

## 盈利企稳，业绩逐步兑现

2024 年 05 月 01 日

➤ **事件概述：**4 月 29 日，公司发布 2023 年度报告，报告期内实现营业收入 264.85 亿元，同比增长 11.23%（经重述）；归母净利润 71.81 亿元，同比增长 0.94%（经重述）；扣非归母净利润 70.09 亿元，同比下降 2.39%（经重述）；公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.078 元，合计派发现金红利 22.32 亿元，现金分红比例约 31.09%。公司发布 2024 年一季报，报告期内实现营业收入 78.99 亿元，同比增长 15.26%（经重述）；归母净利润 24.22 亿元，同比增长 0.10%（经重述）；扣非归母净利润 24.20 亿元，同比增长 1.28%（经重述）。

➤ **装机突破 40GW，1Q24 逐步兑现电量：**2023 年公司新增装机合计 1354 万千瓦，累计装机突破 4000 万千瓦，其中陆风、海风、光伏分别新增 288、62、954 万千瓦，同比分别增长 26.1%、12.6%、92.8%；但考虑到新增装机主要集中在 2H23 尤其是四季度，对 2023 年公司整体电量及电价影响有限。2023 年公司累计完成发电量 551.79 亿千瓦时，同比增长 14.1%，其中，陆风、海风、光伏分别完成发电量 263.51、126.06、153.54 亿千瓦时，同比分别增长 16.5%、11.2%、14.1%；2023 年风电平均电价（不含税）下降 2.13 分至 0.4923 元/千瓦时，降幅 4.1%；光伏平均电价（不含税）下降 0.24 分至 0.4927 元/千瓦时，降幅 0.5%。1Q24 公司单季度完成发电量 177.35 亿千瓦时，同比增长 28.7%，其中，陆风、海风、光伏同比分别增长 11.4%、25.5%、64.9%，考虑当前西部地区的消纳、送出能力承压，新增装机虽正逐步兑现电量，但仍未“火力全开”；但从盈利性看，Q1 公司综合毛利率为 59.0%，同比微增 0.2pct。

➤ **费增利缩、税率提升、少数股东权益膨胀拖累业绩释放：**1Q24 公司管理费用同比增加 0.76 亿元，财务费用同比增加 1.03 亿元，总体期间费用同比增加 1.83 亿元；单季度公司投资净收益 1.64 亿元，同比减少 1.66 亿元，主要是参股的风电装备制造、运营企业利润下滑所致。费增利缩，公司营业利润率进一步下降 2.8pct 至 41.5%。Q1 公司综合所得税率提高 3.4pct 至 10.7%，单季度所得税费用同比增加 1.26 亿元；此外，截至 1Q24 公司少数股东权益同比增长 23.8% 至 144.81 亿元，单季度确认少数股东损益 4.69 亿元，同比增加 1.18 亿元，进一步扰动业绩释放。

➤ **投资建议：**截至 2023 年底，公司在建风电、光伏分别为 586、1241 万千瓦，Q1 电量表明 23 年新增装机正逐步兑现业绩，而大体量在建项目保证 24 年仍能维持装机高增。根据装机、电量调整对公司的盈利预测，预计 24/25 年 EPS 分别为 0.32/0.37 元（前值 0.32/0.37 元），新增 26 年 EPS 为 0.41 元，对应 4 月 30 日收盘价 PE 分别为 14.9/12.6/11.5 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 24 年 20.0 倍 PE 估值，目标价 6.40 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。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	26,485	33,641	38,669	43,460
增长率 (%)	11.2	27.0	14.9	12.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,181	9,039	10,635	11,693
增长率 (%)	0.9	25.9	17.7	9.9
每股收益 (元)	0.25	0.32	0.37	0.41
PE	18.7	14.9	12.6	11.5
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

4.69 元

目标价：

6.40 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

- 三峡能源 (600905.SH) 2023 年业绩快报点评：业绩符合预期，静待 24 年重回成长快车道-2024/01/20
- 三峡能源 (600905.SH) 2023 年三季报点评：海风提速，行业引领者高成长无虞-2023/10/29
- 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
- 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
- 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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,485	33,641	38,669	43,460
营业成本	11,885	15,996	18,258	20,868
营业税金及附加	200	252	290	326
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,940	2,018	2,320	2,608
研发费用	17	24	27	30
EBIT	12,174	15,350	17,773	19,628
财务费用	3,955	4,611	4,853	5,349
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	715	649	660	670
营业利润	8,991	11,328	13,380	14,748
营业外收支	27	30	30	30
利润总额	9,018	11,358	13,410	14,778
所得税	748	909	1,073	1,182
净利润	8,270	10,450	12,338	13,596
归属于母公司净利润	7,181	9,039	10,635	11,693
EBITDA	22,181	28,102	32,145	35,878

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,100	16,716	18,177	19,102
应收账款及票据	36,718	36,873	42,391	41,697
预付款项	3,810	5,279	6,025	6,887
存货	353	351	400	457
其他流动资产	1,492	2,490	2,793	3,082
流动资产合计	47,473	61,708	69,787	71,224
长期股权投资	17,400	18,400	19,400	20,400
固定资产	160,375	183,382	201,188	221,758
无形资产	5,328	5,030	4,732	4,434
非流动资产合计	264,234	285,997	308,426	328,476
资产合计	311,708	347,705	378,213	399,700
短期借款	592	509	1,101	944
应付账款及票据	26,465	40,757	46,521	53,171
其他流动负债	19,684	21,550	22,327	23,208
流动负债合计	46,741	62,817	69,949	77,324
长期借款	133,670	143,670	153,670	159,670
其他长期负债	35,811	37,811	41,661	39,276
非流动负债合计	169,482	181,482	195,332	198,947
负债合计	216,223	244,298	265,281	276,271
股本	28,623	28,621	28,621	28,621
少数股东权益	12,956	14,366	16,069	17,972
股东权益合计	95,485	103,407	112,932	123,430
负债和股东权益合计	311,708	347,705	378,213	399,700

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	11.23	27.02	14.95	12.39
EBIT 增长率	-0.33	26.09	15.79	10.43
净利润增长率	0.94	25.87	17.66	9.94
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	55.13	52.45	52.78	51.98
净利润率	31.22	31.06	31.91	31.28
总资产收益率 ROA	2.30	2.60	2.81	2.93
净资产收益率 ROE	8.70	10.15	10.98	11.09
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.02	0.98	1.00	0.92
速动比率	0.93	0.89	0.91	0.83
现金比率	0.11	0.27	0.26	0.25
资产负债率 (%)	69.37	70.26	70.14	69.12
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	505.40	400.00	400.00	350.00
存货周转天数	10.84	8.00	8.00	8.00
总资产周转率	0.08	0.10	0.10	0.11
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.25	0.32	0.37	0.41
每股净资产	2.88	3.11	3.38	3.68
每股经营现金流	0.50	1.45	1.11	1.48
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	19	15	13	11
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.99	10.26	9.38	8.47
股息收益率 (%)	1.66	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,270	10,450	12,338	13,596
折旧和摊销	10,007	12,752	14,371	16,250
营运资金变动	-7,483	13,440	-178	6,919
经营活动现金流	14,417	41,414	31,801	42,336
资本开支	-40,607	-33,384	-35,670	-35,170
投资	-795	-1,100	-1,150	-1,150
投资活动现金流	-41,005	-33,835	-36,160	-35,650
股权募资	1,238	-2	0	0
债务募资	29,002	11,917	14,442	3,458
筹资活动现金流	20,988	4,038	5,820	-5,762
现金净流量	-5,595	11,616	1,461	924

## 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。	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