

2024年11月07日

三峡能源 (600905.SH)

投资评级：增持（维持）

——风资源转好带动业绩超预期 期待绿电价值回归

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

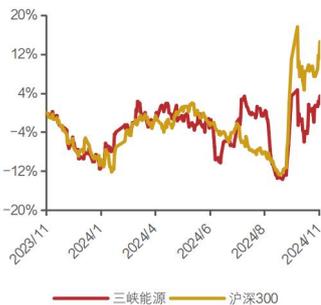
蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024年11月07日

收盘价(元)	4.85
一年内最高/最低(元)	5.33/4.01
总市值(百万元)	138,810.55
流通市值(百万元)	138,641.40
总股本(百万股)	28,620.73
资产负债率(%)	70.27
每股净资产(元/股)	2.99

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**公司披露2024年三季度报告，2024Q3公司实现营业收入67.01亿元，同比增长19.97%，实现归母净利润10.55亿元，同比增长14.69%，超出我们的预期。
- **9月风资源显著好转，使得公司三季度归母净利润同比增长15%，超出我们的预期。**2024年Q3公司实现发电量164.87亿千瓦时，同比增长38.05%，其中陆上风电发电量62.12亿千瓦时，同比增长19.46%，海上风电发电量29.66亿千瓦时，同比增长35%，光伏发电量67.75亿千瓦时，同比增长62.74%，风电发电量超预期是公司三季度业绩超预期的主要原因，根据中电联的数据，今年7、8、9月风电利用小时数分别同比变化-20、-7、32小时，9月风资源显著好转，扭转三季度前期风资源较差的情况。受此影响，Q3公司毛利率48.5%，同比提升约2个百分点。另外，Q3公司实现投资收益-0.5亿元，同比减少1.8亿元。
- **计划投资新疆新能源大基地21.5GW，特高压外送项目收益率存在保障。**公司公告计划在宁夏投资新能源大基地项目，项目总规模21.5GW，包括8.5GW光伏、4GW风电、4GW火电和5GW储能，项目总投资718.5亿元，按照25%资本金投入，公司持股项目公司比例34%，剩余股权由长江电力、三峡资本等集团兄弟公司持有。值得强调的是，本项目为“风光火储”一体化外送项目，计划依托已纳规的疆电（新疆）送电川渝特高压直流工程外送消纳，项目建设期3-4年，其中新能源与储能项目建设将根据煤电项目、外送通道建设进度适时调整，保障“三位一体”同步建成。我们认为，该项目作为特高压外送项目，同时配套火电、储能调峰，并且强调项目进度根据外送通道建设进度适时调整，保障同步建成，一定程度上为项目未来的消纳、电价和回报率提供保障。
- **近期绿电利好政策频发，期待绿电价值回归。**一方面，近期宁夏、内蒙分别出台政策将可再生能源电力消纳目标比例向下游用户进行分解，有望从企业层面入手提升对于新能源消费量和绿证的需求，释放绿电环境价值；另一方面，今年广西率先提出政府授权合约机制，明确新能源市场化交易电价与合约电价（0.38元/千瓦时）的差额予以补贴或回收，引导新能源项目电价维持在某一电价附近，保障新能源项目的回报率，这一政策如果能在全国范围内推广，将有效提升新能源项目回报率的稳定性，提升新能源项目价值。我们认为，行政手段稳定电价和提升绿证价值双管齐下，有望稳定未来新能源项目回报率预期，推动绿电价值回归。
- **盈利预测与评级：**我们维持公司2024-2026年的归母净利润预测为67.2、70.1、73.2亿元，同比增长率-6.4%、4.2%、4.5%，当前股价对应的PE分别为21、20、19倍，继续维持“增持”评级。
- **风险提示。**新能源项目参与市场化交易带来的电价下滑风险，限电率提升带来的电量下滑风险

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,812	26,485	28,968	31,240	33,244
同比增长率(%)	53.78%	11.23%	9.37%	7.84%	6.41%
归母净利润(百万元)	7,155	7,181	6,723	7,007	7,322
同比增长率(%)	26.82%	0.36%	-6.38%	4.22%	4.50%
每股收益(元/股)	0.25	0.25	0.23	0.24	0.26
ROE(%)	9.29%	8.70%	7.71%	7.62%	7.55%
市盈率(P/E)	19.40	19.33	20.65	19.81	18.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,100	2,897	7,357	3,324
应收票据及账款	36,718	40,160	43,309	46,088
预付账款	3,810	4,167	4,494	4,783
其他应收款	980	1,072	1,156	1,230
存货	353	428	476	511
其他流动资产	512	561	604	643
流动资产总计	47,473	49,284	57,397	56,579
长期股权投资	17,400	18,048	18,696	19,345
固定资产	168,510	196,294	235,555	249,983
在建工程	52,988	42,574	18,760	18,760
无形资产	5,328	5,231	5,134	5,036
长期待摊费用	288	144	0	0
其他非流动资产	19,720	19,558	19,395	19,233
非流动资产合计	264,234	281,849	297,540	312,357
资产总计	311,708	331,133	354,937	368,936
短期借款	592	992	0	606
应付票据及账款	26,465	32,066	35,668	38,347
其他流动负债	19,684	23,376	25,914	27,830
流动负债合计	46,741	56,434	61,582	66,783
长期借款	144,314	148,395	161,159	163,801
其他非流动负债	25,167	25,167	25,167	25,167
非流动负债合计	169,482	173,562	186,327	188,969
负债合计	216,223	229,996	247,909	255,751
股本	28,623	28,621	28,621	28,621
资本公积	23,788	23,788	23,788	23,788
留存收益	30,118	34,754	39,582	44,628
归属母公司权益	82,529	87,163	91,991	97,037
少数股东权益	12,956	13,975	15,037	16,148
股东权益合计	95,485	101,137	107,028	113,185
负债和股东权益合计	311,708	331,133	354,937	368,936

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	8,270	6,759	7,085	7,448
折旧与摊销	10,007	9,833	11,757	12,632
财务费用	3,955	4,411	4,647	4,869
投资损失	-715	-715	-715	-715
营运资金变动	-7,483	5,279	2,488	1,379
其他经营现金流	384	1,026	1,026	1,026
经营性现金净流量	14,417	26,593	26,288	26,639
投资性现金净流量	-41,005	-26,775	-26,775	-26,775
筹资性现金净流量	20,988	-2,021	4,948	-3,897
现金流量净额	-5,595	-2,203	4,460	-4,033

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,485	28,968	31,240	33,244
营业成本	11,885	14,401	16,018	17,221
税金及附加	200	219	236	251
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,940	1,970	2,124	2,261
研发费用	17	19	20	22
财务费用	3,955	4,411	4,647	4,869
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-553	-579	-469	-499
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	715	715	715	715
公允价值变动损益	9	0	0	0
资产处置收益	47	47	47	47
其他收益	284	284	284	284
营业利润	8,991	8,416	8,772	9,168
营业外收入	140	140	140	140
营业外支出	114	114	114	114
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	9,018	8,443	8,799	9,195
所得税	748	700	729	762
净利润	8,270	7,743	8,069	8,433
少数股东损益	1,089	1,019	1,062	1,110
归属母公司股东净利润	7,181	6,723	7,007	7,322
EPS(元)	0	0	0	0

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	11.23%	9.37%	7.84%	6.41%
营业利润增长率	-2.45%	-6.39%	4.23%	4.52%
归母净利润增长率	0.36%	-6.38%	4.22%	4.50%
经营现金流增长率	-14.54%	84.45%	-1.15%	1.34%
盈利能力				
毛利率	55.13%	50.29%	48.73%	48.20%
净利率	31.22%	26.73%	25.83%	25.37%
ROE	8.70%	7.71%	7.62%	7.55%
ROA	2.30%	2.03%	1.97%	1.98%
ROIC	6.02%	4.96%	4.93%	4.89%
估值倍数				
P/E	19.33	20.65	19.81	18.96
P/S	5.24	4.79	4.44	4.18
P/B	1.68	1.59	1.51	1.43
股息率	1.61%	1.51%	1.57%	1.64%
EV/EBITDA	12	13	12	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。