



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

公用事业与环保

李怡棉

证券投资咨询业务证书编号: S1300516040001  
(8610) 66229366  
yimian.li@bocichina.com

# 三峡水利 2016 年报点评： 股权变动注动力，凤凰涅槃 再腾飞

## 【事件】

2017年3月24日晚，三峡水利(600116.CH/人民币 10.59, 未有评级)发布 2016 年报，全年营收 12.58 亿元，同比下降 4.43%；归属净利润 2.31 亿元，同比增长 11.64%；基本每股收益 0.23 元，同比增长 9.52%。

## 【点评】

1、**公司业绩同比增长 11.64%，符合我们预期。**2016 年公司营收 12.58 亿元，同比下降 4.43%，营业成本 8.73 亿元，同比减少 6.63%，营业利润 2.43 亿元，同比增长 23.98%，利润总额 2.19 亿元，同比增长 20.99%。正是营业成本下降幅度超过营收的下降程度，最终导致公司业绩同比增长。报告期内公司毛利率 30.60%，同比增加 1.65 个百分点。在公司业务结构中，电力业务实现毛利 2.81 亿元，占毛利总额的 73.22%，电力勘察设计安装业务实现毛利 1.06 亿元，占毛利总额的 27.68%。电力业务仍是公司最主要的利润来源。

2、**公司电力业务重要经营数据分析。**公司在万州地区拥有发配售一体化的经营模式，另外在云南和巫溪分别有 2.49 和 0.8 万千瓦的水电装机。2016 年，公司在万州地区自有水电发电量 7.37 亿千瓦时，对应的上网电量为 7.33 亿千瓦时，同比增长 1.3%，主要原因是在 2016 年陆续新增装机 2.5 万千瓦。公司在万州地区的外购电规模为 10.43 亿千瓦时，同比增长 1.3%，销售电量为 16.19 亿千瓦时，同比增长 2.4%，线损率为 8.9%，同比增长 1.2 个百分点。售电价格为 0.538 元/千瓦时，同比降低 3.74%。

3、**售电价格降低是售电收入下滑的主要原因。**自 2016 年 1 月 1 日起，重庆市内燃煤发电上网电价每千瓦时下调 0.0417 元，销售侧一般工商业及其他用电类别电价每千瓦时下调 0.0203 元，同幅度调低重庆电网趸售一般工商业及其他用电类别电价。受此影响，公司在供区的销售电价从 2015 年的 0.559 元/千瓦时下降到 0.538 元/千瓦时，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。但同时由于外购电度电成本的下降，公司售电板块的利润并未受到影响。

4、**公司自有装机的陆续投产，有利于提高售电业务盈利水平。**公司计划在今年 5 月份投产 2.5 万千瓦，2018 年 4 月投产 0.96 万千瓦。我们预测 2017-2019 年公司自发电量分别为 8.52、9.46 和 9.55 亿千瓦时，由于自发电水的度电成本明显低于外购电，因此自有水电装机的增长将降低公司营业成本，提高毛利率水平。

5、**拟投资设立售电公司，在万州供区外拓展售电业务。**公司董事会已经全票通过，计划投资4千万元成立重庆三峡水利售电有限公司，积极参与万州供区之外的售电市场。过去受限于电力法规，公司只能在万州地区经营配售电业务，而在电改之后，公司凭借在配售电技术、人才和电力销售等方面的优势，积极参加电力市场竞争，公司外延拓展电力市场面临较好的发展机遇。

6、**三峡集团晋升二股东，公司未来或成为三峡集团的重庆售电平台。**国资委已经批准长江电力受让中节能10.2%的股权，三峡集团持股比例将达到15.4%，比控股股东水利部仅少8.7%。三峡集团是我国最大的水电集团，对其而言大力拓展配电网和售电领域对跨区消纳自身水电意义重大。此前三峡集团已经在全国密集布局配售电业务。目前重庆是电改首批试点之一，当地政府想在电改取得重大突破的意愿强烈，因此三峡集团重点将重庆作为配售电业务布局区域。2015年三峡集团与当地企业共同投资成立两江长兴电力公司，立足两江新区的工业园区发展新型配售电业务。三峡水利作为重庆万州地区的地方电网公司，长期深耕配售电领域，在技术、网架和渠道具备明显优势，与三峡集团的发电板块优势互补，合作空间广泛。

7、**公司如果在直供电取得突破，将显著减少外购电成本。**目前公司年售电量约为16亿度，考虑到线损，公司需要上网电量约近18亿度，外购电量10亿度。三峡电站在重庆的落地电价为0.29元/千瓦时，低于国外购电约0.13元/千瓦时。如果公司能与三峡电站签订直供电，按照每度电便宜1毛钱计算，税前利润增加1亿元，相当于2016年公司税前利润的40%。

**图表 1 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2015 年度	2016 年度	同比(%)
营业收入	1,315.75	1,257.51	(4.43)
营业税及附加	19.53	20.14	3.16
净营业收入	1,315.75	1,257.51	(4.43)
营业成本	935.00	873.16	(6.61)
销售费用	0.27	0.16	(41.73)
管理费用	98.38	109.61	11.42
营业利润	195.51	243.02	24.30
非经常性项目	17.40	47.56	
经常性投资收益	13.94	18.20	-
净财务费用	56.13	44.01	
利润总额	223.85	257.98	15.25
所得税	42.38	39.07	(7.80)
少数股东损益	(25.72)	(12.40)	
归属母公司股东净利润	207.18	231.31	11.64
扣除非经常性损益的净利润	189.78	183.75	(3.18)
每股收益(元)	0.21	0.23	9.52
扣非后每股收益(元)	0.19	0.19	(3.18)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	28.94	30.56	
经营利润率	14.86	19.33	
净利率	15.75	18.39	
扣非后净利率	14.42	14.61	

资料来源：公司数据，中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371