

2017年03月26日

三峡水利 (600116.SH)

## 年报业绩符合预期，期待与三峡集团合作进展

■ **业绩同比稳步增长，符合预期：**据公司年报披露，公司2016年实现营业收入12.58亿元，同比下降4.43%，归母净利润2.31亿元，同比增长11.64%，EPS为0.23元/股。业绩符合预期。

■ **外购电成本降低，设计安装业务发展迅速：**2016年，受下游用户用电量减少和国家政策性下调电价影响，公司营业收入小幅下滑，同比减少4.43%。但公司在成本端实现改善，一方面加强水库梯级调度和跨流域协同调度，增加自发电量；另一方面加强与国家电网重庆市电力公司等外购电单位的协调，争取到外购电价格的优惠，减少外购电成本3658万元，外购电成本同比下降9.85%。公司电力勘察设计安装业务，通过加强成本控制提高毛利率，实现营业利润7758万元，同比大幅增长75.55%。

■ **三峡集团增持获批：**据2016年12月31日公司公告，重庆中节能拟以9.425元/股的价格将其持有三峡水利10.20%的股份转让给长江电力。此次股权转让后，长江电力持股10.2%，长电创投持股1.12%，三峡资本持股4.08%，实际控制人三峡集团持股超过15%，成为公司第二大股东（第一大股东仍为水利部综合事业局，新华水利控股持股11.18%，水利部综合开发管理中心持股9.89%）。据公司2017年3月20日公告，此次股份转让已获国务院国资委批准，根据转让协议，股份过户将于近期完成。公司拥有重庆市万州区地方电网，具有丰富的地方电网运营经验。三峡集团大幅增持完成后，有望将三峡集团发电侧资源和公司售电侧经验相融合。

■ **“三峡电网”雏形可见：**据重庆市政府新闻网站，三峡集团与重庆市政府的合作持续推进，未来三峡集团将整合涪陵聚龙电力、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”。三峡电站增发电量入渝规模有望进一步提高，可显著降低重庆地区的用电成本。公司拥有重庆市万州区地方电网，具有丰富的地方电网运营经验，公司具备成为“三峡电网”重要一环的可能性，通过引进三峡集团低成本的水电，有望显著降低公司外购电成本。同时，未来也不排除三峡集团依托公司上市平台，在建设“三峡电网”的整体框架下，开展进一步合作的可能性。

■ **投资建议：**我们认为三峡集团大幅增持，有望显著增强公司的实力，看好公司未来发展。预计公司2017-2019年EPS为0.28、0.33、0.34元，对应PE为37.6X、31.7X、31.1X；给予买入-A的投资评级，6个月目标价为13元。

■ **风险提示：**来水不及预期，电力市场化不及预期。

公司快报

证券研究报告

电网

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**13元**  
股价(2017-03-24) **10.59元**

### 交易数据

总市值(百万元)	10,515.93
流通市值(百万元)	9,403.98
总股本(百万股)	993.01
流通股本(百万股)	888.01
12个月价格区间	7.02/37.03元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.26	9.61	-0.14
绝对收益	13.75	14.73	9.59

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn  
021-35082107

周喆

报告联系人

zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

### 相关报告

三峡水利：三峡集团大举增持，有望打造重庆售电平台	2017-01-02
三峡水利：中报业绩平稳，三峡资本入主增添发展动力	2016-08-15
三峡水利：外购电成本下降持续增添动力	2016-08-04

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,315.8	1,257.5	1,699.2	1,922.8	2,203.8
净利润	207.2	231.3	279.4	331.5	338.3
每股收益(元)	0.21	0.23	0.28	0.33	0.34
每股净资产(元)	2.26	2.47	2.66	2.96	3.27
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	50.8	45.5	37.6	31.7	31.1
市净率(倍)	4.7	4.3	4.0	3.6	3.2
净利润率	15.7%	18.4%	16.4%	17.2%	15.3%
净资产收益率	9.2%	9.4%	10.6%	11.3%	10.4%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
<b>ROIC</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.2%</b>	<b>11.4%</b>	<b>13.6%</b>

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,315.8	1,257.5	1,699.2	1,922.8	2,203.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	935.0	873.2	1,257.2	1,422.3	1,641.6	营业收入增长率	1.4%	-4.4%	35.1%	13.2%	14.6%
营业税费	19.5	20.1	26.6	29.8	34.7	营业利润增长率	98.9%	24.3%	11.4%	31.0%	2.6%
销售费用	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	净利润增长率	45.9%	11.6%	20.8%	18.7%	2.0%
管理费用	98.4	109.6	123.0	183.8	176.5	EBITDA 增长率	33.1%	13.5%	0.0%	14.7%	0.6%
财务费用	56.1	44.0	24.5	1.6	-4.7	EBIT 增长率	48.4%	14.1%	2.9%	20.6%	0.8%
资产减值损失	37.9	3.7	3.7	3.7	3.7	NOPLAT 增长率	25.4%	19.4%	3.1%	13.5%	0.8%
加:公允价值变动收益	1.8	-1.4	-23.0	42.5	-20.6	投资资本增长率	14.2%	4.1%	1.6%	-15.9%	-3.5%
投资和汇兑收益	25.2	37.7	30.0	31.0	32.9	净资产增长率	88.2%	8.5%	6.5%	10.3%	9.6%
<b>营业利润</b>	195.5	243.0	270.8	354.7	363.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	28.3	15.0	25.3	21.1	24.0	毛利率	28.9%	30.6%	26.0%	26.0%	25.5%
<b>利润总额</b>	223.8	258.0	296.1	375.8	388.0	营业利润率	14.9%	19.3%	15.9%	18.4%	16.5%
减:所得税	42.4	39.1	44.4	75.2	77.6	净利润率	15.7%	18.4%	16.4%	17.2%	15.3%
<b>净利润</b>	207.2	231.3	279.4	331.5	338.3	EBITDA/营业收入	27.8%	33.0%	24.5%	24.8%	21.8%
						EBIT/营业收入	19.1%	22.8%	17.4%	18.5%	16.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	576	720	555	468	389
货币资金	601.2	625.5	135.9	567.6	903.7	流动营业资本周转天数	-93	-116	-101	-104	-108
交易性金融资产	231.8	150.4	127.4	169.9	149.2	流动资产周转天数	263	329	204	186	236
应收账款	72.1	72.5	179.9	99.1	201.0	应收账款周转天数	31	21	27	26	25
应收票据	48.4	29.3	82.8	44.6	97.9	存货周转天数	30	33	34	34	35
预付账款	18.9	10.3	38.2	14.2	45.4	总资产周转天数	1,087	1,287	946	817	768
存货	123.3	109.6	214.8	144.7	280.8	投资资本周转天数	607	692	526	432	338
其他流动资产	129.0	76.3	74.5	93.3	81.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	123.4	170.8	119.4	137.9	142.7	ROE	9.2%	9.4%	10.6%	11.3%	10.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	4.7%	5.9%	6.8%	6.3%
长期股权投资	43.9	50.2	50.2	50.2	50.2	ROIC	9.8%	10.3%	10.2%	11.4%	13.6%
投资性房地产	32.4	31.0	31.0	31.0	31.0	<b>费用率</b>					
固定资产	2,354.3	2,677.9	2,558.9	2,439.8	2,320.8	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	458.3	551.5	551.5	551.5	551.5	管理费用率	7.5%	8.7%	7.2%	9.6%	8.0%
无形资产	32.9	32.0	30.7	29.5	28.2	财务费用率	4.3%	3.5%	1.4%	0.1%	-0.2%
其他非流动资产	67.0	64.2	84.2	70.0	72.8	三费/营业收入	11.8%	12.2%	8.7%	9.7%	7.8%
<b>资产总额</b>	4,336.9	4,651.7	4,279.4	4,443.4	4,956.6	<b>偿债能力</b>					
短期债务	120.0	200.0	162.0	-	-	资产负债率	47.6%	46.9%	38.5%	34.7%	35.9%
应付账款	463.6	607.9	754.0	842.2	1,036.2	负债权益比	90.7%	88.4%	62.7%	53.1%	55.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.16	0.98	0.65	0.91	1.20
其他流动负债	471.7	287.1	404.7	400.2	426.0	速动比率	1.04	0.88	0.48	0.80	1.01
长期借款	756.3	769.6	-	-	-	利息保障倍数	4.48	6.52	12.06	223.72	-75.94
其他非流动负债	250.7	318.4	328.4	299.2	315.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	2,062.3	2,183.0	1,649.1	1,541.6	1,777.6	DPS(元)	0.05	-	0.06	0.05	0.04
少数股东权益	29.4	17.0	-9.4	-39.8	-67.0	分红比率	24.0%	0.0%	19.6%	14.5%	11.4%
股本	331.0	993.0	993.0	993.0	993.0	股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
留存收益	1,932.9	1,473.6	1,646.7	1,948.5	2,253.1						
<b>股东权益</b>	2,274.6	2,468.6	2,630.3	2,901.7	3,179.0						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	181.5	218.9	279.4	331.5	338.3	EPS(元)	0.21	0.23	0.28	0.33	0.34
加:折旧和摊销	114.6	128.5	120.3	120.3	120.3	BVPS(元)	2.26	2.47	2.66	2.96	3.27
资产减值准备	37.9	3.7	-	-	-	PE(X)	50.8	45.5	37.6	31.7	31.1
公允价值变动损失	-1.8	1.4	-23.0	42.5	-20.6	PB(X)	4.7	4.3	4.0	3.6	3.2
财务费用	57.0	43.9	24.5	1.6	-4.7	P/FCF	-27.2	364.9	-24.7	19.5	27.4
投资损失	-25.2	-37.7	-30.0	-31.0	-32.9	P/S	8.0	8.4	6.2	5.5	4.8
少数股东损益	-25.7	-12.4	-27.7	-30.9	-27.9	EV/EBITDA	19.9	22.6	25.0	20.3	19.4
营运资金的变动	-42.2	193.4	-179.4	290.9	-49.0	CAGR(%)	18.3%	12.3%	26.1%	18.3%	12.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	382.0	434.2	164.1	724.9	323.4	PEG	2.8	3.7	1.4	1.7	2.5
投资活动产生现金流量	-686.7	-213.7	127.4	-72.4	69.4	ROIC/WACC	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3
融资活动产生现金流量	536.8	-186.8	-781.1	-220.8	-56.7	REP	3.2	3.8	4.2	4.2	3.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034