

三峡能源 (600905.SH)

公司报告 | 首次评级报告

任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2026年3月9日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	4.33
总市值	1237.85亿
PE-TTM	23.22
PB-MRQ	1.39

估值结果

价值	1175亿
DDM估值	上行空间 -5.1%
状态	合理估值
价值	1131亿
动态估值	上行空间 -8.6%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

三峡能源是三峡集团旗下新能源运营平台，新能源装机规模超过龙源电力，仅次于华电新能，位居A股上市公司第二，且公司大力发展海风发电，海风装机规模行业领先。

公司成长空间中等，主要系在我国能源转型背景下，公司未来风光装机规模仍有较大增长空间，虽然最近两年公司新增装机规模有所放缓，但不影响公司长期成长性。

公司盈利趋势略有承压，主要系过去两年随着我国风光装机规模大幅增长和市场化交易的推进，公司风光上网电价有所下滑，导致公司盈利能力呈下滑趋势，我们认为短期此趋势具有一定的延续性。

公司产业格局中等，主要系我国风光新能源发电行业，特别是海上风电、风光大基地的建设主要由国央企主导，但风光上网电价一定程度上受政策影响较大，因此公司对下游话语权一般。

公司护城河中等，主要系公司背靠国家能源集团，具有一定的资源优势，比如融资成本优势、国家政策倾斜，且未来衰退的可能性较低，但公司整体投资回报率偏低。

我们基于公司未来风光新增装机规模保持稳健增长，上网电价小幅下滑之后企稳，且公司盈利能力2026年后保持稳健的假设下，公司现在处于合理估值状态。

风险提示

公司风光新增装机规模低于预期风险；未来风光市场化交易持续推进，公司上网电价存在超预期下滑风险；若未来电网消纳困难，公司弃风、弃光率超预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司为三峡集团旗舰上市平台，积极发展陆上风电、光伏发电，大力开发海上风电，加快推进以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电、光伏发电基地建设，深入推动源网荷储一体化和多能互补发展，积极开展抽水蓄能、新型储能、氢能、光热等业务，同时投资与新能源业务关联度高、具有优势互补和战略协同效应的相关产业，基本形成了风电、太阳能、储能、战略投资等相互支撑、协同发展的业务格局。目前，公司业务已覆盖全国30个省、自治区和直辖市，装机规模、盈利能力等居于国内同行业前列。

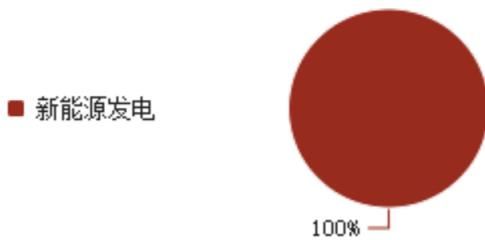
2. 业务介绍

对于三峡能源公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

新能源发电：

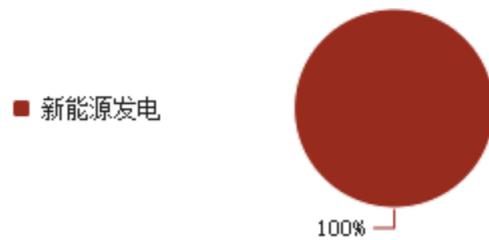
公司以风能、太阳能的开发、投资和运营为主营业务。截至2024年底，公司并网装机容量达到4,796.14万千瓦，其中风电2,243.20万千瓦，光伏发电2,426.57万千瓦。我们对该业务的市场界定为中国风光新能源发电行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司作为新能源发电运营商，在风光电站建设前期需要投入大额资本开支，电站正式投产运营后，通过发电上网实现投资回报，整体来说具有明显的重资产、轻运营属性。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

风光发电属于典型的重资产行业。截至2024年末，公司固定资产1,907亿元，在建工程556亿元，合计占总资产比例超过80%，2024年公司总资产周转率仅为0.09次，处于较低水平，说明公司是高资产强度型企业。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司营销强度低，无任何销售费用，主要系三峡能源作为集中式新能源发电企业，电力产品通过电网公司统购统销，不存在面向终端用户的销售环节，且电网公司是法律规定的唯一购电主体（除少量绿电直供试点外），发电企业无需开展营销活动。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

2024年公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额的比例为98.68%，主要客户为国家电网有限公司（占比68.66%）、中国南方电网有限责任公司（占比17.98%）、内蒙古电力（集团）有限责任公司（占比11.03%），整体来说公司客户集中度非常高。

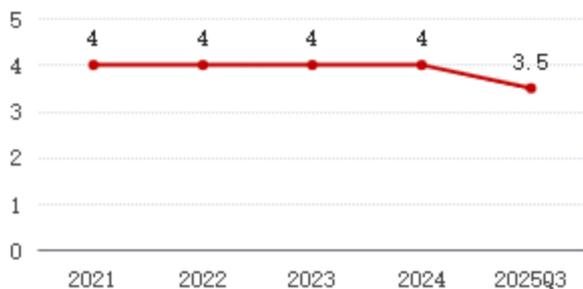
4. 历史经营绩效

近几年公司整体盈利能力良好，成长能力持续走低，业务控制力尚可，但股东回报情况一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



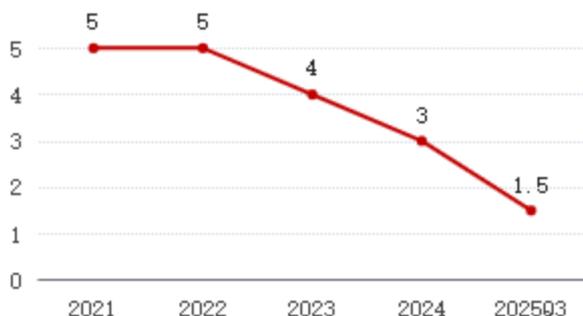
数据来源：公司财报，壹评级

过去几年公司整体盈利能力稳健，处于市场中等偏上水平，但2025年前三季度公司盈利能力有所走低，主要系受电力市场化推进营销，公司风光上网电价下滑明显，导致公司净利率下滑严重，业绩承压所致。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



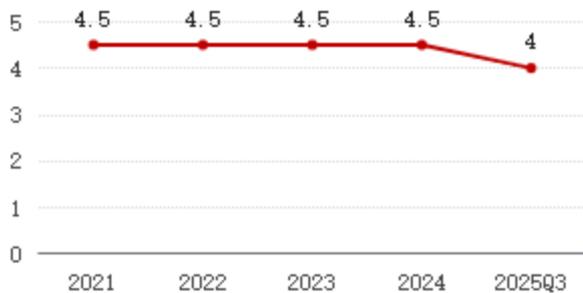
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力持续走低，主要系2023年公司装机规模保持快速增长，但电价下滑拖累公司利润增速放缓，导致成长星级走低，2024年后，公司装机规模增速放缓，叠加公司上网电价加速下滑，特别是光伏上网电价，导致公司连续两年利润下滑，成长星级大幅走低。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



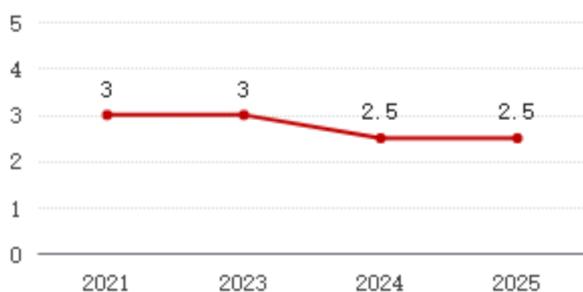
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力星级尚可，主要系公司现金流较好，经营现金流净额大于净利润，说明盈利质量较高；但公司电价收入中存在大额补贴拖欠，导致应收账款规模较大，在产业链中话语权偏弱。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

过去几年由于公司存在大额资产开支，主要系公司新建风光电站前期需要大额资本投入，因此公司整体分红率较低，2024年分红率维持在30%左右，从股息率角度来看吸引力有限，因此股东回报星级一般。

5. 四维评级

公司成长空间中等，盈利趋势略有承压，产业格局和护城河均处于市场中等水平。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，主要系在我国能源转型背景下，公司未来风光装机规模仍有较大增长空间，虽然最近两年公司新增装机规模有所放缓，但不影响公司长期成长性。

新能源发电(3星)：

在我国能源转型与“双碳”目标持续推进的背景下，新能源装机长期增长趋势明确，公司作为央企新能源核心平台，未来风电、光伏装机规模仍具备较大增长潜力。尽管近两年受项目建设节奏、并网消纳、资源获取节奏等因素影响，新增装机规模阶段性放缓，但该等扰动仅为短期现象，不会改变公司长期成长路径。依托股东资源优势与沙戈荒大基地、海上风电等优质项目储备，公司中长期装机与发电量有望保持稳健增长，长期成长性具备坚实支撑。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势略有承压，主要系过去两年随着我国风光装机规模大幅增长和市场化交易的推进，公司风光上网电价有所下滑，导致公司盈利能力呈下滑趋势，我们认为短期此趋势具有一定的延续性。

新能源发电(2星):

过去两年公司风光装机规模快速扩张，叠加电力市场化交易持续深化、保障性电量占比下降、市场化电价折让扩大，带动风电、光伏平均上网电价中枢持续下移，直接拖累度电收入与整体毛利率，公司盈利能力呈现阶段性下滑态势。综合行业电价趋势、市场化交易推进节奏及项目结构，我们认为短期盈利承压趋势仍具有一定延续性，需持续跟踪大基地项目电价及成本管控进展。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，主要系我国风光新能源建设，特别是海上风电、风光大基地的建设主要由国央企主导，且风光上网电价一定程度上受政策影响较大，属于政府管控性行业。

新能源发电(3星):

我国风电、光伏新能源建设呈现明显的国央企主导特征，尤其是海上风电、风光大基地等重点项目，主要由中央及地方国有企业开发运营，行业竞争格局集中、同质化程度较高。同时，新能源上网电价、并网消纳、资源获取等核心环节均受政策较强约束，行业整体属于政府管控性较强的领域。公司虽依托央企背景具备资源获取优势，但受行业格局与政策监管双重约束，难以构筑显著差异化壁垒，因此产业格局评级为中等。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河中等，主要系公司背靠国家能源集团，具有一定的资源优势，比如融资成本优势、国家政策倾斜，且未来衰退的可能性较低，但公司整体投资回报率偏低。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
新能源发电	(3星)三峡能源作为国内新能源发电领域龙头企业，具备一定的行业规模与地位。经壹评级调整后，公司净资产收益率（ROE）约为8%左右，整体回报水平处于行业常规区间，几乎不存在显著超额收益，资本回报率优势并不突出。尽管公司风光装机规模位居行业前列，体量具备相对优势，但从全行业口径测算，其整体市场占有率不足5%，因此公司护城河宽度星级中等。	(3星)公司核心护城河主要依托股东背景所带来的资源优势。三峡能源背靠三峡集团，依托其作为六小发电集团之一的央企地位，在资源获取与融资层面具备显著优势。一方面，央企背景有助于公司优先获取优质风光大基地、海上风电等核心项目资源；另一方面，可获得更低的综合融资成本，支撑项目规模化扩张，且该优势未来衰退的可能性不大，因此公司护城河持续性中等。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们基于公司未来风光新增装机规模保持稳健增长，上网电价小幅下滑之后企稳，且公司盈利能力2026年后保持稳健的假设下，公司现在处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为风光新能源发电，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 装机规模：考虑到2025年公司新增装机规模有所放缓，假设2025年底，公司风电装机规模为23.4GW，光伏装机规模为26.3GW，但考虑到未来公司依旧存在较大在建产能，我们假设2026年后公司风电每年增长3G，光伏每年新增4GW；
- 2) 利用小时数：参考公司历史风电利用小时数均值，我们假设公司风电利用小时数为2,000小时，光伏装机利用小时数为1,050小时；
- 3) 上网电价：考虑到新增风光平价项目陆续投产以及市场化交易推进，我们假设公司未来上网电价仍有下降空间，其中风电上网电价逐步下降至0.422元/千瓦时，光伏上网电价逐步下降到0.328元/千瓦时；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：受上网电价持续下行影响，2025年新能源发电业务毛利率面临下行压力，我们预测假设2025年公司毛利率为48%，2026年继续下滑至46%，此后保持不变；
- 2) 费用情况：鉴于销售费用率、研发费用率、管理费用率占比较低，我们假设未来维持在2024年水平；财务费用方面，我们假设未来低利率环境有望持续，有息负债率亦维持2024年水平。

表2：公司整体业绩预测

三峡能源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	238.1	264.9	297.2	300.3	327.1	365.3	403.4	441.5
归母净利润(亿)	71.6	71.8	61.1	59.3	61.6	70.6	79.2	88.0
归母净利润增速(%)	26.8	0.3	-14.8	-3.1	4.0	14.6	12.1	11.1
经营性净利润(亿)	71.2	75.6	68.8	63.4	66.0	76.5	86.4	96.6
经营性净利润增速(%)	55.0	6.3	-9.0	-7.9	4.2	15.9	12.9	11.8
经营性归母净利润(亿)	60.7	65.7	56.4	53.9	56.1	65.0	73.4	82.1
经营性归母净利润增速(%)	42.7	8.1	-14.2	-4.4	4.2	15.9	12.9	11.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

新能源发电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	238.1	264.9	297.2	300.3	327.1	365.3	403.4	441.5
收入增速(%)	53.8	11.2	12.2	1.1	8.9	11.7	10.4	9.5
经营性净利润(亿)	71.2	75.6	68.8	63.4	66.0	76.5	86.4	96.6
经营性净利率(%)	29.9	28.5	23.1	21.1	20.2	20.9	21.4	21.9
经营性净利润增速(%)	55.0	6.3	-9.0	-7.9	4.2	15.9	12.9	11.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
新能源发电	5.4%	中等-	较好	较强	7.5%	16.36	132.4
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
新能源发电(亿)	66.9	1130.2	1197.1	-	186.0	120.0	1131.1
公司整体测算(亿)	66.9	1130.2	1197.1	-	186.0	120.0	1131.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
新能源发电(亿)	298.1	942.6	1240.7	-	186.0	120.0	1174.7
公司整体测算(亿)	298.1	942.6	1240.7	-	186.0	120.0	1174.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性



三峡能源作为风光新能源发电龙头企业，公司历史盈利能力稳健，但最近两年电价下滑导致公司利润承压，业绩存在一定的波动性。但考虑到我国新能源发电行业已经开始步入成熟期，且公司每月发布经营数据，国家统计局每月发布行业发电数据，整体来说可跟踪性较强，其次从长期角度，公司未来业绩下滑空间有限，盈利依旧相对稳健，因此我们认为公司估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。