

## 公司研究

## 电价下行压制公司盈利水平，绿电持续扩张聚焦未来发展

## ——三峡能源（600905.SH）2024 年年报暨 2025 年一季度报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 297.17 亿元，同比+12.13%（调整后）；归母净利润 61.11 亿元，同比-14.81%（调整后）。2025 年一季度，公司实现营收 76.28 亿元，同比-3.47%（调整后）；归母净利润 24.47 亿元，同比+1.16%（调整后）。2024 年公司拟派发现金红利 0.067 元/股（含税），对应股利支付率为 31.37%。

**24 年装机扩容推动营收增长，减值大增压制公司业绩。**截至 2024 年底，公司并网装机容量达 4796.14 万千瓦。其中，风电 2243.20 万千瓦，同比+15.5%；光伏发电 2426.57 万千瓦，同比+22.5%。2024 年，公司完成发电量 719.52 亿千瓦时，同比+30.40%。其中，风电发电量 451.73 亿千瓦时，同比+15.96%；光伏发电量 254.01 亿千瓦时，同比+65.44%。电价维度，风电、光伏均有不同程度下行，分别为 0.453、0.367 元/千瓦时，同比-7.95%、-25.61%。电价下行与发电量大幅提升对冲下，公司营收同比+12.13%（调整后）。24 年归母净利润同比-14.81%（调整后），主要原因是：（1）上网电价下降，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，较上年同期增加 8.92 亿元；（4）参股企业盈利水平波动，投资收益减少 4763.90 万元。

**25Q1 发电量提升，处置水电业务聚焦主业。**公司 25Q1 总发电量为 197.83 亿千瓦时，同比+11.55%。其中，风电 133.68 亿千瓦时，同比+11.21%；光伏 62.34 亿千瓦时，同比+12.93%。我们判断 25 年电价下降显著导致公司发电量与营收趋势背离。同期，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。25Q1 公司扣非归母净利润为 20.85 亿元，同比-13.87%（调整后）。

**盈利预测、估值与评级：**由于上网电价下行显著，我们下调公司 25-26 年归母净利润预测至 70.44/72.34 亿元（前值为 92.36/109.02 亿元），并新增 27 年归母净利润预测为 75.19 亿元，折合 EPS 分别为 0.25/0.25/0.26 元，对应 PE 为 17/17/16 倍。考虑到公司核准容量充足、在建装机体量大（24 年公司新增获取核准/备案项目容量 1219.82 万千瓦，在建项目计划装机容量合计 1643.85 万千瓦），未来具备广阔成长空间，业绩有望快速成长，我们维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源上网电价下降超预期，光伏、风电行业原材料价格大幅上涨影响公司盈利能力、海上风电降本进度不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,485	29,717	33,843	36,829	39,619
营业收入增长率（调整后）	11.21%	12.13%	13.88%	8.82%	7.58%
归母净利润（百万元）	7,181	6,111	7,044	7,234	7,519
归母净利润增长率（调整后）	1.05%	-14.81%	15.27%	2.70%	3.94%
EPS（元）	0.25	0.21	0.25	0.25	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.70%	7.05%	7.67%	7.49%	7.41%
P/E	17	20	17	17	16
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

## 买入（维持）

当前价：4.26 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

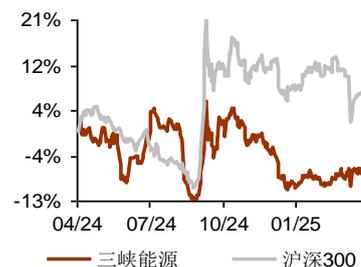
021-52523817

songlichao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	286.19
总市值(亿元):	1219.15
一年最低/最高(元):	4.01/5.33
近 3 月换手率:	22.13%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.89	2.07	-11.66
绝对	2.16	1.43	-8.58

资料来源：Wind

## 相关研报

Q2 光伏上网电价下行显著，公司业绩承压——三峡能源（600905.SH）2024 年中报点评（2024-09-02）

业绩增长稳健，风光持续扩张——三峡能源（600905.SH）2023 年年报暨 2024 年第一季度报点评（2024-05-05）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,485	29,717	33,843	36,829	39,619
营业成本	11,885	14,078	17,763	19,312	20,763
折旧和摊销	9,608	11,622	14,242	16,390	18,099
税金及附加	200	238	271	295	317
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1,940	2,024	2,132	2,210	2,338
研发费用	17	43	68	74	79
财务费用	3,955	4,310	4,874	6,063	6,871
投资收益	715	667	700	700	700
营业利润	8,991	8,525	9,596	9,869	10,249
利润总额	9,018	8,560	9,596	9,869	10,249
所得税	748	1,103	1,152	1,184	1,230
净利润	8,270	7,458	8,444	8,684	9,019
少数股东损益	1,089	1,346	1,400	1,450	1,500
归属母公司净利润	7,181	6,111	7,044	7,234	7,519
EPS(元)	0.25	0.21	0.25	0.25	0.26

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14,417	18,897	28,481	28,706	31,737
净利润	7,181	6,111	7,044	7,234	7,519
折旧摊销	9,608	11,622	14,242	16,390	18,099
净营运资金增加	7,111	6,125	293	2,319	2,101
其他	-9,483	-4,962	6,901	2,763	4,018
投资活动产生现金流	-41,005	-31,668	-39,491	-29,465	-29,440
净资本支出	-40,607	-30,865	-40,067	-30,100	-30,100
长期投资变化	17,400	17,629	0	0	0
其他资产变化	-17,797	-18,431	576	635	660
融资活动现金流	20,988	13,129	12,348	1,356	662
股本变化	3	-3	-1	0	0
债务净变化	28,688	29,523	19,140	9,953	10,139
无息负债变化	13,366	7,480	7,244	3,116	2,978
净现金流	-5,595	357	1,338	597	2,959

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	55.1%	52.6%	47.5%	47.6%	47.6%
EBITDA 率	84.4%	87.3%	83.1%	85.9%	87.1%
EBIT 率	48.1%	48.1%	41.0%	41.4%	41.4%
税前净利润率	34.0%	28.8%	28.4%	26.8%	25.9%
归母净利润率	27.1%	20.6%	20.8%	19.6%	19.0%
ROA	2.7%	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%
ROE (摊薄)	8.7%	7.0%	7.7%	7.5%	7.4%
经营性 ROIC	5.1%	4.7%	4.2%	4.4%	4.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	69%	71%	72%	72%	71%
流动比率	1.02	0.87	0.84	0.90	0.98
速动比率	1.01	0.86	0.83	0.89	0.98
归母权益/有息债务	0.54	0.47	0.45	0.46	0.46
有形资产/有息债务	1.98	1.90	1.88	1.89	1.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	311,708	356,871	389,782	409,001	428,531
货币资金	5,100	5,431	6,769	7,366	10,325
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	36,674	44,758	50,862	55,350	59,543
应收票据	44	36	42	45	49
其他应收款 (合计)	980	1,108	1,262	1,373	1,477
存货	353	470	593	645	694
其他流动资产	512	380	380	380	380
流动资产合计	47,473	54,925	62,004	67,438	74,918
其他权益工具	461	733	733	733	733
长期股权投资	17,400	17,629	17,629	17,629	17,629
固定资产	160,370	190,685	227,044	248,820	263,656
在建工程	52,988	55,610	41,805	31,402	26,201
无形资产	5,328	6,453	6,228	6,014	5,811
商誉	1,717	1,602	1,602	1,602	1,602
其他非流动资产	12,955	14,726	14,726	14,726	14,726
非流动资产合计	264,234	301,946	327,778	341,563	353,614
总负债	216,223	253,225	279,609	292,677	305,793
短期借款	592	769	3,909	1,861	0
应付账款	24,905	28,914	36,482	39,663	42,643
应付票据	1,560	0	0	0	0
预收账款	26	21	23	25	27
其他流动负债	2,018	0	0	0	0
流动负债合计	46,741	63,384	73,878	74,946	76,062
长期借款	133,670	147,198	163,198	175,198	187,198
应付债券	5,082	4,995	4,995	4,995	4,995
其他非流动负债	351	150	150	150	150
非流动负债合计	169,482	189,841	205,731	217,731	229,731
股东权益	95,485	103,647	110,173	116,324	122,738
股本	28,623	28,620	28,619	28,619	28,619
公积金	24,586	24,915	25,620	26,344	27,096
未分配利润	28,982	32,619	37,041	41,019	45,181
归属母公司权益	82,529	86,717	91,844	96,545	101,459
少数股东权益	12,956	16,929	18,329	19,779	21,279

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	7.33%	6.81%	6.30%	6.00%	5.90%
财务费用率	14.93%	14.50%	14.40%	16.46%	17.34%
研发费用率	0.07%	0.14%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税率	8%	13%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.08	0.07	0.09	0.09	0.09
每股经营现金流	0.50	0.66	1.00	1.00	1.11
每股净资产	2.88	3.03	3.21	3.37	3.55
每股销售收入	0.93	1.04	1.18	1.29	1.38

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	20	17	17	16
PB	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.6	12.3	12.1	11.2	10.5
股息率	1.8%	1.6%	2.1%	2.1%	2.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP