

开启涅槃之旅, 剑指国内一流售电企业

投资要点

- **事件:** 公司发布2016年年度报告, 全年实现营业收入12.6亿元, 同比下降4.4%, 实现归母净利润2.3亿元, 同比增长11.6%, 基本每股收益0.23元; 每10股派发现金红利0.7元(含税); 出资4000万元设立售电公司。
- **收入首次下降, 但盈利水平再创历史佳绩。** 公司2016年发(+5.5%)、售(+1.9%)电量同比增长, 但收入在上市后首次下降, 主要系经济增速放缓、政策性下调电价等因素所致。分项来看, 收入占比最大的发电业务(8.79亿元、-1.8%)及电力勘察业务(3.49亿元、-6.1%)营收有所下降。但公司狠抓管理, 降本增效带动电力勘察设计利润提升, 总营业成本(10.51亿元、-8.4%)下降显著; 广告业务、增资三峡银行及理财产品等也带动投资收益增长(3635万元、+49.5%)等, 促使公司综合盈利水平上升, 实现营业利润及净利润水平再创历史佳绩。
- **综合毛利率再次提升, 期间费用率维持低位。** 公司2016年综合毛利率为30.6%(+1.6pp), 分开来看, 电力业务方面, 虽全年低成本的自发电大幅增长且外购电成本下降, 但电价下调以及在在建工程转固拖累了电力销售业务盈利水平, 毛利率有所下降(32.0%、-2.2pp); 电力勘察设计业务通过降本增效毛利率显著提升(30.5%、+9.3pp), 拉高公司综合盈利能力。期间费用率维持在低位水平(12.2%、+0.5pp), 管控能力良好。
- **售电公司设立, 售电业务启动整装待发, 内生基本面持续向好。** 公司出资4000万元设立售电公司为开展售电业务提前完成布局, 下一步市场化售电业务启动整装待发, 新增利润增长点有望开启。同时, 从公司自身看, 投产水电装机容量22.8万千瓦, 在建金盆水电站、新长滩电站等装机3.5万千瓦, 覆盖重庆万州80%供区。后续公司新电站投产及输配电网、农网改造的稳步推进将进一步夯实公司主营业务, 带动基本面持续向好。
- **央企整合+电力改革双重受益, 开启涅槃之旅, 剑指国内一流售电企业。** 近期公司完成股权理顺重大一步, 股权转让后三峡集团持股15.4%跃居第二大股东。现阶段三峡集团或有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, 推动重庆地区“四网融合”, 深度参与重庆电力改革, 后续有望进一步整合资源将公司打造成为重庆地区售电平台, 成为全新的重庆“三峡电网”。长远来看公司借央企整合及电改春风, 开启涅槃之旅, 剑指国内一流售电企业, 二次腾飞正当时。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑未来长期变数, 预计2017-2019年EPS为0.28元、0.33元和0.39元, 对应PE为38x、32x和27x, 看好三峡集团入住带来的二次飞跃, 中长期维持“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。

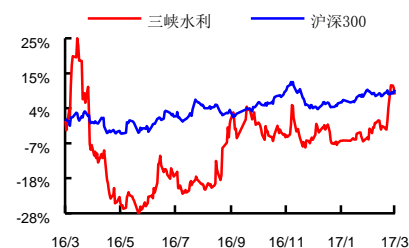
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1257.51	1345.95	1497.42	1680.41
增长率	-4.43%	7.03%	11.25%	12.22%
归属母公司净利润(百万元)	231.31	276.72	325.58	388.08
增长率	11.64%	19.63%	17.66%	19.20%
每股收益EPS(元)	0.23	0.28	0.33	0.39
净资产收益率ROE	8.87%	9.54%	10.09%	10.74%
PE	45	38	32	27
PB	4.26	3.83	3.44	3.07

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)	105.16
总资产(亿元)	46.52
每股净资产(元)	2.47

相关研究

1. 三峡水利(600116): 国资委批复股权转让, 有望打造为重庆售电平台 (2017-03-19)
2. 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)
3. 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)
4. 三峡水利(600116): 三峡集团变相举牌, 重点关注后续进展 (2016-09-18)
5. 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)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1257.51	1345.95	1497.42	1680.41	净利润	218.91	261.89	308.13	367.28
营业成本	873.16	906.30	988.14	1087.58	折旧与摊销	128.50	271.85	294.64	308.42
营业税金及附加	20.14	21.06	23.41	26.39	财务费用	44.01	59.63	55.24	53.57
销售费用	0.16	0.35	0.31	0.35	资产减值损失	3.74	1.57	0.00	-0.26
管理费用	109.61	111.76	126.40	141.07	经营营运资本变动	256.01	-61.09	59.67	56.63
财务费用	44.01	59.63	55.24	53.57	其他	-216.95	-38.92	-39.80	-40.64
资产减值损失	3.74	1.57	0.00	-0.26	经营活动现金流净额	434.22	494.93	677.88	744.99
投资收益	37.71	39.00	40.00	41.00	资本支出	-419.12	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-1.36	-0.09	-0.20	-0.36	其他	205.40	38.91	39.80	40.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-213.72	-11.09	-10.20	-9.36
营业利润	243.02	284.19	343.71	412.34	短期借款	80.00	-200.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.96	22.35	20.88	20.38	长期借款	13.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	257.98	306.54	364.60	432.73	股权融资	21.01	0.00	0.00	0.00
所得税	39.07	44.65	56.47	65.45	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	218.91	261.89	308.13	367.28	其他	-301.08	-110.69	-55.24	-53.57
少数股东损益	-12.40	-14.83	-17.45	-20.80	筹资活动现金流净额	-186.78	-310.69	-55.24	-53.57
归属母公司股东净利润	231.31	276.72	325.58	388.08	现金流量净额	33.72	173.15	612.44	682.06
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	625.52	798.67	1411.11	2093.17	成长能力				
应收和预付款项	112.08	134.57	140.89	159.84	销售收入增长率	-4.43%	7.03%	11.25%	12.22%
存货	109.64	112.24	122.52	135.26	营业利润增长率	24.30%	16.94%	20.94%	19.97%
其他流动资产	226.76	232.12	241.32	252.43	净利润增长率	20.63%	19.63%	17.66%	19.20%
长期股权投资	50.21	50.21	50.21	50.21	EBITDA 增长率	13.47%	48.17%	12.66%	11.64%
投资性房地产	31.03	31.03	31.03	31.03	获利能力				
固定资产和在建工程	3229.39	3010.59	2768.98	2513.60	毛利率	30.56%	32.66%	34.01%	35.28%
无形资产和开发支出	31.99	28.95	25.91	22.88	三费率	12.23%	12.76%	12.15%	11.60%
其他非流动资产	235.05	235.05	235.05	235.05	净利率	17.41%	19.46%	20.58%	21.86%
资产总计	4651.68	4633.44	5027.03	5493.48	ROE	8.87%	9.54%	10.09%	10.74%
短期借款	200.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.71%	5.65%	6.13%	6.69%
应付和预收款项	508.18	466.94	522.32	584.95	ROIC	9.77%	11.94%	15.05%	20.31%
长期借款	769.61	769.61	769.61	769.61	EBITDA/销售收入	33.04%	45.74%	46.32%	46.08%
其他负债	705.24	651.48	681.56	718.10	营运能力				
负债合计	2183.03	1888.03	1973.48	2072.65	总资产周转率	0.28	0.29	0.31	0.32
股本	993.01	993.01	993.01	993.01	固定资产周转率	0.50	0.50	0.56	0.67
资本公积	762.90	762.90	762.90	762.90	应收账款周转率	34.84	35.11	38.15	37.33
留存收益	710.67	987.39	1312.97	1701.05	存货周转率	7.35	8.11	8.31	8.35
归属母公司股东权益	2451.69	2743.29	3068.88	3456.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.64%	—	—	—
少数股东权益	16.95	2.12	-15.33	-36.14	资本结构				
股东权益合计	2468.65	2745.41	3053.54	3420.82	资产负债率	46.93%	40.75%	39.26%	37.73%
负债和股东权益合计	4651.68	4633.44	5027.03	5493.48	带息债务/总负债	44.42%	40.76%	39.00%	37.13%
					流动比率	0.98	1.60	2.16	2.68
					速动比率	0.88	1.46	2.03	2.54
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.28	0.33	0.39
					每股净资产	2.49	2.76	3.08	3.44
					每股经营现金	0.44	0.50	0.68	0.75
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	415.53	615.67	693.60	774.33					
PE	45.46	38.00	32.30	27.10					
PB	4.26	3.83	3.44	3.07					
PS	8.36	7.81	7.02	6.26					
EV/EBITDA	25.14	16.26	13.55	11.25					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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