

三峡水利

(600116.SH)

来水明显转好，上半年实现归母净利润 2.3 亿元（+631.7%）

优于大市

核心观点

来水转好带动归母净利润大幅增长。2024 年上半年，公司实现营业收入 52.15 亿元，同比降低 8.33%，主要系贸易业务规模缩减，收入下降所致；实现归母净利润 2.29 亿元，同比增长 631.74%；扣非归母净利润 2.10 亿元，同比增长 4884.38%，主要系公司来水偏好，外购电量减少，外购电价同比下降，电力业务利润提高所致。

水电发电量及上网电量改善，售电量小幅下降，售电单价微幅提高。公司水电总装机 74.62 万千瓦，上半年累计发电量 12.71 亿千瓦时，同比增长 48.55%，累计上网电量 12.57 亿千瓦时，同比上涨 48.64%；公司售电量 66.26 亿千瓦时，同比下降 1.47%；售电均价 0.491 元/千瓦时（不含税），较上年同期的 0.488 元/千瓦时提高 0.61%。

水电业绩大幅增长，综合能源快速发展，锰业业务规模缩减。2024 年上半年公司实现营业利润 2.81 亿元，主要包括：电力业务利润 3.10 亿元、综合能源 0.51 亿元、锰业及贸易业务-0.64 亿元、其他收益 0.44 亿元、投资收益 0.37 亿元、信用减值损失-0.71 亿元及公允价值变动-0.18 亿元。公司水电业绩带动归母净利润大幅增长；综合能源业务规模快速增长，业务利润同比增速 36.3%，主要系储能电站和电动重卡充储换用一体化等综合能源项目盈利能力逐步释放，及万州经开区九龙园热电联产项目持续生产实现利润所致；贸易业务规模缩减，电解锰市场价格下降，锰业产能利用率有所下降，导致锰业业务亏损。

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“优于大市”评级。考虑来水转好自发电量增加，电力业务利润增长，及锰业利润下降等因素的综合影响，调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 6.89/8.45/9.68 亿元，（原为 2024-2025 年 8.95/11.52 亿元，新增 2026 年预测），同比增速 33.7%/22.5%/14.6%；每股收益 0.36/0.44/0.51 元，对应公司当前股价为 19/16/14 倍 PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,093	11,177	11,053	13,042	16,764
(+/-%)	9.0%	0.8%	-1.1%	18.0%	28.5%
净利润(百万元)	476	516	689	845	968
(+/-%)	-44.9%	8.3%	33.7%	22.5%	14.6%
每股收益（元）	0.25	0.27	0.36	0.44	0.51
EBIT Margin	6.1%	5.9%	9.8%	8.9%	8.3%
净资产收益率（ROE）	4.3%	4.6%	6.0%	7.0%	7.6%
市盈率（PE）	27.6	25.5	19.1	15.6	13.6
EV/EBITDA	18.8	19.5	14.6	14.7	13.8
市净率（PB）	1.19	1.18	1.14	1.09	1.04

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：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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.88 元
总市值/流通市值	13156/13156 百万元
52 周最高价/最低价	8.56/6.31 元
近 3 个月日均成交额	79.27 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）-三季度发电量同比增长 141.75%，回购与增持彰显发展信心》——2023-10-26

《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

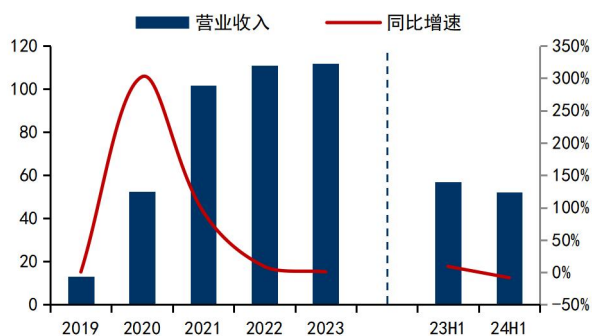
《三峡水利（600116.SH）-业绩短期承压，综合能源业务持续推进》——2023-04-21

《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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

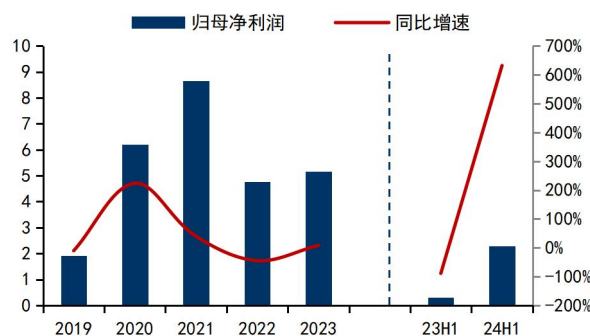
来水转好带动归母净利润大幅增长。2024 年上半年，公司实现营业收入 52.15 亿元，同比降低 8.33%，主要系贸易规模缩减，收入下降所致；实现归母净利润 2.29 亿元，同比增长 631.74%；扣非归母净利润 2.10 亿元，同比增长 4884.38%，主要系公司来水偏好，外购电量减少，外购电价同比下降，电力业务利润提高所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



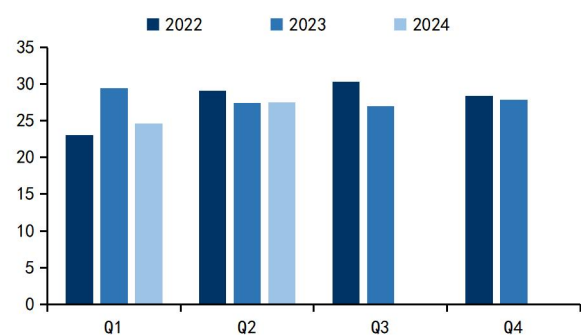
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



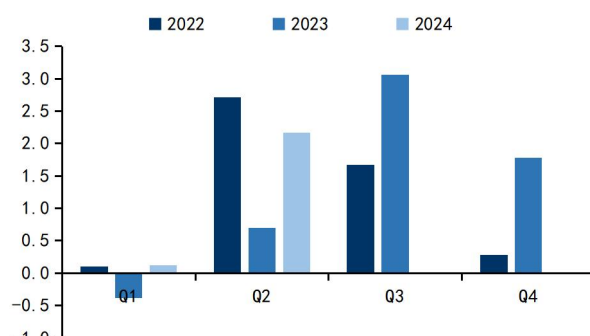
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

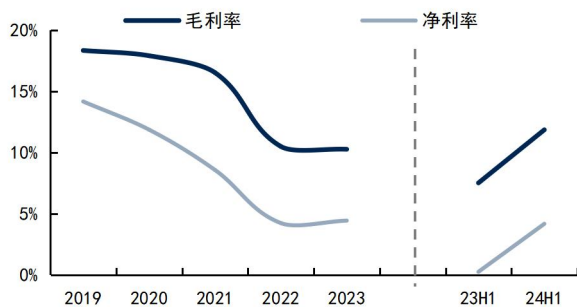


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率显著回升，费用率有所提高。受上半年来水较好、外购电量减少，外购电均价同比下降等因素影响，公司 2024 年上半年毛利率为 11.86%，同比增长 4.34pct；净利率为 4.18%，同比增长 3.92pct。公司销售费用率为 0.21%，同比下降 0.05pct，主要系锰业及贸易业务减少仓储费所致；管理费用率为 3.62%，同比投稿 0.42pct，主要系万州区域年度绩效计提方式改变所致；财务费用率为 2.35%，同比提高 0.25pct，主要系新增投资项目所致；新增 0.02%的研发费用，主要系全资子公司三峡绿动新增动储一体化底托、光储充放检微电网和电池 BBOX 项目的研发投入所致。公司费用率合计 6.22%，同比提高 0.64pct。

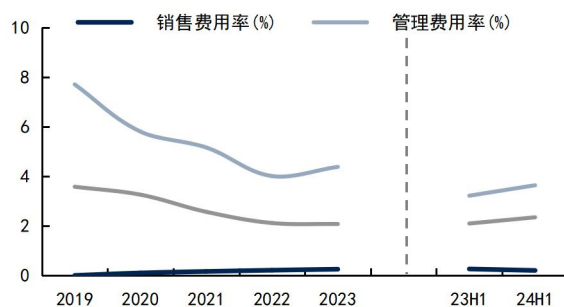
ROE 明显提高，经营性和投资性现金流大幅增长。2024 年上半年，公司 ROE 为 2.03%，同比上升 1.77pct，主要系净利率同比明显提高所致。公司经营性净现金流入 3.31 亿元，同比转负为正，主要系来水较好，电力业务经营性现金流同比增加和本期经营性资金占用同比减少所致；投资性现金流净流出 7.77 亿元（+511.81%），主要系上期赎回理财产品，本期增加固定资产投资所致；融资性净现金流入 3.22 亿元（-64.10%），主要系本期公司归还借款及上半年尚未支付分红款所致。

图5: 公司毛利率、净利率情况



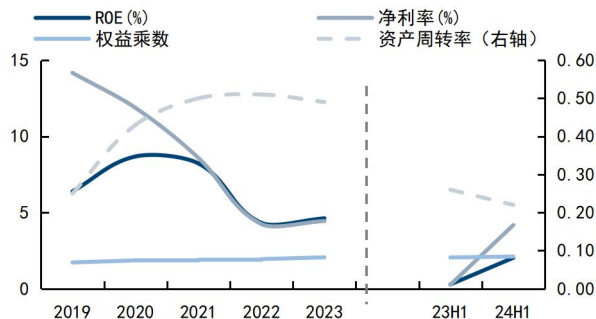
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率情况



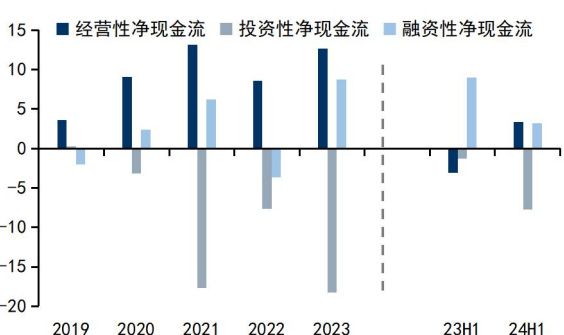
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

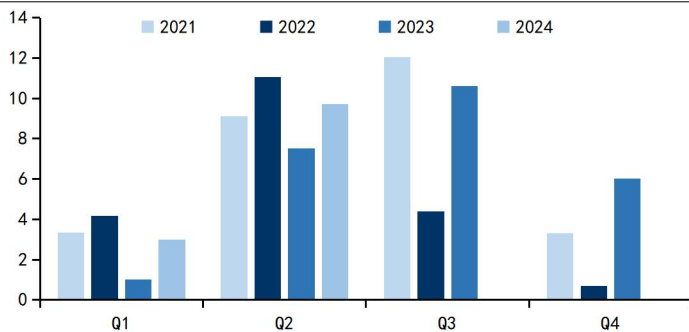
图8: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

水电发电量及上网电量改善，售电量小幅下降，售电单价微幅提高。公司水电总装机 74.62 万千瓦，上半年累计发电量 12.71 亿千瓦时，同比增长 48.55%，累计上网电量 12.57 亿千瓦时，同比上涨 48.64%。2024 第二季度来水较好，完成发电量 9.73 亿千瓦时，同比增长 29.27%；完成上网电量 9.63 亿千瓦时，同比增长 29.35%。公司水电站流域来水量恢复到正常或接近正常的水平，发电量及上网电量较上年同期改善。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、瀘渡电厂、双泉水电站、大河口水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 0.3171 元/千瓦时（不含税）。2024 年上半年公司售电量 66.26 亿千瓦时，同比下降 1.47%；售电均价 0.491 元/千瓦时（不含税），较上年同期的 0.488 元/千瓦时提高 0.61%。

图9: 公司各季度发电量 (单位: 亿 kWh)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

水电业绩大幅增长，综合能源快速发展，锰业业务规模缩减。2024 年上半年公司实现营业利润 2.81 亿元，主要包括：电力业务利润 3.10 亿元、综合能源 0.51 亿元、锰业及贸易业务-0.64 亿元、其他收益 0.44 亿元、投资收益 0.37 亿元、信用减值损失-0.71 亿元及公允价值变动-0.18 亿元。公司水电业绩带动归母净利润大幅增长；综合能源业务规模快速增长，业务利润同比增速 36.3%，主要系储能电站和电动重卡充储换用一体化等综合能源项目盈利能力逐步释放，及万州经开区九龙园热电联产项目持续生产实现利润所致；贸易业务规模缩减，电解锰市场价格下降，锰业产能利用率有所下降，导致锰业业务亏损。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑来水转好自发电量增加，电力业务利润增长，及锰业利润下降等因素的综合影响，调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 6.89/8.45/9.68 亿元，（原为 2024-2025 年 8.95/11.52 亿元，新增 2026 年预测），同比增速 33.7%/22.5%/14.6%；每股收益 0.36/0.44/0.51 元，对应公司当前股价为 19/16/14 倍 PE，维持“优于大市”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 24E	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
003035.SZ	南网能源	3.93	149	0.08	0.13	0.18	0.22	49	29	21	18	0.57	优于大市
603105.SH	芯能科技	7.22	36	0.44	0.51	0.63	0.75	16	25	19	16	1.32	优于大市
600452.SH	涪陵电力	9.13	140	0.48	0.35	0.36	0.36	28	26	25	25	6.88	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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1667	1883	2097	1821	1808	营业收入	11093	11177	11053	13042	16764
应收款项	1069	1204	1191	1405	1806	营业成本	9928	10029	9555	11344	14637
存货净额	237	294	278	331	430	营业税金及附加	57	51	51	60	77
其他流动资产	1218	1003	992	1170	1504	销售费用	24	29	29	34	44
流动资产合计	4791	4684	5037	5495	6776	管理费用	504	540	530	634	801
固定资产	10195	11332	11263	13478	15544	财务费用	235	233	261	307	392
无形资产及其他	1201	1220	1238	1259	1282	投资收益	175	72	90	90	90
投资性房地产	4024	4254	4254	4254	4254	资产减值及公允价值变动	(178)	26	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	1649	2047	2395	2693	3041	其他收入	153	233	149	301	301
资产总计	21860	23537	24187	27179	30898	营业利润	494	625	836	1024	1173
短期借款及交易性金融负债	2785	4966	4966	4966	5175	营业外净收支	54	0	0	0	0
应付款项	1397	1514	1432	1707	2216	利润总额	549	625	836	1024	1174
其他流动负债	1090	1080	1024	1221	1585	所得税费用	79	129	172	211	242
流动负债合计	5272	7561	7422	7895	8976	少数股东损益	(6)	(19)	(26)	(32)	(36)
长期借款及应付债券	4570	3622	3951	5916	7882	归属于母公司净利润	476	516	689	845	968
其他长期负债	722	932	994	1060	1173						
长期负债合计	5292	4554	4944	6976	9055	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	10564	12114	12366	14871	18030	净利润	476	516	689	845	968
少数股东权益	254	259	243	224	202	资产减值准备	436	(204)	(41)	(60)	(19)
股东权益	11042	11164	11577	12084	12665	折旧摊销	582	635	672	746	862
负债和股东权益总计	21860	23537	24187	27179	30898	公允价值变动损失	436	(204)	(41)	(60)	(19)
						财务费用	235	233	261	307	392
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	32	130	(98)	26	39
每股收益	0.25	0.27	0.36	0.44	0.51	其它	(1107)	394	196	258	299
每股红利	0.15	0.15	0.14	0.18	0.20	经营活动现金流	855	1267	1377	1755	2130
每股净资产	5.77	5.84	6.05	6.32	6.62	资本开支	(697)	(1849)	(579)	(2922)	(2932)
ROIC	3.38%	2.70%	4%	4%	5%	其它投资现金流	196	301	(180)	(288)	(461)
ROE	4.31%	4.62%	5.95%	6.99%	7.64%	投资活动现金流	(770)	(1829)	(1108)	(3508)	(3741)
毛利率	11%	10%	14%	13%	13%	权益性融资	14	69	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	10%	9%	8%	负债净变化	(645)	(948)	329	1966	1966
EBITDA Margin	11%	12%	16%	15%	13%	支付股利、利息	(287)	(287)	(276)	(338)	(387)
收入增长	9%	1%	-1%	18%	29%	其它融资现金流	(318)	1986	0	0	208
净利润增长率	-45%	8%	34%	23%	15%	融资活动现金流	(368)	869	(56)	1477	1598
资产负债率	49%	53%	52%	56%	59%	现金净变动	(84)	217	213	(276)	(13)
股息率	2.2%	2.2%	2.1%	2.6%	2.9%	货币资金的期初余额	1750	1667	1883	2097	1821
P/E	27.6	25.5	19.1	15.6	13.6	货币资金的期末余额	1667	1883	2097	1821	1808
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	企业自由现金流	0	(559)	850	(1230)	(926)
EV/EBITDA	18.8	19.5	14.6	14.7	13.8	权益自由现金流	0	479	972	492	937

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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