三峡能源（600905） 电力/公用事业 发布时间：2021-06-11

证券研究报告 / 公司点评报告

电力行业最大规模 IPO，风光三峡厚积薄发

买入

首次覆盖

事件：公司于 2021 年 6 月 10 日 IPO 首日上市。本次 IPO 发行新股 85.71 亿，发行价格 2.65 元/股，募资总额 227.1315 亿元，扣除发行费用后募资净额 224.9963 亿元，发行后 EPS 为 0.0918 元，BPS 为 2.2270 元。

点评：电力行业规模最大 IPO，上市首日市值超千亿。公司是我国最大清洁能源集团三峡集团的新能源战略实施主体，是 A 股市场稀缺的大型新能源运营商之一。本次 IPO 是我国电力行业史上规模最大的 IPO，募资金额超过 227 亿元。公司股票上市首日涨幅达 44.15%，触及涨停，总市值达 1091 亿元，超越龙源电力成为 A 股及 H 股市值最高的新能源运营上市公司。

风光协同并进，引领海上风电。公司的主营业务为风能、太阳能的开发、投资和运营，去年新增投产装机超 500 万千瓦，截至去年底，公司累计装机规模超 1500 万千瓦。截至 2020Q3，公司控股装机容量为 1189.8 万千瓦，复合年均增长率为 45.69%。其中风电、光伏发电和中小水电装机容量分别为 689.88 万千瓦、477.14 万千瓦和 22.78 万千瓦。公司积极实施“海上风电引领者”战略，截至 2020Q3，公司海上风电项目已投运规模达 104 万千瓦、在建规模为 293 万千瓦、核准待建规模为 530 万千瓦，预计 2021 年底公司海上风电装机规模将超 400 万千瓦，稳居行业龙头。公司 IPO 募集资金除使用不超过 50 亿元补充流动资金外，剩余募集资金将被用于 7 个海上风电场项目，公司海上风电实力进一步增强。

盈利能力强劲，毛利率持续走高。2020 年公司业绩提升加速，实现营业总收入 113.15 亿元，同比增长 26.33%；实现归母净利润 36.11 亿元，同比增长 27.16%。受益于装机容量不断增长，2021Q1 公司实现营业总收入 38.12 亿元，同比增长 43.08%；实现归母净利润 14.95 亿元，同比增长 51.41%。自 2016 年以来，公司毛利率始终高于 50%并不断走高，2020 年和 2021Q1 公司毛利率分别达 57.55%和 64.51%。

盈利预测：我们预计 2021-2023 年公司营业收入为 156.56/203.08/243.03 亿元，归母净利润为 47.24/63.42/71.71 亿元，EPS 为 0.17/0.22/0.25 元，对应 PE 为 23.10/17.21/15.22 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，行业竞争加剧，电价大幅下行

财务摘要（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,957	11,315	15,656	20,308	24,303
(+/-)%	21.32%	26.33%	38.36%	29.71%	19.68%
归属母公司净利润	2,840	3,611	4,724	6,342	7,171
(+/-)%	4.84%	27.16%	30.83%	34.24%	13.08%
每股收益（元）	0.10	0.13	0.17	0.22	0.25
市盈率	38.43	30.22	23.10	17.21	15.22
市净率	2.84	2.60	1.40	1.15	0.96
净资产收益率(%)	7.38%	8.62%	6.07%	6.69%	6.28%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.92%	1.37%	1.79%
总股本（百万股）	20,000	20,000	28,571	28,571	28,571

股票数据	2021/06/10
6 个月目标价（元）	4.77
收盘价（元）	3.82
12 个月股价区间（元）	3.82~3.82
总市值（百万元）	109,141.22
总股本（百万股）	28,571
A 股（百万股）	28,571
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	157

相关报告

《电力环保行业 2020 年报及 2021 一季报总结：2020 年业绩迈上新台阶，电力环保再启航》

--20210504

《碳中和系列深度报告：“碳中和”孕育新机，碳监测如日方升》

--20210418

《华电国际：清洁能源装机不断提升，盈利能力持续增强》

--20210429

《华能国际：火电龙头稳步前行，新能源占比不断提升》

--20210423

《申能股份：能源结构清洁化转型，业务调整毛利率提升》

--20210423

《吉电股份：定增完成利润高增，转型升级未来可期》

--20210412

《桂冠电力：水火风光并济，股东多次增持彰显发展信心》

--20210402

证券分析师：王小勇
执业证书编号：S0550519100002
0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

研究助理：岳挺
执业证书编号：S0550120110024
0755-33975865 yueting@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,890	2,149	2,489	2,909
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	12,362	14,652	16,712	18,567
存货	79	84	89	93
其他流动资产	6,712	7,254	7,749	8,202
流动资产合计	21,044	24,138	27,039	29,771
可供出售金融资产				
长期投资净额	11,384	13,181	14,798	16,253
固定资产	67,032	79,394	92,736	107,179
无形资产	1,871	2,415	2,959	3,504
商誉	686	1,051	1,380	1,675
非流动资产合计	121,533	155,185	186,858	217,612
资产总计	142,576	179,324	213,897	247,383
短期借款	7,821	8,151	9,713	9,203
应付款项	12,508	13,441	14,281	15,037
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	6,377	6,441	6,505	6,570
流动负债合计	30,244	33,446	37,599	39,428
长期借款	49,705	46,763	59,623	71,196
其他长期负债	16,191	16,332	16,475	16,620
长期负债合计	65,897	63,095	76,098	87,817
负债合计	96,141	96,541	113,696	127,245
归属于母公司股东权益合计	41,913	77,848	94,778	114,162
少数股东权益	4,522	4,935	5,422	5,976
负债和股东权益总计	142,576	179,324	213,897	247,383

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**11,315**	**15,656**	**20,308**	**24,303**
营业成本	4,788	6,914	9,460	11,796
营业税金及附加	105	135	161	185
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	555	673	778	873
财务费用	2,091	2,771	3,044	3,666
公允价值变动净收益	53	0	0	0
投资净收益	508	388	400	402
营业利润	**4,303**	**5,527**	**7,244**	**8,163**
营业外收支净额	-18	-3	11	23
利润总额	**4,286**	**5,525**	**7,255**	**8,187**
所得税	344	387	426	461
净利润	3,941	5,137	6,829	7,725
归属于母公司净利润	**3,611**	**4,724**	**6,342**	**7,171**
少数股东损益	330	413	487	554

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,941	5,137	6,829	7,725
资产减值准备	176	0	0	0
折旧及摊销	3,988	4,814	5,283	5,804
公允价值变动损失	-53	0	0	0
财务费用	2,112	2,801	3,077	3,704
投资损失	-508	-388	-400	-402
运营资本变动	-662	-29	-33	-38
其他	-17	-54	-35	-114
经营活动净现金流量	8,976	12,281	14,721	16,679
投资活动净现金流量	-28,072	-28,529	-24,434	-21,884
融资活动净现金流量	16,841	16,506	10,054	5,625
企业自由现金流	**-16,308**	**-12,564**	**-5,717**	**-629**

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益（元）	0.13	0.17	0.22	0.25
每股净资产（元）	1.47	2.72	3.32	4.00
每股经营性现金流量（元）	0.31	0.43	0.52	0.58
成长性指标				
营业收入增长率	26.3%	38.4%	29.7%	19.7%
净利润增长率	27.2%	30.8%	34.2%	13.1%
盈利能力指标				
毛利率	57.7%	55.8%	53.4%	51.5%
净利润率	31.9%	30.2%	31.2%	29.5%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	398.79	341.59	300.38	278.85
存货周转率（次）	6.04	4.45	3.43	2.88
偿债能力指标				
资产负债率	67.4%	53.8%	53.2%	51.4%
流动比率	0.70	0.72	0.72	0.76
速动比率	0.50	0.53	0.54	0.57
费用率指标				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	4.9%	4.3%	3.8%	3.6%
财务费用率	18.5%	17.7%	15.0%	15.1%
分红指标				
分红比例	0.0%	21.2%	23.7%	27.2%
股息收益率	0.0%	0.9%	1.4%	1.8%
估值指标				
P/E（倍）	30.22	23.10	17.21	15.22
P/B（倍）	2.60	1.40	1.15	0.96
P/S（倍）	6.75	6.97	5.37	4.49
净资产收益率	8.6%	6.1%	6.7%	6.3%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券，新时代证券等研究所担任首席分析师。4 年房地产行业工作经验，2007 年以来具有 13 年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

岳　挺：美国宾夕法尼亚大学 PhD，清华大学能源与动力工程本科，CFA 持证人，现任东北证券电力环保组组长。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员。具有法律职业资格，享受深圳市海外高层次人才（孔雀计划）奖励补贴。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司
网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏（总监）	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（总监）	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵（总监）	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn