

公司研究 | 点评报告 | 三峡水利 (600116.SH)

非主业亏损限制业绩增长, 多面开花公司迈入快速成长期

报告要点

来水偏丰拉动电量增长, 电力主业利润创历史新高, 然而受电解锰业务经营承压, 叠加非经损益导致上半年业绩同比减少。整体来看, 公司上半年实现归母净利润 2.81 亿元, 同比减少 34.87%; 但公司扣非归母净利润为 3.83 亿元, 同比仅减少 5.97%。且上半年公司前期布局进入收获期, 业务已经呈现出全面开花态势, 公司或迈入快速成长期。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001

三峡水利 (600116.SH)

非主业亏损限制业绩增长，多面开花公司迈入快速成长期

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2022 年半年报：2022 年上半年，公司实现营业收入 52.14 亿元，同比增长 14.15%；实现归母净利润 2.81 亿元，同比减少 34.87%。

事件评论

- 来水偏丰拉动电量增长，电力主业利润同比大幅增长。**2022 年上半年，得益于偏丰的来水，公司累计完成发电量 15.21 亿千瓦时，同比增长 22%。但受下游用户需求疲弱影响，公司上半年实现售电量 64.01 亿千瓦时，同比减少 0.67%，售电量规模略有收缩。但在电改的拉动下，上半年公司售电均价（不含税）为 0.4773 元/千瓦时，同比增长 14.31%。整体来看，公司高毛利的自发电量同比显著增长拉动上半年电力业务实现营业利润 4.40 亿元，同比增长 53.51%，创历史同期新高，占公司营业利润的 127.14%。
- 电解锰业务经营承压，叠加非经损益导致上半年业绩同比减少。**2022 年上半年，公司电解锰产量为 1.7 万吨，同比大幅减少 61.10%，上半年全国电解锰平均出厂含税价约为 2.52 万元/吨，同比增长 56.52%，然而价格同比回升也难以抵消产量大幅减少的压力，上半年公司电解锰及贸易业务实现利润总额 836 万元，同比大幅减少 94.32%。上半年，公司所持涪陵电力股价较年初大幅下跌，受此影响，公司上半年公允价值变动收益为-2.08 亿元，较去年同期多亏 2.04 亿元。不过 7 月份以来公司已经陆续将持有涪陵电力股比从 4.1%的降低至 0.57%，预计影响公司 2022 年度净利润降低至亏损 0.97 亿元，也就意味着此次减持会对下半年业绩形成支撑。此外，在上半年实现的投资收益 9891 万元以及部分补助发放带来的其他收益 5035 万元的拉动下，公司业绩压力有所缓解。整体来看，公司上半年实现归母净利润 2.81 亿元，同比减少 34.87%。
- 持续发力，全力拓展“新空间”。**上半年公司大力拓展新业务，实现重大突破：1) 公司在万州区投资 11.1 亿元建设的首个综合能源示范项目——万州经开区九龙园热电联产项目规划建设三台锅炉及两台发电机组正式投运，为公司培育了新的利润增长点；2) 公司市场化售电业务规模实现大幅增长，截至目前公司下属控股售电公司已签约用户 706 家，签约电量超 113 亿千瓦时，上半年实际结算电量超 50 亿千瓦时，同时上半年投资立项 24 个用户侧储能项目，总容量 36.42MWh，已建成投运项目 6 个，总容量 12.2MWh。3) 电动重卡落地，公司已在内蒙、重庆地区落地电动重卡一百余台，建成投运充换电站 5 座；4) 储能银行箭在弦上，上半年公司与长江电力、赣锋锂业以及绿电基金管理公司签订合作备忘录，拟共同投资设立电池管理公司，开展电池资产管理服务业务，实现合作各方的优势和资源共享。整体来看，在各项业务均实现重大突破的背景下，公司或迈入快速发展期，并且结合公司制定的一系列市场化的管理层激励办法，在广阔的市场空间以及市场化的激励考核体系下，公司“十四五”发展空间值得期待。
- 投资建议与估值：**根据最新财务数据，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.43 元、0.68 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 27.35 倍、17.31 倍和 13.03 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、项目建设不及预期风险；
- 2、来水不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	11.85
总股本(万股)	191,214
流通A股/B股(万股)	157,615/0
资产负债率	50.45%
每股净资产(元)	5.71
市盈率(当前)	31.72
市净率(当前)	2.03
近12月最高/最低价(元)	12.96/8.28

注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《电力业务积极增长，非经因素瑕不掩瑜》2022-04-29
- 《多因素共振致短期业绩承压，继续看好三大业务发展空间》2022-04-13
- 《掘金售电机遇，综能时代先锋》2022-02-22


 更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10177	11685	13127	14732	货币资金	1750	1775	1888	2108
营业成本	8495	9960	10878	11916	交易性金融资产	796	706	706	706
毛利	1682	1725	2249	2815	应收账款	722	782	911	1022
%营业收入	17%	15%	17%	19%	存货	421	383	496	467
营业税金及附加	64	70	79	88	预付账款	72	85	93	101
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1013	1133	1254	1386
销售费用	18	23	26	29	流动资产合计	4775	4864	5347	5791
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	1500	1700	1900	2100
管理费用	525	584	656	737	投资性房地产	139	139	139	139
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	8488	9605	9973	10561
研发费用	0	0	0	0	无形资产	1232	1232	1232	1232
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	3062	3062	3062	3062
财务费用	261	239	234	225	递延所得税资产	78	78	78	78
%营业收入	3%	2%	2%	2%	其他非流动资产	1977	1377	1377	1377
加: 资产减值损失	-1	0	0	0	资产总计	21252	22058	23109	24341
信用减值损失	-71	-29	0	0	短期贷款	2133	1633	1933	1233
公允价值变动收益	259	-90	0	0	应付款项	709	1036	870	1218
投资收益	159	222	249	279	预收账款	4	4	5	5
营业利润	1288	1009	1594	2119	应付职工薪酬	264	309	338	370
%营业收入	13%	9%	12%	14%	应交税费	187	214	241	270
营业外收支	-165	0	0	0	其他流动负债	1736	2057	1997	2292
利润总额	1123	1009	1594	2119	流动负债合计	5032	5254	5383	5389
%营业收入	11%	9%	12%	14%	长期借款	4215	4215	4215	4215
所得税费用	250	177	279	371	应付债券	0	0	0	0
净利润	873	832	1315	1748	递延所得税负债	367	367	367	367
归属于母公司所有者的净利润	865	828	1309	1739	其他非流动负债	428	428	428	428
少数股东损益	8	4	7	9	负债合计	10042	10264	10392	10398
EPS (元)	0.45	0.43	0.68	0.91	归属于母公司所有者权益	10924	11504	12420	13637
					少数股东权益	287	291	297	306
					股东权益	11210	11794	12717	13943
					负债及股东权益	21252	22058	23109	24341
					基本指标				
						2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1315	1911	1168	2616	每股收益	0.45	0.43	0.68	0.91
取得投资收益收回现金	56	222	249	279	每股经营现金流	0.69	1.00	0.61	1.37
长期股权投资	-499	-200	-200	-200	市盈率	26.33	27.35	17.31	13.03
资本性支出	-991	-895	-750	-1000	市净率	2.07	1.97	1.82	1.66
其他	-336	0	0	0	EV/EBITDA	17.16	17.70	14.10	10.80
投资活动现金流净额	-1769	-874	-701	-921	总资产收益率	4.1%	3.8%	5.7%	7.1%
债券融资	0	0	0	0	净资产收益率	7.9%	7.2%	10.5%	12.8%
股权融资	30	0	0	0	净利率	8.5%	7.1%	10.0%	11.8%
银行贷款增加(减少)	5822	-500	300	-700	资产负债率	47.2%	46.5%	45.0%	42.7%
筹资成本	-477	-513	-654	-775	总资产周转率	0.50	0.54	0.58	0.62
其他	-4759	0	0	0					
筹资活动现金流净额	616	-1013	-354	-1475					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	161	24	113	220					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知情形内，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。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。