

三峡水利 (600116.SH)

自发电电减少致三季度业绩下滑, 三季度分红 0.05 元/股

优于大市

核心观点

前三季度盈利平稳增长, 自发电电减少致三季度业绩下滑。2024 年前三季度, 公司实现营业收入 81.02 亿元, 同比降低 3.45%; 实现归母净利润 3.83 亿元, 同比提高 13.57%; 实现扣非后归母净利润 3.47 亿元, 同比提高 19.25%, 主要系电量和购销价差同比增加、储能项目和电动重卡充换储用一体化等综合能源项目盈利能力释放及投资收益同比上升所致。第三季度公司实现营业收入 28.87 亿元, 环比提高 5.07%, 同比提高 6.85%; 实现归母净利润 1.54 亿元, 环比降低 29.00%, 同比降低 49.63%; 实现扣非后归母净利润 1.37 亿元, 环比降低 35.85%, 同比降低 50.08%, 公司三季度业绩下降主要系三季度自发电电量同比减少所致。

三季度发电量下滑, 前三季度售电量小幅增长, 售电单价略微下降。公司水电总装机 74.62 万千瓦, 前三季度累计发电量 19.19 亿千瓦时, 同比增长 0.13%, 累计上网电量 18.97 亿千瓦时, 同比增长 0.13%。第三季度公司发电量 6.48 亿千瓦时, 同比下降 38.94%, 环比下降 33.46%。公司下属及控股公司的 24 座电站中, 除公司自有电厂未核定上网电价, 其他电站发电上网均价为 0.3306 元/千瓦时 (不含税)。2024 年前三季度公司售电量 106.92 亿千瓦时, 同比提高 2.82%; 售电均价 0.4864 元/千瓦时 (不含税), 较上年同期的 0.4905 元/千瓦时降低了 0.84%; 第三季度单季度售电量 40.66 亿千瓦时, 同比增长 10.68%, 环比增长 25.13%, 主要系客户用电量增加所致。

三季度分红 0.05 元/股, 提高投资者获得感。公司拟定 2024 年前三季度利润分配方案为: 拟派发现金红利 0.05 元/股 (含税), 共派发现金红利 0.95 亿元; 2024 年前三季度公司集中竞价实施股份回购金额 0.20 亿元, 公司派发的现金红利和回购金额合计约占合并报表归母净利润的 30.04%。

风险提示: 电价大幅下降、来水不及预期、购电成本大幅增加、综合能源业务进度不及预期、锰市场价格波动。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。考虑到公司三季度水电发电量下滑, 同时售电均价小幅下降, 下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 5.81/8.18/9.39 亿元, (原为 6.89/8.45/9.68 亿元), 同比增速 13%/41%/15%; 每股收益 0.30/0.43/0.49 元, 对应公司当前股价为 24.3/17.3/15.0 倍 PE, 维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,093	11,177	10,995	12,983	16,703
(+/-%)	9.0%	0.8%	-1.6%	18.1%	28.7%
净利润(百万元)	476	516	581	818	939
(+/-%)	-44.9%	8.3%	12.7%	40.7%	14.8%
每股收益(元)	0.25	0.27	0.30	0.43	0.49
EBIT Margin	6.1%	5.9%	8.6%	8.7%	8.1%
净资产收益率 (ROE)	4.3%	4.6%	5.0%	6.8%	7.5%
市盈率 (PE)	29.7	27.4	24.3	17.3	15.0
EV/EBITDA	19.6	20.2	16.4	15.5	14.5
市净率 (PB)	1.28	1.27	1.23	1.18	1.12

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

联系人: 崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.39 元
总市值/流通市值	14131/14131 百万元
52 周最高价/最低价	8.36/6.31 元
近 3 个月日均成交额	88.42 百万元

市场走势



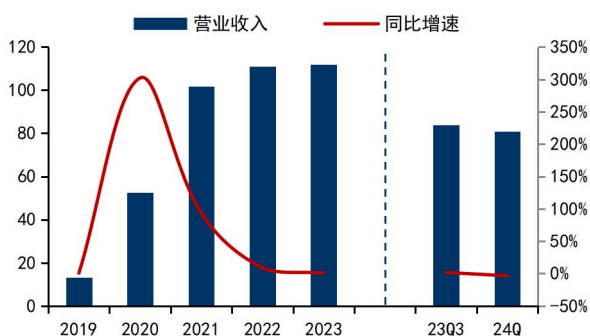
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三峡水利 (600116.SH) - 来水明显转好, 上半年实现归母净利润 2.3 亿元 (+631.7%)》——2024-08-26
- 《三峡水利 (600116.SH) - 三季度发电量同比增长 141.75%, 回购与增持彰显发展信心》——2023-10-26
- 《三峡水利 (600116.SH) - 来水偏枯致业绩承压, 综合能源业务快速发展》——2023-08-20
- 《三峡水利 (600116.SH) - 以配售电为基石, 发力综合能源》——2023-05-15
- 《三峡水利 (600116.SH) - 业绩短期承压, 综合能源业务持续推进》——2023-04-21

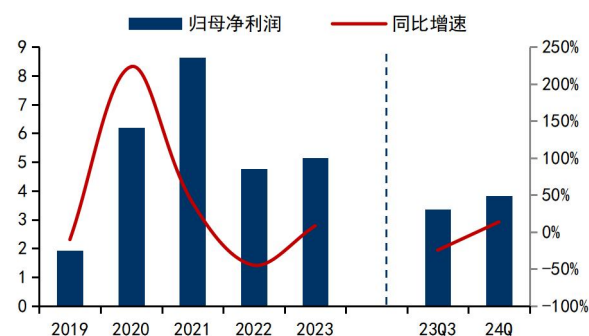
前三季度盈利平稳增长，自发电水减少致三季度业绩下滑。2024 年前三季度，公司实现营业收入 81.02 亿元，同比降低 3.45%；实现归母净利润 3.83 亿元，同比提高 13.57%；实现扣非后归母净利润 3.47 亿元，同比提高 19.25%，主要系售电量和购销价差同比增加、储能项目和电动重卡充换储用一体化等综合能源项目盈利能力释放及投资收益同比上升所致。第三季度公司实现营业收入 28.87 亿元，环比提高 5.07%，同比提高 6.85%；实现归母净利润 1.54 亿元，环比降低 29.00%，同比降低 49.63%；实现扣非后归母净利润 1.37 亿元，环比降低 35.85%，同比降低 50.08%，公司三季度业绩下降主要系三季度自发电水量同比减少所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



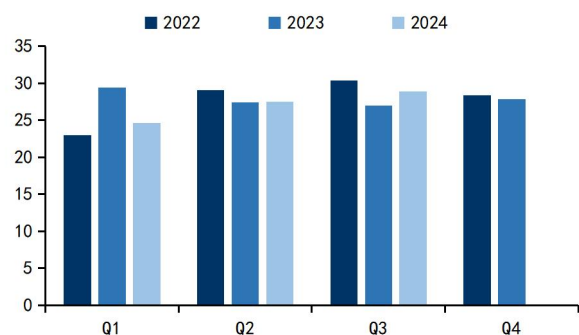
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



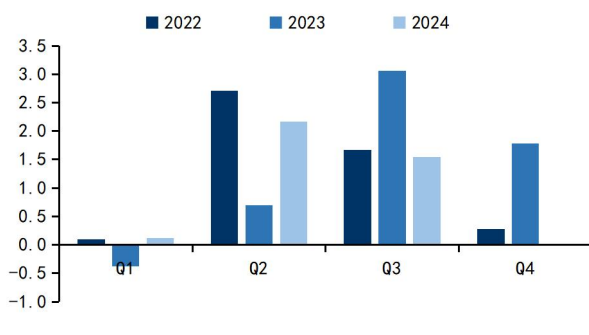
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（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：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



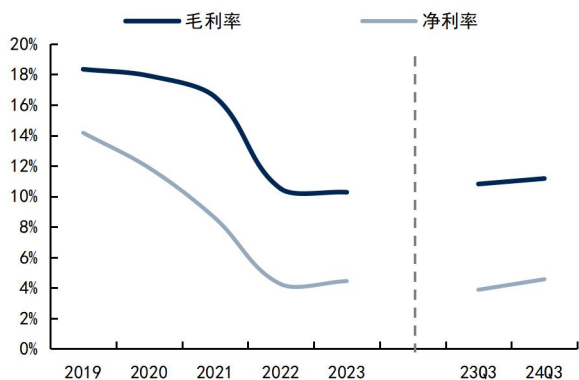
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率显著回升，费用率有所提高。受上半年来水较好、外购电量减少，外购电均价同比下降等因素带动整体业绩增长，公司 2024 年前三季度毛利率为 11.17%，同比增长 0.36pct；净利率为 4.56%，同比增长 0.69pct。公司销售费用率为 0.23%，同比下降 0.04pct；管理费用率为 3.46%，同比提高 0.03pct；财务费用率为 2.23%，同比提高 0.15pct；增加 0.02%的研发费用，主要系全资子公司三峡绿动新增动储一体化底托、光储充放检微电网和电池 BBOX 项目的研发投入所致。公司费用率合计 5.92%，同比提高 0.16pct。

ROE 提高，投资性现金流大幅增长，融资性现金流大幅减少。2024 年前三季度，公司 ROE 为 3.40%，同比上升 0.37pct，主要系净利率同比提高所致。公司经营性净现金流入 5.15 亿元，同比基本持平（-0.58%）；投资性现金流净流出 13.36 亿元，同比提高 50.11%，主要系本期收回投资收到的现金明显减少所致；融资性

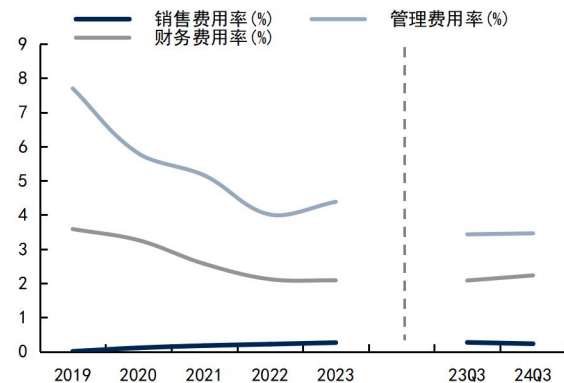
净现金流入 3.89 亿元，同比减少 58.92%，主要系偿还债务支付的现金明显增加所致。

图5: 公司毛利率、净利率情况



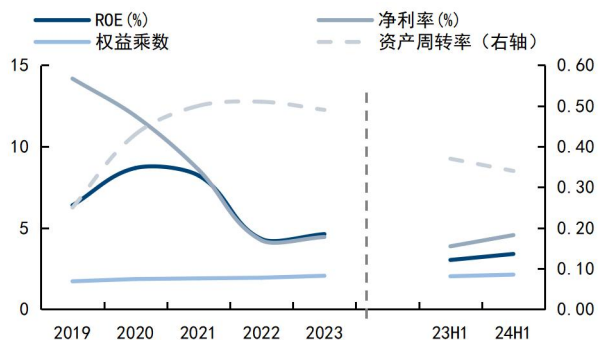
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率情况



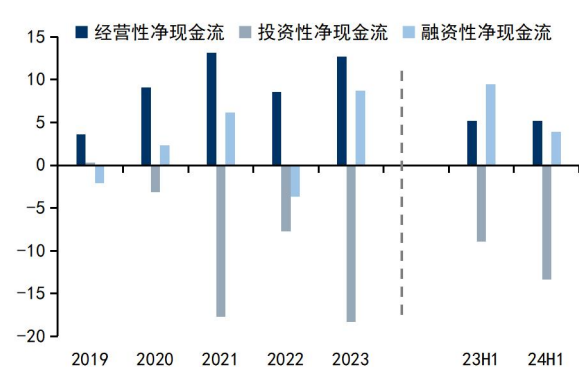
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司 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

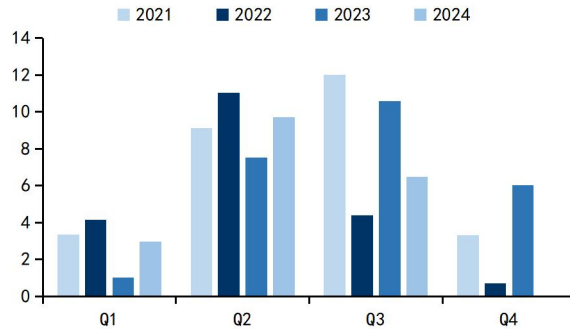
图8: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度发电量下滑，前三季度售电量小幅增长，售电单价略微下降。公司水电总装机 74.62 万千瓦，前三季度累计发电量 19.19 亿千瓦时，同比增长 0.13%，累计上网电量 18.97 亿千瓦时，同比增长 0.13%。第三季度公司发电量 6.48 亿千瓦时，同比下降 38.94%，环比下降 33.46%。公司下属及控股公司的 24 座电站中，除鱼背山电厂、双河电厂、赶场电厂、长滩电厂、灤渡电厂、双泉水电站、大河口水电站为公司自有电厂未核定上网电价，其他电站发电上网均价为 0.3306 元/千瓦时(不含税)。2024 年前三季度公司售电量 106.92 亿千瓦时，同比提高 2.82%；售电均价 0.4864 元/千瓦时(不含税)，较上年同期的 0.4905 元/千瓦时降低了 0.84%；第三季度单季度售电量 40.66 亿千瓦时，同比增长 10.68%，环比增长 25.13%，主要系客户用电量增加所致。

图9：公司各季度发电量（单位：亿 kWh）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

回购与控股股东增持完成。截至9月27日，公司完成回购，通过集中竞价方式类回购0.19亿股，占总股本比例为0.99%，回购均价7.70元/股，支付资金总额1.46亿元，回购股份拟用于员工持股计划或股权激励。截至9月3日公司控股股东长江电力对公司增持计划实施完毕，累计增持0.13亿股，占总股本的0.70%，增持金额约1亿元，控股股东及其一致行动人持股比例增加至24%，其中长江电力直接持股14.48%，三峡电能有限公司持股2.51%，长电宜昌能源投资有限公司持股2.26%，三峡资本控股有限责任公司持股2.12%，长电投资管理有限公司持股1.63%。

三季度分红0.05元/股，提高投资者获得感。公司拟定2024年前三季度利润分配方案为：拟派发现金红利0.05元/股（含税），共派发现金红利0.95亿元；2024年前三季度公司集中竞价实施股份回购金额0.20亿元，公司派发的现金红利和回购金额合计约占合并报表归母净利润的30.04%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司三季度水电发电量下滑，同时售电均价小幅下降，下调盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为5.81/8.18/9.39亿元，（原为6.89/8.45/9.68亿元），同比增速13%/41%/15%；每股收益0.30/0.43/0.49元，对应公司当前股价为24.3/17.3/15.0倍PE，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG 24E	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
003035.SZ	南网能源	4.63	179.17	0.08	0.08	0.15	0.17	64.1	57.9	30.9	27.2	1.28	优于大市
603105.SH	芯能科技	8.61	45.70	0.44	0.46	0.55	0.63	26.3	18.7	15.7	13.7	1.66	优于大市
600452.SH	涪陵电力	10.99	175.78	0.48	0.35	0.36	0.36	27.6	31.0	30.6	30.3	8.62	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：涪陵电力盈利数据取自Wind一致预测。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1667	1883	2063	1772	1808	营业收入	11093	11177	10995	12983	16703
应收款项	1069	1204	1185	1399	1800	营业成本	9928	10029	9631	11320	14612
存货净额	237	294	280	330	429	营业税金及附加	57	51	51	60	77
其他流动资产	1218	1003	987	1165	1499	销售费用	24	29	29	34	44
流动资产合计	4791	4684	4994	5434	6763	管理费用	504	540	527	631	798
固定资产	10195	11332	11263	13478	15544	财务费用	235	233	261	308	394
无形资产及其他	1201	1220	1238	1259	1282	投资收益	175	72	90	90	90
投资性房地产	4024	4254	4254	4254	4254	资产减值及公允价值变动	(178)	26	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	1649	2047	2395	2693	3041	其他收入	153	233	149	301	301
资产总计	21860	23537	24145	27119	30885	营业利润	494	625	704	991	1138
短期借款及交易性金融负债	2785	4966	4966	4991	5264	营业外净收支	54	0	0	0	0
应付款项	1397	1514	1444	1703	2212	利润总额	549	625	705	991	1139
其他流动负债	1090	1080	1032	1218	1582	所得税费用	79	129	145	205	235
流动负债合计	5272	7561	7442	7912	9058	少数股东损益	(6)	(19)	(22)	(31)	(35)
长期借款及应付债券	4570	3622	3951	5916	7882	归属于母公司净利润	476	516	581	818	939
其他长期负债	722	932	994	1060	1173						
长期负债合计	5292	4554	4944	6976	9055	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10564	12114	12387	14888	18112	净利润	476	516	581	818	939
少数股东权益	254	259	246	227	206	资产减值准备	436	(204)	(41)	(60)	(19)
股东权益	11042	11164	11512	12003	12566	折旧摊销	582	635	672	746	862
负债和股东权益总计	21860	23537	24145	27119	30885	公允价值变动损失	436	(204)	(41)	(60)	(19)
						财务费用	235	233	261	308	394
关键财务与估值指标						营运资本变动	32	130	(69)	3	39
每股收益	0.25	0.27	0.30	0.43	0.49	其它	(1107)	394	199	260	302
每股红利	0.15	0.15	0.12	0.17	0.20	经营活动现金流	855	1267	1300	1706	2104
每股净资产	5.77	5.84	6.02	6.28	6.57	资本开支	(697)	(1849)	(579)	(2922)	(2932)
ROIC	3.38%	2.70%	4%	4%	5%	其它投资现金流	196	301	(180)	(288)	(461)
ROE	4.31%	4.62%	5.05%	6.81%	7.47%	投资活动现金流	(770)	(1829)	(1108)	(3508)	(3741)
毛利率	11%	10%	12%	13%	13%	权益性融资	14	69	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	9%	9%	8%	负债净变化	(645)	(948)	329	1966	1966
EBITDA Margin	11%	12%	15%	14%	13%	支付股利、利息	(287)	(287)	(232)	(327)	(376)
收入增长	9%	1%	-2%	18%	29%	其它融资现金流	(318)	1986	0	24	273
净利润增长率	-45%	8%	13%	41%	15%	融资活动现金流	(368)	869	(13)	1511	1672
资产负债率	49%	53%	52%	56%	59%	现金净变动	(84)	217	180	(291)	35
股息率	2.0%	2.0%	1.6%	2.3%	2.7%	货币资金的期初余额	1750	1667	1883	2063	1772
P/E	29.7	27.4	24.3	17.3	15.0	货币资金的期末余额	1667	1883	2063	1772	1808
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	0	(559)	775	(1279)	(952)
EV/EBITDA	19.6	20.2	16.4	15.5	14.5	权益自由现金流	0	479	897	466	974

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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