

三峡能源 (600905.SH)

优于大市

电价下降影响业绩表现，在建项目装机容量较大

核心观点

营业收入实现增长，归母净利润同比下降。2024年上半年，公司实现营业收入150.59亿元，同比增长9.89%；归母净利润40.39亿元，同比下降10.58%；扣非归母净利润40.38亿元，同比下降8.59%。2024年第二季度，公司实现营业收入71.60亿元，同比增长4.51%；归母净利润16.17亿元，同比下降22.91%；扣非归母净利润16.17亿元，同比下降20.22%。公司营业收入同比增长主要原因系上半年公司新项目投产发电，发电量较上年同期增加。归母净利润同比下降主要原因是：（1）平价电量增加、占总上网电量的比重上升，且上网电量结构变化，同时市场化交易存在波动性，总体电价同比下降；（2）受电源分布和各地区消纳情况综合影响，发电收入增幅放缓；（3）参股企业盈利水平波动，投资收益同比下降18.59%。

绿电消纳政策持续出台，新能源消纳有望改善。国家政策大力推动新能源消纳水平提升，预计未来新能源消纳水平将逐步改善，且随着新能源市场化比例增加，市场化交易对新能源电价的影响将逐步弱化，新能源板块的盈利将逐步稳定。

新能源装机持续增长，业绩有望稳步提升。2024年上半年，公司新增并网装机132.64万千瓦，其中风电新增并网20.80万千瓦，太阳能发电新增并网75.84万千瓦。截至2024年6月，公司累计装机容量4137.08万千瓦，其中风电1962.46万千瓦，光伏2058.26万千瓦。2024年上半年，公司新增获取核准/备案项目容量144.12万千瓦，其中风电20万千瓦，光伏124.12万千瓦；在建项目计划装机容量合计2347.70万千瓦，其中风电551.14万千瓦，光伏1334.56万千瓦，抽水蓄能360万千瓦。公司在建项目装机规模较大，未来项目投运将驱动公司业绩稳健增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期；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2024-2026年公司归母净利润分别为81/92/100亿元（原预测值为88/101/113亿元），分别同比增长13.2%/12.7%/9.1%；EPS分别为0.28/0.32/0.35元，当前股价对应PE为16.1/14.3/13.1X。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)	23,812	26,485	31,563	35,835	39,911
(+/-%)	53.8%	11.2%	19.2%	13.5%	11.4%
净利润(百万元)	7155	7181	8132	9162	9995
(+/-%)	26.8%	0.4%	13.2%	12.7%	9.1%
每股收益(元)	0.25	0.25	0.28	0.32	0.35
EBIT Margin	52.8%	48.1%	42.5%	42.1%	41.8%
净资产收益率(ROE)	9.3%	8.7%	9.2%	9.7%	9.8%
市盈率(PE)	18.3	18.2	16.1	14.3	13.1
EV/EBITDA	14.9	15.5	15.9	15.1	14.5
市净率(PB)	1.70	1.58	1.48	1.38	1.29

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 4.57元
总市值/流通市值 130799/130637百万元
52周最高价/最低价 4.99/4.08元
近3个月日均成交额 517.50百万元

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)-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

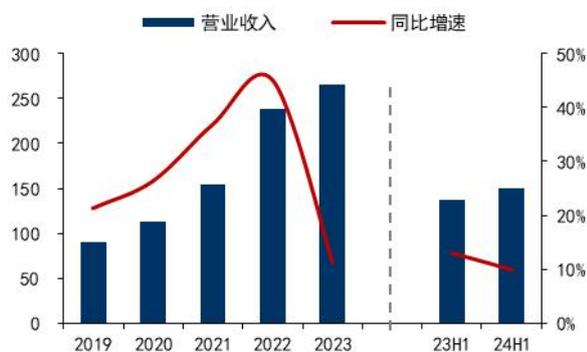
《三峡能源(600905.SH)-成本提升致盈利下降，新能源项目资源储备充足》——2023-08-31

《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

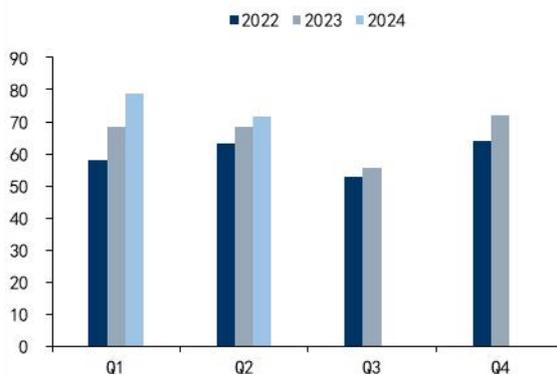
营业收入实现增长，归母净利润同比下降。2024年上半年，公司实现营业收入150.59亿元，同比增长9.89%；归母净利润40.39亿元，同比下降10.58%；扣非归母净利润40.38亿元，同比下降8.59%。2024年第二季度，公司实现营业收入71.60亿元，同比增长4.51%；归母净利润16.17亿元，同比下降22.91%；扣非归母净利润16.17亿元，同比下降20.22%。公司营业收入同比增长主要原因系上半年公司新项目投产发电，发电量较上年同期增加。归母净利润同比下降主要原因是：（1）平价电量增加、占总上网电量的比重上升，且上网电量结构变化，同时市场化交易存在波动性，总体电价同比下降；（2）受电源分布和各地区消纳情况综合影响，发电收入增幅放缓；（3）参股企业盈利水平波动，投资收益同比下降18.59%。

图1：三峡能源营业收入及增速（单位：亿元）



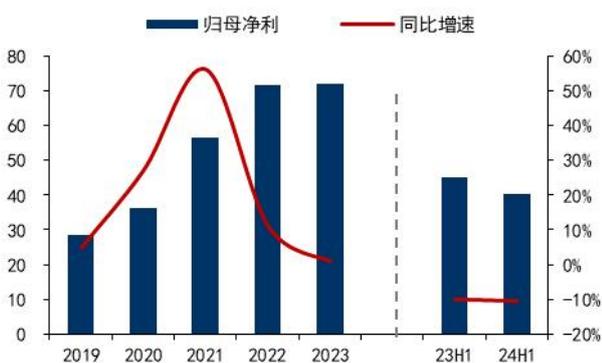
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三峡能源单季营业收入（单位：亿元）



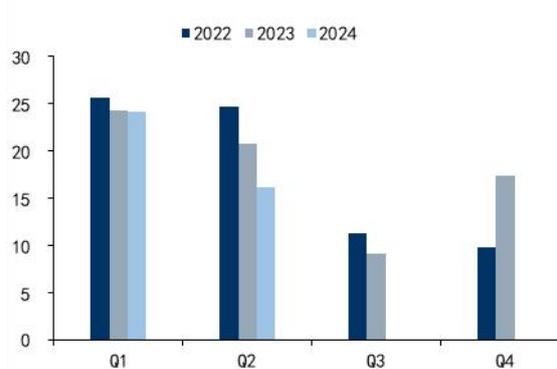
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



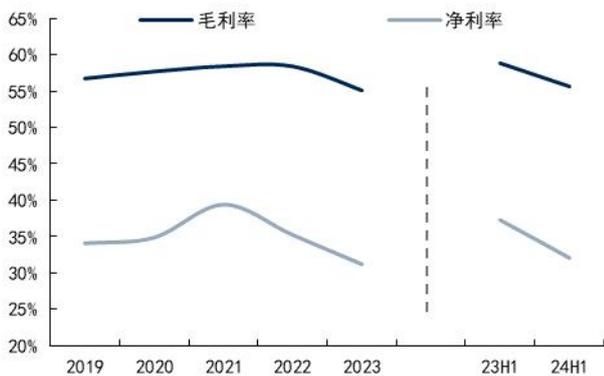
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024年上半年，公司发电量361.18亿千瓦时，同比增长28.58%。风电发电量230.58亿千瓦时（+12.04%），其中陆上风电发电量152.11亿千瓦时（+7.29%），海上风电发电量78.47亿千瓦时（+22.55%）；太阳能发电量126.18亿千瓦时，（+73.28%）；水电发电量2.57亿千瓦时（+27.23%）；独立储能完成发电量1.85亿千瓦时（+640.00%）。2024年第二季度，公司发电量183.83亿千瓦时（+28.47%）。其中，风电发电量110.38亿千瓦时（+7.71%），其中陆上风电发电量77.03亿千瓦时（+3.52%），海上风电发电量33.35亿千瓦时（+18.81%）；太阳能发电量70.98亿千瓦时（+80.43%）；水电发电量1.60亿千瓦时（+36.75%）；独立储能

完成发电量 0.87 亿千瓦时 (+770.00%)。

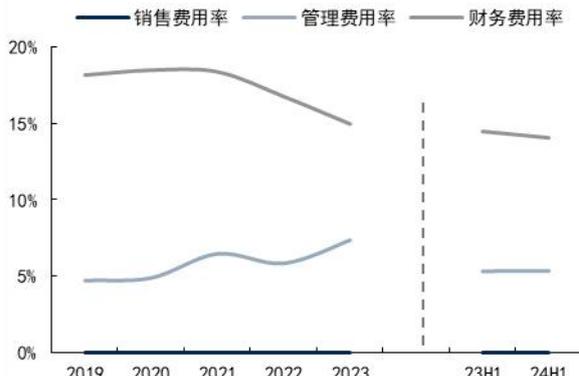
毛利率下降，费用率减少，净利率水平下行。2024H1，公司毛利率为 55.68%，同比减少 3.14pct，主要系电价下降影响。费用率方面，2024H1，公司财务费用率、管理费用率分别为 14.02%、5.36%，财务费用率同比减少 0.43pct、管理费用率同比增加 0.02pct，整体费用率水平有所下降。同期内，受毛利率下降影响，公司净利率较 2023 年同期减少 5.14pct 至 32.08%。

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

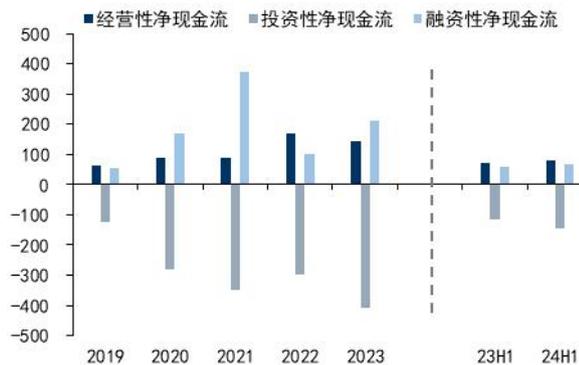
图6：三峡能源三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

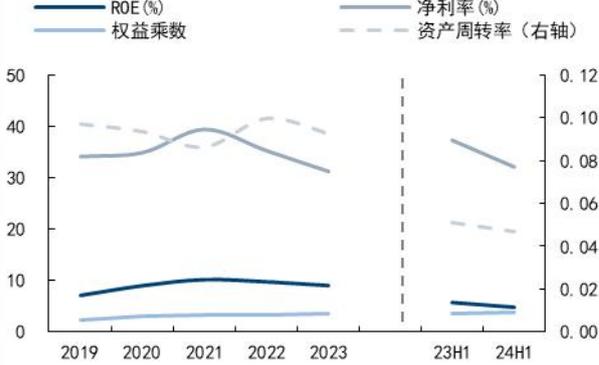
ROE 下降，经营性净现金流改善。2024H1，由于净利率下降，公司 ROE 下行，较 2023 年同期减少 0.93pct 至 4.77%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 81.18 亿元，同比增长 15.55%，主要系新投产运营的风光项目较多，上网电量、售电收入增幅较大；投资性净现金流流出 145.47 亿元，同比增加 24.45%，主要系并网装机规模同比增加，资金支出较大所致；融资性净现金流 68.57 亿元，同比增加 17.04%，主要系投资增加，多渠道筹措资金保障项目资金需求。

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

绿电消纳政策持续出台，新能源消纳有望改善。2024 年 5 月，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，强调提升电力系统对新能源的消纳能力，确保新能源大规模发展的同时保持合理利用水平。同期国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，提出加快建设大型风电光伏基地外送通道，提升跨省跨区输电能力；加快配电网改造，提升分布式新能源承载力；通过采取以上举措增强新能源消纳能力。2024 年 8 月，中共中央、国务院印发《关

于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，提出鼓励用户扩大绿色能源消费；后续国家陆续出台政策推动电解铝、数据中心消纳绿电。整体来看，国家政策大力推动新能源消纳水平提升，预计未来新能源消纳水平将逐步改善，且随着新能源市场化比例增加，市场化交易对新能源电价的影响将逐步弱化，新能源板块的盈利将逐步稳定。

新能源装机持续增长，业绩有望稳步提升。2024年上半年，公司新增并网装机132.64万千瓦，其中风电新增并网20.80万千瓦，太阳能发电新增并网75.84万千瓦。截至2024年6月，公司累计装机容量4137.08万千瓦，其中风电1962.46万千瓦，光伏2058.26万千瓦。2024年上半年，公司新增获取核准/备案项目容量144.12万千瓦，其中风电20万千瓦，光伏124.12万千瓦；在建项目计划装机容量合计2347.70万千瓦，其中风电551.14万千瓦，光伏1334.56万千瓦，抽水蓄能360万千瓦。公司在建项目装机规模较大，未来项目投运将驱动公司业绩稳健增长。

投资建议：由于电价下降影响，下调公司盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为81/92/100亿元（原预测值为88/101/113亿元），分别同比增长13.2%/12.7%/9.1%；EPS分别为0.28/0.32/0.35元，当前股价对应PE为16.1/14.3/13.1X。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 (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
600821.SH	金开新能	5.16	103	0.4	0.5	0.71	0.87	12.90	10.32	7.27	5.93	9.0%	优于大市
600795.SH	国电电力	5.35	954	0.31	0.54	0.52	0.56	17.26	9.91	10.29	9.55	11.5%	优于大市
001289.SZ	龙源电力	15.18	1,269	0.75	0.81	0.9	1.00	20.24	18.74	16.87	15.18	8.8%	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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10566	5100	16017	10693	10720	营业收入	23812	26485	31563	35835	39911
应收款项	28439	37698	40121	42477	44817	营业成本	9906	11885	16268	18667	20976
存货净额	222	353	541	672	791	营业税金及附加	170	200	239	271	302
其他流动资产	3577	4323	4576	5476	6133	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	42804	47473	61255	59318	62461	管理费用	1632	2186	2279	2408	2514
固定资产	172410	213652	257488	292920	328403	财务费用	3987	3955	4575	5504	6181
无形资产及其他	4955	5328	5694	6059	6425	投资收益	1347	715	1015	965	1465
投资性房地产	25478	27855	27855	27855	27855	资产减值及公允价值变动	(451)	9	514	816	616
长期股权投资	16481	17400	17400	17400	17400	其他收入	204	7	380	522	509
资产总计	262127	311708	369692	403552	442544	营业利润	9217	8991	10112	11287	12528
短期借款及交易性金融负债	18633	14660	19037	82847	109239	营业外净收支	(148)	27	127	177	(23)
应付款项	24916	26465	60801	15000	10000	利润总额	9069	9018	10239	11464	12505
其他流动负债	3605	5615	8929	9397	10944	所得税费用	686	748	870	917	1000
流动负债合计	47155	46741	88767	107244	130183	少数股东损益	1227	1089	1236	1384	1510
长期借款及应付债券	106091	138752	148152	156152	164152	归属于母公司净利润	7155	7181	8132	9162	9995
其他长期负债	20922	30729	30729	30729	30729	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	127013	169482	178882	186882	194882	净利润	7155	7181	8132	9162	9995
负债合计	174168	216223	267649	294126	325065	资产减值准备	508	(460)	(5)	(1)	(1)
少数股东权益	10908	12956	13821	14790	15847	折旧摊销	7877	9629	11677	13071	14675
股东权益	77051	82529	88222	94636	101632	公允价值变动损失	508	(460)	(5)	(1)	(1)
负债和股东权益总计	262127	311708	369692	403552	442543	财务费用	3987	3955	4575	5504	6181
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(7764)	(6577)	34790	(48720)	(6569)
每股收益	0.25	0.25	0.28	0.32	0.35	其它	8587	5104	4430	5509	5774
每股红利	0.08	0.08	0.09	0.10	0.10	经营活动现金流	16871	14417	59019	(20980)	23873
每股净资产	2.69	2.88	3.08	3.31	3.55	资本开支	(27731)	(41112)	(56475)	(49198)	(50949)
ROIC	6%	5%	5%	5%	4%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9%	9%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(29790)	(41005)	(56475)	(49198)	(50949)
毛利率	58%	55%	48%	48%	47%	权益性融资	2090	1238	0	0	0
EBIT Margin	53%	48%	43%	42%	42%	负债净变化	21421	34214	9400	8000	8000
EBITDA Margin	86%	84%	80%	79%	79%	支付股利、利息	(2175)	(2232)	(2440)	(2749)	(2998)
收入增长	54%	11%	19%	14%	11%	其它融资现金流	(11775)	(17246)	4377	63810	26391
净利润增长率	27%	0%	13%	13%	9%	融资活动现金流	10273	20988	7778	64523	26677
资产负债率	71%	74%	76%	77%	77%	现金净变动	(2512)	(5466)	10321	(5655)	(399)
息率	1.7%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	13077	10566	5100	16017	10693
P/E	18.3	18.2	16.1	14.3	13.1	货币资金的期末余额	10566	5100	15421	10362	10294
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(26388)	2276	(70974)	(27482)
EV/EBITDA	14.9	15.5	15.9	15.1	14.5	权益自由现金流	0	(9420)	11867	(4228)	1223

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±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±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