

公用事业

2022年10月31日

三峡能源 (600905)

——业绩稳健增长 现金流大幅改善

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2022年10月31日

收盘价 (元)	5.57
一年内最高/最低 (元)	8.05/5.1
市净率	2.1
息率 (分红/股价)	1.06
流通 A 股市值 (百万元)	47740
上证指数/深证成指	2893.48/10397.04

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年09月30日

每股净资产 (元)	2.65
资产负债率%	65.95
总股本/流通 A 股 (百万)	28621/8571
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

查浩 A0230519080007
zhahao@swsresearch.com
邹佩轩 A0230520110002
zoupux@swsresearch.com

研究支持

蔡思 A0230121090006
caisi@swsresearch.com

联系人

邹佩轩
(8621)23297818×
zoupux@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司公布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 174 亿元，同比增长 48.27%，实现归母净利润 61.7 亿元，同比增长 36.5%；其中第三季度实现归母净利润 11.33 亿元，同比增长 36.1%，符合我们预期。
- **第三季度发电量增速环比持平，经营情况整体稳健。**公司 10 月 11 日披露经营数据公告，第三季度总发电量 108.27 亿千瓦时，较上年同期增长 49.01%。其中，风电发电量 67.22 亿千瓦时，同比增长 55.75%；光伏发电量 37.23 亿千瓦时，同比增长 45.32%。前三季度累计总发电量 353.15 亿千瓦时，较上年同期增长 47.4%，其中风电发电量 240.62 亿千瓦时，同比增长 49.16%；光伏发电量 105.09 亿千瓦时，较上年同期增长 45.53%。在整个 A+H 股绿电运营商中，公司发电量增速继续处于第一梯队，龙头优势明显。
- **调整后归母净利润增速低于发电量增速主要系会计规则变化。**公司前三季度归母净利润调整前增速为 52.97%，高于公司前三季度发电量增速；归母净利润调整后增速为 36.1%，低于发电量增速，主要系会计规则变化导致 2021 年同期业绩基数变化。根据最新会计规则解释，在建工程转固前的试生产产品（新能源转固前的调试期发电量）视同正常生产，计入收入和成本（原会计准则下不计算收入，而是以收入、成本的净额冲减在建工程资本开支）。但是由于试生产阶段（新能源调试期）的在建工程未转固，新会计准则下增加的收入没有对应的折旧，导致新能源项目调试期毛利率近乎 100%，利润畸高。公司按照新的会计准则对 2021 年前三季度业绩进行了重述，由于 2020 年底平价前抢装的机组大部分是 2021 年上半年投产（抢装潮期间投产的机组调试时间较长），导致 2021 年同期的业绩得到大幅上修，而 2022 年受上年底抢装潮的影响明显小于 2021 年，一定程度上导致同比数据失真。
- **现金流量大幅改善，补贴回收迎来曙光。**公司前三季度经营性现金流量净额达到 95.8 亿元，同比增长 73.44%，经营性现金流量净额增速大于净利润增速。公司 9 月底应收账款余额为 279 亿元，较 6 月底增长约 12 亿元，增长速度明显放缓，部分历史拖欠补贴预计已经开始回收。近期国家电网与南方电网发布第一批新能源项目核查合规清单，预计后续补贴发放速度有望加快，公司现金流有望进一步改善。
- **9 月底在建工程 389 亿，9 月与长江电力等共同成立内蒙古三峡陆上新能源投资公司，看好公司业绩增长持续性。**截至 2022 年 9 月底，公司在建工程余额尚有 389 亿元，在建工程余额反映了公司业绩增长的持续性，并非此前市场担忧的公司只有海风抢装带来的一次性高增长。根据公司 2021 年年报披露，公司 2021 年新增项目核准/备案、新增建设指标均超过 1600 万千瓦。公司 9 月公告与长江电力、三峡资本、三峡投资共同出资成立内蒙古三峡陆上新能源投资公司，公司出资 34 亿元，占比 34%；长江电力出资 33 亿元，占比 33%。我们分析公司与长江电力以及三峡集团投资平台深度合作，有助于利用长电电力和集团充沛的现金流，实现新能源装机跨越式发展，看好业绩增长持续性。
- **盈利预测与估值：**结合三季报业绩，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 84.40、95.67 亿元、106.75 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19、17 倍和 15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源装机开发进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	15,484	17,406	24,180	27,664	31,485
同比增长率 (%)	36.8	48.3	56.2	14.4	13.8
归母净利润 (百万元)	5,642	6,170	8,440	9,567	10,675
同比增长率 (%)	56.3	36.5	49.6	13.4	11.6
每股收益 (元/股)	0.20	0.22	0.29	0.33	0.37
毛利率 (%)	58.4	61.4	58.3	57.6	56.9
ROE (%)	8.2	8.1	10.9	11.3	11.6
市盈率	28	19	17	15	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,315	15,484	24,180	27,664	31,485
其中: 营业收入	11,315	15,484	24,180	27,664	31,485
减: 营业成本	4,788	6,440	10,077	11,727	13,578
减: 税金及附加	105	133	207	237	270
主营业务利润	6,422	8,911	13,896	15,700	17,637
减: 销售费用	0	0	0	0	0
减: 管理费用	555	999	1,572	1,660	1,889
减: 研发费用	1	7	2	2	2
减: 财务费用	2,091	2,844	3,621	3,953	4,477
经营性利润	3,775	5,060	8,701	10,085	11,269
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-176	-260	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-2	0	0	0
加: 投资收益及其他	705	1,986	1,248	1,399	1,549
营业利润	4,303	6,784	9,949	11,484	12,818
加: 营业外净收入	-18	-145	0	0	0
利润总额	4,286	6,640	9,949	11,484	12,818
减: 所得税	344	554	726	1,028	1,152
净利润	3,941	6,086	9,224	10,455	11,666
少数股东损益	330	444	784	889	992
归属于母公司所有者的净利润	3,611	5,642	8,440	9,567	10,675
全面摊薄总股本	20,000	28,571	28,621	28,621	28,621
每股收益 (元)	0.18	0.23	0.29	0.33	0.37

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。