

公司研究 | 点评报告 | 三峡水利（600116.SH）

来水偏枯电量承压，多重因素压制业绩

报告要点

2024 年受高毛利自发电量减少、外购电量比重提升影响，公司电力销售业务毛利率为 10.56%，同比减少 0.61 个百分点。但在售电量平稳增长的带动下，公司 2024 年全年电力业务实现营业收入 3.44 亿元，同比增长 2.18%。但受到减值计提、其他业务亏损等多重减利因素的压制，公司 2024 年实现归母净利润 3.19 亿元，同比减少 39.94%。2025 年一季度受来水偏枯与需求偏弱影响，自发电量与售电量均同比降低，但电价同比增长 1.32%，部分缓解电力主业经营压力。但受投资收益亏损等多重因素影响，一季度公司亏损 433 万元。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003
SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

三峡水利 (600116.SH)

2025-05-02

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

来水偏枯电量承压，多重因素压制业绩

事件描述

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营业收入 103.22 亿元，同比降低 7.65%；实现归母净利润 3.10 亿元，同比减少 39.94%；2025 年一季度公司实现营业收入 22.71 亿元，同比减少 7.92%；归母净利润亏损 433 万元，同比减少 136.44%。

事件评论

- **来水偏枯自发电量减少，售电量增长主导经营。**2024 年，公司自发电量 21.04 亿千瓦时，同比减少 16.44%，主因系公司自有水电站所处流域来水偏枯。在需求持续修复的拉动下，公司售电量达到 142.46 亿千瓦时，同比增长 1.94%。电价方面，2024 年公司售电均价为 0.4883 元/千瓦时（不含税），同比微降 0.08%。因此，2024 年公司电力销售业务实现营业收入 69.56 亿元，同比增长 0.65%，但或受高毛利自发电量减少、而外购电量比重提升影响，公司电力销售业务毛利率为 10.56%，同比减少 0.61 个百分点。但在售电量平稳增长的带动下，公司 2024 年全年电力业务实现营业利润 3.44 亿元，同比增长 2.18%。
- **综合能源业务快速增长，多重因素压制业绩表现。**2024 年，在万州经开区九龙园热电联产项目持续盈利和电动重卡充换储一体化等综合能源项目顺利投产并实现利润的拉动下，公司综合能源业务实现营业利润 1.06 亿元，同比增长 14.51%。虽然公司主业均实现稳健增长，但多重因素共同压制公司业绩表现：1) 公司计提信用减值损失 1.11 亿元；2) 公司对锰业及贸易资产组计提资产减值损失 0.41 亿元；3) 其他业务亏损 1.58 亿元，主因系受到贸易业务规模缩减、电解锰市场价格同比下滑、产能利用率下降、矿石开采量不足等影响，2024 年锰业和贸易业务亏损程度扩大，共同拖累了公司整体业绩表现。**整体来看，虽然公司电力主业与综合能源业务表现稳健，但是在多重减利因素的压制下，公司 2024 年实现归母净利润 3.10 亿元，同比减少 39.94%。**
- **来水偏枯限制自发电量，一季度业绩显著承压。**2025 年一季度，由于公司水电站所处流域来水偏枯，公司自发电量 2.77 亿千瓦时，同比下降 7.1%。同时受年初以来需求偏弱影响，公司售电量完成 30.67 亿千瓦时，同比减少 9.16%。但公司的售电均价（不含税）实现 0.4978 元/千瓦时，同比增长 1.32%，一定程度缓解电力主业的经营压力。同时，高毛利的自发电量占比提升，在一季度营业收入同比减少 7.92%的情况下，公司仍实现毛利利润 1.69 亿元，毛利率同比提升 1.03 个百分点。但由于公司一季度投资收益亏损 1664 万元，同时资产处置亏损 90 万元，其他收益同比减少 975 万元，共同压制一季度业绩表现，2025 年一季度公司亏损 433 万元。
- **投资建议：**根据最新财务数据，我们调整公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.26 元、0.32 元和 0.37 元，对应 PE 分别为 26.39 倍、21.31 倍和 18.71 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、来水不及预期风险；
- 2、项目扩张不及预期风险。

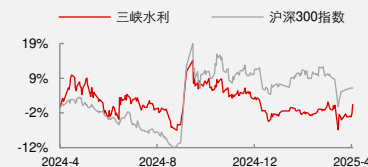
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	6.92
总股本(万股)	191,214
流通A股/B股(万股)	191,214/0
每股净资产(元)	5.77
近12月最高/最低价(元)	8.36/6.26

注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《来水偏枯限制自发电量，单季经营业绩有所承压》2024-10-26
- 《来水稳步修复，业绩加速增长》2024-08-25
- 《来水修复压力释放，经营业绩逐季改善》2024-05-05



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、来水不及预期风险。公司收入端核心影响因素之一为来水情况，若后续来水受降雨影响持续偏枯，将对公司电量产生不利影响，进而进一步加大公司业绩压力。
- 2、项目扩张不及预期风险。公司未来成长依赖于大量的新建项目的投产运营，若项目扩张不及预期，将会对未来公司营收或成长产生一定影响，从而弱化公司远期成长空间。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10322	10569	11161	11964	货币资金	1685	1718	1727	1762
营业成本	9258	9385	9798	10452	交易性金融资产	973	973	973	973
毛利	1064	1184	1363	1512	应收账款	1194	1142	1325	1320
%营业收入	10%	11%	12%	13%	存货	408	303	440	353
营业税金及附加	51	53	56	60	预付账款	127	129	134	143
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	939	996	992	1079
销售费用	28	28	30	32	流动资产合计	5327	5262	5591	5630
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	2084	2134	2184	2234
管理费用	440	451	476	510	投资性房地产	152	152	152	152
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	10941	11856	12709	13498
研发费用	2	2	2	2	无形资产	1212	1212	1212	1212
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	3024	3024	3024	3024
财务费用	251	245	252	265	递延所得税资产	130	130	130	130
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他非流动资产	2331	2331	2331	2331
加: 资产减值损失	-41	0	0	0	资产总计	25202	26101	27333	28211
信用减值损失	-111	0	0	0	短期贷款	4845	4695	4995	4745
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	1220	1163	1325	1329
投资收益	99	101	107	114	预收账款	4	4	4	4
营业利润	357	597	750	860	应付职工薪酬	159	161	168	179
%营业收入	3%	6%	7%	7%	应交税费	48	49	52	56
营业外收支	4	3	3	3	其他流动负债	2830	3028	2903	3163
利润总额	361	600	753	863	流动负债合计	9105	9100	9447	9476
%营业收入	3%	6%	7%	7%	长期借款	2893	3488	4020	4490
所得税费用	77	120	151	173	应付债券	1000	1000	1000	1000
净利润	284	480	603	690	递延所得税负债	285	285	285	285
归属于母公司所有者的净利润	310	501	621	707	其他非流动负债	671	671	671	671
少数股东损益	-25	-22	-18	-17	负债合计	13954	14544	15423	15922
EPS (元)	0.16	0.26	0.32	0.37	归属于母公司所有者权益	11030	11361	11731	12128
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	218	196	178	161
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	11248	11557	11909	12289
经营活动现金流净额	898	1575	1255	1960	负债及股东权益	25202	26101	27333	28211
取得投资收益收回现金	95	101	107	114	基本指标				
长期股权投资	-37	-50	-50	-50		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1750	-1597	-1597	-1597	每股收益	0.16	0.26	0.32	0.37
其他	-659	0	0	0	每股经营现金流	0.47	0.82	0.66	1.02
投资活动现金流净额	-2351	-1546	-1540	-1533	市盈率	43.25	26.39	21.31	18.71
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.20	1.16	1.13	1.09
股权融资	40	0	0	0	EV/EBITDA	17.52	15.77	14.18	12.90
银行贷款增加 (减少)	1779	445	832	219	总资产收益率	1.2%	1.9%	2.3%	2.5%
筹资成本	-555	-441	-538	-612	净资产收益率	2.8%	4.4%	5.3%	5.8%
其他	-14	0	0	0	净利率	3.0%	4.7%	5.6%	5.9%
筹资活动现金流净额	1250	4	294	-392	资产负债率	55.4%	55.7%	56.4%	56.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-203	33	8	35	总资产周转率	0.42	0.41	0.42	0.43

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。