

# 三峡能源 (600905.SH)

业绩表现稳健，新能源装机容量增长较大

买入

## 核心观点

**2023 年公司营业收入稳健增长，归母净利润微升。**2023 年，公司实现营业收入 264.85 亿元 (+11.23%)，归母净利润 71.81 亿元 (+0.94%)。2023 年，公司营业收入同比增加的原因在于公司新项目投产发电，发电量同比增加，2023 年公司发电量 551.79 亿千瓦时 (+14.12%)。公司归母净利润增速低于营业收入增速的原因在于：1) 2022 年新并网项目在 2023 年陆续投产，折旧及运营成本增加；2) 2022 年 12 月开始发电企业计提安全生产费，营业成本同比净增加；3) 参股企业盈利水平波动，实现投资收益 7.15 亿元 (-47.48%)，影响盈利增长。扣非归母净利润同比下降的原因系坏账准备转回导致非经常性收益高于去年。

**2024Q1 营业收入同比增长，归母净利润同比基本持平。**2024 年第一季度，公司实现营业收入 78.99 亿元 (+15.26%)，归母净利润 24.22 亿元 (+0.10%)。公司营收增长的原因在于：1) 公司新增并网运营的风电、光伏机组增加，上网电量、收入增加，2024Q1 公司发电量 177.35 亿千瓦时 (+28.69%)；2) 公司风电（陆风、海风）、光伏项目资源情况优于去年同期。公司归母净利润增速低于营收增速的原因在于公司新增投产的风电、光伏机组增加，折旧及运营成本同比增加较多，归属于少数股东损益有所增加。

**2023 年新能源装机大幅增加，在建项目装机容量较大。**2023 年，公司新增装机容量 1353.56 万千瓦，增幅达 51.06%，其中风电、光伏新增装机容量分别为 349.44、954.02 万千瓦，增幅分别为 21.95%、92.77%；截至 2023 年，公司累计装机容量达到 4004.44 万千瓦，其中风电、光伏装机容量分别为 1941.66、1982.42 万千瓦。在建项目方面，截至 2023 年，公司在建项目装机容量合计 1876.80 万千瓦，其中风电、光伏分别为 585.67、1241.03 万千瓦，2024 年公司将加快工程建设，提升方案审查、招标采购、造价控制、合同管理等精细化管理水平，实现装机容量持续稳步增长。

**风险提示：**用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；市场竞争加剧；行业政策变化。

**投资建议：**由于公司营业成本及少数股东损益增加，下调公司盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 88/101/113 亿元（2024-2025 年原预测值分别为 91/105 亿元），分别同比增长 22.5%/15.2%/12.0%；EPS 分别为 0.31/0.35/0.40 元，当前股价对应 PE 为 15.3/13.2/11.8X。给予公司 2024 年 17-18 倍 PE，对应公司合理市值为 1495-1583 亿元，对应 5.22-5.53 元/股合理价值，较目前股价有 11%-18%的溢价空间，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,812	26,485	32,454	36,969	41,322
(+/-%)	53.8%	11.2%	22.5%	13.9%	11.8%
净利润(百万元)	7155	7181	8794	10135	11346
(+/-%)	26.8%	0.4%	22.5%	15.2%	12.0%
每股收益(元)	0.25	0.25	0.31	0.35	0.40
EBIT Margin	52.8%	48.1%	43.9%	43.6%	43.6%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	8.7%	9.9%	10.6%	10.9%
市盈率 (PE)	18.8	18.7	15.3	13.2	11.8
EV/EBITDA	15.1	15.7	15.5	14.6	14.0
市净率 (PB)	1.74	1.63	1.51	1.40	1.29

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 5.22 - 5.53 元  
收盘价 4.69 元  
总市值/流通市值 134234/63727 百万元  
52 周最高价/最低价 5.58/4.08 元  
近 3 个月日均成交额 479.46 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

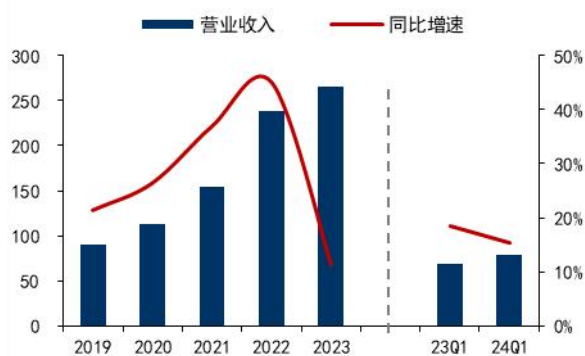
- 《三峡能源 (600905.SH) - 多重因素影响致盈利下降，新能源项目稳步推进》——2023-10-30
- 《三峡能源 (600905.SH) - 成本提升致盈利下降，新能源项目资源储备充足》——2023-08-31
- 《三峡能源 (600905.SH) - 经营业绩表现稳健，新能源有望加快发展》——2023-05-04
- 《三峡能源 (600905.SH) - 业绩持续高增，积极开展储能业务》——2022-09-05
- 《三峡能源 (600905.SH) - 海上风电集中投产，业绩持续增长》——2022-05-04

**2023 年公司营业收入稳健增长，归母净利润微升。**2023 年，公司实现营收 264.85 亿元（+11.23%），归母净利润 71.81 亿元（+0.94%），扣非归母净利润 70.09 亿元（-2.39%）。其中，第四季度单季营收 71.96 亿元（+12.34%），归母净利润 17.45 亿元（+77.05%）。2023 年，公司营业收入同比增加的原因在于公司新项目投产发电，发电量同比增加，2023 年公司发电量 551.79 亿千瓦时（+14.12%）。公司归母净利润增速低于营业收入增速的原因在于：1)2022 年新并网项目在 2023 年陆续投产，折旧及运营成本增加；2)2022 年 12 月开始发电企业计提安全生产费，营业成本同比净增加；3)参股企业盈利水平波动，实现投资收益 7.15 亿元（-47.48%），影响盈利增长。扣非归母净利润同比下降的原因系坏账准备转回导致非经常性收益高于去年。

**2024Q1 营业收入同比增长，归母净利润同比基本持平。**2024 年第一季度，公司实现营业收入 78.99 亿元（+15.26%），归母净利润 24.22 亿元（+0.10%），扣非归母净利润 24.20 亿元（+1.28%）。公司营收增长的原因在于：1)公司新增并网运营的风电、光伏机组增加，上网电量、收入增加，2024Q1 公司发电量 177.35 亿千瓦时（+28.69%）；2)公司风电（陆风、海风）、光伏项目资源情况优于去年同期。公司归母净利润增速低于营收增速的原因在于公司新增投产的风电、光伏机组增加，折旧及运营成本同比增加较多，归属于少数股东损益有所增加。

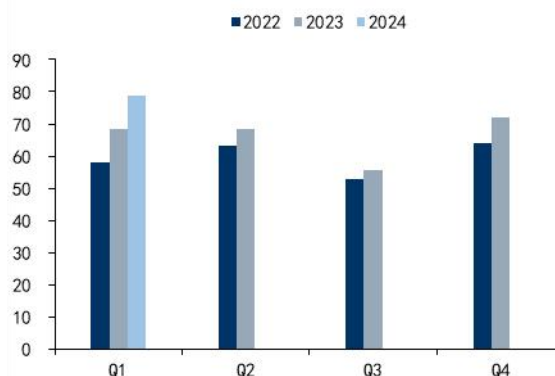
**风光新能源发电量、上网电量持续增加，2024Q1 光伏发电量同比大幅增长。**2023 年，公司风电发电量 389.56 亿千瓦时（+14.75%），其中陆上风电发电量 263.50 亿千瓦时（+16.53%），海上风电发电量 126.06 亿千瓦时（+11.21%）；太阳能发电量 153.54 亿千瓦时（+14.23%）；水电发电量 7.71 亿千瓦时（-16.20%）；独立储能发电量 0.98 亿千瓦时（+139.02%）。2024 年第一季度，风电发电量 120.2 亿千瓦时（+16.33%），其中陆上风电发电量 75.08 亿千瓦时（+11.44%），海上风电发电量 45.12 亿千瓦时（+25.47%）；太阳能发电量 55.2 亿千瓦时（+64.87%）；水电发电量 0.97 亿千瓦时（+14.12%）；独立储能完成发电量 0.98 亿千瓦时（+553.33%）。

图1：三峡能源营业收入及增速（单位：亿元）



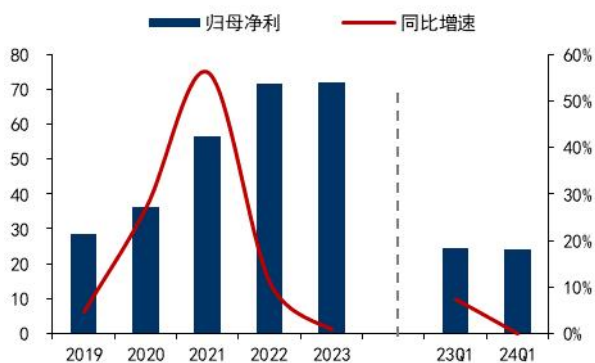
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三峡能源单季营业收入（单位：亿元）



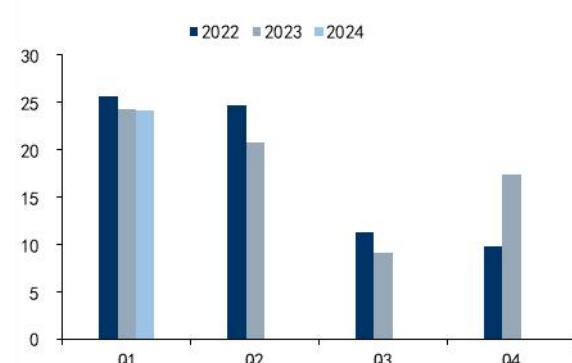
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三峡能源归母净利润及增速（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4：三峡能源单季归母净利润（单位：亿元）

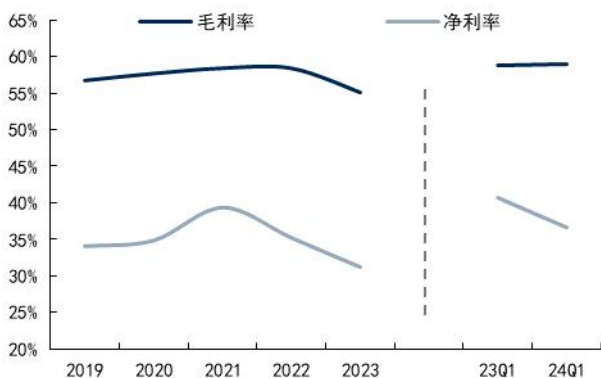


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2023年公司毛利率下降，费用率下降，净利率水平下行。**2023年，公司毛利率为55.13%，同比减少3.27pct，主要系营业成本同比显著增加影响。费用率方面，2023年，公司财务费用率、管理费用率分别为14.93%、7.33%，财务费用率同比减少1.81pct，管理费用率同比增加1.48pct，整体费用率水平有所下降。同期内，受毛利率下降及投资收益同比大幅下降影响，公司净利率较2022年同期减少3.98pct至31.22%。

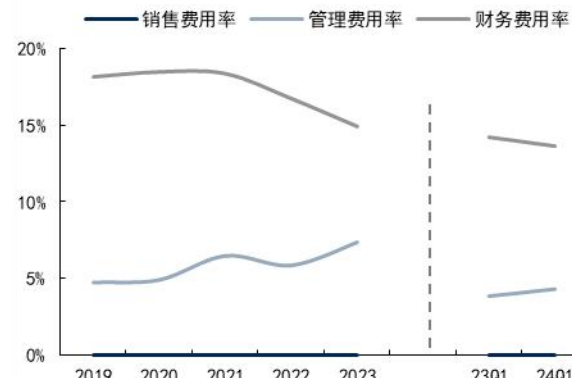
**2024Q1毛利率同比基本持平，费用率下降，净利率水平下行。**2024年第一季度，公司毛利率为58.96%，同比增加0.16pct，与2023年同期基本持平。费用率方面，2024年第一季度，公司财务费用率、管理费用率分别为13.65%、4.32%，财务费用率同比减少0.58pct，管理费用率同比增加0.46pct，整体费用率水平有所下降。同期内，受投资收益同比下降及少数股东损益增加影响，公司净利率较2023年同期减少4.05pct至36.59%。

图5：三峡能源毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：三峡能源三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**2023年公司ROE下降，经营性净现金流同比下降。**2023年，由于公司净利率下行，公司ROE下降，较2022年同期减少0.73pct至8.99%。现金流方面，2023年，公司经营性净现金流为144.17亿元，同比减少14.23%，经营性净现金流同比下降的原因在于新能源项目可再生能源电价附加回收金额少于2022年；投资性净现金流出410.05亿元，同比增加37.48%，主要系公司2023年并网装机规模同比大幅增加，资金支出较大；融资性净现金流209.88亿元，同比增加102.20%，主要系

2023 年投资大幅增加，多渠道筹措资金保障项目资金需求。

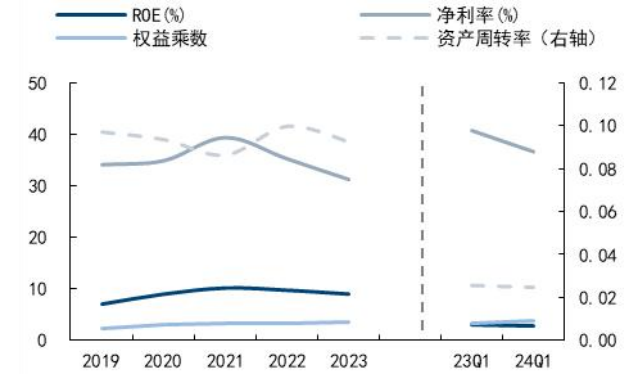
**2024Q1 公司 ROE 同比下降，经营性净现金流同比增加。**2024 年第一季度，受净利率下降影响，公司 ROE 较 2023 年同期下降 0.23pct 至 2.89%。现金流方面，2024 年第一季度，公司经营性净现金流为 44.21 亿元，同比增加 18.72%，经营性净现金流同比增加的原因在于公司新增并网运营的风电、光伏机组增加，上网电量增加，电费回款增加。

图7：三峡能源现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：三峡能源 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

**2023 年新能源装机大幅增加，在建项目装机容量较大。**2023 年，公司新增装机容量 1353.56 万千瓦，增幅达 51.06%，其中风电、光伏新增装机容量分别为 349.44、954.02 万千瓦，增幅分别为 21.95%、92.77%；截至 2023 年，公司累计装机容量达到 4004.44 万千瓦，其中风电装机容量 1941.66 万千瓦，占比 48.49%；光伏装机容量 1982.42 万千瓦，占比 49.51%。在建项目方面，截至 2023 年，公司在建项目装机容量合计为 1876.80 万千瓦，其中风电、光伏分别为 585.67、1241.03 万千瓦，2024 年公司将加快工程建设，提升方案审查、招标采购、造价控制、合同管理等精细化管理水平，保障项目高质量建设，实现装机容量持续稳步增长。

**多措并举获取优质资源，有力支撑装机容量增长。**公司坚持常态化策划百万千瓦、千万千瓦级新能源大基地，推动高比例新能源外送、风光火储一体化陆上大基地开发建设，形成“建设一批、推进一批、谋划一批、储备一批”的基地滚动开发格局，未来将抢抓国家政策、规划机遇，深入推进国家大型风电光伏基地项目策划申报和地方常规项目竞配等工作，加强“风光蓄”一体化基地规划研究。同时，公司坚定不移实施“海上风电引领者”战略，发挥差异化优势，五个百万千瓦级海上风电基地逐步成形，未来持续深化、细化海上风电基地规划方案，策划实施一批海上风电大基地项目。此外，公司积极挖掘大规模资产包、平台化板块级整合项目机会，推进合规风险可控的优质项目收购。2023 年，公司新增核准/备案项目计划装机容量为 2649.42 万千瓦，其中风电、光伏分别为 724.18、1492.56 万千瓦，公司在手项目资源储备充足，为公司未来装机容量持续增长提供有力支撑。

**投资建议：**由于公司营业成本及少数股东损益增加，下调公司盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 88/101/113 亿元（2024-2025 年原预测值分别为 91/105 亿元），分别同比增长 22.5%/15.2%/12.0%；EPS 分别为 0.31/0.35/0.40 元，当前股价对应 PE 为 15.3/13.2/11.8X。给予公司 2024 年 17-18 倍 PE，对应公司合理市值为 1495-1583 亿元，对应 5.22-5.53 元/股合理价值，较目前股价有 11%-18%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		EPS				PE				ROE (23A)	投资 评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600821.SH	金开新能	5.99	120	0.40	0.50	0.71	0.87	14.98	11.98	8.44	6.89	9.0%	买入	
600795.SH	国电电力	5.13	915	0.31	0.5	0.57	0.63	16.55	10.26	9.00	8.14	11.5%	买入	
001289.SZ	龙源电力	18.25	1,526	0.75	1.01	1.09	1.22	24.33	18.07	16.74	14.96	8.8%	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10566	5100	16017	10693	10720	营业收入	23812	26485	32454	36969	41322
应收款项	28439	37698	40195	42571	44934	营业成本	9906	11885	16273	18681	20998
存货净额	222	353	542	675	795	营业税金及附加	170	200	245	280	312
其他流动资产	3577	4323	4705	5649	6350	销售费用	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>42804</b>	<b>47473</b>	<b>61460</b>	<b>59588</b>	<b>62799</b>	管理费用	1632	2186	2332	2474	2592
固定资产	172410	213652	257488	292920	328529	财务费用	3987	3955	4566	5483	6140
无形资产及其他	4955	5328	5694	6059	6425	投资收益	1347	715	1015	1115	1815
投资性房地产	25478	27855	27855	27855	27855	资产减值及公允价值变动	(451)	9	514	816	616
长期股权投资	16481	17400	17400	17400	17400	其他收入	204	7	380	521	508
<b>资产总计</b>	<b>262127</b>	<b>311708</b>	<b>369896</b>	<b>403822</b>	<b>443007</b>	营业利润	9217	8991	10946	12504	14219
短期借款及交易性金融负债	18633	14660	18496	81701	107165	营业外净收支	(148)	27	127	177	(23)
应付款项	24916	26465	60932	15000	10000	利润总额	9069	9018	11072	12680	14196
其他流动负债	3605	5615	9010	9496	11075	<b>所得税费用</b>	<b>686</b>	<b>748</b>	<b>941</b>	<b>1014</b>	<b>1136</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>47155</b>	<b>46741</b>	<b>88438</b>	<b>106197</b>	<b>128240</b>	少数股东损益	1227	1089	1337	1531	1714
长期借款及应付债券	106091	138752	148152	156152	164152	归属于母公司净利润	7155	7181	8794	10135	11346
其他长期负债	20922	30729	30729	30729	30729						
<b>长期负债合计</b>	<b>127013</b>	<b>169482</b>	<b>178882</b>	<b>186882</b>	<b>194882</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>174168</b>	<b>216223</b>	<b>267319</b>	<b>293079</b>	<b>323122</b>	净利润	7155	7181	8794	10135	11346
少数股东权益	10908	12956	13891	14963	16163	资产减值准备	508	(460)	(5)	(1)	(1)
股东权益	77051	82529	88685	95780	103722	折旧摊销	7877	9629	11677	13071	14675
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>262127</b>	<b>311708</b>	<b>369896</b>	<b>403822</b>	<b>443007</b>	公允价值变动损失	508	(460)	(5)	(1)	(1)
						财务费用	3987	3955	4566	5483	6140
关键财务与估值指标						营运资本变动	(7764)	(6577)	34798	(48898)	(6605)
每股收益	0.25	0.25	0.31	0.35	0.40	其它	8587	5104	4492	5441	5525
每股红利	0.08	0.08	0.09	0.11	0.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>16871</b>	<b>14417</b>	<b>59751</b>	<b>(20254)</b>	<b>24940</b>
每股净资产	2.69	2.88	3.10	3.35	3.62	资本开支	(27731)	(41112)	(56475)	(49198)	(51076)
ROIC	6%	5%	5%	5%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9%	9%	10%	11%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(29790)</b>	<b>(41005)</b>	<b>(56475)</b>	<b>(49198)</b>	<b>(51076)</b>
毛利率	58%	55%	50%	49%	49%	权益性融资	2090	1238	0	0	0
EBIT Margin	53%	48%	44%	44%	44%	负债净变化	21421	34214	9400	8000	8000
EBITDA Margin	86%	84%	80%	79%	79%	支付股利、利息	(2175)	(2232)	(2638)	(3040)	(3404)
收入增长	54%	11%	23%	14%	12%	其它融资现金流	(11775)	(17246)	3835	63205	25465
净利润增长率	27%	0%	22%	15%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>10273</b>	<b>20988</b>	<b>7046</b>	<b>63797</b>	<b>25736</b>
资产负债率	71%	74%	76%	76%	77%	<b>现金净变动</b>	<b>(2512)</b>	<b>(5466)</b>	<b>10321</b>	<b>(5655)</b>	<b>(399)</b>
息率	1.6%	1.7%	2.0%	2.3%	2.5%	货币资金的期初余额	13077	10566	5100	16017	10693
P/E	18.8	18.7	15.3	13.2	11.8	货币资金的期末余额	10566	5100	15421	10362	10294
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(26388)	3039	(70190)	(26449)
EV/EBITDA	15.1	15.7	15.5	14.6	14.0	权益自由现金流	0	(9420)	12096	(4030)	1368

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提及的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