

分析师: 唐俊男
登记编码: S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

风光新增装机带动发电量提升, 充沛储备项目成就持续增长

——三峡能源(600905)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

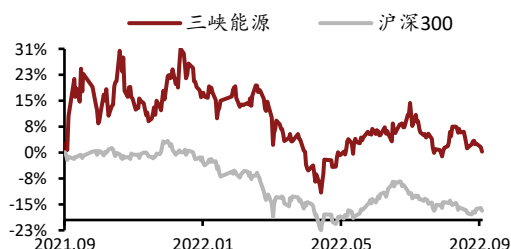
市场数据(2022-09-14)

收盘价(元)	5.94
一年内最高/最低(元)	7.78/5.24
沪深 300 指数	4,065.36
市净率(倍)	2.28
流通市值(亿元)	509.12

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	2.61
每股经营现金流(元)	0.20
毛利率(%)	65.45
净资产收益率_摊薄(%)	6.74
资产负债率(%)	66.05
总股本/流通股(万股)	2862051/857100
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券

相关报告

《三峡能源(600905)年报点评: 风光装机快速增长, 新能源龙头发展持续向好》

2022-05-05

《三峡能源(600905)季报点评: 前三季度发电量显著提升, 央企新能源集团快速发展》

2021-11-03

《三峡能源(600905)中报点评: 风光装机规模提升带动上半年业绩高增》 2021-09-09

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

事件:

公司发布 2022 年中报。

点评:

- **2022 年上半年, 公司业绩快速增长。**上半年, 公司实现营业总收入 121.29 亿元, 同比增长 45.34%; 归属于上市公司股东的净利润 50.37 亿元, 同比增长 36.62%; 经营活动产生的现金净流量 57.84 亿元, 同比增长 49.04%。公司上半年新增装机容量 210.46 万千瓦, 发电量 244.88 亿千瓦时, 同比增长 46.71%, 公司发电量增速基本与营收增速匹配。除得益于投产的风光装机量增长外, 公司会计准则变更-试运行销售相关的收入和成本计入当期损益也对公司收入增长形成积极影响。上半年, 公司销售毛利率 65.45%, 同比提升 1.25 个百分点, 销售净利率 47.21%, 同比提升 2.80 个百分点。公司盈利能力呈提高趋势。
- **海上风电显著增长, 公司风电核准和在建项目充裕。**2022 年上半年, 公司风电新增投产装机容量 80.06 万千瓦, 控股总装机容量 1506.98 万千瓦。风电总发电量 173.4 亿千瓦时, 同比增长 46.75%。其中, 陆上风电发电量 117.52 亿千瓦时, 同比增长 18.22%; 海上风电发电量 55.88 亿千瓦时, 同比增长 198.03%。公司风电平均上网电价 0.46 元/千瓦时, 同比持平。公司加大海上风电发展力度, 装机增速高于公司风电整体水平。公司抓住以沙漠、戈壁、荒漠地区风光大基地建设机遇, 不断储备项目资源, 其中, 上半年, 新增核准备案风电装机 291 万千瓦, 在建装机 763.80 万千瓦。“十四五”期间, 国内风光大基地一二期项目相继展开, 公司作为央企新能源电力集团, 有望获取丰富项目资源。另外, 国内主机厂招标价格持续下行, 2022 年 6 月底平均招标价格近 1900 元/瓦, 在平价上网背景下, 风机价格下行有望提升项目内部收益率。
- **光伏发电增长迅速, 组件价格下行将改善项目投资回报率。**2022 年上半年, 公司光伏发电新增装机投产 130.40 万千瓦, 总装机容量 971.59 万千瓦, 发电量 67.86 亿千瓦时, 同比增长 45.65%, 平均上网电价 0.47 元/千瓦时, 同比下降 11.64%。公司新增核准/备案光伏发电项目 408.89 万千瓦, 在建 763.50 万千瓦。硅料供应紧张导致组件价格高企, 公司光伏组件招标价格 1.9-2.0 元/瓦。预计随着四季度硅料新增产能释放, 2022 年底或 2023 年国内光伏组件价格有望逐步进入下行周期, 从而带动大型地面光伏电站内部收益率回升和加速项目落地。

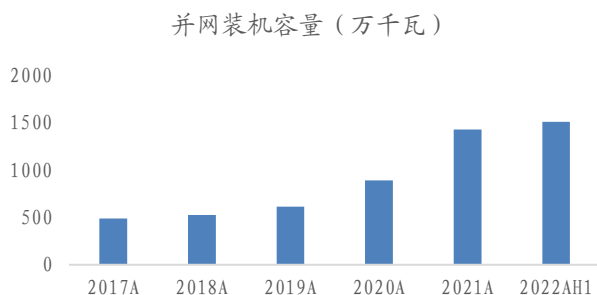
- **积极推动储能业务发展。**公司因地制宜谋划“新能源+”储能、光热、制氢等创新融合项目，深入推动抽水蓄能、新型储能、氢能等新兴业务发展。公司目前拥有 10 万千瓦独立储能项目，并新增备案 30.1 万千瓦项目。公司积极布局储能业务，有望优化新能源电力质量，保障公司电力稳定输送。
- **维持公司“买入”投资评级。**预计公司 2022、2023 年全面摊薄 EPS 分别为 0.30 元/股、0.38 元/股，按照 9 月 14 日 5.94 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 19.53 和 15.67 倍。“十四五”期间，预计公司风光装机规模持续增长。考虑到公司作为央企新能源开发商龙头，具备显著的资源优势、融资成本优势，公司成长预期较好，目前估值水平较低，维持公司“买入”评级。

风险提示：风电、光伏装机进度不及预期风险；可再生能源电价附加补贴发放进度不及预期风险。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11315	15484	24514	31209	37520
增长比率（%）	26.33%	36.85%	58.32%	27.31%	20.22%
净利润（百万元）	3611	5642	8706	10850	12976
增长比率（%）	27.16%	56.26%	54.30%	24.63%	19.60%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.30	0.38	0.45
市盈率(倍)	32.91	26.06	19.53	15.67	13.10

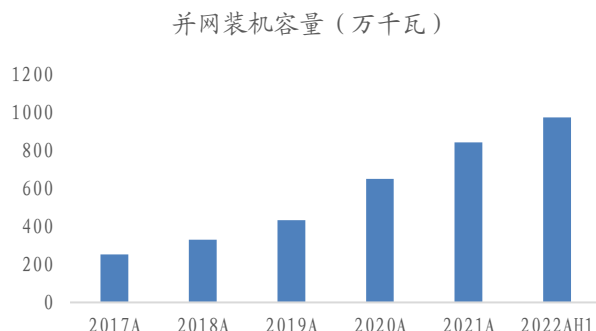
资料来源：聚源，中原证券

图 1：2017-2022 年公司风电并网装机容量



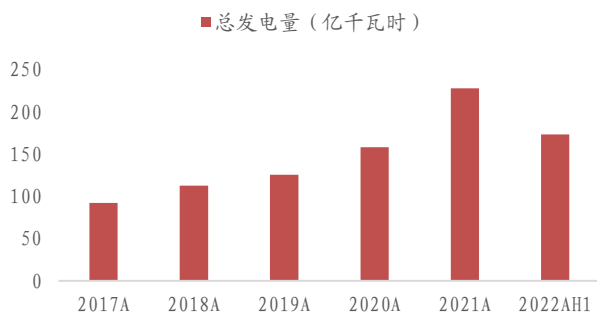
资料来源：公司公告，中原证券

图 2：2017-2022 年公司光伏并网装机容量



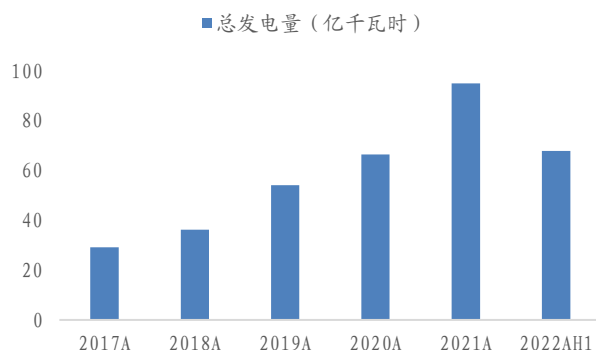
资料来源：公司公告，中原证券

图 3：2017-2022 年公司风电发电量情况



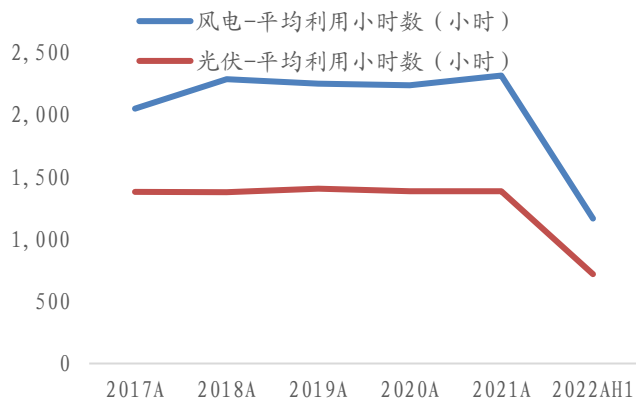
资料来源：公司公告，中原证券

图 4：2017-2022 年公司光伏发电量情况



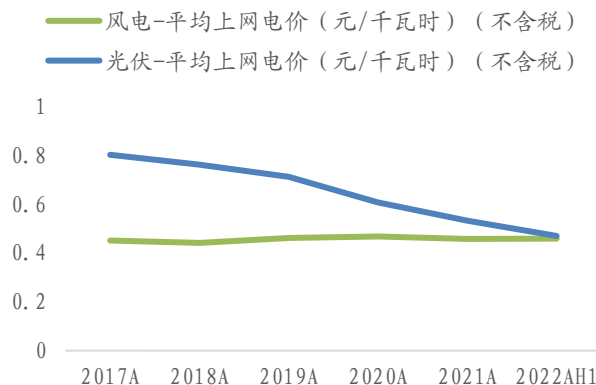
资料来源：公司公告，中原证券

图 5：公司风电、光伏平均利用小时数



资料来源：公司公告，中原证券

图 6：公司风电、光伏平均销售电价



源：公司公告，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	21044	34876	46090	61672	75848
现金	1890	13077	9527	12232	14005
应收票据及应收账款	12362	18970	29923	40652	50890
其他应收款	465	825	1209	1539	1850
预付账款	5816	1472	4613	6202	7835
存货	79	131	177	238	301
其他流动资产	431	400	641	809	966
非流动资产	121533	182321	214521	236254	252514
长期投资	11384	14202	17202	20202	23202
固定资产	67032	87864	102880	110473	115664
无形资产	1871	1738	1738	1738	1738
其他非流动资产	41246	78517	92702	103842	111910
资产总计	142576	217196	260611	297926	328361
流动负债	30244	38360	57101	72361	78378
短期借款	7821	5504	15945	19469	13436
应付票据及应付账款	12508	21862	29068	39082	49372
其他流动负债	9915	10994	12089	13810	15570
非流动负债	65897	102241	117241	127241	137241
长期借款	49705	78036	93036	103036	113036
其他非流动负债	16191	24205	24205	24205	24205
负债合计	96141	140601	174342	199602	215619
少数股东权益	4522	7765	8733	9938	11380
股本	20000	28571	28571	28571	28571
资本公积	9475	23292	23292	23292	23292
留存收益	12308	16876	25582	36433	49409
归属母公司股东权益	41913	68830	77536	88386	101363
负债和股东权益	142576	217196	260611	297926	328361

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8976	8818	13666	22544	26434
净利润	3941	6086	9673	12056	14418
折旧摊销	3988	5392	6984	7657	8309
财务费用	2112	2832	4699	5533	5934
投资损失	-508	-1730	-1226	-1560	-1876
营运资金变动	-662	-3941	-6765	-1532	-859
其他经营现金流	106	178	300	390	507
投资活动现金流	-28072	-34897	-37959	-27830	-22692
资本支出	-25393	-29903	-35500	-25500	-20500
长期投资	-2893	-4881	-3685	-3890	-4068
其他投资现金流	214	-113	1226	1560	1876
筹资活动现金流	16841	37246	20742	7991	-1968
短期借款	1241	-2317	10441	3524	-6033
长期借款	20093	28330	15000	10000	10000
普通股增加	0	8571	0	0	0
资本公积增加	151	13818	0	0	0
其他筹资现金流	-4645	-11157	-4699	-5533	-5934
现金净增加额	-2255	11170	-3551	2705	1774

资料来源：携宁，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11315	15484	24514	31209	37520
营业成本	4788	6440	9226	12404	15670
营业税金及附加	105	133	208	265	319
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	555	999	1226	1560	1876
研发费用	1	7	7	12	13
财务费用	2091	2844	4528	5377	5752
资产减值损失	0	-2	0	0	0
其他收益	144	199	270	343	413
公允价值变动收益	53	58	0	0	0
投资净收益	508	1730	1226	1560	1876
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	4303	6784	10515	13104	15672
营业外收入	57	119	0	0	0
营业外支出	75	264	0	0	0
利润总额	4286	6640	10515	13104	15672
所得税	344	554	841	1048	1254
净利润	3941	6086	9673	12056	14418
少数股东损益	330	444	967	1206	1442
归属母公司净利润	3611	5642	8706	10850	12976
EBITDA	9821	13236	21060	24932	28290
EPS (元)	0.18	0.23	0.30	0.38	0.45

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	26.33%	36.85%	58.32%	27.31%	20.22%
营业利润 (%)	27.25%	57.65%	54.98%	24.63%	19.60%
归属母公司净利润 (%)	27.16%	56.26%	54.30%	24.63%	19.60%
获利能力					
毛利率 (%)	57.69%	58.41%	62.37%	60.25%	58.23%
净利率 (%)	34.83%	39.31%	39.46%	38.63%	38.43%
ROE (%)	8.62%	8.20%	11.23%	12.28%	12.80%
ROIC	4.73%	4.07%	6.11%	6.69%	7.19%
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.43%	64.73%	66.90%	67.00%	65.67%
净负债比率 (%)	207.04%	183.56%	202.09%	203.00%	191.25%
流动比率	0.70	0.91	0.81	0.85	0.97
速动比率	0.50	0.87	0.72	0.76	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.08	0.07	0.09	0.10	0.11
应收账款周转率	0.92	0.82	0.82	0.77	0.74
应付账款周转率	0.43	0.34	0.37	0.37	0.37
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.23	0.30	0.38	0.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	0.31	0.48	0.79	0.92
每股净资产 (最新摊薄)	1.46	2.40	2.71	3.09	3.54
估值比率					
P/E	32.91	26.06	19.53	15.67	13.10
P/B	4.06	2.47	2.19	1.92	1.68
EV/EBITDA	18.72	19.40	13.57	11.90	10.56

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。