

三峡能源（600905.SH）

优于大市

电价下降影响业绩表现，新能源项目建设有序推进

核心观点

营业收入实现增长，归母净利润同比下降。2024年，公司实现营业收入297.17亿元（+12.13%），归母净利润61.11亿元（-14.81%）。公司营业收入增长的主要原因系公司新项目投产发电，发电量同比增加；归母净利润同比下降的主要原因是：（1）上网电量结构变化，市场化交易电量比重上升，综合平均电价同比有所下降，同时受电源分布和各地区消纳情况综合影响，发电收入未能随装机规模、发电量增长同比增长；（2）2023年新并网项目在2024年陆续投产，折旧及运营成本随在建工程转固同比增加；（3）计提减值准备14.50亿元，同比增加8.92亿元；（4）参股企业盈利水平波动。

营业收入同比下降，归母净利润小幅增长。2025年第一季度，公司实现营业收入76.28亿元（-3.47%），归母净利润24.47亿元（+1.16%），扣非归母净利润20.85亿元（-13.87%）。公司营收下降的原因：受部分地区新能源电力市场消纳、市场交易影响，综合电价同比下降，导致收入下降。公司归母净利润同比增长的原因是公司战略调整聚焦主业，处置水电板块业务产生的收益金额较大，非经常性损益同比增加。

新能源项目建设推进，装机容量有望持续增长。公司持续深化海上风电布局，聚焦广东、福建、江苏，拓展山东、辽宁、海南、上海、天津、浙江、广西等区域，继续加大资源储备力度，稳步推进项目核准、建设和投产。同时持续拓展陆上清洁能源大基地开发，全力推进大基地项目落地，加大外送通道资源获取力度，围绕内蒙古、新疆等重点区域，谋划一批规模化开发陆上风光项目。截至2024年底，公司在建项目的计划装机容量为1643.85万千瓦，其中风电486.84万千瓦，光伏745.01万千瓦，抽水蓄能360万千瓦。“136号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

风险提示：电量下降；电价下滑；项目投运不及预期；行业政策变化风险。

投资建议：由于电价下降影响，下调公司盈利预测。预计2025-2027年公司归母净利润分别为67.4/72.3/77.4亿元（2025-2026年原预测值为80/89亿元），分别同比增长10.2%/7.4%/7.1%；EPS分别为0.24/0.25/0.27元，当前股价对应PE为18.2/16.9/15.8X。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,485	29,717	32,483	35,063	38,425
(+/-%)	11.2%	12.2%	9.3%	7.9%	9.6%
净利润(百万元)	7181	6111	6736	7232	7744
(+/-%)	0.4%	-14.9%	10.2%	7.4%	7.1%
每股收益(元)	0.25	0.21	0.24	0.25	0.27
EBIT Margin	48.1%	45.8%	45.4%	45.3%	44.0%
净资产收益率(ROE)	8.7%	7.0%	7.4%	7.5%	7.6%
市盈率(PE)	17.1	20.0	18.2	16.9	15.8
EV/EBITDA	15.2	14.9	15.1	14.8	14.8
市净率(PB)	1.48	1.41	1.34	1.27	1.20

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

证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn cncuijiacheng@guosen.com.cn S0980524120001

联系人：崔佳诚 021-60375416

基础数据

投资评级 优于大市(维持)

合理估值

收盘价 4.26元

总市值/流通市值 121915/121783百万元

52周最高价/最低价 5.33/4.01元

近3个月日均成交额 449.27百万元

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）-电量增长使得营收提升，电价下降影响利润》——2024-11-03

《三峡能源（600905.SH）-电价下降影响业绩表现，在建项目装机容量较大》——2024-09-01

《三峡能源（600905.SH）-业绩表现稳健，新能源装机容量增长较大》——2024-05-01

《三峡能源（600905.SH）-多重因素影响致盈利下降，新能源项目稳步推进》——2023-10-30

《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》——2023-08-31

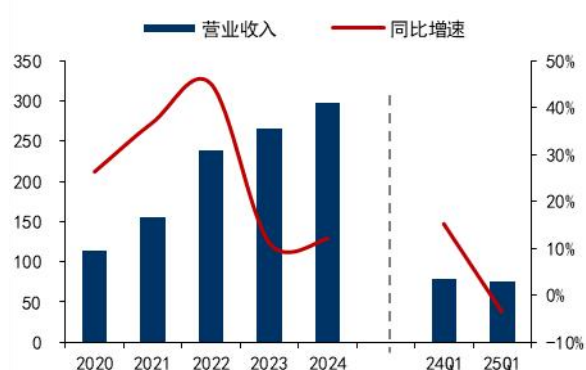
营业收入实现增长，归母净利润同比下降。2024 年，公司实现营业收入 297.17 亿元（+12.13%），归母净利润 61.11 亿元（-14.81%），扣非归母净利润 60.56 亿元（-13.60%）。公司营业收入增长的主要原因系公司新项目投产发电，发电量同比增加；归母净利润同比下降的主要原因是：（1）上网电量结构变化，市场化交易电量比重上升，综合平均电价同比有所下降，2024 年风电平均电价 0.4532 元/KWh（-7.95%），光伏发电平均电价 0.3673 元/KWh（-25.61%）；同时受电源分布和各地区消纳情况综合影响，发电收入未能随装机规模、发电量增长同比增长；（2）2023 年新并网项目在 2024 年陆续投产，折旧及运营成本随在建工程转固同比增加；（3）计提减值准备 14.50 亿元，同比增加 8.92 亿元；（4）参股企业盈利水平波动。

营业收入同比下降，归母净利润小幅增长。2025 年第一季度，公司实现营业收入 76.28 亿元（-3.47%），归母净利润 24.47 亿元（+1.16%），扣非归母净利润 20.85 亿元（-13.87%）。公司营收下降的原因：受部分地区新能源电力市场消纳、市场交易影响，综合电价同比下降，导致收入下降。公司归母净利润同比增长的原因：（1）受新投产项目数量和电源类别变化等影响，试运行收入同比减少，折旧及运营成本同比增加较多；（2）公司战略调整聚焦主业，处置水电板块业务产生的收益金额较大，非经常性损益同比增加。

2024 年，公司累计发电量 719.52 亿千瓦时，同比增长 30.40%。其中，风电发电量 451.73 亿千瓦时，同比增长 15.96%（陆上风电发电量 293.95 亿千瓦时，同比增长 11.56%；海上风电发电量 157.78 亿千瓦时，同比增长 25.16%）；太阳能发电量 254.01 亿千瓦时，同比增长 65.44%；水电发电量 8.20 亿千瓦时，同比增长 6.36%；独立储能发电量 5.58 亿千瓦时，同比增长 469.39%。

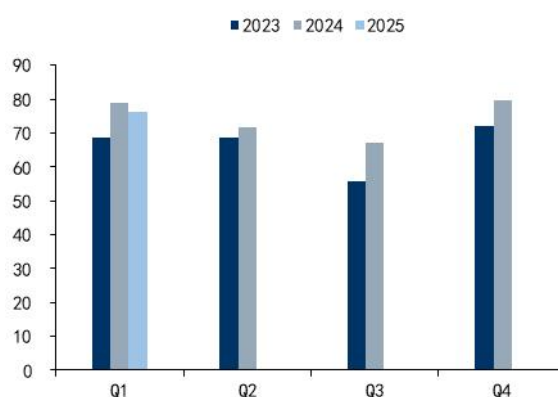
公司 2025 年第一季度发电量 197.83 亿千瓦时，同比增长 11.55%。其中，风电发电量 133.68 亿千瓦时，同比增长 11.21%（陆上风电发电量 90.32 亿千瓦时，同比增长 20.30%；海上风电发电量 43.36 亿千瓦时，同比下降 3.90%）；太阳能发电量 62.34 亿千瓦时，同比增长 12.93%；独立储能发电量 1.81 亿千瓦时，同比增长 84.69%。公司自 2025 年 1 月起不再控股水电项目装机，未产生水电发电量。

图1：三峡能源营业收入及增速（单位：亿元）



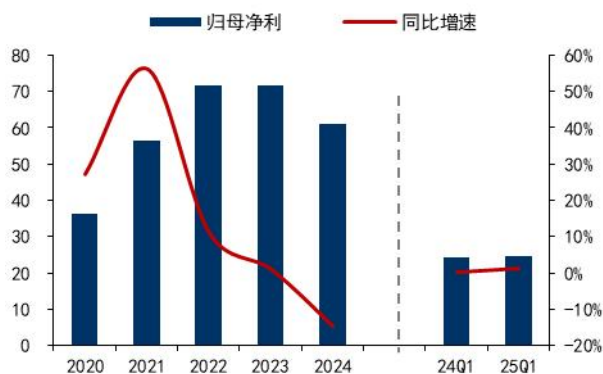
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三峡能源单季营业收入（单位：亿元）



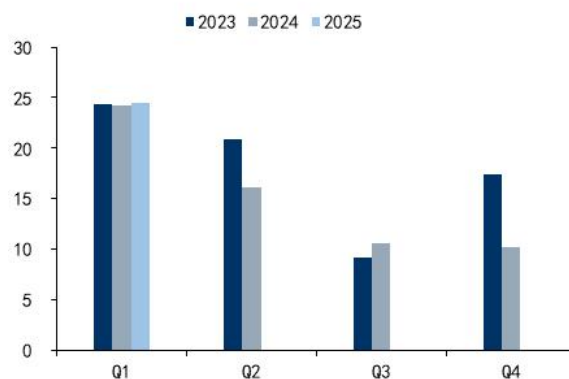
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

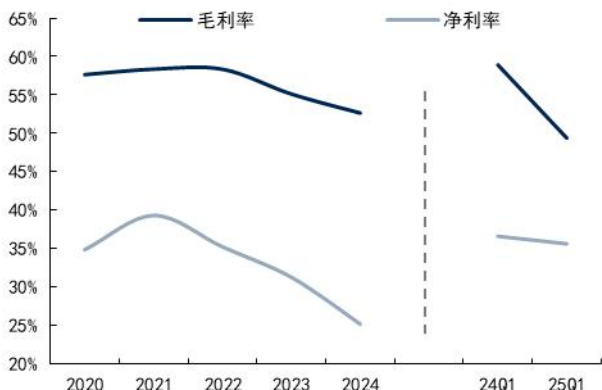
图4：三峡能源单季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

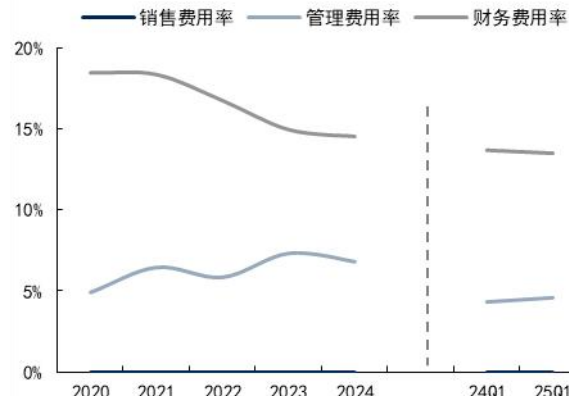
毛利率下降，费用率减少，净利率水平下行。2024年，公司毛利率为52.63%，同比减少2.50pct，主要系电价下降及折旧运营成本增加影响。费用率方面，2024年，公司财务费用率、管理费用率分别为14.50%、6.81%，财务费用率、管理费用率分别同比减少0.43、0.51pct，费用率水平有所下降。同期内，受毛利率下降及减值增加影响，公司净利率较2023年同期减少6.13pct至25.10%。

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

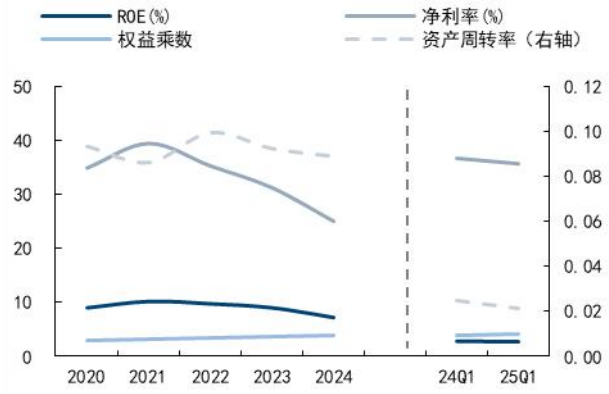
ROE下降，经营性净现金流有所增长。2024年，由于净利率下降，公司ROE下行，较2023年同期减少1.77pct至7.22%。现金流方面，2024年，公司经营性净现金流为188.97亿元，同比增长30.97%，主要系新项目投产发电，电费回收增加；投资性净现金流流出316.68亿元，同比有所下降，主要系在建工程和固定资产的资金减少；融资性净现金流131.29亿元，同比下降37.40%，主要系投入在建工程和固定资产的资金减少，债务筹资同比减少。

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

新能源项目建设推进，装机容量有望持续增长。公司持续深化海上风电布局，聚焦广东、福建、江苏，拓展山东、辽宁、海南、上海、天津、浙江、广西等区域，继续加大资源储备力度，稳步推进项目核准、建设和投产，进一步落实“海上风电引领者”战略。同时持续拓展陆上清洁能源大基地开发，全力推进大基地项目落地，加大外送通道资源获取力度，围绕内蒙古、新疆、青海、甘肃等重点区域，谋划一批规模化开发陆上风光项目。2024 年，公司新增装机容量 791.70 万千瓦，其中风电 301.55 万千瓦，光伏 444.15 万千瓦。截至 2024 年底，公司在建项目的计划装机容量为 1643.85 万千瓦，其中风电 486.84 万千瓦，光伏 745.01 万千瓦，抽水蓄能 360 万千瓦。“发改价格〔2025〕136 号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

投资建议：由于电价下降影响，下调公司盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 67.4/72.3/77.4 亿元（2025-2026 年原预测值为 80/89 亿元），分别同比增长 10.2%/7.4%/7.1%；EPS 分别为 0.24/0.25/0.27 元，当前股价对应 PE 为 18.2/16.9/15.8X。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				ROE (24A)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
600011.SH	华能国际	7.20	1,130	0.65	0.76	0.81	0.85	11.1	9.5	8.9	8.5	7.4%	优于大市
600795.SH	国电电力	4.51	804	0.55	0.42	0.47	0.51	8.2	10.7	9.6	8.8	17.5%	优于大市
001289.SZ	龙源电力	16.78	1,403	0.76	0.85	0.89	0.94	22.1	19.7	18.9	17.9	8.7%	优于大市

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5100	5431	16017	8982	10260	营业收入	26485	29717	32483	35063	38425
应收款项	37698	45902	48133	50348	52628	营业成本	11885	14078	15848	17100	19232
存货净额	353	470	310	271	287	营业税金及附加	200	238	260	280	307
其他流动资产	4323	3122	4532	4766	4874	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	47473	54925	68991	64367	68048	管理费用	2186	2370	2391	2459	2652
固定资产	213652	246696	298394	342202	387511	财务费用	3955	4310	4908	5621	5831
无形资产及其他	5328	6453	7550	8647	9744	投资收益	715	667	867	967	1067
投资性房地产	27855	31168	31168	31168	31168	资产减值及公允价值变动	9	(661)	(989)	(887)	(862)
长期股权投资	17400	17629	17629	17629	17629	其他收入	7	(202)	346	261	254
资产总计	311708	356871	423732	464013	514100	营业利润	8991	8525	9300	9945	10862
短期借款及交易性金融负债	14660	30742	86678	122350	162922	营业外净收支	27	35	135	185	(15)
应付款项	26465	28914	24258	15000	10000	利润总额	9018	8560	9435	10130	10847
其他流动负债	5615	3728	4183	3890	3815	所得税费用	748	1103	1216	1305	1397
流动负债合计	46741	63384	115119	141239	176737	少数股东损益	1089	1346	1484	1593	1706
长期借款及应付债券	138752	152193	161593	169593	177593	归属于母公司净利润	7181	6111	6736	7232	7744
其他长期负债	30729	37648	37648	37648	37648	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	169482	189841	199241	207241	215241	净利润	7181	6111	6736	7232	7744
负债合计	216223	253225	314360	348480	391977	资产减值准备	(460)	670	328	98	76
少数股东权益	12956	16929	17968	19083	20277	折旧摊销	9629	11673	14163	15840	17923
股东权益	82529	86717	91433	96495	101916	公允价值变动损失	(460)	670	328	98	76
负债和股东权益总计	311708	356871	423760	464058	514170	财务费用	3955	4310	4908	5621	5831
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(6577)	(6561)	(7674)	(11963)	(7478)
每股收益	0.25	0.21	0.24	0.25	0.27	其它	5104	6333	4751	5671	5882
每股红利	0.08	0.08	0.07	0.08	0.08	经营活动现金流	14417	18897	18633	16976	24222
每股净资产	2.88	3.03	3.19	3.37	3.56	资本开支	(41112)	(30874)	(67916)	(61191)	(64855)
ROIC	5%	5%	4%	4%	3%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9%	7%	7%	7%	8%	投资活动现金流	(41005)	(31668)	(67916)	(61191)	(64855)
毛利率	55%	53%	51%	51%	50%	权益性融资	1238	2926	0	0	0
EBIT Margin	48%	46%	45%	45%	44%	负债净变化	34214	13528	9400	8000	8000
EBITDA Margin	84%	85%	89%	90%	91%	支付股利、利息	(2233)	(2232)	(2021)	(2170)	(2323)
收入增长	11%	12%	9%	8%	10%	其它融资现金流	(17246)	(4280)	55936	35671	40572
净利润增长率	0%	-15%	10%	7%	7%	融资活动现金流	20988	13129	59274	36848	41485
资产负债率	74%	76%	78%	79%	80%	现金净变动	(5466)	331	9990	(7367)	852
息率	1.8%	1.8%	1.6%	1.8%	1.9%	货币资金的期初余额	10566	5100	5431	16017	8982
P/E	17.1	20.0	18.2	16.9	15.8	货币资金的期末余额	5100	5431	15421	8650	9834
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(13895)	(48593)	(43473)	(39696)
EV/EBITDA	15.2	14.9	15.1	14.8	14.8	权益自由现金流	0	(4647)	12467	(4699)	3796

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