

联合研究 | 公司点评 | 三峡能源（600905.SH）

24 年业绩受限减值及电价，投资收益护航 25 开 年增长

报告要点

在“量增价减”之下，公司 2024 年营业收入同比增长 12.13%，全年毛利润同比增长 7.07%。虽然毛利增长，但公司存在多重减利因素，从而拖累 2024 年归母净利润同比下降 14.81%。2025 年一季度在装机扩张的拉动下，公司发电量同比增长，但或受市场化电价同比下降以及高电价项目受利用小时数下降共同影响，公司一季度营收同比下降 3.47%。但在处置水电资产等因素的共同作用下，一季度归母净利润止跌回升，同比增长 1.16%，但扣非归母净利润同比下降 13.87%。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003
SFC: BQT627



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

三峡能源 (600905.SH)

24 年业绩受限减值及电价, 投资收益护航 25 开 年增长

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报: 2024 年公司实现营业收入 297.17 亿元, 同比增长 12.13%; 实现归母净利润 61.11 亿元, 同比减少 14.81%。2025 年一季度公司实现营业收入 76.28 亿元, 同比减少 3.47%; 实现归母净利润 24.47 亿元, 同比增长 1.16%。

事件评论

- **装机扩张拉动营收增长, 多重减利限制业绩表现。**2024 年公司新增并网装机 791.70 万千瓦, 其中风电装机 301.55 万千瓦, 光伏装机 444.15 万千瓦, 风电光伏并网装机容量达到 4669.77 万千瓦, 其中海上风电装机达到 **704.98 万千瓦, 占全国海风总装机的 17.08%, 依然保持全国海风的领先者的地位。**得益于装机容量维持高位, 公司全年发电量达到 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%, 发电利用小时数 2343 小时, 同比增长 2 小时; 光伏发电量 254.01 亿千瓦时, 同比增长 65.44%, 发电利用小时数 1330 小时, 同比下降 49 小时。电价方面, 公司 2024 年全年平均上网电价为 0.4195 元/千瓦时, 同比下降 14.10%, 其中风电平均上网电价下降 7.95%, 光伏平均上网电价同比下降 25.61%, 电价同比下降主要原因系新增项目均无补贴叠加市场化电价同比下降影响。在“量增价减”之下, 公司 2024 年营业收入同比增长 12.13%, 但毛利率同比下降 2.49 个百分点至 52.63%, 因此全年毛利润达到 156.39 亿元, 同比增长 7.07%。虽然毛利增长, 但公司存在多重减利因素: 1) 由于公司新机组投产后财务费用不再资本化, 因此全年财务费用达到 43.10 亿元, 同比增长 8.85%; 2) 由于参股公司盈利波动, 公司 2024 年投资收益为 6.67 亿元, 同比下降 6.66%; 3) 2024 年全年计提应收新能源补贴款、亿利洁能股权投资等资产及信用减值 14.50 亿元, 同比扩大 8.92 亿元。**毛利的增长无法弥补减利项的影响, 从而拖累 2024 年归母净利润同比下降 14.81%。**
- **量价双弱限制营收, 投资收益护航业绩增长。**2025 年一季度在装机扩张的拉动下, 公司发电量达到 197.83 亿千瓦时, 较上年同期增长 11.55%。但是或受市场化电价同比下降以及高电价项目受利用小时数下降共同影响, 公司一季度营收达到 76.28 亿元, 同比下降 3.47%。此外, 由于试运行项目同比减少, 使得成本增速较大, 一季度毛利润为 37.63 亿元, 同比下降 8.93 亿元, 降幅为 19.18%。在经营压力下, 公司通过多重因素控制成本及增利: 1) 公司持续优化财务结构, 一季度财务费用为 10.26 亿元, 同比下降 4.90%; 2) 一季度通过处置水电板块, 使得投资收益达到 7.36 亿元, 同比增加 5.72 亿元, 增幅高达 348.33%; 3) 一季度信用减值为 0.76 亿元, 同比减少 0.75 亿元, 也在一定程度上减少了业绩压力。**整体而言, 在多重增利因素的共同作用下, 公司一季度归母净利润止跌回升, 同比增长 1.16%, 但扣非归母净利润同比下降 13.87%。**
- **投资建议:** 根据最新财务数据, 我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.25 元、0.26 元和 0.28 元, 对应 PE 分别为 17.31 倍、16.67 倍和 15.11 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新建项目投产进度与效益不及预期风险;
- 2、风况、光照资源不及预期风险。

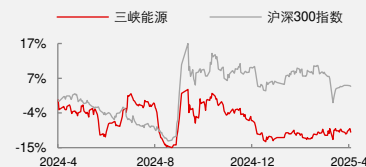
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	4.28
总股本(万股)	2,861,863
流通A股/B股(万股)	2,858,765/0
每股净资产(元)	3.12
近12月最高/最低价(元)	5.33/4.01

注: 股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《单季业绩稳步修复, 大基地项目再下一城》
2024-11-03
- 《优异布局缓解来风压力, 减值损失限制业绩表现》2024-09-10
- 《年度新增装机再创记录, 投资收益限制业绩表现》2024-05-15


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

1、新建项目投产进度与效益不及预期风险。公司经营业绩的增长核心假设依赖于整体新增装机的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因组件或其他因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期，会导致公司整体业绩增速存在一定的下行压力。

2、风况、光照资源不及预期风险。从二季度来风条件来看，其表现优于去年同期，但因为气候因素本身难以准确预测，若后续气候快速恶化，不但会导致增量项目盈利能力变弱，还会造成存量项目盈利水平同步弱化，因此会对公司整体业绩预测会存在向下波动的风险。

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	29717	33740	38548	43781	货币资金	5431	8797	4301	8741
营业成本	14078	17124	20284	23417	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	15639	16616	18263	20365	应收账款	44758	47719	56146	61820
%营业收入	53%	49%	47%	47%	存货	470	534	655	717
营业税金及附加	238	287	328	372	预付账款	1661	2021	2394	2763
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2606	2781	2957	3164
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	54925	61852	66453	77205
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	17629	17629	17629	17629
管理费用	2024	2362	2698	3065	投资性房地产	2479	2479	2479	2479
%营业收入	7%	7%	7%	7%	固定资产合计	190691	202367	229804	254981
研发费用	43	48	55	63	无形资产	6453	6453	6453	6453
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	1602	1602	1602	1602
财务费用	4310	4609	4880	5353	递延所得税资产	931	931	931	931
%营业收入	15%	14%	13%	12%	其他非流动资产	82161	77161	72161	67161
加: 资产减值损失	-661	0	0	0	资产总计	356871	370475	397511	428442
信用减值损失	-789	-800	-800	-800	短期贷款	769	769	769	769
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	28914	35776	40853	47609
投资收益	667	1175	713	766	预收账款	21	23	27	30
营业利润	8525	10011	10588	11902	应付职工薪酬	124	151	179	206
%营业收入	29%	30%	27%	27%	应交税费	561	637	728	827
营业外收支	35	20	20	20	其他流动负债	32996	25179	24246	26751
利润总额	8560	10031	10608	11922	流动负债合计	63384	62535	66802	76192
%营业收入	29%	30%	28%	27%	长期借款	147198	152155	167531	180709
所得税费用	1103	1404	1538	1788	应付债券	4995	4995	4995	4995
净利润	7458	8627	9070	10133	递延所得税负债	1310	1310	1310	1310
归属于母公司所有者的净利润	6111	7074	7347	8107	其他非流动负债	36338	38642	38642	38642
少数股东损益	1346	1553	1723	2027	负债合计	253225	259637	279279	301848
EPS (元)	0.21	0.25	0.26	0.28	归属于母公司所有者权益	86717	92356	98027	104362
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	16929	18482	20205	22232
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	103647	110838	118232	126594
经营活动现金流净额	18897	29517	22038	33444	负债及股东权益	356871	370475	397511	428442
取得投资收益收回现金	445	1175	713	766	基本指标				
长期股权投资	-229	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-30865	-17380	-35180	-34980	每股收益	0.21	0.25	0.26	0.28
其他	-1019	0	0	0	每股经营现金流	0.66	1.03	0.77	1.17
投资活动现金流净额	-31668	-16205	-34467	-34214	市盈率	20.05	17.31	16.67	15.11
债券融资	-87	0	0	0	市净率	1.41	1.33	1.25	1.17
股权融资	2926	-4	0	0	EV/EBITDA	12.24	11.48	10.84	9.86
银行贷款增加 (减少)	13607	4956	15376	13178	总资产收益率	1.7%	1.9%	1.8%	1.9%
筹资成本	-6955	-6895	-7444	-7968	净资产收益率	7.0%	7.7%	7.5%	7.8%
其他	3638	-8003	0	0	净利率	20.6%	21.0%	19.1%	18.5%
筹资活动现金流净额	13129	-9945	7932	5210	资产负债率	71.0%	70.1%	70.3%	70.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	359	3367	-4497	4440	总资产周转率	0.09	0.09	0.10	0.11

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。