

三峡水利 (600116.SH)

三季度发电量同比增长 141.75%，回购与增持彰显发展信心

买入

核心观点

三季度来水明显修复，投资收益下降致前三季度净利润同比减少。2023 年第三季度，公司实现营业收入 27.02 亿元（-11.01%）；实现归母净利润 3.06 亿元（+83.52%）；扣非归母净利润 2.74 亿元（+209.50%），主要系来水明显改善，发电量同比增加 141.75%，同时外购电成本同比下降所致。公司前三季度营业收入为 83.91 亿元（+1.71%），归母净利润 3.37 亿元（-24.70%），扣非归母净利润 2.56 亿元（-45.69%），主要系联营企业重庆天泰能源集团有限公司等公司的投资收益同比下降及电解锰业务利润下降所致，前三季度公司投资收益 0.17 亿元，同比降低 91.05%

来水明显改善，四季度发电量有望进一步修复。上半年公司下属水电站受来水严重偏枯影响，发电量明显降低。三季度重庆降水改善，7/8/9 月平均降水量 481/80/191 毫米，同比提高 234%/371%/57%。根据重庆市气象局 10 月天气预报，预计 10 月全市平均降水量 110 毫米，较常年同期偏多一成。来水持续改善下，公司四季度发电量有望进一步修复。

独立储能电站建成投产，综合能源业务持续发展。2023 年 8 月初，公司投资建设的重庆市永川区松溉 200MW/400MWh 磷酸铁锂独立储能电站项目和两江新区龙盛 100MW/200MWh 磷酸铁锂独立储能电站项目建成并全容量并网投产。公司作为牵头方中标鞍钢集团下属控股子公司本钢板材高压作业区 2×135MW 余气资源综合利用发电项目 BOT 总包工程。

回购及增持并施，彰显未来发展信心。2023 年 9 月 28 日，公司发布回购公告，拟以自有资金回购公司股份，回购总额 1-2 亿元，回购价格不超过 10.00 元/股。10 月 11 日，公司通过集中竞价方式首次回购股份 203 万股，支付总金额为 0.16 亿元。此外，公司控股股东长江电力计划从 2023 年 9 月 28 日起的未来 12 个月内增持公司股份，增持金额 0.5-1 亿元，未设定价格区间。

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、投资收益减少、综合能源业务落地情况等因素的综合影响，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 5.87/8.95/11.52 亿元（原为 7.21/10.65/12.97 亿元，下调幅度 19/16/11%），同比增速 23.3/52.4/28.7%；每股收益 0.31/0.47/0.60 元，对应公司当前股价为 25/16/13 倍 PE，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	11,983	15,335	21,104
(+/-%)	93.6%	9.0%	8.0%	28.0%	37.6%
净利润(百万元)	865	476	587	895	1152
(+/-%)	39.5%	-44.9%	23.3%	52.4%	28.7%
每股收益(元)	0.45	0.25	0.31	0.47	0.60
EBIT Margin	11.3%	6.5%	8.3%	8.3%	7.8%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	4.3%	5.2%	7.5%	9.1%
市盈率 (PE)	17.1	31.1	25.2	16.5	12.8
EV/EBITDA	14.6	19.5	16.5	14.8	13.5
市净率 (PB)	1.35	1.34	1.30	1.24	1.17

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

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

联系人：崔佳诚

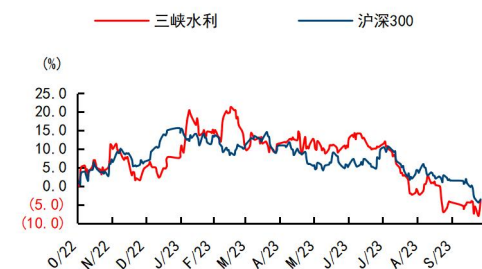
021-60375416

cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.74 元
总市值/流通市值	14800/14800 百万元
52 周最高价/最低价	10.20/7.36 元
近 3 个月日均成交额	67.48 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) - 来水偏枯致业绩承压，综合能源业务快速发展》——2023-08-20

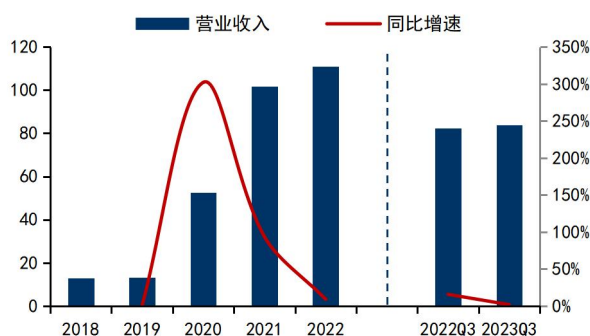
《三峡水利 (600116.SH) - 以配售电为基石，发力综合能源》——2023-05-15

《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

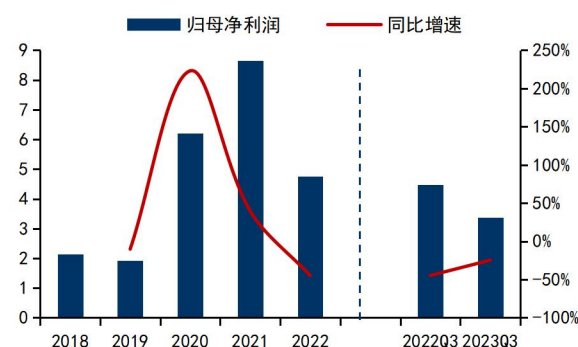
三季度来水明显修复，投资收益下降致前三季度净利润同比减少。2023 年第三季度，公司实现营业收入 27.02 亿元，同比减少 11.01%；实现归母净利润 3.06 亿元，同比增长 83.52%；扣非归母净利润 2.74 亿元，同比增长 209.50%，主要系来水明显改善，发电量同比增加 141.75%，同时外购电成本同比下降所致。公司前三季度营业收入为 83.91 亿元，同比增加 1.71%，归母净利润 3.37 亿元，同比减少 24.70%，扣非归母净利润 2.56 亿元，同比减少 45.69%，主要系联营企业重庆天泰能源集团有限公司等公司的投资收益同比下降及电解锰业务利润下降所致，前三季度公司投资收益 0.17 亿元，同比降低 91.05%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



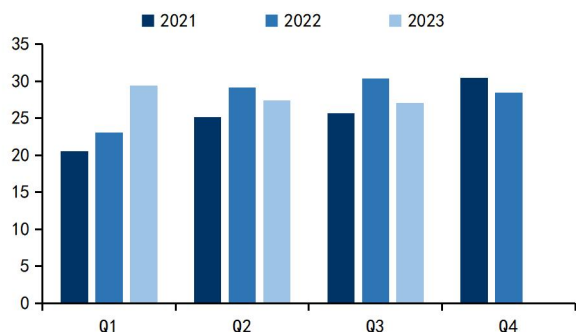
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



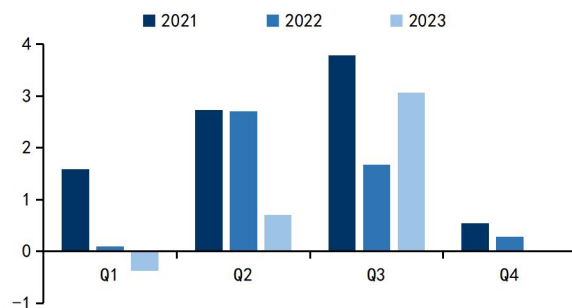
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

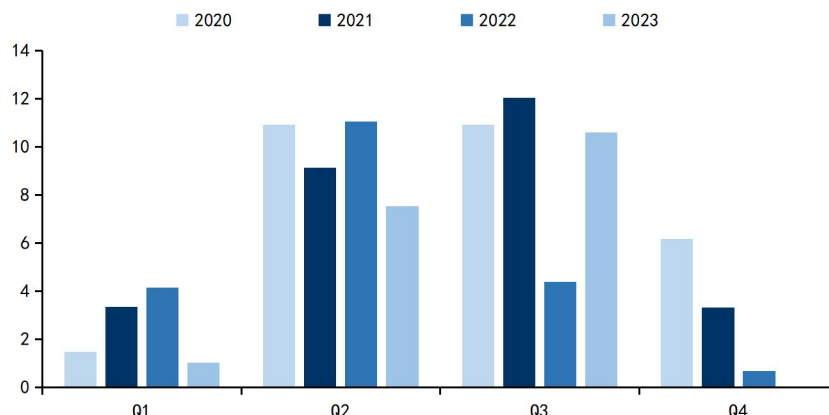
图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



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增长，售电量及售电单价小幅提高。公司水电总装机 74.62 万千瓦，2023 第三季度来水明显修复，完成发电量 10.61 亿千瓦时，同比增长 141.75%；完成上网电量 10.50 亿千瓦时，同比增长 141.66%。受上半年来水偏枯拖累，公司前三季度累计发电量 19.16 亿千瓦时，同比下降 2.23%，累计上网电量 18.95 亿千瓦时，同比下降 2.32%。公司下属及控股公司的 24 座电站中，除鱼背山电厂、双河电厂、赶场电厂、长滩电厂、灤渡电厂、双泉水电站、大河口水电站等 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 0.3256 元/千瓦时（不含税），上网电量合计 13.55 亿千瓦时。2023 前三季度公司售电量 103.98 亿千瓦时，同比增长 3.88%，主要系新增大客户及存量客户用电量增加所致；售电均价 0.4905 元/千瓦时（不含税），较上年同期的 0.4876 元/千瓦时提高了 0.59%。

图5: 公司各季度发电量

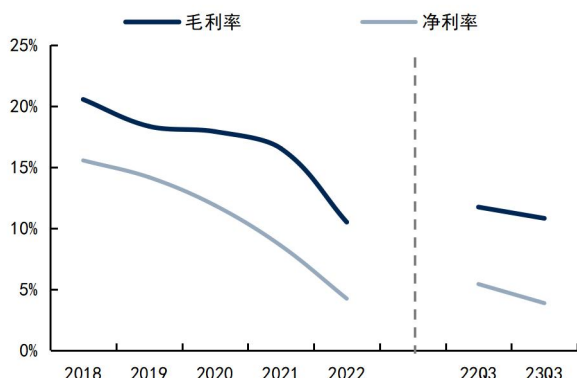


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率同比下降，费用率小幅提高。受上半年来水偏枯、购电成本增加和电解锰毛利率下降等因素影响，公司 2023 年前三季度毛利率为 10.81%，同比下降 0.92pct；净利率为 3.87%，同比下降 1.56pct。公司销售、管理、财务费用率分别为 0.27%/3.43%/2.08%，三项费用率合计同比提高 0.26pct。

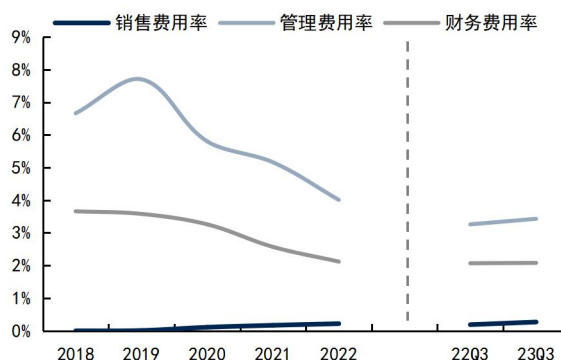
ROE 同比下降，经营和投资性现金流大幅增加。2023 年前三季度，公司 ROE 为 3.03%，同比下降 1.02pct，主要系净利率同比明显下降所致。公司经营性净现金流入 5.18 亿元（+113.17%），主要由于支付税金同比减少及收到增值税留抵退税同比增加所致；公司减少理财产品投资支出，投资性现金流净流出 8.90 亿元（+28.43%），主要系收回投资收到现金减少及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致；本期公司借款增加，融资性净现金流入 9.47 亿元（+473.94%）。

图6: 公司毛利率、净利率情况



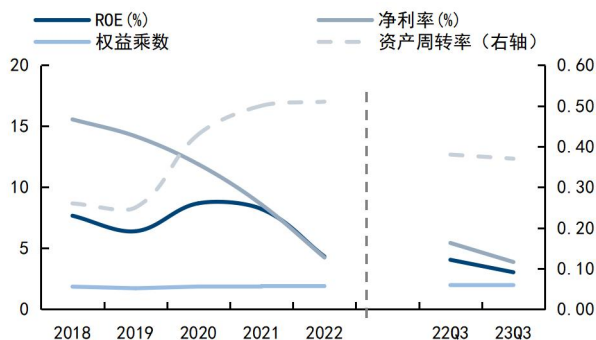
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司三项费用率情况



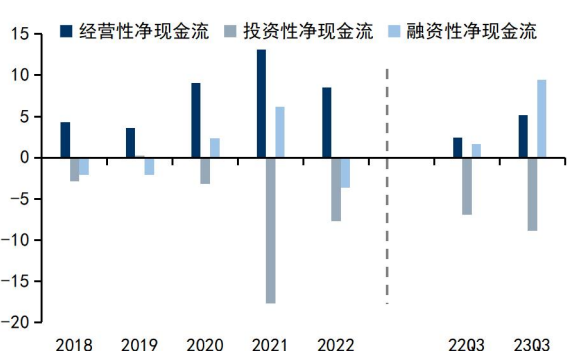
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 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

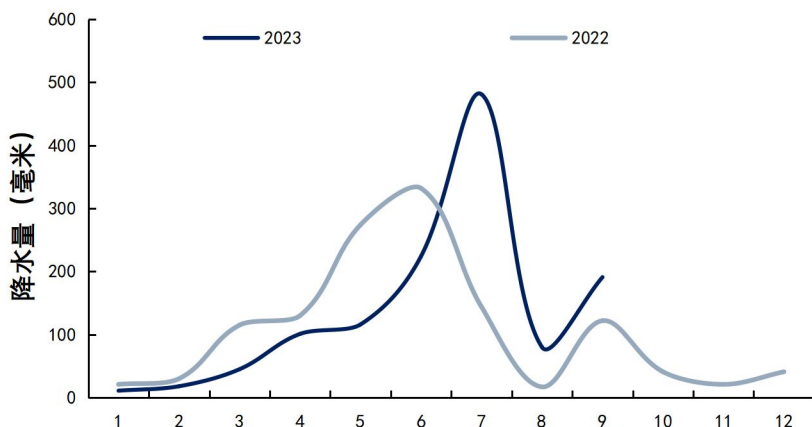
图9: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

来水明显改善，四季度发电量有望进一步修复。上半年公司下属水电站受来水严重偏枯影响，发电量明显降低。三季度重庆降水改善，7/8/9月平均降水量481/80/191毫米，同比提高234%/371%/57%。根据重庆市气象局10月天气预报，预计10月全市平均降水量110毫米，较常年同期偏多一成。来水持续改善下，公司四季度发电量有望进一步修复。

图10: 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

独立储能电站建成投产，综合能源业务持续发展。2023年8月初，公司投资建设的重庆市永川区松溉独立储能电站项目 (装机规模200MW/400MWh，储能电池为磷酸铁锂) 和两江新区龙盛独立储能电站项目 (装机规模100MW/200MWh，储能电池为磷酸铁锂) 建成并全容量并网投产。此外，公司作为牵头方中标鞍钢集团下属控股子公司本钢板材股份有限公司高压作业区2×135MW余气资源综合利用发电项目BOT总包工程。

回购及增持并施，彰显未来发展信心。2023年9月28日，公司发布回购公告，拟以自有资金回购公司股份，回购总额1-2亿元，回购价格不超过10.00元/股。10月11日，公司通过集中竞价方式首次回购股份203万股，支付总金额为0.16亿元。此外，公司控股股东长江电力计划从2023年9月28日起的未来12个月内增持公司股份，增持金额0.5-1亿元，未设定价格区间。

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、投资收益减少、综合能源业务落地情况等因素的综合影响，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 5.87/8.95/11.52 亿元（原为 7.21/10.65/12.97 亿元，下调幅度 19/16/11%），同比增速 23.3/52.4/28.7%；每股收益 0.31/0.47/0.60 元，对应公司当前股价为 25/16/13 倍 PE，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	5.42	205	0.15	0.16	0.23	0.31	36	34	23	17	1.36	买入
603105.SH	芯能科技	12.02	60	0.38	0.48	0.64	0.77	31	25	19	16	1.20	买入
600452.SH	涪陵电力	11.71	129	0.56	0.68	0.78	0.95	21	17	15	12	0.83	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	11983	15335	21104
应收款项	919	1069	1154	1477	2033	营业成本	8495	9928	10507	13343	18427
存货净额	421	237	250	319	445	营业税金及附加	64	57	62	79	109
其他流动资产	888	1218	1315	1683	2316	销售费用	18	24	26	33	46
流动资产合计	4775	4791	5411	6733	8958	管理费用	584	504	529	740	1001
固定资产	9695	10195	11176	12535	14850	财务费用	261	235	260	320	407
无形资产及其他	1232	1201	1171	1142	1114	投资收益	159	175	22	22	22
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	23961	27006	31876	营业利润	1288	494	623	977	1274
短期借款及交易性金融负债	2873	2785	3424	3836	4580	营业外净收支	(165)	54	54	54	54
应付款项	964	1397	1472	1881	2620	利润总额	1123	549	677	1032	1328
其他流动负债	1195	1090	1150	1478	2057	所得税费用	250	79	97	148	191
流动负债合计	5032	5272	6046	7195	9256	少数股东损益	8	(6)	(8)	(12)	(15)
长期借款及应付债券	4215	4570	5463	6807	8922	归属于母公司净利润	865	476	587	895	1152
其他长期负债	795	722	808	828	839						
长期负债合计	5009	5292	6271	7635	9761	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	10042	10564	12317	14831	19017	净利润	865	476	587	895	1152
少数股东权益	287	254	250	243	235	资产减值准备	(217)	436	(245)	(56)	(20)
股东权益	10924	11042	11395	11932	12623	折旧摊销	552	582	649	729	842
负债和股东权益总计	21252	21860	23961	27006	31876	公允价值变动损失	(217)	436	(245)	(56)	(20)
						财务费用	261	235	260	320	407
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(290)	32	(62)	(23)	3
每股收益	0.45	0.25	0.31	0.47	0.60	其它	622	(1107)	478	347	397
每股红利	0.15	0.15	0.12	0.19	0.24	经营活动现金流	1315	855	1163	1837	2354
每股净资产	5.71	5.77	5.96	6.24	6.60	资本开支	(1043)	(697)	(1354)	(2003)	(3110)
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%	5.15%	7.50%	9.13%	投资活动现金流	(1769)	(770)	(2245)	(2972)	(4389)
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)	893	1344	2115
EBITDA Margin	17%	12%	14%	13%	12%	支付股利、利息	(287)	(287)	(235)	(358)	(461)
收入增长	94%	9%	8%	28%	38%	其它融资现金流	(1590)	(318)	639	412	744
净利润增长率	40%	-45%	23%	52%	29%	融资活动现金流	616	(368)	1146	1121	2024
资产负债率	49%	49%	52%	56%	60%	现金净变动	(25)	(84)	64	(15)	(11)
股息率	1.9%	1.9%	1.6%	2.4%	3.1%	货币资金的期初余额	1775	1750	1667	1731	1716
P/E	17.1	31.1	25.2	16.5	12.8	货币资金的期末余额	1750	1667	1731	1716	1705
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	0	536	81	(207)	(848)
EV/EBITDA	14.6	19.5	16.5	14.8	13.5	权益自由现金流	0	(426)	1391	1275	1663

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所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