

在建超 15GW，发展再提速

2022 年 08 月 31 日

► **事件概述：**8 月 30 日，公司公布 2022 年半年度报告，报告期内实现营业收入 121.29 亿元，同比增长 45.34%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 50.37 亿元，同比增长 36.62%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 49.87 亿元，同比增长 34.56%（经重述）。

► **利用小时、电价有所拖累：**1H22 风电利用小时同比下降 9.3%部分对冲了 2H21 抢装的高电价海风对营收的增益，因此 1H22 风电板块电量、营收、成本增速分别为 46.7%、49.8%、51.7%。1H22 光伏板块电量、营收、成本增速分别为 45.6%、28.1%、27.4%，主要原因或在于光伏平均结算上网电价下行。此外因会计准则调整，1H21 公司营收、归母净利润分别被调增 5.8%、12.6%。如果剔除 1H22 和 1H21 试运行期的收入、成本（未计提折旧），则 1H22 的营收、成本、毛利分别为 99.44、41.46、57.99 亿元，同比分别增长 25.9%、46.6%、14.3%。

► **在建装机超 15GW，发展再提速：**1H22，公司新增并网装机 210 万千瓦，同比增长 254%；其中，陆风、光伏分别为 80、130 万千瓦。截至报告期末，公司在建风电、光伏项目装机容量分别达到 764、764 万千瓦，合计 1527 万千瓦；新增核准/备案项目装机 291、409 万千瓦，合计 730 万千瓦（含 30 万千瓦独立储能、地热发电）。在建的 15GW 项目中，剔除建设周期较长的海风项目约 4GW 后，剩余 11GW 有望在一年左右的时间内陆续投产，按照 21 年底 23GW 的装机容量计算，增幅接近 50%。考虑到华电新能等同业的规划目标，公司发展进程有望再次提速。

► **布局储能，协同风光：**公司在着力巩固海上风电优势的同时，深入推动抽水蓄能、新型储能、氢能等新兴业务发展，1H22 公司独立储能业务释放业绩，完成发电量 0.15 亿千瓦时，实现营收 0.09 亿元。

► **投资建议：**公司发电量稳中有增，短期虽利用小时、电价有所承压，但在建的 15GW 风光有望推动公司再上新台阶。维持对公司的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.30/0.33/0.37 元，对应 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 20.6/18.7/16.8 倍。维持公司 22 年 25.0 倍 PE 估值，目标价 7.50 元/股，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 自然条件；2) 电量消纳；3) 补贴账期；4) 设备价格。

推荐

维持评级

当前价格：

6.21 元

目标价：

7.50 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

- 1.三峡能源 (600905.SH) 1H22 业绩预告点评：电量稳中有增，业绩兑现高增-2022/07/13
- 2.三峡能源 (600905.SH) 事件点评：符合预期，稳中有增-2022/07/05
- 3.三峡能源 (600905.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：使命必达，海风有望超预期-2022/04/28

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	15484	22243	24379	28364
增长率 (%)	36.8	43.6	9.6	16.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	5642	8617	9481	10551
增长率 (%)	56.3	52.7	10.0	11.3
每股收益 (元)	0.20	0.30	0.33	0.37
PE	31.5	20.6	18.7	16.8
PB	2.6	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15484	22243	24379	28364
营业成本	6440	9274	10525	12325
营业税金及附加	133	200	219	255
销售费用	0	0	0	0
管理费用	999	1335	1463	1702
研发费用	7	11	12	14
EBIT	7844	11423	12159	14068
财务费用	2844	3275	3502	3942
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	1730	1217	1307	1384
营业利润	6784	10065	11064	12300
营业外收支	-145	-100	-100	-100
利润总额	6640	9965	10964	12200
所得税	554	797	877	976
净利润	6086	9167	10087	11224
归属于母公司净利润	5642	8617	9481	10551
EBITDA	13236	19590	21357	24755

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13077	3996	4007	4024
应收账款及票据	18970	24326	26666	27148
预付款项	1472	1855	2105	2465
存货	131	254	288	338
其他流动资产	1225	1865	2046	2384
流动资产合计	34876	32295	35113	36358
长期股权投资	14202	17202	20202	23202
固定资产	87864	122563	132600	149499
无形资产	1738	1642	1546	1451
非流动资产合计	182321	197242	221344	245057
资产合计	217196	229536	256457	281415
短期借款	5504	5422	6014	5857
应付账款及票据	21862	30491	34604	40519
其他流动负债	10994	13092	13896	15069
流动负债合计	38360	49004	54514	61445
长期借款	78036	67036	75036	78036
其他长期负债	24205	29205	35055	41670
非流动负债合计	102241	96241	110091	119706
负债合计	140601	145245	164605	181151
股本	28571	28621	28621	28621
少数股东权益	7765	8315	8921	9594
股东权益合计	76595	84291	91852	100264
负债和股东权益合计	217196	229536	256457	281415

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	36.85	43.65	9.60	16.35
EBIT 增长率	34.46	45.63	6.45	15.70
净利润增长率	56.26	52.73	10.03	11.28
盈利能力 (%)				
毛利率	58.41	58.30	56.83	56.55
净利润率	39.31	41.22	41.37	39.57
总资产收益率 ROA	2.60	3.75	3.70	3.75
净资产收益率 ROE	8.20	11.34	11.43	11.64
偿债能力				
流动比率	0.91	0.66	0.64	0.59
速动比率	0.87	0.62	0.60	0.55
现金比率	0.34	0.08	0.07	0.07
资产负债率 (%)	64.73	63.28	64.18	64.37
经营效率				
应收账款周转天数	447.18	400.00	400.00	350.00
存货周转天数	7.42	10.00	10.00	10.00
总资产周转率	0.07	0.10	0.10	0.10
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.30	0.33	0.37
每股净资产	2.40	2.65	2.90	3.17
每股经营现金流	0.31	0.84	0.83	1.07
每股股利	0.06	0.09	0.10	0.11
估值分析				
PE	31	21	19	17
PB	2.6	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	20.01	13.67	13.21	11.78
股息收益率 (%)	0.95	1.45	1.61	1.77

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6086	9167	10087	11224
折旧和摊销	5392	8168	9198	10687
营运资金变动	-3941	4126	2011	5759
经营活动现金流	8818	23990	23871	30609
资本开支	-29903	-20139	-30300	-31400
投资	-4881	-3100	-3150	-3150
投资活动现金流	-34897	-22022	-32143	-33166
股权募资	25235	169	0	0
债务募资	26644	-6083	14442	9458
筹资活动现金流	37246	-11050	8284	2574
现金净流量	11170	-9082	12	17

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026