

## 公司研究 | 点评报告 | 三峡水利 (600116.SH)

# 来水偏枯限制自发电量, 多重因素压制业绩表现

### 报告要点

2025 年上半年, 受来水偏枯影响公司自发电上网电量同比减少 23.05%。受高毛利的自发电占比下降以及购售电价差或有所收窄的共同影响, 2025 年上半年公司电力业务实现营业利润 1.71 亿元, 同比下降 44.95%。公司综合能源板块盈利延续稳健增长, 营业利润同比增长 21.82%; 锰业及贸易业务上半年亏损 0.48 亿元, 但较去年同期减亏 0.16 亿元。综合来看, 虽然公司综合能源业务保持稳健增长、锰业及贸易业务同比减亏, 但由于电力主业承压、多重因素共同拖累业绩表现, 公司 2025 年上半年实现归母净利润 0.48 亿元, 同比减少 79.07%。

### 分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003  
SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚蹇

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

三峡水利 (600116.SH)

# 来水偏枯限制自发电量，多重因素压制业绩表现

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

公司发布 2025 年半年度报告:2025 年上半年,公司实现营业收入 48.96 亿元,同比减少 6.10%;实现归母净利润 0.48 亿元,同比减少 79.07%。

## 事件评论

- **来水偏枯压制自发电量，电价下降电力主业承压。**2025 年上半年，公司自发电上网电量为 9.67 亿千瓦时，同比减少 23.05%，主要系水电站所在流域来水偏枯所致。在区域用电需求带动下，公司完成售电量 68.02 亿千瓦时，同比增长 2.66%，创同期历史新高。电价方面，2025 年上半年公司售电均价 0.4877 元/千瓦时，同比微降 0.0033 元/千瓦时，总体保持平稳。**整体来看，受高毛利的自发电占比下降以及购售电价差或有所收窄的共同影响，2025 年上半年公司电力业务实现营业利润 1.71 亿元，同比下降 44.87%，电力主业盈利能力短期承压。**
- **综合能源盈利稳步提升，多因素拖累整体业绩表现。**2025 年上半年，公司综合能源板块盈利延续稳健增长，实现营业利润 0.62 亿元，同比增长 21.83%，主要得益于万州经开区九龙园热电联产项目稳定贡献盈利，以及储能电站通过参与调频辅助服务市场增厚效益。锰业及贸易业务由于受贸易业务规模收缩、矿石开采不及预期等影响，上半年亏损 0.48 亿元，但较去年同期减亏 0.16 亿元，主要得益于电解锰价格同比小幅上涨及矿石开采量增加，板块呈现边际改善。但多重减利因素压制公司业绩表现：1) 勘察设计、运维检修等业务受市场萎缩、竞争加剧及政策调整等影响亏损 0.40 亿元；2) 此外，受农网还贷补助资金未按期到账影响，上半年公司其他收益同比减少 41.10%，由于联营企业收益减少及非交易性金融资产投资收益减少，上半年公司投资收益下降 74.75%，其他收益及投资收益对公司的业绩贡献同比减少 0.46 亿元，压制业绩表现。**综合来看，虽然公司综合能源业务保持稳健增长、锰业及贸易业务同比减亏，但由于电力主业承压、多重因素共同拖累业绩表现，公司 2025 年上半年实现归母净利润 0.48 亿元，同比减少 79.07%。**
- **聚焦向新而行，长期成长空间广阔。**上半年公司多个网内电源取得重要进展，持续提升自有发电能力：涪陵白涛 49 万千瓦热电联产项目机组已具备 168 小时试运转条件；万州武陵二期 18.3 兆瓦分布式光伏实现投运；黔江大山 6.5 万千瓦风电项目正办理开工手续。公司持续深化综合能源业务布局：2x135 兆瓦余气发电项目主体工程全面完工，整体形象进度近 90%；九龙园热电联产二期项目进度过半；重庆市第九人民医院两江分院天然气分布式能源项目主要设备安装基本完成。新能源业务有序发展：巫溪县农光互补 40MW 二期光伏项目取得建设指标；鞍峡清能投资的本钢板材能源管控中心 19.5MWp 屋顶分布式光伏项目已全容量并网。丰富的在手项目将成为保障公司远期成长的重要来源，公司成长属性依然稳固。
- **投资建议与估值：**根据最新财务数据，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.12 元、0.20 元和 0.25 元，对应 PE 分别为 57.72 倍、33.85 倍和 27.67 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)	6.79
总股本(万股)	191,214
流通A股/B股(万股)	191,214/0
每股净资产(元)	5.76
近12月最高/最低价(元)	8.36/6.26

注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《来水偏枯电量承压，多重因素压制业绩》2025-05-02
- 《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



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
<b>营业总收入</b>	<b>10322</b>	<b>10403</b>	<b>10747</b>	<b>11161</b>	货币资金	1685	1601	1609	1642
营业成本	9258	9388	9557	9826	交易性金融资产	973	973	973	973
<b>毛利</b>	<b>1064</b>	<b>1015</b>	<b>1190</b>	<b>1335</b>	应收账款	1194	1106	1270	1197
%营业收入	10%	10%	11%	12%	存货	408	304	421	324
营业税金及附加	51	62	64	67	预付账款	127	129	131	135
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他流动资产	939	984	967	1029
销售费用	28	28	29	30	<b>流动资产合计</b>	<b>5327</b>	<b>5097</b>	<b>5371</b>	<b>5300</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	2084	2134	2184	2234
管理费用	440	494	511	530	投资性房地产	152	152	152	152
%营业收入	4%	5%	5%	5%	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	246	259	277	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	-10	0	0	<b>资产总计</b>	<b>25202</b>	<b>25936</b>	<b>27113</b>	<b>27881</b>
信用减值损失	-111	-50	0	0	短期贷款	4845	4745	5195	5045
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	1220	1164	1263	1232
投资收益	99	31	32	33	预收账款	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	<b>357</b>	<b>243</b>	<b>451</b>	<b>558</b>	应付职工薪酬	159	161	164	168
%营业收入	3%	2%	4%	5%	应交税费	48	49	50	52
营业外收支	4	30	30	30	其他流动负债	2830	3028	2867	3084
<b>利润总额</b>	<b>361</b>	<b>273</b>	<b>481</b>	<b>588</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>9105</b>	<b>9150</b>	<b>9542</b>	<b>9585</b>
%营业收入	3%	3%	4%	5%	长期借款	2893	3488	4020	4490
所得税费用	77	68	115	141	应付债券	1000	1000	1000	1000
净利润	284	204	365	447	递延所得税负债	285	285	285	285
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>310</b>	<b>225</b>	<b>384</b>	<b>469</b>	其他非流动负债	671	671	671	671
少数股东损益	-25	-20	-18	-22	<b>负债合计</b>	<b>13954</b>	<b>14595</b>	<b>15519</b>	<b>16031</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.12</b>	<b>0.20</b>	<b>0.25</b>	归属于母公司所有者权益	11030	11145	11416	11693
					少数股东权益	218	197	179	157
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>11248</b>	<b>11342</b>	<b>11595</b>	<b>11850</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>25202</b>	<b>25936</b>	<b>27113</b>	<b>27881</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>898</b>	<b>1451</b>	<b>1018</b>	<b>1803</b>					
取得投资收益收回现金	95	31	32	33	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-37	-50	-50	-50		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1750	-1570	-1570	-1570	每股收益	0.16	0.12	0.20	0.25
其他	-659	0	0	0	每股经营现金流	0.47	0.76	0.53	0.94
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2351</b>	<b>-1589</b>	<b>-1588</b>	<b>-1587</b>	市盈率	42.44	57.72	33.85	27.67
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.18	1.17	1.14	1.11
股权融资	40	0	0	0	EV/EBITDA	17.32	17.89	16.41	14.68
银行贷款增加(减少)	1779	495	982	319	总资产收益率	1.2%	0.9%	1.4%	1.7%
筹资成本	-555	-442	-405	-503	净资产收益率	2.8%	2.0%	3.4%	4.0%
其他	-14	0	0	0	净利率	3.0%	2.2%	3.6%	4.2%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1250</b>	<b>53</b>	<b>577</b>	<b>-184</b>	资产负债率	55.4%	56.3%	57.2%	57.5%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-203</b>	<b>-84</b>	<b>8</b>	<b>33</b>	总资产周转率	0.42	0.41	0.41	0.41

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 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情形范围内，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。