

海风提速，行业引领者高成长无虞

2023 年 10 月 29 日

➤ **事件概述：**10 月 29 日，公司发布 2023 年三季度报告，前三季度实现营业收入 192.89 亿元，同比增长 10.8%（经重述）；归母净利润 54.36 亿元，同比下降 11.6%（经重述）；扣非归母净利润 53.51 亿元，同比下降 13.1%（经重述）。第三季度公司实现营业收入 55.85 亿元（经重述），同比增长 5.8%；归母净利润 9.20 亿元，同比下降 18.1%（经重述）；扣非归母净利润 9.34 亿元，同比下降 20.3%（经重述）。

➤ **自然资源因素扰动电量，会计准则调整影响业绩：**Q3 全国风电、光伏设备平均利用小时分别为 428、359 小时，比上年同期分别减少 34、14 小时；Q3 公司完成发电量 119.43 亿千瓦时，同比增长 10.3%，其中，陆风、海风、光伏分别完成发电量 52.00、21.97、41.63 亿千瓦时，同比分别增长 9.5%、11.4%、11.8%，自然资源扰动抵消装机增长，公司三季度电量表现稳健，营收增速低于电量增速 4.5 个百分点。同时因会计准则调整、安全生产费计提，单季度毛利率同比下降 5.4 个百分点至 46.6%，环比下降 12.2 个百分点。

➤ **费增利缩进一步拖累业绩：**Q3 公司财务费用同比增加 0.53 亿元；此外公司投资净收益 1.31 亿元，同比减少 0.50 亿元，其中，因参股的金风科技业绩下滑，同期联营/合营投资收益同比降 0.2 亿元；非交易性金融资产价值波动进一步放大投资收益降幅。成本扩张，费增利缩，公司营业利润率同比下降 4.5 个百分点至 23.1%，环比进一步下降 14.2 个百分点。

➤ **海风提速，行业引领者成长空间广阔：**公司作为国内海风运营引领者，截至 2023 年 6 月底，累计装机 494.62 万千瓦，占全国海风总装机的 15.7%。近期，随着江苏海风核准重启，广东 7GW 海风竞配落地以及国家能源局深远海风电试点规划，国内海风市场复苏明显。目前公司福建平潭 11 万千瓦海风项目已于 9 月实现全容量并网发电；山东牟平 30 万千瓦项目预计年内将实现全容量并网；在建的 40 万千瓦漳浦六鳌二期目前已经完成升压站、管桩建设，正稳步推进首机投产；规模 100 万千瓦的青洲六海风项目所需的导管架项目已经开工，项目有望在年内整体开工；80 万千瓦的江苏大丰项目设计施工环节已经完成招标；随着海风市场加快发展，公司成长空间广阔。

➤ **投资建议：**虽然因会计准则变化、费用增加、投资收益下滑等因素导致公司业绩增速放缓，但短期大量在建项目投产在即，长期国内海风发展加速，公司高成长性无虞。维持对公司的盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.25/0.32/0.37 元，对应 10 月 27 日收盘价 PE 分别为 18.9/15.2/13.0 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 25.0 倍 PE 估值，目标价 6.25 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)	23,812	25,543	29,550	35,763
增长率 (%)	45.0	7.3	15.7	21.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,155	7,265	9,039	10,580
增长率 (%)	11.1	1.5	24.4	17.0
每股收益 (元)	0.25	0.25	0.32	0.37
PE	19.2	18.9	15.2	13.0
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

4.79 元

目标价：

6.25 元


分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1.三峡能源 (600905.SH) 2023 年半年报点评：基数效应扰动，但电价、成长潜力无虞-2023/08/31

2.三峡能源 (600905.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：海风加速推进，储能、抽蓄或有惊喜-2023/04/29

3.三峡能源 (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

4.三峡能源 (600905.SH) 2022 年三季报点评：电量高增趋势不改，众人拾柴火焰高-2022/10/29

5.三峡能源 (600905.SH) 2022 年半年报点评：在建超 15GW，发展再提速-2022/08/31

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	23,812	25,543	29,550	35,763
营业成本	9,906	11,200	13,152	15,823
营业税金及附加	170	192	222	268
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,391	1,533	1,773	2,146
研发费用	14	15	18	21
EBIT	12,297	12,604	14,386	17,505
财务费用	3,987	4,167	4,493	4,919
资产减值损失	-486	0	0	0
投资收益	1,347	839	910	981
营业利润	9,217	9,227	11,443	13,368
营业外收支	-148	-150	-150	-150
利润总额	9,069	9,077	11,293	13,218
所得税	686	726	903	1,057
净利润	8,383	8,350	10,390	12,161
归属于母公司净利润	7,155	7,265	9,039	10,580
EBITDA	20,512	22,719	25,912	31,187

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,566	8,975	2,292	2,026
应收账款及票据	27,007	28,242	32,680	34,663
预付款项	3,359	3,696	4,340	5,222
存货	222	245	288	347
其他流动资产	1,649	1,696	1,938	2,312
流动资产合计	42,804	42,855	41,539	44,569
长期股权投资	16,481	19,481	22,481	25,481
固定资产	136,735	145,784	160,936	187,482
无形资产	4,955	4,687	4,418	4,150
非流动资产合计	219,323	243,888	275,862	302,080
资产合计	262,127	286,743	317,401	346,650
短期借款	4,340	4,257	4,849	4,692
应付账款及票据	24,916	28,536	33,509	40,316
其他流动负债	17,899	18,149	18,814	19,735
流动负债合计	47,155	50,942	57,173	64,744
长期借款	99,456	109,456	120,456	126,456
其他长期负债	27,557	32,557	38,407	45,022
非流动负债合计	127,013	142,013	158,863	171,478
负债合计	174,168	192,955	216,036	236,222
股本	28,620	28,623	28,623	28,623
少数股东权益	10,908	11,994	13,344	14,925
股东权益合计	87,959	93,788	101,366	110,428
负债和股东权益合计	262,127	286,743	317,401	346,650

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	7.27	15.69	21.03
EBIT 增长率	41.81	2.50	14.14	21.68
净利润增长率	11.07	1.53	24.42	17.04
盈利能力 (%)				
毛利率	58.40	56.15	55.49	55.76
净利润率	35.20	32.69	35.16	34.00
总资产收益率 ROA	2.73	2.53	2.85	3.05
净资产收益率 ROE	9.29	8.88	10.27	11.08
偿债能力				
流动比率	0.91	0.84	0.73	0.69
速动比率	0.83	0.76	0.65	0.60
现金比率	0.22	0.18	0.04	0.03
资产负债率 (%)	66.44	67.29	68.06	68.14
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	0.25	0.32	0.37
每股净资产	2.69	2.86	3.08	3.34
每股经营现金流	0.59	0.87	0.94	1.24
每股股利	0.08	0.09	0.10	0.11
估值分析				
PE	19.2	18.9	15.2	13.0
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.56	12.07	11.51	9.97
股息收益率 (%)	1.59	1.88	2.09	2.30

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8,383	8,350	10,390	12,161
折旧和摊销	8,215	10,115	11,526	13,682
营运资金变动	-3,249	2,129	171	4,331
经营活动现金流	16,871	24,917	26,950	35,523
资本开支	-27,715	-31,780	-40,550	-36,950
投资	-2,632	-3,100	-3,150	-3,150
投资活动现金流	-29,790	-34,041	-42,790	-39,119
股权募资	2,090	4	0	0
债务募资	20,845	14,917	17,442	12,458
筹资活动现金流	10,273	7,533	9,157	3,328
现金净流量	-2,642	-1,590	-6,683	-267

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