

2021年05月13日

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002  
18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号: S0600520070005  
18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

## 综合能源项目落地，十四五规划逐步兑现 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,256	10,382	11,708	13,434
同比(%)	302.2%	97.53%	12.77%	14.74%
归母净利润(百万元)	620	846	1,012	1,210
同比(%)	223.4%	36.45%	19.59%	19.60%
每股收益(元/股)	0.32	0.44	0.53	0.63
P/E(倍)	27.45	20.12	16.82	14.07

### 投资要点

■ **事件:** 公司全资子公司长兴电力以其持有的盛渝兴龙 50% 股权和 1.3 亿现金参与天泰能源股权重组，重组完成后公司成为第一大股东。

■ **项目:** 综合能源示范项目落地，十四五战略规划逐步兑现。

根据公司公告，为落实“以配售电为基础的一流综合能源上市公司”的战略目标，积极拓展配售电及综合能源业务，公司全资子公司长兴电力拟参与天泰能源股权重组，参与方式为：1) 以其持有的盛渝兴龙 50% 股权作价 1.43 亿元增资注入天泰能源；2) 公司向长兴电力现金增资 1.30 亿元，该笔增资款由长兴电力专项用于向天泰能源现金增资。增资完成后，长兴电力持有天泰能源 41.01% 股权，成为第一大股东，股权重组后的天泰能源将打造成为综合能源服务示范项目企业。

根据公司发布的《“十四五”(2021-2025) 战略发展规划(纲要)》，围绕三大业务：规模化发展配售电业务、特色化拓展综合能源业务、差异化开拓新能源业务，和四大产业发展平台：以长兴电力为基础，升级再造为市场化配售电平台；以综合能源公司为主体，集中打造综合能源发展平台；打造新能源开发运营平台；以“重庆市能源创新研究中心”为基础，打造公司能源创新研究平台，公司成为以配售电为基础的一流综合能源上市公司。预计到 2025 年，公司销售电量将超过 1000 亿千瓦时，其中市场化售电量超 800 亿千瓦时，总资产超过 320 亿元，营业收入超过 150 亿元，4 年收入复合增速为 8.81%。此次天泰能源示范项目落地，标志着公司十四五发展规划逐步兑现。

■ **业绩:** Q1 增长符合预期，全年业绩下限增速超过 30%。

根据内容，2021Q1 售电量为 31.17 亿度，同比增长 17.72%；售电均价(不含税)为 0.4187 元/度，同比增长 0.50%，实现营收 20.55 亿元，同比增长 880.42%；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 577.83%；扣非后为 1.46 亿元，同比增长 1425.71%，业绩符合预期。2017-2019 年拖累联合能源业绩表现的电解锰业务，从 2021 年开始，获益于电解锰价格的显著上涨，预计该业务将在 2021 年有亮眼表现。同时根据公司年报内容，2021 年，公司计划完成销售电量 120.92 亿度、同比增长 6.76%，实现营业收入 107 亿元、同比增长 103.57%，如果我们极端保守假设公司净利率水平与 2021Q1 持平(实际上由于 Q1 是全年来水最差的年份，理论上来说全年净利率水平应该会高于 Q1)，为 7.72%，则对应 2021 年归母净利润为 8.26 亿元，同比增长 33.23%。

■ **估值及盈利预测:** 我们维持公司 2021-2023 年的 eps 分别为 0.44、0.53、0.63 元，pe 分别为 20、17、14 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.90
一年最低/最高价	7.81/11.45
市净率(倍)	1.64
流通 A 股市值(百万元)	8837.75

### 基础数据

每股净资产(元)	5.43
资产负债率(%)	46.43
总股本(百万股)	1912.14
流通 A 股(百万股)	993.01

### 相关研究

- 1、《三峡水利(600116): 2021 一季报点评: 业绩稳扎稳打，全年高增长可期》2021-04-25
- 2、《三峡水利(600116) 2020 年报点评: 战略规划指明方向，业绩增长逐步兑现》2021-03-28
- 3、《三峡水利(600116): 中央财经委员会再提深化电力体制改革，公司有望率先获益》2021-03-16

## 【事件】

公司全资子公司长兴电力以其持有的盛渝兴龙 50% 股权和 1.3 亿现金参与天泰能源股权重组，重组完成后公司成为第一大股东。

## 项目：综合能源示范项目落地，十四五战略规划逐步兑现

根据公司公告，为落实“以配售电为基础的一流综合能源上市公司”的战略目标，积极拓展配售电及综合能源业务，公司全资子公司长兴电力拟参与天泰能源股权重组，参与方式为：1) 以其持有的盛渝兴龙 50% 股权作价 1.43 亿元增资注入天泰能源；2) 公司向长兴电力现金增资 1.30 亿元，该笔增资款由长兴电力专项用于向天泰能源现金增资。增资完成后，长兴电力持有天泰能源 41.01% 股权，成为第一大股东，股权重组后的天泰能源将打造成为综合能源服务示范项目企业。

根据公司发布的《“十四五”（2021-2025）战略发展规划（纲要）》，围绕三大业务：规模化发展配售电业务、特色化拓展综合能源业务、差异化开拓新能源业务，和四大产业发展平台：以长兴电力为基础，升级再造为市场化配售电平台；以综合能源公司为主体，集中打造综合能源发展平台；打造新能源开发运营平台；以“重庆市能源创新研究中心”为基础，打造公司能源创新研究平台，公司成为以配售电为基础的一流综合能源上市公司。预计到 2025 年，公司销售电量将超过 1000 亿千瓦时，其中市场化售电量超 800 亿千瓦时，总资产超过 320 亿元，营业收入超过 150 亿元，4 年收入复合增速为 8.81%。此次天泰能源示范项目落地，标志着公司十四五发展规划逐步兑现

## 业绩：Q1 增长符合预期，全年业绩下限增速超过 30%

根据公司内容，2021Q1 售电量为 31.17 亿度，同比增长 17.72%；售电均价（不含税）为 0.4187 元/度，同比增长 0.50%，实现营收 20.55 亿元，同比增长 880.42%；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 577.83%；扣非后为 1.46 亿元，同比增长 1425.71%，业绩符合预期。2017-2019 年拖累联合能源业绩表现的电解锰业务，从 2021 年开始，受益于电解锰价格的显著上涨，预计该业务将在 2021 年有亮眼表现。同时根据公司年报内容，2021 年，公司计划完成销售电量 120.92 亿度、同比增长 6.76%，实现营业收入 107 亿元、同比增长 103.57%，如果我们极端保守假设公司净利率水平与 2021Q1 持平（实际上由于 Q1 是全年来水最差的年份，理论上来说全年净利率水平应该会高于 Q1），为 7.72%，则对应 2021 年归母净利润为 8.26 亿元，同比增长 33.23%。

## 行业：电网深化改革势在必行，公司作为电改龙头顺从产业发展趋势和方向，有望率先获益

中央财经委员会第九次会议指出，要深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。

1) 根据中电联专职副理事长王志轩的文章，在现有以火电为基础构建的电网系统中，风电光伏等新能源大规模应用后，两类风险骤然加大：一是风光波动性、不稳定性、随机性对电力安全稳定带来的影响，有可能导致发生大面积电力系统崩溃的风险；二是大面积持续性长时间的阴天、雨天、静风天对风光为主体的电力系统造成重大电力断供的风险。

2) 根据国家电网能源研究院研究员张晋芳的研究，如果从整个电力系统的角度评估风电光伏等新能源的利用成本，则除了风光自身的场站成本以外，还需要考虑为了消纳新能源所付出的系统成本，主要包括灵活性电源投资（改造）成本、系统调节运行成本、大电网扩展及补强投资、接网及配网投资等。

3) 中国人民大学宋枫教授的研究也表明，为了匹配风电光伏出力的随机性和波动性、平衡风电光伏发电区域和用电区域的空间差异，在新能源消纳时还需要考虑匹配成本、平衡成本和电网建设成本，这些成本加上额外的系统性成本，统称为消纳成本。

因此，我们分析认为，如果要构建以新能源为主体的新型电力系统，短期来看电网深化改革和持续扩大投资势在必行，主要依赖三条路径：

1) **特高压建设缓解三北地区的新能源消纳问题**：根据电网头条的公开信息，2020年7月15日，世界第一条以输送清洁能源为主的特高压通道——青海—河南±800千伏特高压工程启动送电，该通道全长1578千米，仅15日一天就输送了3199万千瓦时的电量，按照一台一匹空调标准工况下每小时耗电0.735千瓦时来算，可供河南省181.3万台1匹空调运行一整天。该通道采用风光水打捆+西北大电网调节+省间互济的方式，建成后供给端可外送青海丰富的清洁能源（青海清洁能源装机2801万千瓦，占比高达88%，其中新能源装机占比达50.5%，是全国新能源装机占比最高的省份）；需求端可弥补河南省快速增长的清洁能源需求（河南电力负荷占华中电网四省负荷的40%，且省内能源结构以煤为主）。2020年2月，国家电网出台全力恢复建设助推企业复工复产12条举措，其中全面复工青海-河南、雅中-江西±800千伏特高压直流、张北柔性直流、蒙西-晋中、张北-雄安1000千伏特高压交流等一批重大项目建设，并新开工陕北-湖北±800千伏特高压直流工程等，**总投资规模接近千亿，我们预计该批特高压工程投产后，将有效缓解我国三北地区的新能源消纳问题。**

表 1: 缓解西北地区新能源消纳问题的部分特高压工程

项目	线路长度(公里)	变电容量(万千伏安)	动态投资(亿元)	备注
青海-河南 ± 800 千伏特高压直流工程	1577.5	800	223	已投运
蒙西-晋中 1000 千伏特高压交流工程	2 × 308	800	54	已投运
张北-雄安 1000 千伏特高压交流工程	2 × 315	600	59.82	已投运
张北柔性直流工程	666	500	125	已投运
雅中-江西 ± 800 千伏特高压直流	1702	800	244	在建
陕北-湖北 ± 800 千伏特高压直流工程	1134.7	800	185	在建

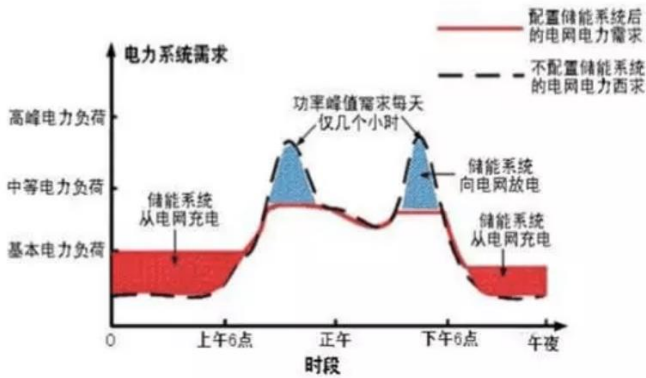
数据来源: 国家电网、东吴证券研究所

2) **加大调峰备用电源的建设力度以应对设备和系统故障**: 众所周知, 对电力系统而言, 必须将交流电压的幅值、频率以及通过输变电设备的电流维持在限额之内, 才能安全有效传输电能, 而这需要电力系统中的电源能够为系统运行提供足够的旋转备用、电压支撑和转动惯量, 以应对各种设备故障。火电由于具备日内调节能力、容量备用(云南省水电资源充足, 但仍要保留 1000 万千瓦的火电机组, 甚至让火电机组“破产不停产”, 就是为了确保水电不出力阶段可以发挥火电的容量备用)、转动惯量(维持物体原来运动状态的能力, 能力大小与质量有关), 因此被作为最主要的调峰和备用电源。

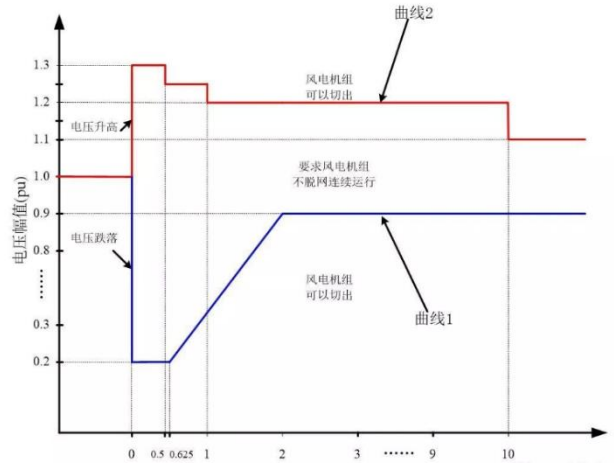
根据《南方能源观察》上刊载的谷峰专家的测算, 以山东省为例, 目前停电时间约为 20 分钟/年, 假设未来风电、光伏分别增加 800 万千瓦装机, 需求负荷增加 800 万千瓦时/年, 那么在不增加火电机组的情况下, 山东电网停电时间将变成 1759 小时/年, 意味着一年中有五分之一的可能停电。新建火电机组以后, 当火电增加 200 万千瓦, 停电时间将接近 1000 小时/年; 当火电增加到 600 万千瓦, 电停电时间将缩短至 60 小时/年左右, 核心原因在于火电机组的有效容量远超水电、光伏和风电(火电有效容量约为 80%, 即 100 万千瓦机组, 扣减厂用电、检修时间、缺煤(气)时间、非停时间以后, 有效容量约为 80 万千瓦, 水电仅有 40%、风电约为 10%、光伏约为 5%-30%)。因此, **实现碳中和目标的路径之二, 必须要加大力度发展与新能源相匹配的调峰和备用电源, 目前主要是火电, 以应对大量风光上网之后带来的设备和系统故障。**

图 1: 没有储能配合的话电网负荷难以平滑

图 2: 风电机组故障电压穿越曲线图



数据来源：北极星电力网、东吴证券研究所



数据来源：风电技术管网、东吴证券研究所

3) **针对电力辅助服务建立合理的补偿机制**: 根据国家能源局公布的《关于2018年度电力辅助服务有关情况的通报》，2018年，全国除西藏外31个省（区、市、地区）参与电力辅助服务补偿的发电企业共4176家，装机容量共13.25亿千瓦，补偿费用共147.62亿元，其中风电、光伏的辅助服务分摊量仅为23.36、2.67亿元。与欧美发达国家相比，中国电力辅助服务的补偿水平偏低，2018年美国辅助服务补偿费用占比上网电费总额约为2.5%、英国约为8%，而中国仅为0.83%。我们在前文中已经介绍，为了消除新能源大规模应用后所带来的影响电力系统安全稳定的风险，必须要加大力度发展与新能源相匹配的调峰和备用电源（目前主要是火电），而针对调峰调压等电力辅助服务建立合理的补偿机制，才能充分调动作为调峰和备用的灵活电源的积极性，这是我们认为实现碳中和目标的路径之三。

图3：从能源类型来看中国电力辅助服务补偿费用的补偿与分摊费用对比

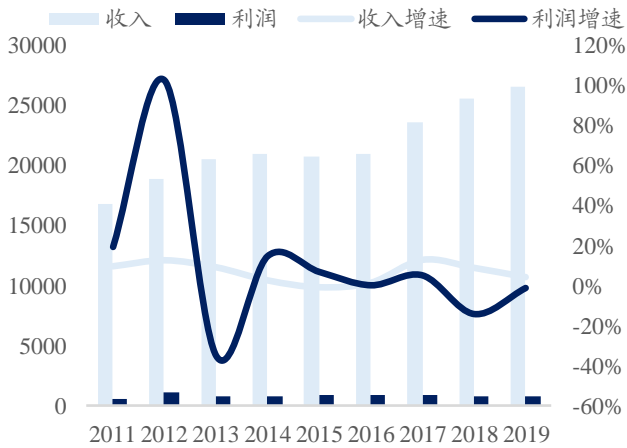


数据来源：国家能源局、东吴证券研究所

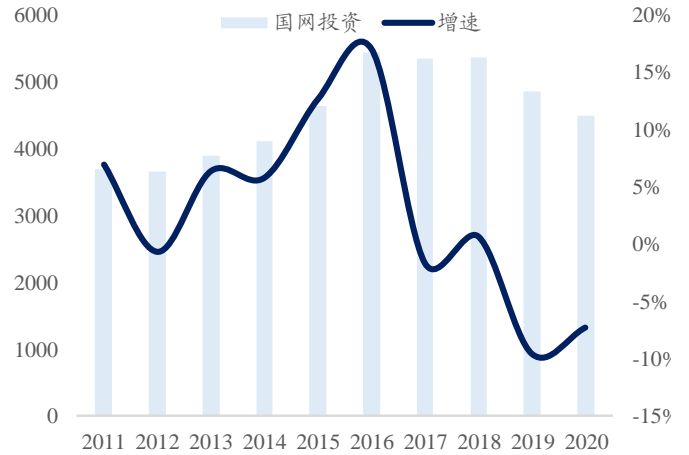
根据国家电网董事长辛保安的发言，未来5年，国家电网将年均投入超过700亿美元，助力实现“碳达峰、碳中和”目标。一方面，“十四五”期间合计3500亿美元的投资力度，意味着国家电网的投资力度与“十三五”期间相比基本持平（国家电网“十三五”累计投资2.38万亿元）；另一方面，国家电网本身盈利能力提升空间有限，持续扩大电网投资难堪重负，2011-2019年，国网的营业收入从1.67增长至2.66万亿元，CAGR为5.95%；利润总额从0.05增长至0.08万亿元，CAGR为4.59%；其中2016-2019年利润增速分别仅为0.12%、5.08%、-14.29%、-1.26%。2011-2020年，国网投资规模从3687亿元提升至4500亿元，虽然投资额的绝对值仍在增长，但是2017年开始，增速已经显著下行，因此，我们预计“十四五”期间伴随着电网改革进程持续推进，引入更多社会资本、帮助国家电网缓解投资压力是大势所趋。

图 4：2011-2019 年国家电网的收入和利润情况（亿元）

图 5：2017 年以后国网投资规模的增速显著下行（亿元）



数据来源：北极星电力网、东吴证券研究所



数据来源：全国能源信息平台、东吴证券研究所

**公司作为电改龙头顺从产业发展趋势和方向，有望率先获益。**过去数年中，阻碍公司成长逻辑如期兑现的一大因素是公司为国网的业务在某些领域存在交叉，如果我们认真观察国家电网近几年高管层的变化，会发现电力体制改革趋势和方向日益明确，且对于三峡水利来说，外部环境的变化趋势持续向好，电改龙头呼之欲出，一旦市场关注到公司作为电力体制改革、尤其是电网体制改革的显著获益标的，具有稀缺性以后，我们相信公司的价值会得到重新的发现，估值体系将重构。

## 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年的 eps 分别为 0.44、0.53、0.63 元，pe 分别为 20、17、14 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大，发电小时数不达预期；
- 2) 上网电价受到政策影响持续下降，公司业绩受到电价下行的影响；
- 3) 公司资产重组进程不达预期，资产重组可能会引起商誉较高，联合能源业绩承诺未能顺利完成；
- 4) 电力改革推进进度不达预期，三峡电入渝进展不达预期。

三峡水利三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3,655	3,875	4,095	4,809	<b>营业收入</b>	5,256	10,382	11,708	13,434
现金	1,775	1,661	1,873	2,149	减:营业成本	4,315	8,652	9,726	11,140
应收账款	613	770	790	999	营业税金及附加	37	73	82	94
存货	265	359	342	461	营业费用	6	11	13	15
其他流动资产	1,002	1,085	1,090	1,199	管理费用	305	540	550	551
<b>非流动资产</b>	15,828	17,932	18,328	18,758	财务费用	171	232	277	338
长期股权投资	1,001	1,022	1,042	1,062	资产减值损失	3	3	5	5
固定资产	8,835	9,594	9,747	9,926	加:投资净收益	80	20	20	20
在建工程	401	1,544	1,549	1,517	其他收益	37	0	0	0
无形资产	1,255	1,445	1,673	1,948	<b>营业利润</b>	717	992	1,185	1,417
其他非流动资产	4,336	4,327	4,317	4,305	加:营业外净收支	9	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	19,483	21,807	22,423	23,567	<b>利润总额</b>	725	989	1,183	1,415
<b>流动负债</b>	6,564	8,331	8,230	8,455	减:所得税费用	101	138	165	198
短期借款	3,259	5,399	5,509	4,855	少数股东损益	4	5	6	7
应付账款	780	1,310	1,039	1,651	<b>归属母公司净利润</b>	620	846	1,012	1,210
其他流动负债	2,526	1,622	1,683	1,949	EBIT	981	1,265	1,542	1,763
<b>非流动负债</b>	2,445	2,341	2,236	2,131	EBITDA	1,387	1,734	2,062	2,326
长期借款	1,697	1,593	1,489	1,384					
其他非流动负债	747	747	747	747	<b>重要财务与估值指标</b>	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	9,009	10,672	10,467	10,586	每股收益(元)	0.32	0.44	0.53	0.63
少数股东权益	266	271	277	284	每股净资产(元)	5.34	5.68	6.11	6.64
	10,209	10,864	11,679	12,697	发行在外股份(百万股)	1912	1912	1912	1912
归属母公司股东权益					ROIC(%)	5.0%	5.9%	6.9%	7.8%
<b>负债和股东权益</b>	19,483	21,807	22,423	23,567	ROE(%)	6.0%	7.6%	8.5%	9.4%
					毛利率(%)	17.9%	16.7%	16.9%	17.1%
<b>现金流量表(百万元)</b>	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	11.8%	8.1%	8.6%	9.0%
经营活动现金流	908	1,916	1,575	2,537	资产负债率(%)	46.2%	48.9%	46.7%	44.9%
投资活动现金流	-318	-2,552	-895	-973	收入增长率(%)	302.2%	97.53%	12.77%	14.74%
筹资活动现金流	233	522	-467	-1,288	净利润增长率(%)	223.4%	36.45%	19.59%	19.60%
现金净增加额	823	-114	212	276	P/E	27.45	20.12	16.82	14.07
折旧和摊销	406	469	520	563	P/B	1.67	1.57	1.46	1.34
资本开支	487	2,083	376	410	EV/EBITDA	15.92	13.35	11.13	9.43
营运资本变动	140	384	-220	440					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>