

三峡能源 (600905.SH)

成本提升致盈利下降，新能源项目资源储备充足

买入

核心观点

营业收入稳健增长，归母净利润有所下降。2023H1，公司实现营收 137.03 亿元 (+12.98%)，归母净利润 45.17 亿元 (-10.10%)，扣非归母净利润 44.17 亿元 (-11.43%)。其中，第二季度单季营收 68.51 亿元 (+8.04%)，归母净利润 20.83 亿元 (-15.53%)。公司营业收入同比增加的原因在于投产运营的风电、光伏机组增加，发电量、上网电量增加较多，2023H1 公司发电量 280.90 亿千瓦时 (+14.71%)，上网电量 273.06 亿千瓦时 (+14.55%)。公司归母净利润同比下降的原因在于营业成本同比显著增加，2022 年应用《企业会计准则解释第 15 号》后新能源项目试运行期间不计提折旧，2023 年陆续出试运行进入运营期后固定资产折旧及项目运营成本增加；同时，2022 年底境内发电企业开始执行《企业安全生产费用提取和使用管理办法》，正常计提安全生产费用使得营业成本有所增加。受以上因素影响，2023H1 公司营业成本 56.43 亿元 (+34.67%)。

新能源项目建设持续推进，在建项目规模较大。2023H1，公司新增风光新能源装机容量 148.98 万千瓦，其中风电 84.16 万千瓦（其中海上风电 7.10 万千瓦），光伏 64.82 万千瓦。截至 2023H1，公司累计装机容量为 28.30GW，其中风电 16.76GW（其中海上风电 4.95GW），光伏 10.93GW。同时，截至 2023H1，公司在建项目计划装机容量合计为 13.15GW，其中风电 3.64GW，光伏 9.51GW，公司在建项目逐步投运将驱动公司业绩持续稳健增长。

海陆共进获取优质资源，保障新增装机目标有效落地。公司抢抓国家千万千瓦级新能源大基地政策机遇，不断优化发展布局，积极推进国家大型风电光伏基地项目策划申报和地方常规项目竞配等工作；同时，推动海上风电资源获取，规划布局海上风电基地。2023H1 公司新增核准/备案项目的计划装机容量为 5.52GW，其中风电 0.96GW，光伏 3.97GW。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；市场竞争加剧；行业政策变化。

投资建议：由于公司营业成本同比显著增加，下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 86/102/113 亿元（原预测值分别为 91/110/126 亿元），分别同比增长 19.9%/18.9%/11.2%；EPS 分别为 0.30/0.36/0.40 元，当前股价对应 PE 为 16.7/14.1/12.6X。给予公司 2024 年 17-18 倍 PE，对应公司合理市值为 1735-1837 亿元，对应 6.06-6.42 元/股合理价值，较目前股价有 21%-28%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,484	23,812	27,775	31,579	37,273
(+/-%)	36.8%	53.8%	16.6%	13.7%	18.0%
净利润(百万元)	5642	7155	8581	10205	11343
(+/-%)	56.3%	26.8%	19.9%	18.9%	11.2%
每股收益(元)	0.20	0.25	0.30	0.36	0.40
EBIT Margin	52.3%	52.8%	50.4%	51.6%	51.3%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	9.3%	10.1%	10.8%	10.7%
市盈率 (PE)	25.4	20.0	16.7	14.1	12.6
EV/EBITDA	21.3	15.5	15.6	14.2	13.7
市净率 (PB)	2.08	1.86	1.68	1.51	1.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.06 - 6.42 元
收盘价	5.01 元
总市值/流通市值	143405/68001 百万元
52 周最高价/最低价	6.35/4.91 元
近 3 个月日均成交额	380.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三峡能源 (600905.SH) - 经营业绩表现稳健，新能源有望加快发展》——2023-05-04

《三峡能源 (600905.SH) - 业绩持续高增，积极开展储能业务》——2022-09-05

《三峡能源 (600905.SH) - 海上风电集中投产，业绩持续增长》——2022-05-04

《三峡能源-600905-2021 年中报点评：海上风电密集投产，助力业绩快速增长》——2021-09-03

营业收入稳健增长，归母净利润有所下降。2023H1，公司实现营收 137.03 亿元（+12.98%），归母净利润 45.17 亿元（-10.10%），扣非归母净利润 44.17 亿元（-11.43%）。其中，第二季度单季营收 68.51 亿元（+8.04%），归母净利润 20.83 亿元（-15.53%）。公司营业收入同比增加的原因在于投产运营的风电、光伏机组增加，发电量、上网电量增加较多，2023H1 公司发电量 280.90 亿千瓦时（+14.71%），上网电量 273.06 亿千瓦时（+14.55%）。公司归母净利润同比下降的原因在于营业成本同比显著增加，2022 年应用《企业会计准则解释第 15 号》后新能源项目试运行期间不计提折旧，2023 年陆续出试运行进入运营期后固定资产折旧及项目运营成本增加；同时，2022 年底境内发电企业开始执行《企业安全生产费用提取和使用管理办法》，正常计提安全生产费用使得营业成本有所增加。受以上因素影响，2023H1 公司营业成本 56.43 亿元（+34.67%）。

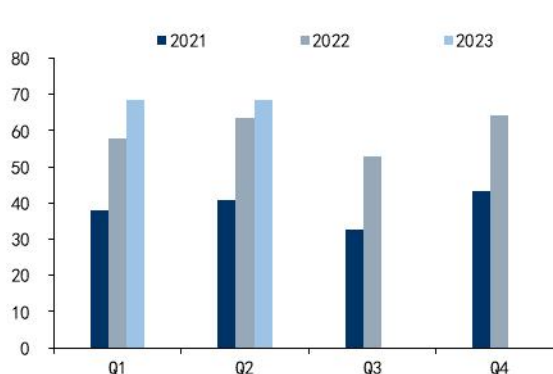
风光新能源发电量、上网电量持续增加。2023H1，公司风电发电量 205.81 亿千瓦时（+18.69%），其中陆上风电发电量 141.78 亿千瓦时（+20.64%），海上风电发电量 64.03 亿千瓦时（+14.58%），风电上网电量 199.42 亿千瓦时（+18.62%）；太阳能发电量 72.82 亿千瓦时（+7.31%）上网电量 71.39 亿千瓦时（+7.06%）；水电发电量 2.02 亿千瓦时（-41.79%），上网电量 2.00 亿千瓦时（-41.86%）；独立储能完成发电量 0.25 亿千瓦时（+66.67%）。

图1：三峡能源营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三峡能源单季营业收入（单位：亿元）



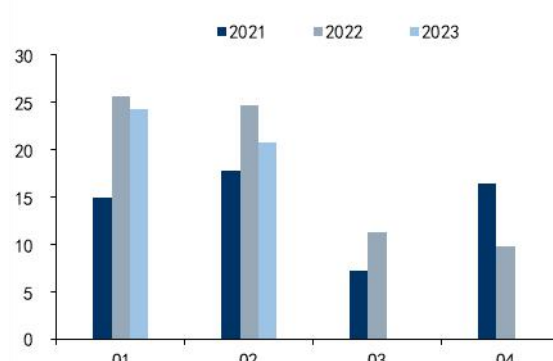
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三峡能源归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

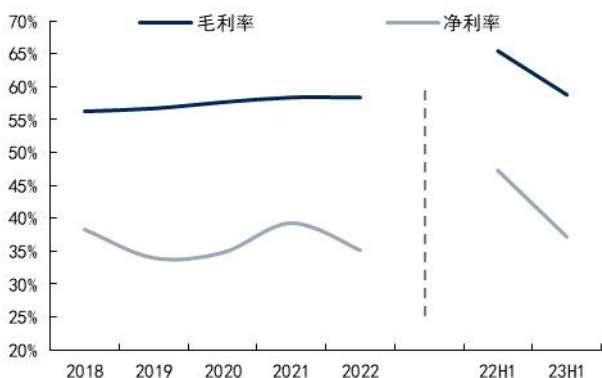
图4：三峡能源单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

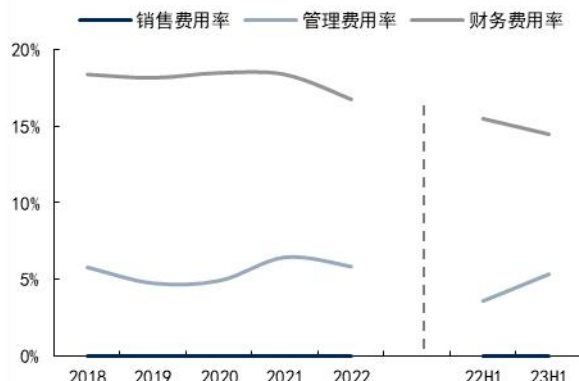
毛利率下降及费用率水平小幅上升，净利率水平下行。2023H1，公司毛利率为58.82%，同比减少6.63pct，主要系营业成本同比显著增加影响。费用率方面，2023H1，公司财务费用率、管理费用率分别为14.44%、5.34%，财务费用率同比减少1.03pct，管理费用率同比增加1.76pct，整体费用率水平有所上升。同期内，受毛利率下降及费用率水平上升影响，公司净利率较2022同期减少9.99pct至37.22%。

图5：三峡能源毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

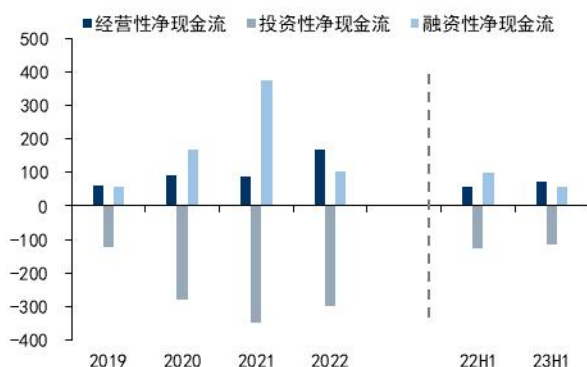
图6：三峡能源三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

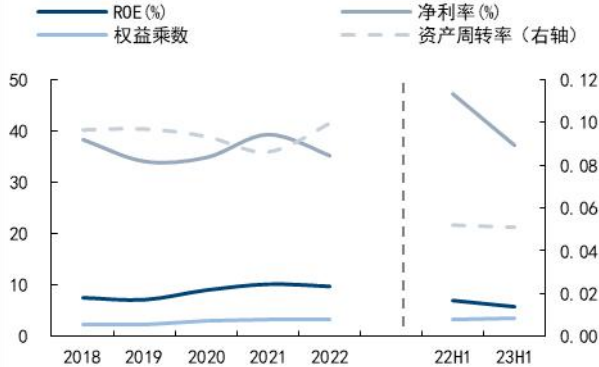
ROE下降，经营性净现金流有所改善。2023H1，受益于公司净利率下行，公司ROE提升，较2022年同期减少1.23pct至5.70%。现金流方面，2023H1，公司经营性净现金流为70.25亿元，同比增加21.79%，经营性净现金流同比增加的原因在于新投产运营的风电、光伏项目较多，上网电量、售电收入增幅较大；投资性净现金流流出116.89亿元，同比下降7.44%，主要系收购子公司资金支出较小影响。融资性净现金流58.59亿元，同比下降40.34%，主要系随投产运营项目经营积累增加及收购业务减少，净融资规模较小。

图7：三峡能源现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：三峡能源ROE及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源项目建设持续推进，在建项目规模较大。2023H1，公司新增风光新能源装机容量148.98万千瓦，其中风电84.16万千瓦（其中海上风电7.10万千瓦），光伏64.82万千瓦。截至2023H1，公司累计装机容量为28.30GW，其中风电16.76GW（其中海上风电4.95GW），光伏10.93GW。同时，截至2023H1，公司在建项目计划装机容量合计为13.15GW，其中风电3.64GW，光伏9.51GW，公司在建项目逐步投运将驱动公司业绩持续稳健增长。

海陆共进获取优质资源，保障新增装机目标有效落地。公司抢抓国家千万千瓦级新能源大基地政策机遇，不断优化发展布局，积极推进国家大型风电光伏基地项目策划申报和地方常规项目竞配等工作；同时，推动海上风电资源获取，规划布局海上风电基地。2023H1 公司新增核准/备案项目的计划装机容量为 5.52GW，其中风电 0.96GW，光伏 3.97GW。

投资建议：由于公司营业成本同比显著增加，下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 86/102/113 亿元（原预测值分别为 91/110/126 亿元），分别同比增长 19.9%/18.9%/11.2%；EPS 分别为 0.30/0.36/0.40 元，当前股价对应 PE 为 16.7/14.1/12.6X。给予公司 2024 年 17-18 倍 PE，对应公司合理市值为 1735-1837 亿元，对应 6.06-6.42 元/股合理价值，较目前股价有 21%-28%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)		
001289.SZ	龙源电力	19.66	1,648	0.61	1.01	1.09	1.18	32.23	19.47	18.04	16.66	7.4%	买入	
600821.SH	金开新能	6.71	134	0.48	0.52	0.73	0.92	13.98	12.90	9.19	7.29	8.7%	买入	
600483.SH	福能股份	8.11	206	1.02	1.03	1.17	1.23	7.95	7.87	6.93	6.59	13.0%	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	13077	10566	15421	13021	13003	营业收入	15484	23812	27775	31579	37273
应收款项	19786	28439	30769	33086	35561	营业成本	6440	9906	12263	13558	16246
存货净额	131	222	164	137	184	营业税金及附加	133	170	199	226	267
其他流动资产	1881	3577	7632	5752	7544	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	34876	42804	53986	51997	56291	管理费用	1076	1632	1906	2119	2232
固定资产	145196	172410	239571	269558	330159	财务费用	2844	3987	4556	5532	6247
无形资产及其他	1738	4955	8069	11183	14297	投资收益	1730	1347	1752	2059	2109
投资性房地产	21185	25478	25478	25478	25478	资产减值及公允价值变动	57	(451)	(257)	(53)	(491)
长期股权投资	14202	16481	16481	16481	16481	其他收入	7	204	570	771	754
资产总计	217196	262127	343585	374697	442705	营业利润	6784	9217	10915	12920	14653
短期借款及交易性金融负债	12520	18633	80372	102384	154715	营业外净收支	(145)	(148)	(48)	2	(198)
应付款项	21862	24916	23802	15000	10000	利润总额	6640	9069	10867	12923	14455
其他流动负债	3978	3605	5523	4561	5181	所得税费用	554	686	815	969	1156
流动负债合计	38360	47155	109696	121945	169895	少数股东损益	444	1227	1471	1749	1956
长期借款及应付债券	83527	106091	116091	124091	132091	归属于母公司净利润	5642	7155	8581	10205	11343
其他长期负债	18713	20922	20922	20922	20922						
长期负债合计	102241	127013	137013	145013	153013	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	140601	174168	246709	266958	322908	净利润	5642	7155	8581	10205	11343
少数股东权益	7765	10908	12085	13484	15049	资产减值准备	(4)	508	306	96	110
股东权益	68830	77051	85203	94898	105673	折旧摊销	5190	7877	10954	12627	14812
负债和股东权益总计	217196	262127	343998	375339	443631	公允价值变动损失	(4)	508	306	96	110
						财务费用	2844	3987	4556	5532	6247
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	7152	(7764)	(5519)	(10174)	(8693)
每股收益	0.20	0.25	0.30	0.36	0.40	其它	(9158)	8587	3675	4776	5593
每股红利	0.02	0.08	0.01	0.02	0.02	经营活动现金流	8818	16871	18305	17625	23275
每股净资产	2.41	2.69	2.98	3.32	3.69	资本开支	(29906)	(27731)	(81954)	(46053)	(78919)
ROIC	6%	6%	5%	5%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8%	9%	10%	11%	11%	投资活动现金流	(34897)	(29790)	(81954)	(46053)	(78919)
毛利率	58%	58%	56%	57%	56%	权益性融资	25235	2090	0	0	0
EBIT Margin	52%	53%	50%	52%	51%	负债净变化	28330	21421	10000	8000	8000
EBITDA Margin	86%	86%	90%	92%	91%	支付股利、利息	(606)	(2175)	(429)	(510)	(567)
收入增长	37%	54%	17%	14%	18%	其它融资现金流	(22613)	(11774)	61739	22012	52331
净利润增长率	56%	27%	20%	19%	11%	融资活动现金流	37246	10273	68505	26029	55626
资产负债率	68%	71%	75%	75%	76%	现金净变动	11188	(2512)	4855	(2400)	(19)
息率	0.4%	1.5%	0.3%	0.4%	0.4%	货币资金的期初余额	1890	13077	10566	15421	13021
P/E	25.4	20.0	16.7	14.1	12.6	货币资金的期末余额	13077	10566	15421	13021	13003
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	0	(15997)	(63559)	(28542)	(55215)
EV/EBITDA	21.3	15.5	15.6	14.2	13.7	权益自由现金流	0	(6351)	3965	(3647)	(631)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032