

三峡能源（600905）：风光装机大幅增长，实现长期规划确定性强

——2021 年报&2022 年一季报点评

2022 年 5 月 4 日

强烈推荐/维持

三峡能源

公司报告

事件：公司发布 2021 年报及 2022 年一季报，2021 年实现营业收入 154.84 亿元，同比增 36.85%；实现归母净利润 56.42 亿元，同比增 56.26%；2022 年一季度公司实现营业收入 57.89 亿元，同比增 51.84%；实现归母净利润 22.64 亿元，同比增 51.45%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.2122 元（含税）。

营业收入和利润的大幅增长主要受益于报告期内风光装机总量的大幅提升。

2021 年度公司实现营收 154.84 亿元，同比增 36.85%；归母净利润 56.42 亿元，同比增 56.26%。我们认为，报告期内营收和利润的大幅增长主要受益于风光装机容量的大幅提升：1）营业收入主要由装机规模、设备利用小时数、上网电价决定。21 年末控股总装机达 22.9GW，相比报告期初的 15.6GW 大幅增加 7.3GW 的新增装机容量，增幅高达 46.8%，接近历史装机的一半，对公司营业收入和利润增长起到决定性作用；利用小时数角度，21 年风电平均利用小时数为 2314h，较上年增加 77h，光伏发电小时数 1385h，与上年基本持平；受部分风光新建项目执行无补贴电价影响，平均电价方面，21 年风电光伏发电电价分别同比下降 2.69%、11.65%，带来综合电价同比下降 5.11%。我们认为，装机规模的大幅提升和设备利用小时数的同比提升很大程度上抵消了电价下滑带来的影响，使得全年营业收入和利润大幅增长。

风电光伏行业技术进步、双碳政策背景下的装机空间广阔，同时市场化交易下电价弹性加强，风光运营商有望充分受益行业发展。伴随风机大型化的快速推进和光伏不同技术路径电池片的优化迭代，当前风光发电的度电成本迅速下降，提高了新能源发电的经济性。同时设备机组作为新能源发电运营商初始投资成本中最主要的构成项，在大型化降本和光伏组件降价中充分受益。根据全球能源互联网发展合作组织预测，到 2030 年、2060 年，我国风光装机总量将分别达到 8/10.25 亿千瓦、25/38 亿千瓦，我们据此预测未来 40 年风光的装机增长空间达 10 倍，广阔的装机规模将成为下游运营商投建电站项目的有力支持。同时，在上网电价方面，近期部分绿电交易价格达到燃煤标杆价上浮 20%进行顶格交易，我们认为，伴随未来电价市场化的推进，电价弹性有望加强从而带来运营商的收入弹性，未来风光运营商将有望充分受益行业发展。

作为国内风光运营商龙头及海上风电引领者，我们看好强大股东背景下公司在资源及资金方面的优势，并坚定看好公司在海上风电的引领者地位。作为三峡集团新能源业务的战略实施主体，十四五期间装机规划 50GW，21 年公司新增装机 7.3GW 已超出公司预期的新增不低于 5GW 的发展目标，我们据此推测公司未来年均将保持不低于 6.8GW 的装机增速。同时，作为国内海上风电领域先行者，公司深耕海上风电领域持续进行技术探索，已形成多项全国示范性工程项目和特色产业园区建设，21 年新增海上风电装机容量 4.58GW，占全国市场份额同比提升 2.5pct 至 17.34%，龙头地位进一步稳固。我们看好公司强大的资源储备和资金实力：1）报告期内，公司新增项目核准/备案、新增建设指标均超过 16GW，在国家首批约 1 亿千瓦大型风电光伏基

公司简介：

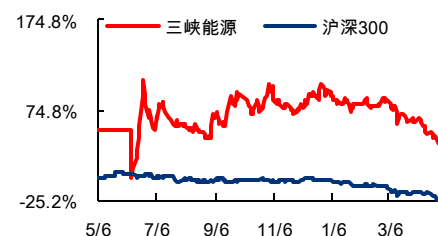
公司主营风能、太阳能的开发运营。公司积极发展陆上风电、光伏发电，大力开发海上风电，深入推动源网荷储一体化和多能互补发展，积极开展抽水蓄能、储能、氢能等业务。公司围绕“风光三峡”和“海上风电引领者”的战略目标，努力打造产业结构合理、资产质量优良、经济效益显著、管理水平先进的世界一流新能源公司。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52 周股价区间（元）	7.99-3.82
总市值（亿元）	1,665.74
流通市值（亿元）	498.83
总股本/流通 A 股（万股）	2,862,095/2,862,095
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	7.89

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：耿梓瑜

010-66554045

gengzy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070028

地项目中获取 685 万千瓦基地项目。2) 21 年，公司分派现金红利 10.83 亿元（含税），分红率接近 30%，公司资金实力强大，分红回报股东。伴随后续可再生能源补贴款拖欠问题逐步解决，公司现金流有望改善。我们认为，在行业高速发展的背景下，公司作为新能源运营的龙头有望充分受益行业发展，巩固龙头地位。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 80.75、98.68、112.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.28、0.34、0.39 元，当前股价对应 22-24 年 PE 值分别为 21、17 和 15 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：装机规模不及预期、发电量不及预期、电价出现下行。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,314.93	15,484.11	22,037.89	28,798.58	35,248.16
增长率（%）	26.33%	36.85%	42.33%	30.68%	22.40%
归母净利润（百万元）	3,610.99	5,642.37	8,075.48	9,867.82	11,250.94
增长率（%）	29.19%	54.42%	37.74%	21.38%	13.59%
净资产收益率（%）	8.62%	8.20%	10.51%	11.42%	11.57%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.28	0.34	0.39
PE	32.24	25.54	20.63	16.88	14.81
PB	2.78	2.42	2.17	1.93	1.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	21044	34876	47925	91858	145311	营业收入	11315	15484	22038	28799	35248
货币资金	1890	13077	18613	52623	97671	营业成本	4788	6440	9678	12995	16309
应收账款	12362	18970	25539	34328	41432	营业税金及附加	105	133	185	242	296
其他应收款	459	816	1161	1518	1857	营业费用	0	0	0	0	0
预付款项	5816	1472	2008	2729	3634	管理费用	555	999	705	1152	1410
存货	79	131	178	252	308	财务费用	2091	2844	3559	4543	5857
其他流动资产	58	28	42	26	25	研发费用	1	7	3	3	3
非流动资产合计	121533	182321	233757	249353	260557	资产减值损失	0.00	-1.66	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	11384	14202	14628	14628	14628	公允价值变动收益	52.71	58.30	58.30	58.30	58.30
固定资产	67030	87864	108985	126598	140819	投资净收益	507.82	1729.75	1000.00	1000.00	1000.00
无形资产	1871	1738	1720	1703	1686	加：其他收益	143.79	198.87	198.87	198.87	198.87
其他非流动资产	6364	10589	10320	10320	10320	营业利润	4303	6784	9165	11121	12630
资产总计	142576	217196	281682	341211	405868	营业外收入	57.19	118.99	118.99	118.99	118.99
流动负债合计	30244	38360	48341	61698	71899	营业外支出	74.92	263.52	138.92	138.92	138.92
短期借款	7821	5504	7500	8500	9800	利润总额	4286	6640	9145	11101	12610
应付账款	11149	18847	25079	35591	43468	所得税	344	554	763	926	1051
预收款项	0	1	1	1	1	净利润	3941	6086	8383	10175	11558
一年内到期的非流动负债	6377	7016	7016	7016	7016	少数股东损益	330	444	307	307	307
非流动负债合计	65897	102241	138125	182933	235982	归属母公司净利润	3611	5642	8075	9868	11251
长期借款	49705	78036	114603	159408	212450	主要财务比率					
应付债券	2993	5492	7490	7490	7490		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	96141	140601	186466	244632	307881	成长能力					
少数股东权益	4522	7765	8073	8380	8688	营业收入增长	26.33%	36.85%	42.33%	30.68%	22.40%
实收资本（或股本）	20000	28571	28621	28621	28621	营业利润增长	27.25%	57.65%	35.10%	21.33%	13.57%
资本公积	9475	23292	23417	23417	23417	归属于母公司净利润增长	27.16%	56.26%	43.12%	22.19%	14.02%
未分配利润	12002	16348	23876	33075	43563	获利能力					
归属母公司股东权益合计	41913	68830	76819	86375	97274	毛利率(%)	57.69%	58.41%	56.09%	54.88%	53.73%
负债和所有者权益	142576	217196	281682	341211	405868	净利率(%)	34.83%	39.31%	38.04%	35.33%	32.79%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	2.53%	2.60%	2.87%	2.89%	2.77%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	8.62%	8.20%	10.51%	11.42%	11.57%
经营活动现金流	8976	8818	17441	23499	25650	偿债能力					
净利润	3941	6086	8383	10175	11558	资产负债率(%)	67%	65%	66%	72%	76%
折旧摊销	3987.50	5189.62	5896.51	7404.33	8796.16	流动比率	0.70	0.91	0.99	1.49	2.02
财务费用	2091	2844	3559	4543	5857	速动比率	0.69	0.91	0.99	1.48	2.02
应收帐款减少	-2544	-6608	-6568	-8789	-7104	营运能力					
预收帐款增加	-6	1	0	0	0	总资产周转率	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
投资活动现金流	-28072	-34897	-56294	-21973	-18973	应收账款周转率	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	53	58	58	58	58	应付账款周转率	1.24	1.03	1.00	0.95	0.89
长期投资减少	0	0	-411	0	0	每股指标（元）					
投资收益	508	1730	1000	1000	1000	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.23	0.28	0.34	0.39
筹资活动现金流	16841	37246	44387	32484	38372	每股净现金流(最新摊薄)	-0.11	0.39	0.19	1.19	1.57
应付债券增加	996	2499	1998	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.10	2.41	2.68	3.02	3.40
长期借款增加	20093	28330	36568	44805	53042	估值比率					
普通股增加	0	8571	50	0	0	P/E	32.24	25.54	20.63	16.88	14.81
资本公积增加	151	13818	124	0	0	P/B	2.78	2.42	2.17	1.93	1.71
现金净增加额	-2255	11166	5535	34010	45049	EV/EBITDA	17.53	16.84	15.28	12.85	11.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，4 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖环保、电力设备新能源等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

研究助理简介

耿梓瑜

金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源及公用行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526