

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

杨洁 010-88366060-8865

Email: yangj@cgws.com

执业证书编号: S1070515020001

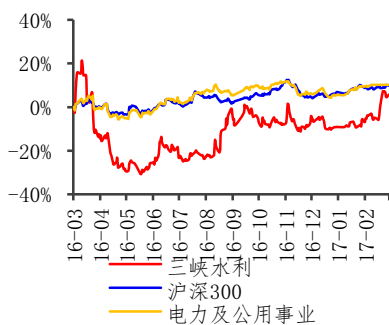
市场数据

目前股价	10.71
总市值(亿元)	106.35
流通市值(亿元)	95.11
总股本(万股)	99,301
流通股本(万股)	88,801
12个月最高/最低	12.70/6.88

盈利预测

	2016	2017E	2018E
营业收入	1,258	1,283	1,323
(+/-%)	-4.4%	2.1%	3.1%
净利润	231	265	275
(+/-%)	11.6%	14.4%	4.0%
摊薄 EPS	0.23	0.27	0.28
PE	46.0	40.2	38.6

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

供电成本优化，业绩同比增长

——三峡水利（600116）2016 年年报点评

投资建议

2016 年年报：2016 年实现营业收入 12.58 亿元，比上年同期 13.16 亿元下降 4.43%；实现净利润 2.31 亿元，同比增长 11.64%，创历史最好水平，基本每股收益 0.23 元。同时以自有资金投资 4,000 万元设立全资子公司重庆三峡水利售电有限公司。

我们认为三峡集团成为公司的第二大股东，可以将三峡集团的发电侧资源和公司的售电侧经验有效结合，未来有望将公司打造成为重庆地区售电平台，并且背靠三峡集团，未来发展想象空间巨大，给予强烈推荐。预计 2017-2018 年净利润为 2.65 亿、2.75 亿元，对应 EPS 为 0.27、0.28 元，对应当前股价 PE 为 40.2X，38.6X。

投资要点

- **营收下降 4.43%，主要是由于上网电价和售电价下调导致：**报告期内公司发电量为 7.80 亿千瓦时，上升 5.50%；上网电量为 18.19 亿千瓦时，上升 3.18%；完成售电量 16.62 亿千瓦时，上升 1.90%，由于 2016 年重庆市两次下调上网电价至 0.326 元/千瓦时，同比下降 8.61%，售电价为 0.538 元/千瓦时，下降 3.74%，云南水电上网电价为 0.174 元/千瓦时，下降 3.87%，电价下调导致电力业务营收下降 1.83%。另勘察设计安装、蒸汽销售、节水安装销售业务分别下降 6.11%、27.23%、79.83%，综合来看，公司总体营收下降 4.43% 为 12.58 亿元。
- **外购电成本下降，导致公司业绩同比增长 11.64%：**报告期内公司实现外购电量 10.43 亿千瓦时，公司加强与国家电网重庆市电力公司等外购电单位的协调，争取到外购电价格一定幅度的优惠，减少外购电成本 3,658 万元，同比下降 9.85%，供电结构得到进一步优化，报告期内云南芒牙河二级电站在 2015 年 4 月投产发电，2015 年仅有 9 个月计入成本，且该电站 2016 年运维费用增加导致云南省毛利率下降 34.6%，电力业务毛利率从而下降 2.24%。另勘察设计安装毛利率同比上升 9.29%，期间财务费用减少 1,212 万元，实现公司净利润为 2.31 亿元，同比增长 11.64%，创历史最好水平。
- **设立售电公司，有望成为三峡集团售电业务上市平台：**公司自有资金出资 4000 万设立全资子公司重庆三峡水利售电有限公司，彰显了三峡集团在重庆市积极参与电改的决心。今年 1 月 4 日以来，三峡集团受让中节能 10.2% 的股权，成为公司的第二大股东，目前该转让协议已经获得国资委的批复。公司在重庆市电力改革和三峡集团的有力推动下，将积极拓展重庆万州外的售电业务，谋求重庆及更广阔的扩张。

- **三峡集团与重庆市政府强强联手，促进四网融合：**三峡集团与重庆市政府合作持续推进，未来三峡集团将整合涪陵聚龙电力、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。公司有望成为三峡电网的重要地位，通过引进三峡水电的低成本水电，显著降低公司外购电成本。
- **风险提示：**三峡与重庆地区政府合作不及预期，电力需求持续恶化

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	1,316	1,258	1,283	1,323	成长性				
营业成本	935	873	852	879	营业收入增长	1.38%	-4.43%	2.06%	3.09%
销售费用	0	0	1	1	营业成本增长	-4.38%	-6.61%	-2.37%	3.09%
管理费用	98	110	98	101	营业利润增长	98.87%	24.30%	-0.40%	4.59%
财务费用	56	44	40	39	利润总额增长	71.09%	15.25%	7.09%	4.02%
投资净收益	25	38	0	0	净利润增长	45.86%	11.64%	14.36%	4.02%
营业利润	196	243	242	253	盈利能力				
营业外收支	28	15	34	34	毛利率	28.94%	30.56%	33.58%	33.58%
利润总额	224	258	276	287	销售净利率	13.79%	17.41%	18.53%	18.70%
所得税	42	39	38	40	ROE	9.23%	9.43%	9.96%	9.60%
少数股东损益	-26	-12	-27	-28	ROIC	8.71%	10.17%	8.95%	8.36%
净利润	207	231	265	275	营运效率				
资产负债表					销售费用/营业收入	0.02%	0.01%	0.08%	0.08%
流动资产	1,225	1,074	488	486	管理费用/营业收入	5.55%	8.72%	7.64%	7.64%
货币资金	601	626	32	13	财务费用/营业收入	3.17%	3.50%	3.14%	2.93%
应收账款	32	40	39	41	投资收益/营业利润	12.91%	15.52%	0.00%	0.00%
应收票据	48	29	28	29	所得税/利润总额	18.93%	15.15%	13.92%	13.92%
存货	123	110	109	113	应收账款周转率	16.41	18.04	18.94	18.94
非流动资产	3,112	3,578	3,708	4,019	存货周转率	7.59	7.96	7.81	7.81
固定资产	2,354	2,678	3,174	3,301	流动资产周转率	1.28	1.57	2.63	2.72
资产总计	4,337	4,652	4,197	4,505	总资产周转率	0.32	0.29	0.31	0.29
流动负债	1,055	1,095	653	777	偿债能力				
短期借款	120	200	0	104	资产负债率	41.96%	40.60%	34.56%	34.96%
应付款项	205	294	203	209	流动比率	1.10	0.83	0.75	0.63
非流动负债	1,007	1,088	798	798	速动比率	0.83	0.64	0.49	0.40
长期借款	756	770	770	770	每股指标 (元)				
负债合计	2,062	2,183	1,451	1,575	EPS	0.63	0.23	0.27	0.28
股东权益	2,275	2,469	2,645	2,829	每股净资产	6.87	2.49	2.66	2.85
股本	331	993	993	993	每股经营现金流	1.15	0.44	0.36	0.56
留存收益	696	899	899	1,111	每股经营现金/EPS	1.84	1.88	1.35	2.02
少数股东权益	29	17	-10	-38	估值	2015A	2016A	2017E	2018E
负债和权益总计	4,337	4,652	4,096	4,404	PE	17.11	45.98	40.20	38.65
现金流量表					PEG	1.12	3.95	2.80	9.61
经营活动现金流	382	434	358	556	PB	4.74	4.34	4.01	3.71
其中营运资本减少	66	42	-114	3	EV/EBITDA	9.39	25.46	20.71	18.11
投资活动现金流	-687	-214	-376	-576	EV/SALES	2.82	8.72	8.61	8.43
其中资本支出	-434	-448	-400	-600	EV/IC	1.54	3.95	3.60	3.30
融资活动现金流	537	-187	-301	2	ROIC/WACC	1.16	1.36	1.20	1.12
净现金总变化	232	34	-320	-19	REP	1.32	2.90	3.00	2.95

研究员介绍及承诺

杨洁: 清华大学经济管理学院 MBA, 2010 年 10 月加入长城证券, 2014 年 8 月起担任电力及公用事业行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
朱慧芳: 0755-8346 7943, 13823166780, zhuhf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>