

## 公司研究 | 点评报告 | 三峡能源 (600905.SH)

# 偏弱电价限制营收，经营业绩有所承压

### 报告要点

上半年，规模主导电量的增长难以抵消电价的压力，按分电源收入折算风电/光伏平均不含税上网电价为 0.4101/0.3384 元/千瓦时，同比-9.97%/-9.17%，公司上半年营收同比减少 2.19%，二季度营收同比减少 0.79%。由于成本随着规模的增长而增长，因此上半年毛利润同比下降 17.30%，但得益于开年处置水电资产的投资收益，因此上半年归母净利润 38.15 亿元，同比下降 5.48%，但二季度由于无一次性收益的补充，单季度归母净利润为 13.68 亿元，同比下降 15.41%。

### 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

## 偏弱电价限制营收，经营业绩有所承压

### 事件描述

公司发布 2025 年半年报：上半年公司实现总营业收入 147.36 亿元，同比减少 2.19%；实现归母净利润 38.15 亿元，同比减少 5.48%。

### 事件评论

- **量增难抵价跌压力，上半年营收承压。** 2025 年上半年公司新增装机 218.07 万千瓦，公司控股装机规模达到 4993.66 万千瓦，同比增长 20.7%，其中风电装机 2297.02 万千瓦，同比增长 17.05%，光伏装机 2509.55 万千瓦，同比增长 25.86%；另控股 106.1 万千瓦的独立储能 106.1 万千瓦。虽然装机实现同比增长，但上半年来风及光照条件偏弱，上半年公司风电利用小时数为 1146 小时，同比减少 7.80%；光伏利用小时数为 597 小时，同比减少 13.85%。由于规模增速大于利用小时数下降幅度，因此上半年公司依然完成发电量 393.14 亿千瓦时，同比增长 8.85%；其中风电发电量为 250.61 亿千瓦时，同比增长 8.69%；光伏发电量为 139.11 亿千瓦时，同比增长 10.25%。然而，**电量的增长难以抵消电价的压力，按分电源收入折算风电/光伏平均不含税上网电价为 0.4101/0.3384 元/千瓦时，同比-0.0454/-0.0342 元/千瓦时，公司上半年营收 147.36 亿元，同比减少 2.19%。单二季度来看，公司虽然发电量增速为 6.24%，或得益于发电区域的差异，高电价区域发电量表现更优，因此营收降幅为 0.79%，二季度表现相对更强。**
- **盈利能力有所下降，投资收益缓解业绩压力。** 由于公司成本端主要跟随规模的提升而提升，因此上半年公司营业成本依然同比增长 16.77%，故毛利润为 69.34 亿元，同比下降 17.30%。虽然经营承压，但公司同期在持续优化其他成本，管理费用同比下降 10.42%，财务费用同比下降 2.65%。此外公司通过处置参控股水电股权及债权，因此投资收益达到 9.15 亿元，同比增长 167.32%。在降本优化收益结构的推动下，**公司上半年实现净利润 41.70 亿元，同比下降 13.65%；实现归母净利润 38.15 亿元，同比下降 5.48%**，降幅小于净利润降幅主要系投资收益的增长无需向少数股东分摊，以及公司盈利结构的差异，少数股东利润占比下降。**从单二季度来看，由于营收降幅相对更小，因此毛利润为 31.72 亿元，同比下降 14.95%，降幅小于上半年水平。但由于处置水电股权集中在一季度，二季度公司投资收益仅同比增长 0.32%，因此难以通过投资收益来实现经营业绩的平滑，因此公司二季度实现归母净利润 13.68 亿元，同比下降 15.41%。**
- **投资建议：**虽然公司短期承压，但公司当前仍有大量储备项目，截至上半年末公司在建装机规模依然达到 1381.78 万千瓦，且随着来风和光照条件的好转，公司经营业绩有望边际修复。根据最新财务数据，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.22 元、0.23 元和 0.24 元，对应 PE 分别为 19.35 倍、18.97 倍和 17.45 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、日照资源不及预期风险。

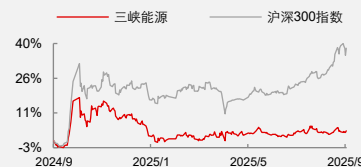
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	4.27
总股本(万股)	2,858,765
流通A股/B股(万股)	2,858,765/0
每股净资产(元)	3.10
近12月最高/最低价(元)	5.33/4.01

注：股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《24 年业绩受限减值及电价，投资收益护航 25 年开年增长》 2025-05-05
- 《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



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、日照资源不及预期风险。从来风条件来看，其表现弱于去年同期，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。



## 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。