股价有7%-33%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,315	15,484	26,104	31,579	37,181
(+/-%)	26.3%	36.8%	68.6%	21.0%	17.7%
净利润(百万元)	3611	5642	9013.71	10606.61	12043.01
(+/-%)	27.2%	56.3%	59.8%	17.7%	13.5%
每股收益(元)	0.18	0.20	0.31	0.37	0.42
EBIT Margin	53.1%	52.3%	50.4%	51.2%	50.5%
净资产收益率 (ROE)	8.6%	8.2%	12.0%	12.8%	13.2%
市盈率 (PE)	32.2	29.5	18.5	15.7	13.8
EV/EBITDA	21.3	23.1	16.0	13.1	12.9
市净率 (PB)	2.78	2.42	2.22	2.02	1.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

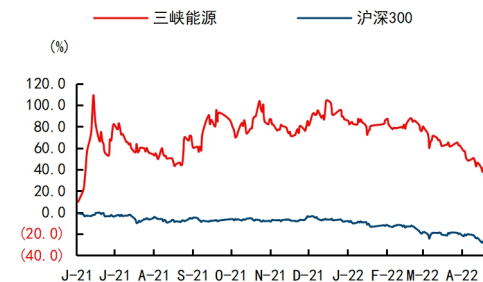
huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.20 - 7.75 元
收盘价	5.82 元
总市值/流通市值	166574/49883 百万元
52周最高价/最低价	8.79/3.18 元
近3个月日均成交额	1522.18 百万元

市场走势



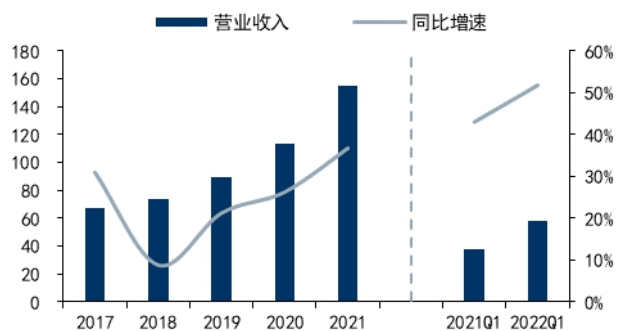
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三峡能源-600905-2021年中报点评：海上风电密集投产，助力业绩快速增长》——2021-09-03
 《国信证券-三峡新能源-A20030-深度报告：海纳百川，扬帆起航》——2021-03-15

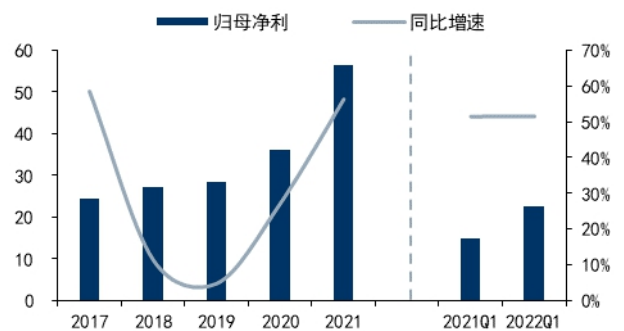
2021 年全年及 2022 年一季度营收与归母净利大幅增长。2021 年公司实现营业收入 154.8 亿元，同比增长 36.85%；实现归母净利润 56.4 亿元，同比增长 56.26%，处于公司 1 月发布的业绩预告区间 55.71 亿元-58.32 亿元内，业绩增速符合预期。2022 年一季度公司实现营业收入 57.9 亿元，同比增长 51.84%；实现归母净利润 22.6 亿元，同比增长 51.45%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：归母净利及增速（单位：亿元）

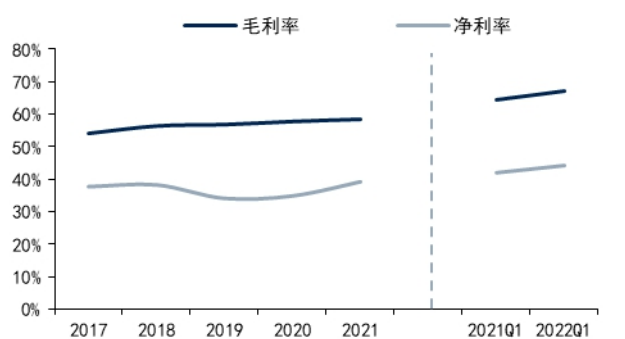


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利用小时提升和海风机组投产，带动公司毛利率、净利率持续提升。公司 2021 年销售毛利率和净利率分别为 58.4%、39.3%，同比提升 0.7、4.7pct；2022Q1 销售毛利率和净利率分别为 67.2%、44.4%，同比提升 2.71、2.26pct。主要得益于风电利用小时提升和海风机组投产：2021 年公司风电平均利用小时为 2314 小时，同比提升 77 小时；2021 年海风机组新增 3.24GW，海风项目毛利率较高；2021 年投资收益大幅增长 240%。公司期间费用主要为财务费用，20%（+2.77pct），管理费用率 3.09%（+0.37pct）。期间费用率合计 23.14%，同比增加 3.19pct。销售净利率为 44.4%，同比提升 2.76pct。

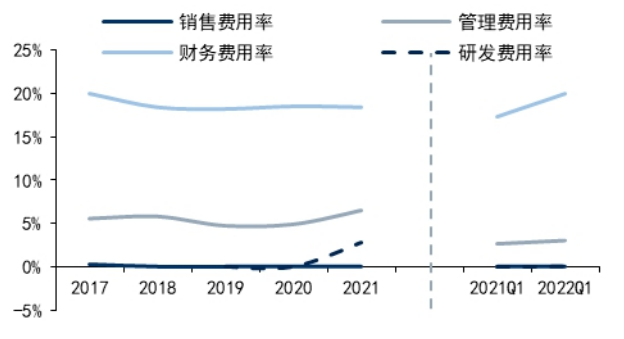
公司财务费用规模较大主要系公司项目投资以贷款为主，在财务成本和资金方面优势明显，近半年发行债券融资成本在 3.5%左右，资金成本相对较低，财务费用合理可控。

图3：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

围绕“风光三峡”和“海上风电引领者”目标，公司新能源装机持续增长，海风贡献突出。2021 年公司新增装机容量达 7.3GW，风电 5.4GW，其中海上风电新增

3.23GW，陆上风电新增2.15GW；光伏新增1.9GW。截至2021年末，公司累计装机容量达22.9GW，同比增长47%，超过三峡水电站装机容量（22.5GW），如期建成首个“风光三峡”。其中陆上风电装机占42%，海上风电装机占20%，光伏发电装机占37%。背靠三峡集团，公司陆上风电项目遍及内蒙古、新疆、云南等25个省区；海上风电项目主要位于广东、福建、江苏、辽宁等地；光伏发电项目遍及甘肃、青海、河北等22个省区。

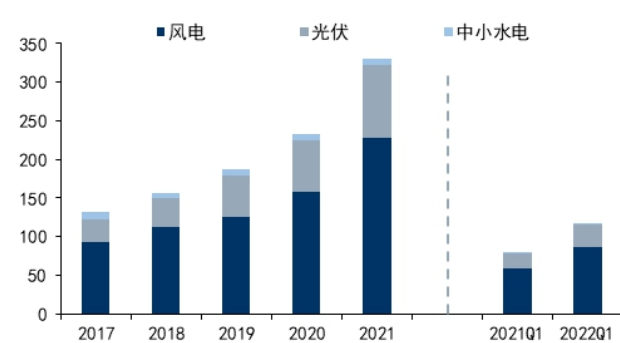
2021年公司累计发电量达330.7亿千瓦时，同比增长42.52%，其中风电发电量227.9亿千瓦时，同比增长44.68%；光伏发电量95亿千瓦时，同比增长42.91%。**2022年一季度公司发电量延续高增长态势。**截至2022年3月31日，公司一季度总发电量116.3亿千瓦时，较上年同期增长46.58%。风电发电量85.7亿千瓦时，较上年同期增长47.99%，其中陆上风电发电量56.1亿千瓦时，较上年同期增长16.4%，海上风电发电量29.5亿千瓦时，较上年同期增长205.69%；太阳能完成发电量29.6亿千瓦时，较上年同期增长44.18%。公司发电量保持高速增长。

图5：公司累计装机容量（单位：万千瓦）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

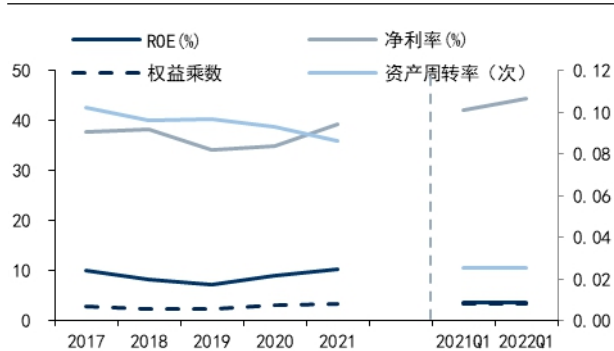
图6：公司发电量情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

ROE 稳中有升，持续扩产对资金需求较高。2021年公司ROE为10.14%，同比提升1.21pct，预计随着在建项目逐步建成并网发电，公司资产周转率和净利率有望进一步得到提升，公司ROE将稳中有升。2021年经营性净现金流88.18亿元，同比下滑1.76%；公司维持较大规模的风电、光伏项目投资，投资性现金净流出348.97亿元；融资净现金受益于IPO共流入372.46亿元，同比增长121.15%。公司未来一段在建项目仍处于较高峰，对资金需求较高。

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司积极布局参与电力交易、碳交易等绿色市场，有望持续获取额外收益。2021年，全年共参加 19 个交易省区的中长期交易，结算交易电量 94.2 亿千瓦时，占上网总电量的 29.23%。在全国绿色电力交易试点工作中，积极在山西、山东、江苏、广东等多个省份参与绿色电力交易，共成交超 2 亿千瓦时，实现增收近 600 万元。根据市场形势变化及时盘活和储备各类存量碳资产，取得碳减排销售收益超 4200 万元。

投资建议：由于装机增速较快，上调盈利预测，维持“买入”评级。预计 2022-2024 年收入 261、316、372 亿元（原预测 2022、2023 年为 242、291 亿元），同比增速 69%、21%、18%；归母净利润 90、106、120 亿元（原预测 2022、2023 年为 84、96 亿元），同比增速 47.8%、8.5%、11.7%；摊薄 EPS 为 0.31、0.37、0.42 元，当前股价对应 PE 为 18.5、15.7、13.8x。2022-2024 归母净利润增速复合增速为 28.7% 左右，给予公司 2022 年 20-25 倍左右估值，对应 6.2-7.75 元/股合理价值，较目前股价有 7%-33% 的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PB	PEG	投资
			亿元	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022		评级
600905.SH	三峡能源	5.82	1,666	0.20	0.31	0.37	0.42	29.52	18.48	15.70	13.83	2.34	0.93		买入
001289.SZ	龙源电力	20.74	1,738	0.80	0.86	0.99	1.38	26.03	24.12	20.95	14.99	2.81	1.37		买入
601016.SH	节能风电	4.01	201	0.15	0.26	0.33	0.40	26.19	15.22	12.30	9.99	1.79	0.49		无
000591.SZ	太阳能	6.68	201	0.39	0.56	0.72	0.90	17.01	12.03	9.23	7.46	1.33	0.48		无
601985.SH	中国核电	7.13	1,344	0.46	0.63	0.70	0.77	15.54	11.32	10.19	9.26	1.73	0.67		买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，节能风电、太阳能为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1890	13077	15421	10129	12876	营业收入	11315	15484	26104	31579	37181
应收款项	12822	19786	22671	25128	27594	营业成本	4788	6440	11227	13282	15856
存货净额	79	131	158	167	309	营业税金及附加	105	133	224	270	318
其他流动资产	6253	1881	8149	10382	9449	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	21044	34876	46399	45806	50228	管理费用	636	1076	1700	2026	2355
固定资产	98485	145196	197369	206646	252072	财务费用	2091	2844	4191	5339	6271
无形资产及其他	1871	1738	1607	1476	1346	投资收益	508	1730	1730	1730	1730
						资产减值及公允价值变					
投资性房地产	9793	21185	21185	21185	21185	动	53	57	119	123	130
长期股权投资	11384	14202	14202	14202	14202	其他收入	48	7	141	111	75
资产总计	142576	217196	280762	289315	339033	营业利润	4303	6784	10752	12626	14316
短期借款及交易性金融						营业外净收支	(18)	(145)	(145)	(145)	(145)
负债	14198	12520	34815	28078	55824	利润总额	4286	6640	10607	12482	14172
应付款项	12508	21862	24364	15000	10000	所得税费用	344	554	884	1041	1182
其他流动负债	3538	3978	5870	7432	10216	少数股东损益	330	444	709	834	947
流动负债合计	30244	38360	65049	50510	76040	归属于母公司净利润	3611	5642	9014	10607	12043
长期借款及应付债券	52698	83527	113527	128527	143527						
其他长期负债	13198	18713	18713	18713	18713	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	65897	102241	132241	147241	162241	净利润	3611	5642	9014	10607	12043
负债合计	96141	140601	197290	197751	238281	资产减值准备	(100)	(4)	(62)	(4)	(7)
少数股东权益	4522	7765	8333	9000	9758	折旧摊销	3988	5190	9561	11560	12521
股东权益	41913	68830	75140	82564	90994	公允价值变动损失	(100)	(4)	(62)	(4)	(7)
负债和股东权益总计	142576	217196	280762	289315	339033	财务费用	2091	2844	4191	5339	6271
						营运资本变动	127	7152	(4786)	(12500)	(3892)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	1450	(9158)	3090	4281	5306
每股收益	0.18	0.20	0.31	0.37	0.42	经营活动现金流	8976	8818	16755	13938	25964
每股红利	0.00	0.00	0.09	0.11	0.13	资本开支	(25456)	(29906)	(61541)	(20701)	(57810)
每股净资产	2.10	2.40	2.63	2.88	3.18	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROIC	6%	6%	6%	6%	7%	投资活动现金流	(28072)	(34897)	(61541)	(20701)	(57810)
ROE	9%	8%	12%	13%	13%	权益性融资	1175	25235	0	0	0
毛利率	58%	58%	57%	58%	57%	负债净变化	20093	28330	30000	15000	15000
EBIT Margin	53%	52%	50%	51%	51%	支付股利、利息	0	0	(2704)	(3182)	(3613)
EBITDA Margin	88%	86%	87%	88%	84%	其它融资现金流	(12360)	(23219)	22295	(6737)	27746
收入增长	26%	37%	69%	21%	18%	融资活动现金流	16841	37246	47130	1472	34592
净利润增长率	27%	56%	60%	18%	14%	现金净变动	(2321)	11188	2344	(5292)	2747
资产负债率	71%	68%	73%	71%	73%	货币资金的期初余额	4211	1890	13077	15421	10129
息率	0.0%	0.0%	1.6%	1.9%	2.2%	货币资金的期末余额	1890	13077	15421	10129	12876
P/E	32.2	29.5	18.5	15.7	13.8						

P/B	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	0	(10137)	(44708)	(6818)	(31959)
EV/EBITDA	21.3	23.1	16.0	13.1	12.9	权益自由现金流	0	(5026)	3746	(3448)	5039

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032