

多因拖累经营业绩，水电处置影响非经常损益

核心观点

2025H1 公司实现营业收入 147.36 亿元，同比减少 2.19%；归母净利润 38.15 亿元，同比减少 5.48%；扣非归母净利润 32.00 亿元，同比减少 20.74%。公司 2025H1 经营业绩同比下滑主要系发电平均利用小时数同比下降、综合平均电价同比有所下降以及折旧及运营成本随在建工程转固同比增加的影响。同时，公司 2025H1 处置参控股水电公司股权及相关债权，导致非经常性收益较高，扣非归母净利润同比降幅较大。在期间费用方面，2025H1 公司管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 4.91%、0.06% 和 13.96%，同比变化-0.45、+0.003 和-0.07 个百分点。整体来看，受电价下行的影响和营业成本快速增长的影响，公司新能源业务盈利承压。伴随 136 号文的发布，我们认为公司未来装机增长会更加关注项目质量，公司经营业绩有望逐步改善。

事件

公司发布 2025 年半年报

2025H1 公司实现营业收入 147.36 亿元，同比减少 2.19%；归母净利润 38.15 亿元，同比减少 5.48%；扣非归母净利润 32.00 亿元，同比减少 20.74%；单季度归母净利润 13.68 亿元，同比减少 15.38%；实现加权净资产收益率 4.30%，同比减少 0.47 个百分点；实现基本每股收益 0.13 元/股，同比减少 5.46%。

简评

多因拖累经营业绩，水电资产处置影响非经常损益

2025H1 公司实现营业收入 147.36 亿元，同比减少 2.19%；归母净利润 38.15 亿元，同比减少 5.48%；扣非归母净利润 32.00 亿元，同比减少 20.74%。公司 2025H1 经营业绩同比下滑主要系发电平均利用小时数同比下降、综合平均电价同比有所下降以及折旧及运营成本随在建工程转固同比增加的影响。同时，公司 2025H1 处置参控股水电公司股权及相关债权，导致非经常性收益较高，扣非归母净利润同比降幅较大。在期间费用方面，2025H1 公司管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 4.91%、0.06% 和 13.96%，同比变化-0.45、+0.003 和-0.07 个百分点。

三峡能源 (600905. SH)

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440519060004

侯启明

houqiming@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070011

发布日期：2025 年 09 月 01 日

当前股价：4.25 元

目标价格 6 个月：6.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.52/-9.75	-1.16/-16.67	-8.41/-44.37
12 月最高/最低价 (元)		4.91/4.05
总股本 (万股)		2,858,765.01
流通 A 股 (万股)		2,858,765.01
总市值 (亿元)		1,214.98
流通市值 (亿元)		1,214.98
近 3 月日均成交量 (万)		11494.42
主要股东		
中国长江三峡集团有限公司		28.52%

股价表现



装机规模持续增长，上网电量同比增长

2025 年上半年，公司新增装机容量 218.07 万千瓦，累计装机容量达到 4993.66 万千瓦。风电累计装机容量达到 2297.02 万千瓦，其中海上风电累计装机容量 714.68 万千瓦；太阳能发电累计装机容量达到 2590.55 万千瓦，其中集中式光伏累计装机容量 2523.69 万千瓦。此外，2025H1 公司新增获取核准/备案项目容量 400.56 万千瓦，在建项目计划装机容量合计 1381.78 万千瓦。得益于装机容量的提升，公司发电量规模同比增长。2025 年上半年，公司发电量 393.14 亿千瓦时，同比增长 8.85%，其中风电、太阳能、独立储能发电量分别为 250.61、139.11 和 3.42 亿千瓦时，同比增长 8.69%、10.25%和 84.86%。

上网电价同比下降，新能源项目盈利承压，维持“买入”评级

利用小时方面，受青海、内蒙古、甘肃等区域消纳压力相对较大的影响，公司风光利用小时数同比下降。2025H1 风电和光伏利用小时分别为 1146 和 597 小时，同比下降 97 和 96 小时。电价方面，2025H1 公司风电和光伏测算上网电价分别为 0.4101 和 0.3277 元/千瓦时（不含税），同比下降 0.0454 和 0.0448 元/千瓦时。我们认为上网电价下降主要系平价项目增多叠加市场化交易因素的影响。整体来看，受电价下行的影响和营业成本快速增长的影响，公司新能源业务盈利承压。伴随 136 号文的发布，我们认为公司未来装机增长会更多关注项目质量，叠加项目逐步投运带动营收增长，公司经营业绩有望逐步改善。预计公司 2025 年~2027 年归母净利润分别为 60.8 亿元、63.4 亿元、67.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.21 元/股、0.22 元/股、0.24 元/股，维持“买入”评级。

表 1：三峡能源盈利预测（单位：百万元，元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26485.5	29717.0	31633.1	34309.6	36789.9
营业成本	11885.2	14078.2	16483.7	18195.4	19554.4
营业税金及附加	200.3	237.6	252.9	274.3	294.1
管理费用	1940.1	2024.3	2154.8	2337.1	2506.1
财务费用	3954.8	4310.3	4588.2	4976.4	5336.2
资产减值损失	0.0	-660.9	0.0	0.0	0.0
信用减值损失	-552.7	-789.4	-800.0	-800.0	-800.0
公允价值变动收益	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	715.1	667.4	650.0	650.0	650.0
其他收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	8990.9	8525.3	8003.4	8376.3	8949.1
营业外收入	140.5	132.1	605.7	605.7	605.7
营业外支出	113.8	97.2	97.2	97.2	97.2
利润总额	9017.6	8560.3	8512.0	8884.9	9457.7
所得税	747.6	1102.8	1096.5	1144.6	1218.4
净利润	8270.0	7457.5	7415.5	7740.3	8239.3
少数股东损益	1088.9	1346.1	1338.5	1397.2	1487.2
归属母公司净利润	7181.1	6111.4	6077.0	6343.2	6752.1
EPS（摊薄）	0.25	0.21	0.21	0.22	0.24

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

政策风险：新能源项目受政策影响较大，相关政策可能加剧行业竞争，从而降低装机规模增长的可控性，不利于公司进一步提高核心竞争力。

电费回收风险：目前新能源发电项目存在可再生能源电价附加回收滞后的情况，这会降低公司资金流动性并增加资产负债率，束缚公司规模扩张。

电力市场风险：市场环境复杂多变，交易电量、交易价格与市场的契合度不断加强，对公司新能源发电预测和交易管理能力水平提出更高要求。

资源获取风险：新能源行业竞争激烈，能否及时、有效调整资源获取策略和方式、能否准确判断资源获取重点区域和投入，是提升公司市场竞争力的关键。

新业务、新业态发展风险：制氢、光热、抽蓄、源网荷储等新业务、新业态快速发展，市场占比增加，但各地出台的政策和指导性文件仍在持续完善中，并且这些项目多数处于探索阶段，为项目投资开发带来一定不确定性。

分析师介绍

高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

侯启明

公用环保组分析师，山东大学学士，复旦大学硕士，2023 年加入中信建投公用环保团队。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk