

三峡水利 (600116.SH) 水电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

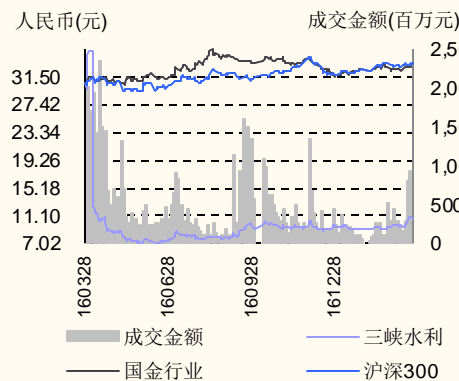
市场价格(人民币)：10.59元

开启凤凰涅槃之旅，一流售电企业可期

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	888.01
总市值(百万元)	10,515.93
年内股价最高最低(元)	35.42/7.02
沪深300指数	3489.60
上证指数	3269.45



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.626	0.233	0.277	0.315	0.342
每股净资产(元)	6.78	2.47	2.74	3.05	3.39
每股经营性现金流(元)	1.15	0.44	0.37	0.49	0.53
市盈率(倍)	34.67	40.57	38.28	33.57	31.00
行业优化市盈率(倍)	66.07	66.07	66.07	66.07	66.07
净利润增长率(%)	45.86%	11.64%	18.78%	14.01%	8.30%
净资产收益率(%)	9.23%	9.43%	10.11%	10.33%	10.06%
总股本(百万股)	331.00	993.01	993.01	993.01	993.01

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 三峡水利发布年报，16年全年实现营业收入为12.58亿元，较上年同期减4.43%；净利润为2.31亿元，较上年同期增11.64%；基本每股收益为0.23元，较上年同期增9.52%；每10股派发现金红利0.7元(含税)。
- 拟以自有资金在重庆市投资4,000万元设立售电公司，开展售电业务。

分析

- 业绩符合预期，电价下调导致售电营收下降，但整体净利润保持增长。公司16年实现营收12.58亿元，同比下降4.43%；净利润2.31亿元，同比增长11.64%。发电、供电是核心业务。2016年实现上网电量17.55亿千瓦时，售电量15.98亿千瓦时，营业收入8.98亿元。整体营收下滑主因售电收入受电价政策性下调导致。公司在重庆市的销售电价下降至0.538元/千瓦时(-3.74%)，导致万州地区售电收入从2015年的8.87亿元下降到8.72亿元。但同时因减少公司购电支出，同比降低9.85%，售电板块的利润受影响小。控制成本成效显著，电力勘察设计安装成本减少及财务费用降低1212万元，整体营业利润得以提升，实现营业利润2.43亿元(+23.98%)。公司毛利率30.60%，同比增加1.65个百分点。
- 拟设立售电公司，扩张供区外售电市场。公司拟在重庆市设立重庆三峡水利售电有限公司。重庆是第一批电改试点城市，近年来电改政策频超预期，电改力度强。公司计划把握改革机遇，依托并整合现有电网资源，发挥技术、运行管理及专业人才等方面的优势，开拓万州供区外的广阔的售电业务。我们认为此举将利于公司业务在区域外的得到扩张，进而成为业绩新增长点。
- 新增产能将提升售电业务盈利水平，直供电有望取得突破：公司自发电和外购电成本差距大，度电成本差异为0.25元，外购电比例高达55%。公司只要提升自发电量就能够提升公司业绩水平，业绩向上的确定性高。2014年公司投资建设4个水电机组，合计装机容量达7.96万千瓦，全部投入运行后，公司业绩有望提升7681万元，是2016年净利润的33.4%；公司计划今年5月份投产2.5万千瓦，预计17年自发电量未8.5亿千瓦。另外三峡集团入股后，我们判断公司有望获取三峡水电站的低价电源，外购电成本降低0.11元，新增利润可达1亿元。
- 三峡集团成为公司二股东，协同作战打造地方配售电平台：通过股权转让，三峡集团持股比例提升至15.4%，成为公司二股东。长江电力与涪陵聚龙电

相关报告

1. 《三峡集团入驻,打造重庆售电侧平台-三峡水利公司深度研究》, 2017.3.23

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

力、黔江乌江电力签订了战略合作协议，我们判断三峡集团很可能将整合三峡水利、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”，扩大供电和售电的范围，将三峡水利打造成重庆地区的配售电平台。公司依托三峡集团的实力，实现售电侧业务扩张，市场合理发展空间可新增 5-11 亿元的利润规模，业绩弹性极大。

投资建议

- 公司受益于混改和电改。三峡集团成为公司二股东，可获取三峡水电站低价电源，预计业绩弹性有 1 亿；并且公司有望成为三峡集团的配售电平台，更有利于公司借电改东风实现售电侧业务扩张。另外新增产能陆续投产将降低公司电源成本，提升公司盈利能力。
- 预计 2017-2019 年 EPS 为 0.28、0.32、0.34，对应 PE 为 38、34 和 31 倍。维持“买入”评级，目标价 15 元。

风险

来水情况低于预期的风险，同三峡集团业务协同低于预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,298	1,316	1,258	1,360	1,480	1,610
增长率		1.4%	-4.4%	8.2%	8.8%	8.8%
主营业务成本	-978	-935	-873	-930	-995	-1,080
%销售收入	75.3%	71.1%	69.4%	68.4%	67.2%	67.1%
毛利	320	381	384	430	485	530
%销售收入	24.7%	28.9%	30.6%	31.6%	32.8%	32.9%
营业税金及附加	-21	-20	-20	-22	-24	-26
%销售收入	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-1	0	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-106	-98	-110	-117	-126	-137
%销售收入	8.2%	7.5%	8.7%	8.6%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	192	263	254	291	335	367
%销售收入	14.8%	20.0%	20.2%	21.4%	22.7%	22.8%
财务费用	-71	-56	-44	-46	-46	-46
%销售收入	5.5%	4.3%	3.5%	3.4%	3.1%	2.9%
资产减值损失	-48	-38	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	-1	0	0	0
投资收益	26	25	38	40	40	40
%税前利润	19.8%	11.3%	14.6%	12.9%	11.3%	10.4%
营业利润	98	196	243	285	329	361
营业利润率	7.6%	14.9%	19.3%	20.9%	22.2%	22.4%
营业外收支	33	28	15	25	25	25
税前利润	131	224	258	310	354	386
利润率	10.1%	17.0%	20.5%	22.8%	23.9%	24.0%
所得税	-5	-42	-39	-47	-54	-59
所得税率	4.1%	18.9%	15.1%	15.2%	15.2%	15.2%
净利润	125	181	219	263	300	327
少数股东损益	-17	-26	-12	-12	-13	-12
归属于母公司的净利润	142	207	231	275	313	339
净利率	10.9%	15.7%	18.4%	20.2%	21.2%	21.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	125	181	219	263	300	327
少数股东损益	-17	-26	-12	-12	-13	-12
非现金支出	154	153	132	145	158	166
非经营收益	-17	40	20	-17	-19	-19
营运资金变动	95	8	63	-19	45	51
经营活动现金净流	357	382	434	371	484	525
资本开支	-262	-335	-443	-229	-224	-224
投资	20	-384	122	0	0	0
其他	28	32	108	40	40	40
投资活动现金净流	-214	-687	-214	-189	-184	-184
股权募资	12	834	0	0	0	0
债权募资	-163	-299	-105	-154	-78	-1
其他	-117	2	-82	-54	-46	-46
筹资活动现金净流	-268	537	-187	-208	-125	-47
现金净流量	-125	232	34	-26	175	294

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	369	601	626	600	775	1,070
应收账款	199	121	102	113	123	134
存货	95	123	110	117	123	136
其他流动资产	35	380	237	244	245	247
流动资产	698	1,225	1,074	1,074	1,267	1,587
%总资产	19.4%	28.2%	23.1%	22.6%	25.1%	29.1%
长期投资	122	200	252	252	252	252
固定资产	2,631	2,820	3,232	3,342	3,435	3,519
%总资产	72.9%	65.0%	69.5%	70.2%	68.1%	64.6%
无形资产	32	33	32	30	29	27
非流动资产	2,909	3,112	3,578	3,685	3,776	3,859
%总资产	80.6%	71.8%	76.9%	77.4%	74.9%	70.9%
资产总计	3,607	4,337	4,652	4,759	5,043	5,445
短期借款	272	384	266	144	66	65
应付款项	581	548	693	691	743	806
其他流动负债	152	124	136	145	155	168
流动负债	1,005	1,055	1,095	981	964	1,040
长期贷款	978	756	770	770	770	770
其他长期负债	416	251	318	285	285	285
负债	2,399	2,062	2,183	2,035	2,019	2,094
普通股股东权益	1,153	2,245	2,452	2,719	3,032	3,371
少数股东权益	56	29	17	5	-8	-20
负债股东权益合计	3,607	4,337	4,652	4,759	5,043	5,445

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.531	0.626	0.233	0.277	0.315	0.342
每股净资产	4.310	6.783	2.469	2.738	3.053	3.395
每股经营现金净流	1.333	1.154	0.437	0.374	0.487	0.529
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.32%	9.23%	9.43%	10.11%	10.33%	10.06%
总资产收益率	3.94%	4.78%	4.97%	5.77%	6.21%	6.23%
投入资本收益率	6.95%	6.23%	6.16%	6.78%	7.37%	7.44%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.21%	1.38%	-4.43%	8.15%	8.82%	8.78%
EBIT增长率	31.51%	36.81%	-3.10%	14.37%	15.19%	9.50%
净利润增长率	36.31%	45.86%	11.64%	18.78%	14.01%	8.30%
总资产增长率	2.37%	20.23%	7.26%	2.31%	5.96%	7.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.9	7.5	10.5	11.5	11.6	11.7
存货周转天数	50.0	42.6	48.7	46.0	45.0	46.0
应付账款周转天数	76.3	80.7	104.3	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	522.4	653.1	777.3	760.5	709.5	648.6
偿债能力						
净负债/股东权益	88.50%	13.51%	10.52%	6.01%	-2.99%	-11.50%
EBIT利息保障倍数	2.7	4.7	5.8	6.3	7.3	7.9
资产负债率	66.50%	47.55%	46.93%	42.77%	40.03%	38.46%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	6
增持	0	0	1	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.50	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-23	买入	10.86	14.00~15.00

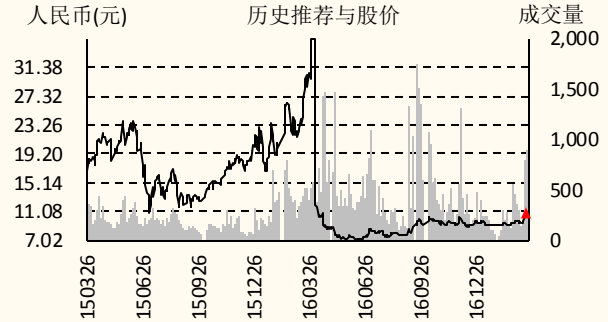
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD