

# 三峡能源 (600905.SH)

## 业绩保持高速增长，龙头优势持续巩固

### 核心观点:

- Q3 归母净利润同比+36%，绿电龙头业绩保持快速增长。**公司发布2022年三季报，前三季度实现营收174亿元（同比+48.3%），归母净利润61.70亿元（同比+36.5%）；单三季度实现营收53亿元（同比+55.5%），归母净利润11.33亿元（同比+36.1%）。公司装机增长带动发电量提升，支撑业绩继续实现高增。截至9月末，公司在建工程达389亿元，前三季度经营现金流净额为96亿元（同比+73.4%）。
- 装机规模持续扩张，Q3发电量同比+49%。**前三季度完成累计发电量353亿千瓦时（同比+47.4%），其中海风/陆风/光伏分别为76/165/105亿千瓦时，同比+187%/22.2%/45.3%。单三季度完成发电量108亿千瓦时（同比+49.0%），其中海风/陆风/光伏分别为20/48/37亿千瓦时，同比+161%/33.5%/45.3%。参考公司上半年风电、光伏利用小时数同比有所下降，预计装机增长为电量高增主要原因；单三季度增速较高考虑为全国风电、光伏利用小时数同比提升34、27小时加持作用。
- 资源储备丰富，装机快速成长可期。**截至6月末，公司控股运营总装机达25.1GW，其中风电15.1GW（海风4.6GW）、光伏9.7GW；在建风光装机达15.3GW，累计储备资源超140GW，上半年新增资源储备超40GW，新增获取核准/备案容量7.3GW，滚动开发格局已形成。截至6月末公司新能源补贴应收款达256亿元，近期发改委等部委持续推进补贴核查，历史补贴发放有望加速，公司现金流持续优化。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022~2024年归母净利润分别为86.99、105.45、126.65亿元，按最新收盘价对应PE分别为18.59、15.34、12.77倍。公司滚动开发格局有序构建、储备充裕，且积极开展抽水蓄能、储能等业务。参考同业估值水平，给予公司2022年22倍PE估值，对应6.69元/股合理价值，维持“买入”评级。
- 风险提示。**装机增长、竞价上网电价不达预期；弃风、弃光率增加。

### 盈利预测:

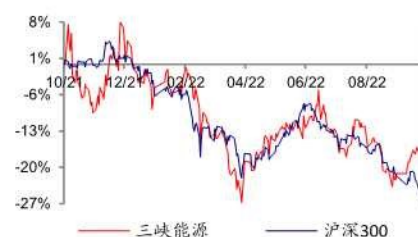
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,315	15,484	25,006	30,607	35,562
增长率(%)	26.3	36.8	61.5	22.4	16.2
EBITDA(百万元)	9,821	13,236	18,746	23,134	27,641
归母净利润(百万元)	3,611	5,642	8,699	10,545	12,665
增长率(%)	27.2	56.3	54.2	21.2	20.1
EPS(元/股)	0.18	0.20	0.30	0.37	0.44
市盈率(x)	0.00	38.03	18.59	15.34	12.77
ROE(%)	8.6	8.2	11.3	12.0	12.6
EV/EBITDA(x)	6.62	22.79	14.56	12.71	11.65

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	5.65元
合理价值	6.69元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-30

### 相对市场表现



### 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001

010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

### 分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001

SFC CE No. BOI548



021-38003594



jjchengwei@gf.com.cn

### 分析师:

姜涛



SAC 执证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意, 陈子坤、姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

- 三峡能源(600905.SH):上半年业绩同 2022-09-04  
比+37%, 新能源运营龙头持续领跑
- 三峡能源(600905.SH):业绩同比大幅 2022-07-16  
提升, 新能源运营龙头持续领跑

联系人: 许子怡 021-38003618

xuziyi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>21,044</b>	<b>34,876</b>	<b>48,070</b>	<b>46,278</b>	<b>58,901</b>
货币资金	1,890	13,077	11,950	13,720	12,794
应收及预付	18,179	20,442	33,943	30,121	43,151
存货	79	131	144	202	194
其他流动资产	896	1,225	2,034	2,234	2,761
<b>非流动资产</b>	<b>121,533</b>	<b>182,321</b>	<b>216,915</b>	<b>256,779</b>	<b>295,275</b>
长期股权投资	11,384	14,202	16,202	18,202	20,202
固定资产	67,032	87,864	131,059	172,456	211,055
在建工程	31,230	57,177	46,306	42,784	40,670
无形资产	1,871	1,738	1,708	1,698	1,708
其他长期资产	10,015	21,340	21,640	21,640	21,640
<b>资产总计</b>	<b>142,576</b>	<b>217,196</b>	<b>264,985</b>	<b>303,057</b>	<b>354,175</b>
<b>流动负债</b>	<b>30,244</b>	<b>38,360</b>	<b>55,041</b>	<b>59,397</b>	<b>70,443</b>
短期借款	7,821	5,504	6,504	7,504	8,504
应付及预收	12,508	21,863	34,952	36,617	45,444
其他流动负债	9,915	10,993	13,585	15,275	16,494
<b>非流动负债</b>	<b>65,897</b>	<b>102,241</b>	<b>124,241</b>	<b>146,241</b>	<b>172,241</b>
长期借款	49,705	78,036	98,036	118,036	143,036
应付债券	2,993	5,492	7,492	9,492	10,492
其他非流动负债	13,198	18,713	18,713	18,713	18,713
<b>负债合计</b>	<b>96,141</b>	<b>140,601</b>	<b>179,282</b>	<b>205,638</b>	<b>242,684</b>
股本	20,000	28,571	28,621	28,621	28,621
资本公积	9,475	23,292	23,291	23,291	23,291
留存收益	12,308	16,876	24,968	35,513	48,178
归属母公司股东权益	41,913	68,830	76,970	87,515	100,180
少数股东权益	4,522	7,765	8,732	9,904	11,311
<b>负债和股东权益</b>	<b>142,576</b>	<b>217,196</b>	<b>264,985</b>	<b>303,057</b>	<b>354,175</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>11,315</b>	<b>15,484</b>	<b>25,006</b>	<b>30,607</b>	<b>35,562</b>
营业成本	4,788	6,440	10,646	13,411	15,377
营业税金及附加	105	133	200	245	284
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	555	999	1,500	1,592	1,600
研发费用	1	7	13	15	18
财务费用	2,091	2,844	4,177	5,123	6,167
资产减值损失	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	53	58	0	0	0
投资净收益	508	1,730	1,750	1,989	2,418
<b>营业利润</b>	<b>4,303</b>	<b>6,784</b>	<b>10,348</b>	<b>12,530</b>	<b>15,036</b>
营业外收支	-18	-145	-66	-66	-66
<b>利润总额</b>	<b>4,286</b>	<b>6,640</b>	<b>10,283</b>	<b>12,464</b>	<b>14,971</b>
所得税	344	554	617	748	898
<b>净利润</b>	<b>3,941</b>	<b>6,086</b>	<b>9,666</b>	<b>11,716</b>	<b>14,073</b>
少数股东损益	330	444	967	1,172	1,407
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,611</b>	<b>5,642</b>	<b>8,699</b>	<b>10,545</b>	<b>12,665</b>
EBITDA	9,821	13,236	18,746	23,134	27,641
EPS (元)	0.18	0.20	0.30	0.37	0.44

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,976</b>	<b>8,818</b>	<b>19,308</b>	<b>29,054</b>	<b>22,998</b>
净利润	3,941	6,086	9,666	11,716	14,073
折旧摊销	3,988	5,392	5,726	7,176	8,564
营运资金变动	-662	-3,941	1,236	6,763	-3,659
其它	1,710	1,280	2,680	3,399	4,020
<b>投资活动现金流</b>	<b>-28,072</b>	<b>-34,897</b>	<b>-38,634</b>	<b>-45,101</b>	<b>-44,690</b>
资本支出	-25,393	-29,903	-38,384	-45,090	-45,108
投资变动	-2,893	-4,881	-2,000	-2,000	-2,000
其他	214	-113	1,750	1,989	2,418
<b>筹资活动现金流</b>	<b>16,841</b>	<b>37,246</b>	<b>18,198</b>	<b>17,817</b>	<b>20,765</b>
银行借款	44,430	56,166	21,000	21,000	26,000
股权融资	1,175	25,235	48	0	0
其他	-28,764	-44,156	-2,850	-3,183	-5,235
<b>现金净增加额</b>	<b>-2,255</b>	<b>11,170</b>	<b>-1,128</b>	<b>1,770</b>	<b>-927</b>
期初现金余额	4,106	1,851	13,021	11,894	13,664
期末现金余额	1,851	13,021	11,894	13,664	12,737

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	26.3%	36.8%	61.5%	22.4%	16.2%
营业利润增长	27.3%	57.7%	52.5%	21.1%	20.0%
归母净利润增长	27.2%	56.3%	54.2%	21.2%	20.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	57.7%	58.4%	57.4%	56.2%	56.8%
净利率	34.8%	39.3%	38.7%	38.3%	39.6%
ROE	8.6%	8.2%	11.3%	12.0%	12.6%
ROIC	4.7%	4.1%	5.9%	6.2%	6.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.4%	64.7%	67.7%	67.9%	68.5%
净负债比率	207.0%	183.6%	209.2%	211.1%	217.7%
流动比率	0.70	0.91	0.87	0.78	0.84
速动比率	0.50	0.87	0.83	0.72	0.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.08	0.07	0.09	0.10	0.10
应收账款周转率	0.92	0.82	0.79	1.13	0.90
存货周转率	142.82	118.23	174.00	151.29	182.89
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.18	0.20	0.30	0.37	0.44
每股经营现金流	0	0	1	1	1
每股净资产	2.10	2.41	2.69	3.06	3.50
<b>估值比率</b>					
P/E	0.00	38.03	18.59	15.34	12.77
P/B	0.00	3.12	2.10	1.85	1.61
EV/EBITDA	6.62	22.79	14.56	12.71	11.65

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。