

## 海陆并进，风光装机规模持续扩张

2024 年 08 月 31 日

► **事件：**8 月 28 日公司发布 2024 年半年报，公司实现营业收入 150.59 亿元，同比增加 9.89%；实现归母净利润 40.39 亿元，同比减少 10.58%；实现扣非归母净利 40.38 亿元，同比减少 8.59%。2024Q2 公司实现营业收入 71.60 亿元，同比增加 4.51%，环比减少 9.36%；实现归母净利润 16.17 亿元，同比减少 22.37%，环比减少 33.24%；实现扣非归母净利 16.18 亿元，同比减少 20.18%，环比减少 33.14%。参股企业盈利水平波动，投资收益同比下降 18.59%。

► **发电量增长，但总体电价下滑导致业绩同比减少。**24H1 公司新增装机 132.64 万千瓦，累计装机容量为 4137.08 万千瓦。海南崖州 10 万千瓦光伏项目、孟县 10 万千瓦光伏+储能项目、阜阳南部风光电基地（颍上）25 万千瓦风电项目等陆续投产并网发电，1H24 完成发电量 361.18 亿千瓦时，同比增加 28.58%；其中陆风/海风/太阳能/水电/独立储能分别完成发电量 152.11/78.47/126.18/2.57/1.8 亿千瓦时，YOY+7.29%/+22.55%/+73.28%/+27.23%/+640.00%。24Q2 完成发电量 183.83 亿度，同比增加 28.47%；其中陆风/海风/太阳能分别 YOY+3.52%/+18.81%/+80.43%。

► **投资新能源大基地，推进“风光火储”一体化。**公司投资近 800 亿元建设库布齐基地项目，计划 24 年 9 月开工，27 年实现全容量并网发电。作为“风光火储”一体化外送项目，建设 800 万千瓦光伏、400 万千瓦风电、20 万千瓦光热，并配套 400 万千瓦煤电项目及 500 万千瓦时新型储能。拟通过已完成预审的蒙西-京津冀±800 千伏特高压线路将所发电量输送至京津冀地区，实现高比例外送消纳。送端：资源禀赋优异，所处 I 类风能和光伏资源区，风光资源丰富。受端：京津冀地区第二、三产业电力负荷较大，仍存在电量缺口，消纳能力较强。有利于打造示范性项目，扩大规模优势。

► **加大海上风电优势，海风项目频获突破。**截至 24H1，海风累计装机容量已达 568.64 万千瓦，占全国市场份额 14.90%。福建漳浦六鳌 40 万千瓦海上风电二期项目 6 月实现全容量并网，全面投产后可完成上网电量超 16 亿千瓦时/年；阳江青洲五、六、七海上风电场共 300 万千瓦项目预计 25 年投产；上海金山 30.6 万千瓦海上风电一期项目 24 年年底实现并网发电；江苏大丰 80 万千瓦海上风电项目已完成 500 千伏送出工程核准；参股长乐外海 J 区 65.6 万千瓦海上风电项目获得核准。

► **投资建议：**公司 23 年新增装机正逐步兑现业绩，发电量明显提高，但电价有下行压力，我们预计 24/25/26 年归母净利润分比为 83.08/96.62/104.47 亿元，24/25/26 年 EPS 分别为 0.29/0.34/0.37 元，对应 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 16/14/13 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**风光自然条件变化；电量消纳不及预期；电价波动风险。

### 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	33,265	38,220	42,966
增长率 (%)	11.2	25.6	14.9	12.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,181	8,308	9,662	10,447
增长率 (%)	0.9	15.7	16.3	8.1
每股收益 (元)	0.25	0.29	0.34	0.37
PE	18	16	14	13
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 08 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

4.57 元



**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**研究助理 黎静**

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

### 相关研究

- 三峡能源 (600905.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：盈利企稳，业绩逐步兑现-2024/05/01
- 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

## 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	33,265	38,220	42,966
营业成本	11,885	15,996	18,258	20,868
营业税金及附加	200	249	287	322
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,940	1,996	2,446	3,008
研发费用	17	27	31	34
EBIT	12,174	14,997	17,198	18,734
财务费用	3,955	4,611	4,854	5,361
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	715	649	660	670
营业利润	8,991	10,711	12,504	13,543
营业外收支	27	20	20	30
利润总额	9,018	10,731	12,524	13,573
所得税	748	1,127	1,315	1,425
净利润	8,270	9,605	11,209	12,147
归属于母公司净利润	7,181	8,308	9,662	10,447
EBITDA	22,181	27,749	31,570	34,983

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,100	16,600	17,017	16,476
应收账款及票据	36,718	36,211	41,649	40,973
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	2,418	2,716	3,002
流动资产合计	47,473	60,858	67,807	67,795
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	346,854	376,233	396,271
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	21,545	22,320	23,201
流动负债合计	46,741	62,811	69,942	77,316
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	244,293	265,274	276,263
股本	28,623	28,621	28,621	28,621
少数股东权益	12,956	14,252	15,799	17,500
股东权益合计	95,485	102,562	110,959	120,008
负债和股东权益合计	311,708	346,854	376,233	396,271

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	25.60	14.90	12.42
EBIT 增长率	-0.33	23.19	14.68	8.93
净利润增长率	0.94	15.69	16.30	8.12
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	55.13	51.91	52.23	51.43
净利润率	31.22	28.87	29.33	28.27
总资产收益率 ROA	2.30	2.40	2.57	2.64
净资产收益率 ROE	8.70	9.41	10.15	10.19
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.02	0.97	0.97	0.88
速动比率	0.93	0.88	0.88	0.78
现金比率	0.11	0.26	0.24	0.21
资产负债率 (%)	69.37	70.43	70.51	69.72
<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	0.29	0.34	0.37
每股净资产	2.88	3.09	3.32	3.58
每股经营现金流	0.50	1.44	1.07	1.43
每股股利	0.08	0.09	1.00	1.05
<b>估值分析</b>				
PE	18	16	14	13
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.83	10.27	9.47	8.66
股息收益率 (%)	1.71	1.97	21.88	22.98

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,270	9,605	11,209	12,147
折旧和摊销	10,007	12,752	14,371	16,250
营运资金变动	-7,483	13,869	-394	6,603
经营活动现金流	14,417	41,342	30,767	40,871
资本开支	-40,607	-33,428	-35,680	-35,170
投资	-795	-1,100	-1,150	-1,150
投资活动现金流	-41,005	-33,879	-36,170	-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	11,500	417	-541

## 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