

三峡水利 (600116. SH)

来水偏枯致业绩承压，综合能源业务快速发展

买入

核心观点

来水偏枯致业绩承压，售电量及售电均价上涨。2023H1，公司实现营业收入56.89亿元(+9.11%)，主要系电力收入和综合能源收入同比增加所致；归母净利润0.31亿元(-88.87%)；扣非归母净利润-0.18亿元(-104.84%)，主要系公司所属水电站来水严重偏枯发电量大幅下降，外购电价成本增加等因素所致。公司水电总装机74.62万千瓦，累计完成发电量8.56亿千瓦时(-43.75%)；累计完成上网电量8.45亿千瓦时(-43.86%)。公司售电量67.25亿千瓦时(+5.06%)，主要系新增大客户及存量客户用电量增加所致；售电均价0.4880元/千瓦时(+2.24%)。

电力业务基本盘持续巩固，增强发电及供电能力。公司推进147万千瓦燃机项目和10万千瓦新能源项目前期及建设工作，推动涪陵中机龙桥热电重整和科尔科克公司焦炭一体化项目等相关项目。水电方面，上半年来水偏枯情况至7月已有所好转，若下半年来水改善，公司电力业务业绩有望修复。

拓展售电市场规模，持续提高供电能力。公司在重庆、四川、华东、华南四个区域采取“自营+联供”营销模式，拓展售电市场；通过外购电和电煤保供增强电力供应能力，本期累计签约用户4540家，签约电量近240亿千瓦时，实现配售电量67.25亿千瓦时，同比上升5.06%。

快速推进综合能源业务，加快推动储能和光伏等业务落地。公司九龙园热电联产项目实现归母净利润0.37亿元，重庆两江龙兴赣锋能源站项目取得前期批复手续，与鞍钢集团合资设立清洁能源开发公司；已建成投运用户侧储能项目28个，总容量50MW；永川区松溉和两江新区龙盛300MW/600MWh独立储能电站项目8月初全容量并网投产；重庆涪陵临港经济区7.1MW屋顶分布式光伏并网发电，巫溪长桂36MW农光互补光伏发电项目启动EPC工程招采。

风险提示：电价大幅下降、来水不及预期、购电成本大幅增加、综合能源业务进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑上半年来水偏枯、综合能源业务落地等因素的综合影响，下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润7.21/10.65/12.97亿元（原为8.56/12.09/14.48亿元，下调幅度16/12/10%），同比增速51.5%/47.7%/21.8%；每股收益0.38/0.56/0.68元。给予公司27-28倍PE，对应权益市值为194.67-201.88亿元，对应每股合理价值为10.18-10.56元，较目前股价有23%-28%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,177	11,093	12,478	16,286	20,786
(+/-%)	93.6%	9.0%	12.5%	30.5%	27.6%
净利润(百万元)	865	476	721	1065	1297
(+/-%)	39.5%	-44.9%	51.3%	47.8%	21.8%
每股收益(元)	0.45	0.25	0.38	0.56	0.68
EBIT Margin	11.3%	6.5%	8.0%	8.1%	7.9%
净资产收益率(ROE)	7.9%	4.3%	6.3%	8.8%	10.1%
市盈率(PE)	18.3	33.2	22.0	14.9	12.2
EV/EBITDA	15.2	20.2	17.2	15.0	13.3
市净率(PB)	1.45	1.43	1.38	1.31	1.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰	证券分析师：郑汉林
021-61761029	0755-81982169
huangxiujie@guosen.com.cn	zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980521060002	S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.18 - 10.56元
收盘价	8.28元
总市值/流通市值	15833/15833百万元
52周最高价/最低价	12.37/7.84元
近3个月日均成交额	74.57百万元

市场走势



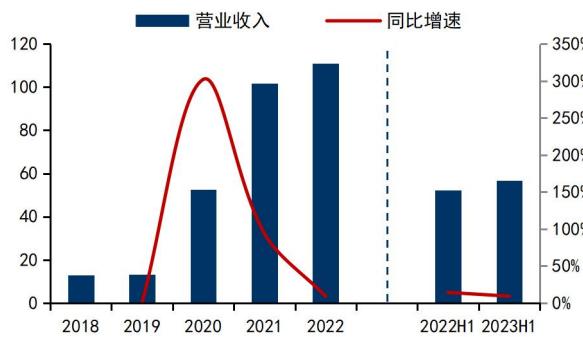
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三峡水利(600116.SH)-以配售电为基石，发力综合能源》——2023-05-15
- 《三峡水利(600116.SH)-业绩短期承压，综合能源业务持续推进》——2023-04-21
- 《三峡水利(600116.SH)-来水较差导致三季度净利润同比减少，综合能源服务商雏形初显》——2022-11-06

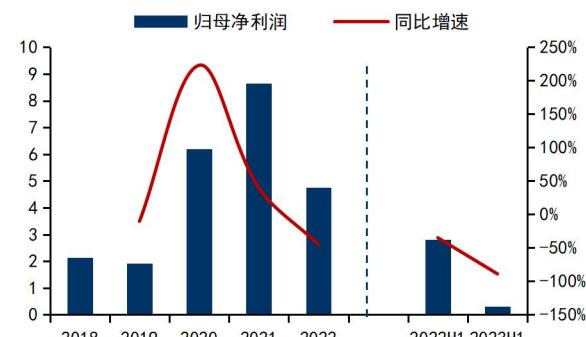
来水严重偏枯，上半年业绩承压。2023H1，公司实现营业收入56.89亿元，同比上升9.11%，主要系电力收入和综合能源收入同比增加所致。2023H1年归母净利润0.31亿元，同比下降88.87%；扣非归母净利润-0.18亿元，同比下降104.84%，主要系公司所属水电站来水严重偏枯，自发水电上网量同比大幅下降，外购电价涨幅高于售电均价涨幅，叠加投资收益减少和公允价值下降等因素所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



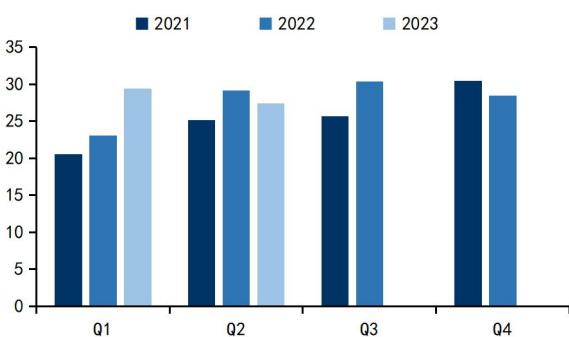
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



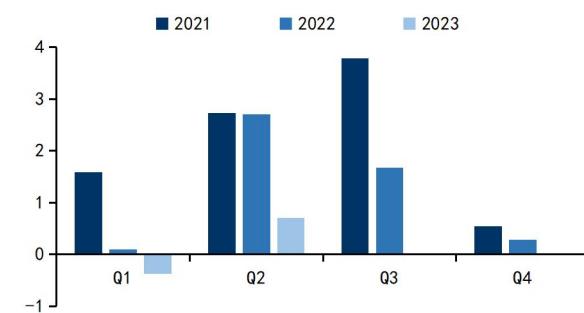
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

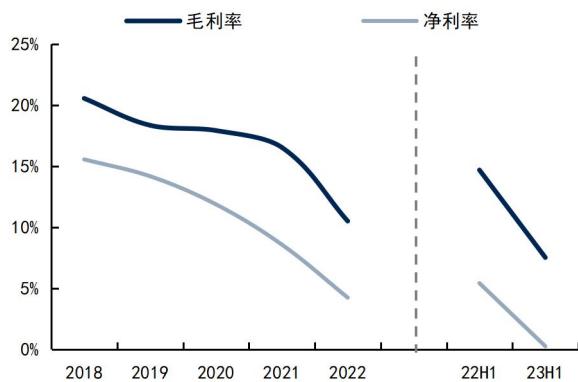
水电发电量同比大幅下降，售电量及售电单价小幅提高。公司水电总装机74.62万千瓦，2023H1来水严重偏枯，累计完成发电量8.56亿千瓦时，同比下降43.75%；累计完成上网电量8.45亿千瓦时，同比下降43.86%。公司24座电站中，除鱼背山电厂等7座电站为公司自有电厂未核定上网电价，其他电站发电上网均价为0.3355元/千瓦时（不含税），上网电量为6.15亿千瓦时。2023H1公司售电量67.25亿千瓦时，同比增长5.06%，主要系新增大客户及存量客户用电量增加所致；售电均价0.4880元/千瓦时（不含税），较上年同期的0.4773元/千瓦时提高了2.24%。

毛利率和净利率同比下降，费用率小幅降低。受来水偏枯、购电成本增加和电解锰毛利率下降等因素影响，公司2023H1毛利率为7.52%，同比下降7.16pct；净利率为0.26%，同比下降5.16pct。公司销售、管理、财务费用率分别为0.27%、3.22%、2.10%，三项费用率合计同比降低0.09pct。

ROE同比下降，经营和投资现金流大幅减少，融资现金流增加。2023H1，公司ROE

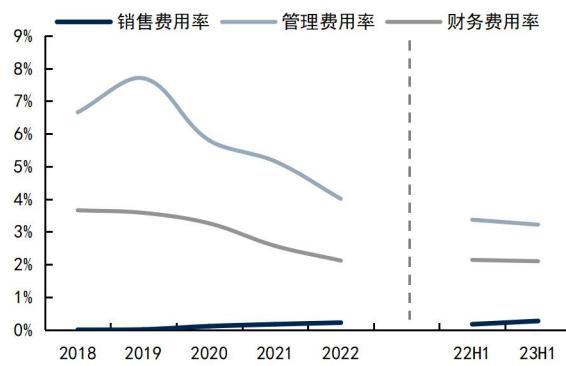
为 0.28%，同比下降 2.26pct，主要系净利率大幅下降所致。公司经营性净现金流 -3.08 亿元 (-240.64%)，主要由于发电量减少及外购电成本上升所致；公司减少理财产品投资支出，投资性现金流净流出 1.27 亿元 (-87.12%)；本期取得银行借款收到的现金增加，融资性净现金流流入 8.97 亿元 (+104.79%)

图5：公司毛利率、净利率情况



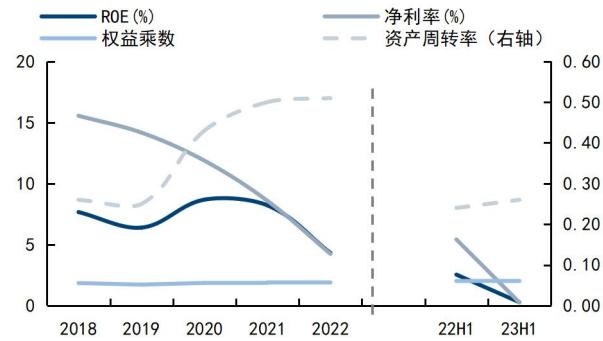
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



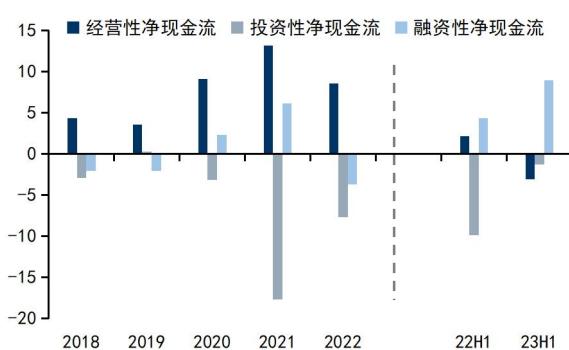
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

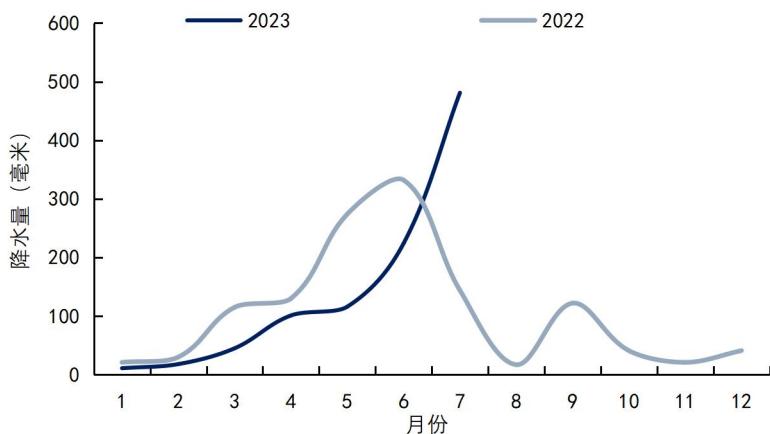
图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电力业务基本盘稳固，供电能力持续增强。电源方面，公司重点推进重庆涪陵、万州等 147 万千瓦燃机项目和黔江 10 万千瓦新能源项目前期及建设工作，积极推动涪陵中机龙桥热电重整和科尔科克公司焦炭一体化项目等相关项目。水电方面，上半年来水偏枯情况至 7 月已有所好转，若下半年来水改善，公司电力业务业绩有望修复。

拓展售电市场规模，持续提高供电能力。公司在重庆、四川、华东、华南四个区域采取“自营+联供”营销模式，拓展售电市场；推进城市功能恢复电网改造、农网改造升级等工程；通过外购电和电煤保供增强电力供应能力，本期累计签约用户 4540 家，签约电量近 240 亿千瓦时，实现配售电量 67.25 亿千瓦时，同比上升 5.06%。

图9: 重庆当月累计降水量情况


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

快速推进综合能源业务，加快推动储能和光伏等业务落地。公司围绕“源网荷储一体化”及“优质大用户”场景拓展综合能源业务，万州经开区九龙园热电联产项目创利，实现归母净利润0.37亿元，重庆两江龙兴赣锋能源站项目取得前期批复手续并与鞍钢集团合资设立清洁能源开发公司。公司依托市场化售电优势，加快推进储能项目进程，截至本期末，已建成投运用户侧储能项目28个，总容量50MW；永川区松溉和两江新区龙盛独立储能电站项目8月初全容量并网投产，总装机规模300MW/600MWh。光伏方面，在重庆涪陵临港经济区的7.1MW屋顶分布式光伏并网发电，巫溪长桂一期36MW农光互补光伏发电项目启动EPC工程招采。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑上半年来水偏枯、综合能源业务落地等因素的综合影响，下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润7.21/10.65/12.97亿元（原为8.56/12.09/14.48亿元，下调幅度16/12/10%），同比增速51.5%/47.7%/21.8%；每股收益0.38/0.56/0.68元。给予公司27-28倍PE，对应权益市值为194.67-201.88亿元，对应每股合理价值为10.18-10.56元，较目前股价有23%-28%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE			PEG		投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	
003035.SZ	南网能源	5.99	226.89	0.15	0.22	0.33	0.45	40.4	27.3	18.1	13.6	0.79	买入
603105.SH	芯能科技	14.38	71.90	0.38	0.52	0.68	0.86	37.8	27.9	21.3	16.6	1.15	买入
600452.SH	涪陵电力	14.53	159.47	0.67	0.68	0.78	0.95	22.5	21.5	18.6	15.4	1.03	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 涪陵电力盈利数据取自Wind一致预测。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1750	1667	1731	1716	1705	营业收入	10177	11093	12478	16286	20786
应收款项	919	1069	1202	1569	2003	营业成本	8495	9928	10976	14197	18148
存货净额	421	237	262	341	438	营业税金及附加	64	57	64	84	107
其他流动资产	888	1218	1370	1788	2282	销售费用	18	24	27	35	45
流动资产合计	4775	4791	5525	6951	8887	管理费用	584	504	549	783	986
固定资产	9695	10195	11350	12779	13003	财务费用	261	235	262	324	370
无形资产及其他	1232	1201	1171	1142	1114	投资收益	159	175	175	175	175
投资性房地产	4050	4024	4024	4024	4024	资产减值及公允价值变动	257	(178)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	1500	1649	2179	2572	2929	其他收入	118	153	51	186	187
资产总计	21252	21860	24249	27467	29957	营业利润	1288	494	776	1174	1441
短期借款及交易性金融负债	2873	2785	3387	3717	3758	营业外净收支	(165)	54	54	54	54
应付款项	964	1397	1541	2007	2582	利润总额	1123	549	831	1228	1495
其他流动负债	1195	1090	1203	1576	2027	所得税费用	250	79	120	177	215
流动负债合计	5032	5272	6131	7300	8366	少数股东损益	8	(6)	(9)	(14)	(17)
长期借款及应付债券	4215	4570	5587	6984	7627	归属于母公司净利润	865	476	721	1065	1297
其他长期负债	795	722	808	828	839						
长期负债合计	5009	5292	6395	7812	8466	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	10042	10564	12526	15112	16832	净利润	865	476	721	1065	1297
少数股东权益	287	254	249	241	232	资产减值准备	(217)	436	(245)	(58)	(6)
股东权益	10924	11042	11475	12114	12892	折旧摊销	552	582	652	738	817
负债和股东权益总计	21252	21860	24249	27467	29957	公允价值变动损失	(217)	436	(245)	(58)	(6)
						财务费用	261	235	262	324	370
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(290)	32	(53)	(25)	1
每股收益	0.45	0.25	0.38	0.56	0.68	其它	622	(1107)	327	199	192
每股红利	0.15	0.15	0.15	0.22	0.27	经营活动现金流	1315	855	1156	1862	2296
每股净资产	5.71	5.77	6.00	6.34	6.74	资本开支	(1043)	(697)	(1531)	(2080)	(1008)
ROIC	5.29%	3.38%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(796)	196	(360)	(576)	(922)
ROE	7.92%	4.31%	6.28%	8.79%	10.06%	投资活动现金流	(1769)	(770)	(2421)	(3049)	(2288)
毛利率	17%	11%	12%	13%	13%	权益性融资	30	14	0	0	0
EBIT Margin	11%	7%	8%	8%	8%	负债净变化	2517	(645)	1017	1397	643
EBITDA Margin	17%	12%	13%	13%	12%	支付股利、利息	(287)	(287)	(288)	(426)	(519)
收入增长	94%	9%	12%	31%	28%	其它融资现金流	(1590)	(318)	602	330	41
净利润增长率	40%	-45%	51%	48%	22%	融资活动现金流	616	(368)	1329	1173	(20)
资产负债率	49%	49%	53%	56%	57%	现金净变动	(25)	(84)	64	(15)	(11)
股息率	1.8%	1.8%	1.8%	2.7%	3.3%	货币资金的期初余额	1775	1750	1667	1731	1716
P/E	18.3	33.2	22.0	14.9	12.2	货币资金的期末余额	1750	1667	1731	1716	1705
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	536	(81)	(237)	1208
EV/EBITDA	15.2	20.2	17.2	15.0	13.3	权益自由现金流	0	(426)	1314	1213	1575

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032