



海风加速推进，储能、抽蓄或有惊喜

2023 年 04 月 29 日

➤ **事件概述：**4 月 28 日，公司公布 2022 年度报告，2022 年度实现营业收入 238.12 亿元，同比增长 45.04%（经重述）；归属于上市公司股东的净利润 71.55 亿元，同比增长 11.07%（经重述）；归属于上市公司股东的扣非净利润 71.68 亿元，同比增长 22.19%（经重述）。公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.076 元（含税）。公司发布 2023 年一季度报告，报告期内实现营业收入 68.53 亿元，同比增长 18.39%；归属于上市公司股东的净利润 24.34 亿元，同比增长 7.50%；归属于上市公司股东的扣非净利润 23.90 亿元，同比增长 5.54%。

➤ **装机增长推高营收，减值拖累业绩：**2022 年公司新增装机合计 352.5 万千瓦，其中陆风、海风、光伏分别为 135.3、30、187.2 万千瓦。装机增长风光电价表现分化，风电平均电价（不含税）上浮 2.59 分至 0.5136 元/千瓦时，增幅 5.3%；光伏平均电价（不含税）下降 6 分至 0.4951 元/千瓦时，降幅 10.8%。2022 年公司资产&信用减值合计 7.61 亿元，占当期利润总额的 8.4%，较上年同比增加 5.00 亿元，大额减值致归母净利增速低于营收增速。

➤ **3M23 风电增速回落或因高基数：**Q1 公司风电、光伏分别完成发电量 103.33、33.48 亿千瓦时，同比分别增长 20.61%、12.99%。1~2 月风电、光伏电量同比增速分别为 33.07%、8.14%，考虑到 3M22 全国风电利用小时达 231 小时，为近五年次高，3M23 公司风电电量增速回落主要是高基数效应。Q1 公司归母净利润增速再次不及营收增速，毛利率下降 8.4 个百分点至 58.8%，或因电量增速不及装机增长导致的成本扩张增速。

➤ **海风扬帆，抽蓄、独立储能等或有惊喜：**公司合计 70 万千瓦装机的山东牟平、漳浦六鳌二期两个海风项目正在稳步推进。据公司年报披露，2022 年公司抽蓄项目储备获得“零”的突破，年内合计通过核准 380 万千瓦；此外独立储能获得核准 90 万千瓦。在风光主业之外，储能、抽蓄、氢能等业务拓展有望打开公司成长新篇章。

➤ **投资建议：**Q1 业绩整体符合预期，风光主业持续向好，积极拓展储能、抽蓄等新业务，公司有望多能共同发展。根据电量、电价以及装机节奏调整对公司的盈利预测，预计 23/24 年 EPS 分别为 0.30/0.36 元（前值 0.33/0.37 元），新增 25 年 EPS 为 0.42 元，对应 4 月 28 日收盘价 PE 分别为 18.2/14.9/13.0 倍。考虑行业可比公司估值与公司的动态估值水平及业绩成长潜力，给予公司 23 年 22 倍 PE 估值，目标价 6.60 元/股，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 自然条件变化；2) 电量消纳不及预期；3) 补贴账期延长；4) 设备价格变动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23812	24937	30045	35405
增长率（%）	45.0	4.7	20.5	17.8
归属母公司股东净利润（百万元）	7155	8526	10380	11920
增长率（%）	11.1	19.1	21.7	14.8
每股收益（元）	0.25	0.30	0.36	0.42
PE	21.7	18.2	14.9	13.0
PB	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.42 元

目标价：

6.60 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 1.三峡能源 (600905.SH) 2022 年业绩快报点评：业绩略低预期，海风龙头再扬帆-2023/02/08
- 2.三峡能源 (600905.SH) 2022 年三季度报点评：电量高增趋势不改，众人拾柴火焰高-2022/10/29
- 3.三峡能源 (600905.SH) 2022 年半年报点评：在建超 15GW，发展再提速-2022/08/31
- 4.三峡能源 (600905.SH) 1H22 业绩预告点评：电量稳中有增，业绩兑现高增-2022/07/13
- 5.三峡能源 (600905.SH) 事件点评：符合预期，稳中有增-2022/07/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	23812	24937	30045	35405
营业成本	9906	10795	12649	14736
营业税金及附加	170	187	225	266
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1391	1496	1803	2124
研发费用	14	15	18	21
EBIT	12330	12444	15349	18258
财务费用	3987	4167	4477	4700
资产减值损失	-486	0	0	0
投资收益	1347	1529	1606	1685
营业利润	9217	10756	13118	15042
营业外收支	-148	-150	-150	-150
利润总额	9069	10606	12968	14892
所得税	686	806	1037	1191
净利润	8383	9800	11931	13701
归属于母公司净利润	7155	8526	10380	11920
EBITDA	20545	22615	27100	31786

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10566	8647	10315	14005
应收账款及票据	27007	27571	33228	34315
预付款项	3359	3562	4174	4863
存货	222	237	277	323
其他流动资产	1649	1660	1968	2291
流动资产合计	42804	41677	49962	55797
长期股权投资	16481	19481	22481	25481
固定资产	136735	146753	164731	184564
无形资产	4955	4687	4418	4150
非流动资产合计	219323	245352	268002	286273
资产合计	262127	287028	317964	342070
短期借款	4340	4257	4849	4692
应付账款及票据	24916	27506	32229	37547
其他流动负债	17899	18014	18666	19393
流动负债合计	47155	49778	55744	61632
长期借款	99456	109456	119456	120456
其他长期负债	27557	32557	38407	45022
非流动负债合计	127013	142013	157863	165478
负债合计	174168	191791	213607	227110
股本	28620	28624	28624	28624
少数股东权益	10908	12182	13733	15514
股东权益合计	87959	95238	104357	114959
负债和股东权益合计	262127	287028	317964	342070

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	45.04	4.73	20.48	17.84
EBIT 增长率	57.20	0.92	23.35	18.95
净利润增长率	11.07	19.15	21.75	14.83
盈利能力 (%)				
毛利率	58.40	56.71	57.90	58.38
净利率	35.20	39.30	39.71	38.70
总资产收益率 ROA	2.73	2.97	3.26	3.48
净资产收益率 ROE	9.29	10.27	11.45	11.99
偿债能力				
流动比率	0.91	0.84	0.90	0.91
速动比率	0.83	0.76	0.82	0.82
现金比率	0.22	0.17	0.19	0.23
资产负债率 (%)	66.44	66.82	67.18	66.39
经营效率				
应收账款周转天数	409.70	400.00	400.00	350.00
存货周转天数	8.19	8.00	8.00	8.00
总资产周转率	0.09	0.09	0.09	0.10
每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.30	0.36	0.42
每股净资产	2.69	2.90	3.17	3.47
每股经营现金流	0.59	0.89	0.93	1.24
每股股利	0.08	0.09	0.10	0.11
估值分析				
PE	21.7	18.2	14.9	13.0
PB	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	13.42	12.94	11.34	9.79
股息收益率 (%)	1.40	1.66	1.85	2.03

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8383	9800	11931	13701
折旧和摊销	8215	10172	11750	13529
营运资金变动	-3249	1813	-1343	3801
经营活动现金流	16871	25419	26486	35538
资本开支	-27715	-33300	-31450	-28850
投资	-2632	-3100	-3150	-3150
投资活动现金流	-29790	-34871	-32994	-30315
股权募资	2090	5	0	0
债务募资	20845	14917	16442	7458
筹资活动现金流	10273	7534	8177	-1533
现金净流量	-2642	-1919	1669	3690

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。	公司评级	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
	行业评级	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