



国资委批复股权转让, 有望打造为重庆售电平台

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 国资委同意重庆中节能将其持有的公司股份 1.01 亿股协议转让给长江电力, 占公司总股本的 10.2%。
- **国资委批复股权转让, 近期有望过户。** 2016 年 12 月 31 日中节能与长江电力签订股权转让协议, 计划以 9.43 元/股的价格将中节能持有的 10.2% 公司股份转让给长江电力。同时约定, 国资委批复后五个工作日内长江电力支付剩余价款。此次股权转让获得国资委批复, 预计近日完成全部转让款支付并于近期完成股权交割。股权转让后中节能不再持有公司股份, 三峡集团持股达 15.4%, 合并口径成为第二大股东。公司股权关系理顺迈出关键一步, 主营水电业务的三峡集团进入后, 将有望带领公司进入发展新阶段, 打破现有发展天花板。
- **公司外购电占比较高, 若实现低成本电源替代则弹性显著。** 公司现有发电装机 22.8 万千瓦, 属于地方小水电公司, 受制于电源不足, 半数以上电力外购于湖北及国网, 三峡集团进入后有望为公司提供低成本的电力和丰富的电源, 降低公司外购电成本。我们以长江电力电源替代公司外购电测算, 利润弹性超过 1 个亿。
- **三峡集团积极参与重庆电力体制改革, 公司长期有望发展为三峡集团下的重庆售电平台。** 商务部新闻显示重庆市政府与三峡集团联合举行重庆长电联合能源公司和重庆两江三峡兴盛能源产业股权投资基金的揭牌活动, 后续三峡集团或计划整合涪陵聚龙电力、黔江乌江电力等地方电网和两江新区增量配网打造全新的重庆“三峡电网”, 坚定布局重庆地区电力改革。大幅增持三峡水利后, 三峡集团有望借助公司地方独立电网资源-重庆万州及周边电网资源, 大幅扩大供电和售电范围, 并深度参与重庆电力改革, 有望将打造为重庆售电平台。考虑到重庆电力消费量近年来持续增长, GPD 增速引领全国, 2015 年重庆市用电量 875 亿千瓦时 (+1%), 而外调电力占总消费量 29.7%, 存在较大电力生产缺口, 若能参与到重庆地区售电业务, 市场空间巨大, 有望给公司带来较大业绩弹性和发展空间。
- **水利部为实质控制人, 国企改革值得关注。** 本次股权转让后公司的实际控制人未发生变化, 仍为水利部综合事业局, 其存在国企改革需求, 后续国企改革若进一步推进, 将利好公司长远发展。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑未来长期变数, 预计 2016-2018 年 EPS 为 0.23 元、0.28 元和 0.33 元, PE 为 44x、37x 和 31x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 水电受气候因素变动大风险; 电改低于预期、国改低于预期等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1315.75	1348.29	1523.03	1730.80
增长率	0.33%	2.47%	12.96%	13.64%
归属母公司净利润 (百万元)	207.18	228.67	273.91	330.41
增长率	45.86%	10.37%	19.78%	20.63%
每股收益 EPS (元)	0.21	0.23	0.28	0.33
净资产收益率 ROE	9.23%	9.45%	10.43%	11.48%
PE	48.84	44.25	36.94	30.62
PB	4.51	4.18	3.85	3.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

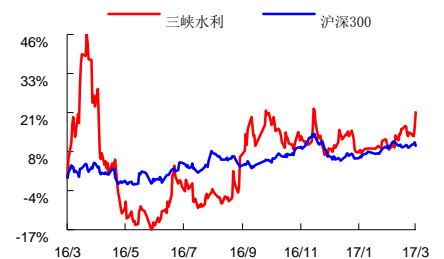
分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.93
流通 A 股(亿股)	8.88
52 周内股价区间(元)	7.02-37.03
总市值(亿元)	101.19
总资产(亿元)	46.80
每股净资产(元)	2.43

相关研究

1. 三峡水利 (600116): 股权理顺迈出关键一步, 发展天花板有望打开 (2017-01-03)
2. 三峡水利 (600116): 前三季度利润微增, 持续关注三峡集团后续动作 (2016-10-24)
3. 三峡水利 (600116): 三峡集团变相举牌, 重点关注后续进展 (2016-09-18)
4. 三峡水利 (600116): 电力利润提升, 勘察设计业务增长显著 (2016-08-14)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1315.75	1348.29	1523.03	1730.80	净利润	207.18	202.21	242.21	292.17
营业成本	935.00	954.04	1065.95	1201.24	折旧与摊销	114.57	166.02	178.02	190.02
营业税金及附加	19.53	20.22	22.85	25.96	财务费用	56.13	44.58	46.63	44.30
销售费用	0.27	1.21	1.37	1.56	资产减值损失	37.95	28.47	28.47	28.47
管理费用	98.38	107.86	118.80	131.54	经营营运资本变动	56.28	1.59	-105.74	-101.77
财务费用	56.13	44.58	46.63	44.30	其他	-86.51	-47.66	25.32	36.94
资产减值损失	37.95	28.47	28.47	28.47	经营活动现金流净额	386.47	417.06	441.41	522.45
投资收益	25.23	15.00	15.00	15.00	资本支出	-433.96	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	1.78	0.00	0.00	0.00	其他	-252.70	24.09	24.09	24.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-686.66	-275.91	-275.91	-275.91
营业利润	195.51	206.90	253.96	312.74	短期借款	-50.00	291.83	37.68	-14.70
其他非经营损益	28.34	28.34	28.34	28.34	长期借款	-221.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	223.85	235.24	282.30	341.08	股权融资	0.00	662.00	0.00	0.00
所得税	42.38	33.04	40.10	48.91	支付股利	-49.65	-54.80	-65.64	-79.18
净利润	181.47	202.21	242.21	292.17	其他	857.84	-701.97	-41.43	-38.38
少数股东损益	-25.72	-26.47	-31.70	-38.24	筹资活动现金流净额	536.85	197.07	-69.39	-132.26
归属母公司股东净利润	207.18	228.67	273.91	330.41	现金流量净额	236.66	338.21	96.11	114.27
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	304.24	642.45	738.56	852.83	成长能力				
应收和预付款项	139.38	149.72	160.97	182.74	销售收入增长率	1.38%	2.47%	12.96%	13.64%
存货	123.25	127.81	114.45	141.13	营业利润增长率	98.87%	5.83%	22.75%	23.14%
其他流动资产	360.80	360.80	360.80	360.80	净利润增长率	44.62%	11.43%	19.78%	20.63%
长期股权投资	43.91	58.91	73.91	88.91	EBITDA 增长率	28.65%	13.12%	13.72%	13.50%
投资性房地产	32.42	28.51	24.61	20.71	获利能力				
固定资产和在建工程	2820.41	2931.51	3030.60	3117.70	毛利率	28.94%	29.24%	30.01%	30.60%
无形资产和开发支出	32.89	31.21	29.53	27.84	三费率	11.76%	11.40%	10.95%	10.25%
其他非流动资产	133.40	133.40	133.40	133.40	净利率	13.79%	15.00%	15.90%	16.88%
资产总计	3990.70	4464.32	4666.83	4926.07	ROE	9.23%	9.45%	10.43%	11.48%
短期借款	120.00	411.83	449.52	434.82	ROA	6.74%	6.03%	6.79%	7.55%
应付和预收款项	547.51	581.89	570.15	631.10	ROIC	8.04%	7.59%	7.83%	8.72%
长期借款	756.32	756.32	756.32	756.32	EBITDA/销售收入	29.64%	32.73%	32.94%	32.90%
其他负债	292.26	292.26	292.26	292.26	营运能力				
负债合计	1716.08	2042.30	2068.23	2114.49	总资产周转率	0.32	0.30	0.32	0.34
股本	331.00	993.01	993.01	993.01	固定资产周转率	0.56	0.46	0.50	0.56
资本公积	1403.89	741.89	741.89	741.89	应收账款周转率	16.41	17.19	17.67	18.03
留存收益	510.35	684.23	892.50	1143.72	存货周转率	7.59	7.46	9.31	8.51
归属母公司股东权益	2245.25	2419.12	2627.39	2878.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.13	—	—	—
少数股东权益	29.37	2.90	-28.80	-67.04	资本结构				
股东权益合计	2274.62	2422.03	2598.59	2811.58	资产负债率	41.96%	44.75%	43.40%	42.08%
负债和股东权益合计	3990.70	4464.32	4666.83	4926.07	带息债务/总负债	51.06%	57.20%	58.30%	56.33%
					流动比率	1.10	1.10	1.15	1.23
					速动比率	0.83	0.89	0.96	1.03
					股利支付率	23.96%	23.96%	23.96%	23.96%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.23	0.28	0.33
					每股净资产	2.26	2.44	2.65	2.90
					每股经营现金	0.39	0.42	0.44	0.53
					每股股利	0.05	0.06	0.07	0.08
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	390.05	441.23	501.75	569.48					
PE	48.84	44.25	36.94	30.62					
PB	4.51	4.18	3.85	3.52					
PS	7.69	7.50	6.64	5.85					
EV/EBITDA	10.06	24.78	21.80	19.12					
股息率	0.00	0.01	0.01	0.01					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn