



买入

35% ↑
目标价格:人民币 15.55

600116.CH

价格:人民币 11.52

目标价格基础:54倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

三峡水利

“优质大水电+地方电网”模式成就电改第一股

公司是重庆万州地区的地方电网公司，拥有发配售一体化电力业务。过去一直受制于外购电渠道单一、昂贵等因素而业务发展受到限制。目前重庆地区电改进展顺利，加之三峡集团成为第二大股东，公司发展天花板被打破。公司与三峡集团优势互补，面临历史性发展机遇：与三峡电站开展直供电，显著减少外购电成本，而且更可以借此以有竞争力的终端销售电价在万州地区争夺更多的售电份额；此外，公司很可能成为“三峡电网”的整合平台，并凭借低价水电供应在重庆售电市场中大放异彩。“优质大水电+地方电网”模式将把公司打造成我国电改第一标的。我们给予其买入的首次评级，目标价格15.55元。

支撑评级的要点

- 厂网一体发供电业务是公司最核心的来源，随着外购电渠道瓶颈的解决，公司盈利能力明显增强。公司在万州地区拥有自己的独立电网，大部分售电量需要通过向国网外购来解决，成本较高。公司有望与三峡电站签署直供电协议，显著减少外购电成本，增强盈利能力。
- 三峡集团晋升公司二股东，引爆公司增长潜力。国资委已经批复中节能将股权转让给长江电力，三峡集团成为公司第二大股东，未来很可能成为控股股东。三峡集团拥有优质大水电，而公司作为重庆当地电网架构最完善的地方电网公司，长期深耕配供电业务领域，两者优势互补，有利于公司在重庆售电市场争取更大份额。
- “三峡电网”雏形初现，公司有望成为整合平台。重庆市政府积极推动电改取得实质性进展，有望成为我国电改样板。目前“三峡电网”共涉及4家地方电网公司，其中公司的网架结构最为完善，而且作为上市公司具备融资渠道丰富优势，一旦成为整合平台，公司的业务规模会有5倍左右的增长。

评级面临的主要风险

- 重庆电改进展不达预期；三峡电站直供电进展不达预期；股权变动进展滞后；市场波动。

估值

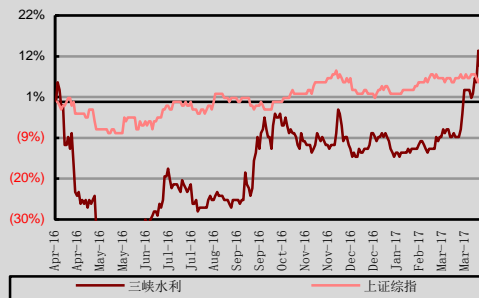
- 我们预计公司2017-2019年的每股收益分别是0.29、0.33和0.35元，对应当前股价的市盈率分别为39.8、35.0和32.7倍，首次覆盖给予买入评级，目标价为15.55元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	131,575	125,751	132,165	136,975	141,852
变动(%)	1	(4)	5	4	4
净利润(人民币百万)	20,718	23,131	28,775	32,729	34,949
全面摊薄每股收益(人民币)	0.626	0.233	0.290	0.330	0.352
变动(%)	17.9	(62.8)	24.4	13.7	6.8
全面摊薄市盈率(倍)	18.4	49.5	39.8	35.0	32.7
价格/每股现金流量(倍)	10.0	26.3	72.7	16.5	45.7
每股现金流量(人民币)	1.15	0.44	0.16	0.70	0.25
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.1	1.2	(0.0)	(1.4)	(1.8)
每股股息(人民币)	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.1	20.0	19.6	26.5
相对上证指数	17.4	20.6	15.8	17.5

发行股数(百万)	993
流通股(%)	89
流通股市值(人民币百万)	10,230
3个月日均交易额(人民币百万)	258
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
新华水利控股集团	11

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年3月31日收市价为标准

相关研究报告

《三峡水利: 国资委批准股权转让, 打开公司天花板》

《三峡水利 2016 年报点评: 股权变动注动力, 凤凰涅槃再腾飞》

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: 电力

李怡棉*

(8610)66229366

yimian.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516040001

*孙曙光为本报告重要贡献者

目录

公司业务分析	4
公司概况.....	4
发供电业务是公司最主要的利润来源.....	4
独特的厂网一体发供电业务模式.....	5
稳定、可靠、低价的外购电渠道是制约公司的最大瓶颈.....	8
三峡集团晋升二股东，引爆公司增长潜力	9
中节能股份划转给长江电力，三峡集团成为第二大股东.....	9
三峡集团增持公司股份是集团战略，意在取得控股权.....	10
公司打造“优质大水电+地方电网”新模式.....	10
三峡集团重点布局重庆配售电业务	11
重庆有望成为我国电改的样板试点.....	11
“三峡电网”雏形初现.....	12
公司有望成为电改第一股	13
三峡直供电能替换现有国网外购电，增厚利润.....	13
三峡直供电显著增强公司在万州地区的售电竞争能力.....	13
公司有望成为“三峡电网”的整合平台.....	13
盈利预测与估值	14
模型关键设定.....	14
盈利预测.....	14
可比公司估值.....	14
风险提示	15
重庆电改进展不达预期.....	15
三峡电站直供电进展不达预期.....	15
股权变动进展滞后.....	15
市场波动.....	15
研究报告中所提及的有关上市公司	17

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司 2016 年主营各项收入占比.....	4
图表 2. 公司 2013-2016 年主营业务毛利润.....	4
图表 3. 公司水电装机（投产及在建机组）情况.....	5
图表 4. 2014 年-2016 年在运并网装机容量统计表.....	5
图表 5. 三峡水利 2015-2016 年自发电量、外购电量与合计电量.....	6
图表 6. 公司 2015-2016 年发、购、售电情况.....	6
图表 7. 公司 2015-2016 年营收、营业总成本、净利润情况.....	6
图表 8. 2013-2016 年公司主营业务收入情况.....	7
图表 9. 公司 2013-2016 年主营业务毛利润.....	7
图表 10. 2016 年公司各机组发电情况.....	7
图表 11. 公司 2014-2016 电源构成.....	8
图表 12. 公司 2014-2016 电源构成占比.....	8
图表 13. 中节能股份转让后三峡水利十大股东明细.....	9
图表 14. 公司与控股股东水利部之间的产权及控制关系方框图.....	9
图表 15. 公司与二股东三峡集团之间的产权及控制关系方框图.....	10
图表 16. 重庆电改进程.....	11
图表 17. 电力上市公司估值比较（2017 年 3 月 31 日）.....	14
图表 18. 电力上市公司财务指标比较（2016 年 12 月 31 日）.....	14
损益表(人民币 百万).....	16
资产负债表(人民币 百万).....	16
现金流量表(人民币 百万).....	16
主要比率 (%).....	16

公司业务分析

公司概况

重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司（简称：三峡水利）于 1994 年改制成立，1997 年 8 月上市，为重庆市首家电力上市公司。公司主要从事发、供电业务，是一家集电力开发、多种经营为一体的企业集团。公司的业务范围主要包括发电、供电、电力工程勘察设计安装。其中，发电、供电是公司的核心业务。公司拥有鱼背山、双河、赶场、长滩、瀟渡、杨东河等水力发电站，同时拥有完整的发、供电网络，是上市公司中少数拥有“厂网合一”的电力企业。

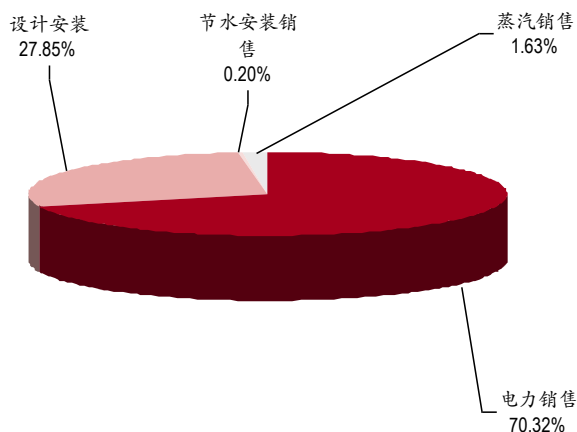
作为发供电一体的地方电力企业，公司的厂网一体化保证了对区域电力供应的市场优势。公司电力来源为：1) 所属水电站发电量通过自有电网销售给终端客户，实现网内消纳；2) 通过联网线路从国家电网重庆市电力公司、国家电网湖北省电力公司等单位趸购电量。

公司供电区域覆盖重庆市万州区国土面积的 80%，是三峡库区重要的电力负荷支撑点，为万州区社会经济发展和居民生产生活用电提供着重要的电力能源保障。公司以“立足万州、面向全国，电为主业、多元发展”为总体发展战略，努力将企业打造为以电力为主业的“能源型、资源型”企业集团。

发供电业务是公司最主要的利润来源

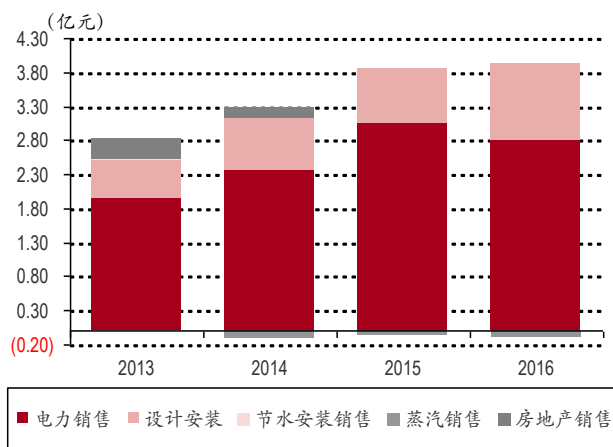
公司业务包括发供电、电力工程勘察设计安装、蒸汽销售和节水产品销售，其中发供电和电力工程勘察设计安装是公司的主营业务。根据公司 2016 年年报，电力销售是公司营收和利润的最主要来源，16 年电力销售收入 8.79 亿元，占营收比例为 70.26%，贡献毛利润为 2.81 亿元，占毛利总额的 73.22%。电力勘察设计安装业务实现毛利 1.06 亿元，占毛利总额的 27.68%。

图表 1. 公司 2016 年主营各项收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 公司 2013-2016 年主营业务毛利润



资料来源：公司公告，中银证券

独特的厂网一体发供电业务模式

公司共拥有控股水电装机容量 22.78 万千瓦，在建金盆水电站、新长滩电站等电站总装机容量为 3.46 万千瓦，总计约 26.24 万千瓦。其中，并入公司电网的装机共 19.49 万千瓦，未并入公司电网的水电装机约 3.29 万千瓦（其中云南芒牙河水电站 2.49 万千瓦；巫溪县峡门口水电站 0.8 万千瓦）。

图表 3. 公司水电装机（投产及在建机组）情况

序号	名称	机组构成 (MW)	装机 (MW)
投产机组			
1	双河	2*5.5+2*8	26.9
2	赶场	3*12.5	37.5
3	长滩	4*1.56	5.2
4	鱼背山	2*8.5	17
5	向家嘴	2*6.3	12.6
6	杨东河	2*24	48
7	芒牙河	24.9	24.9
8	两会沱	2*10	20
9	滚渡		1.5
10	峡门口		8
11	镇泉	2*12.5	25
12	恒丰		1.2
合计			227.8
在建机组			
13	金盆水	2*12.5	25 (预计 2017 年 5 月 31 日投产)
14	新长滩	2*4.8	9.6 (预计 2018 年 4 月 30 日投产)
合计			34.6
投产与在建装机合计			262.4

资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2014 年-2016 年在运并网装机容量统计表

电源种类	电站名称	所在地区	装机容量 (MW)		
			2016	2015	2014
水电	鱼背山梯级电站	重庆市万州区	101.9	101.9	101.9
	杨东河电站	湖北省利川市	48	48	48
	两会沱电站、镇泉电站	重庆市巫溪县	45	20	0
合计			194.9	169.9	149.9

资料来源：公司公告，中银证券

2016 年，公司实现营业收入 12.58 亿元，同比下降 4.43%。营收下降的主要原因是受经济增速放缓影响，公司供区大宗工业客户用电需求减少，再加之年内国家政策性下调电价。根据重庆市物价局《贯彻国家发展改革委员会关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》（渝价〔2015〕321 号），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。此外，根据《关于调整工商业用电价格的通知》（渝价〔2016〕96 号），自 2016 年 6 月 1 日起，重庆市内一般工商业用电价格下调 0.0055 元。因此，公司的销售电价有一定程度下降。根据我们测算，2016 年公司电网终端销售平均电价为 0.539 元/千瓦时，比 2015 年的 0.561 元/千瓦时下降了 0.022 元/千瓦时，下降幅度为 4.0%。随着电改进展，公司的终端销售电价有下降趋势。

2016年，公司营业成本8.73亿元，同比减少6.63%。营业成本下降的原因有两点：一是公司有新建机组投产，自发电量从2015年的6.88亿千瓦时增长到2016年的7.37亿千瓦时，自发电量占公司电网上网电量的比例从2015年的40.1%提高到41.5%。而公司2015年的自发电度电成本约为0.132元/千瓦时，显著低于同期的单位外购电成本0.361元/千瓦时，只相当于其36.6%，因此自发电量的增长能替代部分较贵的外购电，从而降低营业成本。第二个原因是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%。根据我们测算，公司2016年度电外购电成本约为0.321元/千瓦时，低于2015年同期4分钱/千瓦时。

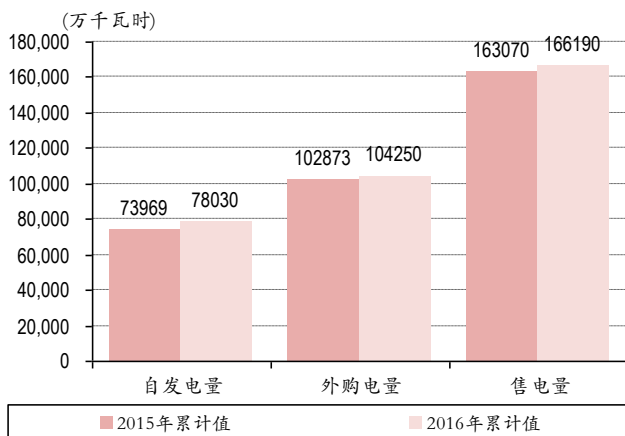
图表 5. 三峡水利 2015-2016 年自发电量、外购电量与合计电量

	自发电量			外购电量			合计电量		
	2015	2016	变动比例(%)	2015	2016	变动比例(%)	2015	2016	变动比例(%)
发电量 (亿千瓦时)	7.40	7.80	5.50	10.29	10.43	1.34	17.68	18.23	3.08
售电量 (亿千瓦时)	-	-	-	-	-	-	16.31	16.62	1.91
售电收入 (亿元)	3.72	3.76	1.11	5.21	5.02	(3.57)	8.93	8.79	(1.83)
电源成本 (元)	0.97	1.13	16.63	3.71	3.35	(9.85)	4.69	4.48	(4.36)
度电成本 (元)	0.13	0.15	15.38	0.36	0.32	11.11	-	-	-

资料来源：公司公告，中银证券

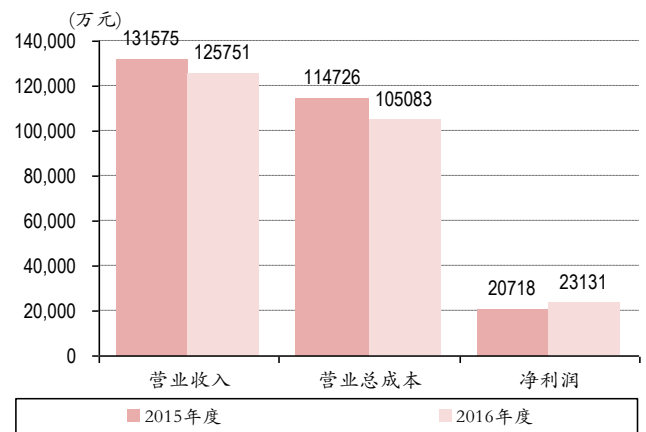
由于营业成本的下降幅度超过了营业收入的下降幅度，公司在2016年实现营业利润2.43亿元，同比增长23.98%，利润总额2.19亿元，同比增长20.99%。公司毛利率30.60%，同比增加1.65个百分点。

图表 6. 公司 2015-2016 年发、购、售电情况

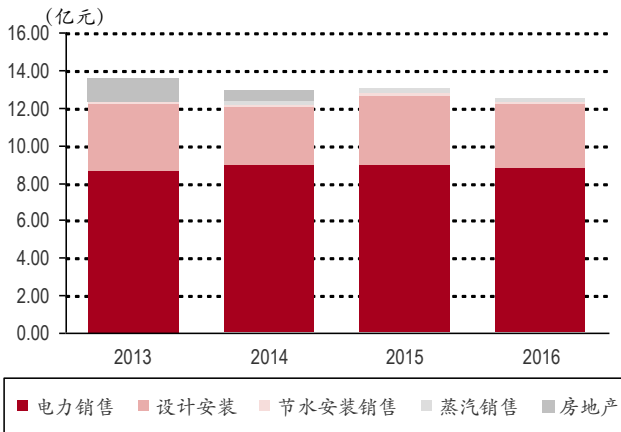


资料来源：公司公告，中银证券

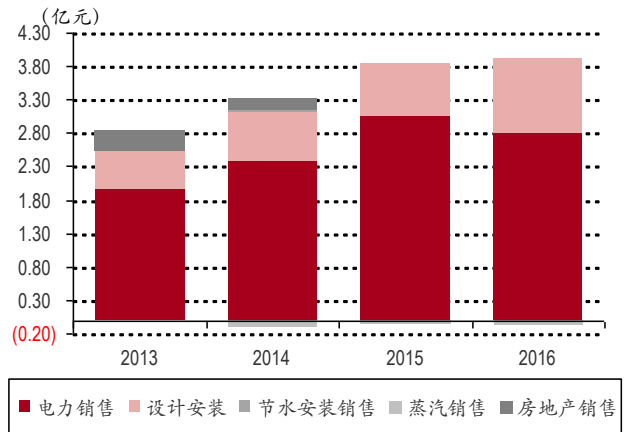
图表 7. 公司 2015-2016 年营收、营业总成本、净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 2013-2016 年公司主营业务收入情况


资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 公司 2013-2016 年主营业务毛利润


资料来源：公司公告，中银证券

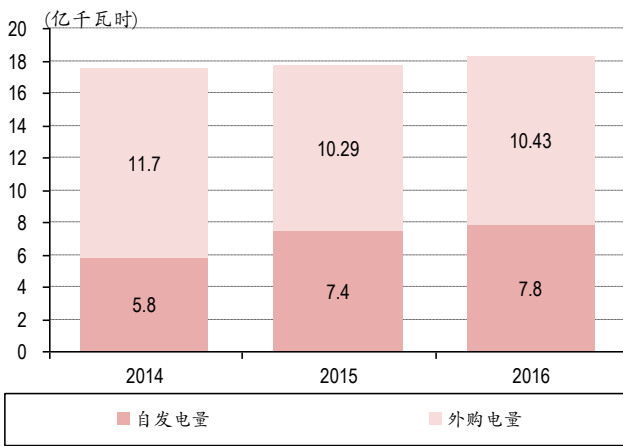
2016 年，公司在万州地区自有水电发电量 7.37 亿千瓦时，对应的上网电量为 7.33 亿千瓦时，同比增长 1.3%，主要原因是在 2016 年陆续新增装机 2.5 万千瓦。公司在万州地区的外购电规模为 10.43 亿千瓦时，同比增长 1.3%，销售电量为 16.19 亿千瓦时，同比增长 2.4%，线损率为 8.9%，同比增长 1.2 个百分点。售电价格为 0.538 元/千瓦时，同比降低 3.74%。

2017 年和 2018 年公司将继续投产 2.5 万千瓦和 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，自发电的度电成本约为 0.13 元，显著低于外购电成本。因此随着自建机组的陆续投产，公司的发电能力、供电质量将不断提高，公司盈利将持续增长。

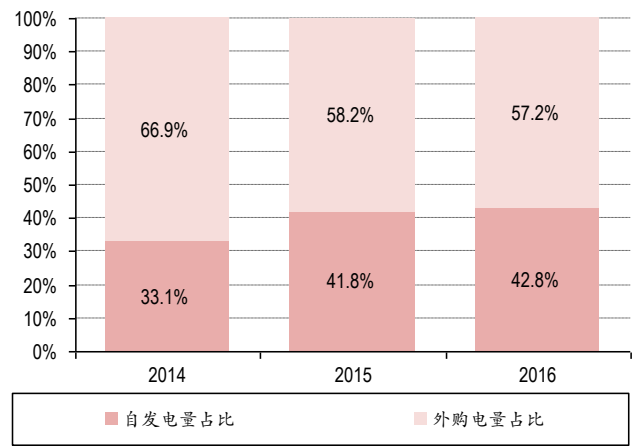
图表 10. 2016 年公司各机组发电情况

电厂	装机	持股比例(%)	发电量	上网电量	厂用电率(%)	上网电价
鱼背山电厂	1.7	100.00	0.6464	0.6438	0.4	未核定上网电价
双河电厂	2.69	100.00	1.426	1.4225	0.2	
赶场电厂	3.75	100.00	1.948	1.9448	0.2	
长滩电厂	0.52	100.00	0.2936	0.2922	0.5	
浓渡电厂	0.15	100.00	0.0222	0.0222	0.0	
恒丰水电	0.12	100.00	0.0865	0.0865	0.0	0.37
向家嘴电厂	1.26	88.89	0.3467	0.3381	2.5	0.37
杨东河水电站	4.8	100.00	1.9064	1.8952	0.6	0.37
峡门口电站	0.8	99.81	0.208	0.2052	1.3	0.37
两会沱水电站	2	99.81	0.4245	0.424	0.1	0.37
镇泉引水电站	2.5	99.81	0.0604	0.0596	1.3	0.37
芒牙河二级电站	2.49	55.56	0.4351	0.4321	0.7	0.37
合计	22.78		7.8038	7.7662		

资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 公司 2014-2016 电源构成


资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 公司 2014-2016 电源构成占比


资料来源：公司公告，中银证券

稳定、可靠、低价的外购电渠道是制约公司的最大瓶颈

国家电力体制改革不断推进，电力行业市场化改革进一步深化，全国范围内的改革试点、交易中心陆续成立，新兴售电主体迅速崛起，全新的电力供需关系逐步建立，行业竞争日趋激烈，将使公司的核心竞争力——发电、输配、售电一体的经营模式面临较大调整，输配环节盈利模式将会发生较大变化。原“赚价差”的盈利模式将转变为按照“准许成本加合理收益原则”收取通道费。

公司的战略规划是成为国内一流的售电公司。公司拟投资 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。另外，公司的电建业务在 2016 年贡献了 20% 的利润，公司准备发挥自身专业队伍优势，积极走出去，将电建业务做大。

作为地方电网公司，公司拥有完善的网架结构和专业的人才队伍。最大的瓶颈在于昂贵的外购电成本。公司自身装机容量小，超过 50% 的电量需要通过外购渠道来满足。如果没有低价的电源点支持，公司的终端销售电价就很难有市场竞争力。此外公司如果没有自己的稳定可靠的外购电渠道，外购电只能求助于电网公司，在这种情况下，公司很难和电网公司在售电市场竞争。

三峡集团晋升二股东，引爆公司增长潜力

中节能股份划转给长江电力，三峡集团成为第二大股东

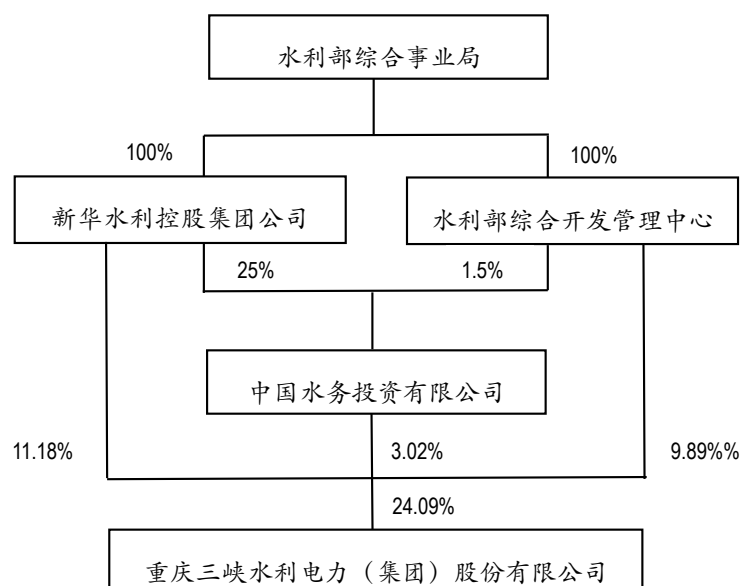
公司实际控制人是水利部综合事业局，通过旗下新华水利控股集团公司（11.18%）、水利部综合开发管理中心（9.89%）以及中国水务投资有限公司（3.02%）共持有公司 24.09% 的股份。值得关注的是，自 2016 年以来，三峡集团通过旗下的三峡资本控股有限责任公司（4.08%）和北京长电创新投资管理有限公司（1.12%）不断增持公司股份，持股比例约为 5.2%。2017 年 3 月 19 日，国资委批复同意重庆中节能实业有限责任公司将 1.01 亿股无限售流通股股份（占总股本 10.20%）以每股 9.425 元的价格全部转让给中国长江电力股份有限公司。中节能将 10.2% 的股份转让给长江电力后，三峡集团持股比例将达到 15.4%，距离公司控股股东水利部的 24.09% 仅相差 8.69%。

图表 13. 中节能股份转让后三峡水利十大股东明细

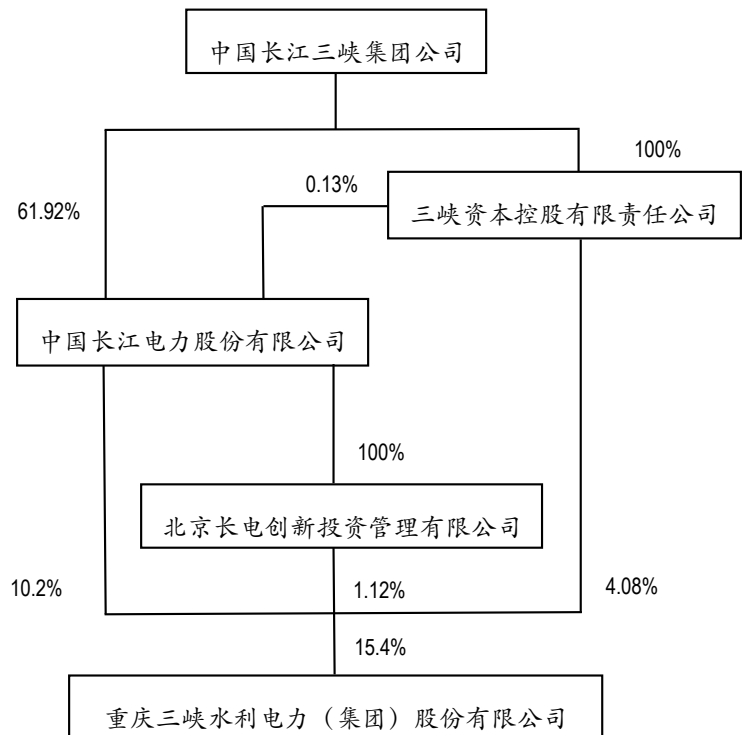
排名	股东名称	持股数量(百万股)	占总股本比例(%)
1	新华水利控股集团公司	111.00	11.18
2	中国长江电力股份有限公司	101.26	10.20
3	水利部综合开发管理中心	98.21	9.89
4	三峡资本控股有限责任公司	40.53	4.08
5	中国水务投资有限公司	30.00	3.02
6	长江水利水电开发总公司(湖北)	14.79	1.49
7	北京长电创新投资管理有限公司	11.10	1.12
8	新华水力发电有限公司	7.07	0.71
9	高明明	4.82	0.49
10	香港中央结算有限公司(沪股通)	4.47	0.45
	合计	423.26	42.63

资料来源：万得资讯，中银证券

图表 14. 公司与控股股东水利部之间的产权及控制关系方框图



资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 公司与二股东三峡集团之间的产权及控制关系方框图


资料来源：公司公告，中银证券

三峡集团增持公司股份是集团战略，意在取得控股权

三峡集团是我国最大的水电集团，拥有三峡、葛洲坝、向家坝和溪洛渡等大型水电站，盈利能力突出，在手现金充沛。对三峡集团而言，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湖北、广东等地区布局。目前重庆是电改首批试点，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。从 2015 年月开始，三峡集团开始在重庆布局，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，并在今年开始推出“三峡电网”概念。而集团正是从 2016 年 6 月份开始不断增持公司股份。我们认为这不是集团的偶尔为之。公司作为重庆当地电网架构最完善的地方电网公司，长期深耕配售电业务领域，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。三峡集团有意将其打造自己在重庆的配售电平台，为自己的大水电找到除国家电网和南方电网之外的其他的销售渠道，补齐自己的售电短板。因此我们认为三峡集团会谋求取得公司控股权，公司将成为其电力版图中的重要的一块拼图。

公司打造“优质大水电+地方电网”新模式

正如上面所分析的，稳定、可靠、廉价的外购电渠道是制约公司的最大瓶颈。公司也有意向一流的售电公司转型，三峡集团的优质、廉价的大水电资源对公司而言可谓是雪中送炭。公司可以凭借优势的上游水电资源、中下游的配售电资源，打造“优质大水电+地方电网”模式，凭借终端销售电价低、电网可靠性高等优势，在重庆当地的售电竞争中抢占先机。

三峡集团重点布局重庆配售电业务

重庆有望成为我国电改的样板试点

重庆和广东是我国首批两家售电改革试点。广东主要尝试了售电公司进入电力交易市场，采用代理电力用户购电的方式，参与长期协议交易和竞争交易。重庆市政府在地方电网参与市场竞争、电力交易市场建设等方面的推进过程中，对原有的国家电网一家独大的局面有很大触动，在提高市场竞争强度、降低终端销售电价以及后续的输配电价改革方面取得显著成绩。我们认为，按照现在进度，重庆有望成为我国第一个成功完成输配电价改革，激发发电侧和售电侧竞争活力，率先实现“放两头、管中间”的电改目标的区域，成为我国电改的样板。

图表 16. 重庆电改进程

时间	主要内容
2015年11月28日	国家发改委、国家能源局批复赞成重庆市、广东省为首批售电侧改革试点地区。
2015年12月18日	重庆市委市政府为三家试点售电公司——重庆两江长兴电力有限公司、重庆能投售电有限公司、重庆渝西港桥电力有限公司举办了授牌典礼。
2016年2月5日	重庆市人民政府办公厅下发《关于印发重庆市售电侧改革试点工作实施方案的通知》。方案明确售电侧改革试点范围为支柱产业和战略性新兴产业重点项目集聚区，包括两江新区水土、鱼复、龙兴三个园区，长寿经开区晏家、江南、八颗三个组团，万州经开区，万盛平山工业园区，永川港桥工业园区，以及中石化页岩气开发、管输、利用领域。
2016年2月15日	两江新区首批12家企业与重庆两江长兴电力有限公司签订购售电协议，标志着重庆市售电侧改革试点迈入了实质性实施阶段。首家用电企业于16年3月由重庆两江长兴售电公司正式供电。
2016年5月30日	重庆永川港桥园区在售电侧改革后第一家通过售电商购电的用户顺利带电，标志着重庆港桥电力公司售电实现零的突破，售电业务正式开始。
2016年6月29日	重庆将参与交易用户年用电量准入门槛放宽至500万千瓦时，将市级及以上工业园区全部纳入售电侧改革试点。
2016年9月1日	作为国网旗下首家股份制交易机构的重庆电力交易中心成立，该公司股权结构实行多元化，包括发电、输电、售电市场主体，并引入第三方机构。在该交易中心国网出资70%，重庆电力市场主体代表和第三方机构共同出资30%。
2016年9月5日	重庆电力交易中心有限公司挂牌后交易成交超过30亿千瓦时，交易成交发电企业9家，成交电力用户145家。通过直接交易，减少客户用电成本3.3亿元。
2016年9月30日	重庆印发《重庆市电力直接交易规则(试行)》
2016年10月	重庆市公布关于组织开展2017年度电力直接交易试点工作的通知。
2016年10月21日	重庆发改委网站公布公示第一批售电企业(5家)：重庆寒阳电股份有限公司、重庆彤运售电有限公司、重庆科陆售电有限公司、重庆英菲葆尔电力销售有限公司、华能重庆能源销售有限责任公司。
2016年12月27日	重庆公布第二批售电企业名录(16家)：重庆达能华网售电有限公司、重庆中恒水电开发有限公司、重庆艾克电力有限公司、重庆市翰群售电有限公司、重庆中法能源服务有限责任公司、重庆皓涵售电有限公司、重庆磐顶能源科技有限公司、重庆协鑫能源有限公司、重庆能投万州经开区售电有限公司、重庆能投长寿经开区售电有限公司、重庆宝盾售电有限公司、重庆嘉能售电有限公司、重庆宏泽电力安装工程有限公司、重庆小二电力服务有限公司、重庆慕士塔格能源管理有限公司、重庆银灿电力工程有限公司等16家企业列入重庆市售电公司目录。
2017年2月22日	重庆市政府与中国长江三峡集团公司联合举行重庆长电联合能源有限责任公司和重庆两江三峡兴盛能源产业股权投资基金管理有限公司揭牌活动，标志着重庆“三峡电网”建设拉开帷幕，三峡能源产业基金已经具备运作条件。这是三峡集团参与重庆三峡库区建设的重要举措，是电力体制改革的重大突破，也是混合所有制改革试点的积极探索。
2017年2月28日	重庆市能源局公布重庆市售电公司目录新增第三批企业名单(14家)：国家电投集团重庆渝西港桥电力有限公司、国家电投集团重庆电力有限公司、重庆宝翼电力设备维护有限公司、重庆金渡电力销售有限公司、重庆金焱电力有限公司、重庆庆铃售电有限公司、重庆市兴森柯电力销售有限公司、重庆通科能源销售有限责任公司、重庆乌江正阳电力工程有限公司、重庆新优嘉售电有限公司、重庆中燃宏明售电有限公司、重庆市中海源电力有限责任公司、重庆锦信电力有限公司、华普电力有限公司等14家企业列入重庆市售电公司目录。

资料来源：重庆市发改委、能源局等网站，中银证券

“三峡电网”雏形初现

为推动重庆电力体制改革，今年2月22日，重庆市政府与三峡集团联合举行重庆长电联合能源有限责任公司和重庆两江三峡兴盛能源产业股权投资基金管理有限公司揭牌活动，标志着重庆“三峡电网”建设拉开帷幕，三峡能源产业基金已经具备运作条件。同时，长江电力与涪陵区、黔江区政府还就参与乌江电力和聚龙电力发展达成一致意见，签订了《战略合作框架协议》。三峡集团向万州区捐赠2亿元，用于三峡库区后扶与产业发展。

“三峡电网”将涉及4家地方电网公司，分别是乌江电力、聚龙电力、长兴电力和三峡水利。前三家公司已搭建相应的售电平台。四家地方电网通过输电线路连接。由此，三峡电站发电量入渝规模进一步提高。三峡集团在重庆发起设立的三峡能源产业发展基金，规模达140亿元，将实实在在为重庆发展“添薪增能降成本”。

公司有望成为电改第一股

结合对重庆地区电改的了解，我们认为公司在重庆地区的发展空间很大。目前三峡集团是公司的二股东，持股比例与水利部仅相差不到9个点，我们认为未来会大概率控股公司，重点打造“优质大水电+地方电网”模式，公司有望成为A股电力体制改革第一股。

三峡直供电能替换现有国网外购电，增厚利润

在重庆市政府的大力支持下，公司与三峡电站的直供电事宜大概率能够实现。正如上文分析，公司2016年需要从国家电网外购电量10.43亿千瓦时，度电成本约0.321元/千瓦时。三峡电站在重庆的落地电价为0.29元/千瓦时，低于外购电0.031元/千瓦时，对应10.43亿千瓦时的外购电规模，减少成本3.23千万元，相当于2016年利润总额的12.5%。也就是说，三峡直供电能够一次性增厚公司业绩12.5%。

三峡直供电显著增强公司在万州地区的售电竞争能力

公司的电网供区虽然占整个万州地理面积的80%，但售电量只占到整个万州地区的50%，另外20%的区域由国家电网供电，贡献了另外50%的售电量。如果公司能与三峡电站达成直供电协议，取得稳定的低价电源，公司将会在终端销售电价上有较大的下降空间，凭借价格优势，公司将能够在万州地区获得更多的售电份额。目前公司的度电净利润为0.14元/千瓦时，考虑到售电竞争对价格的不利影响，度电净利润下降到0.11元/千瓦时。如果公司在另外50%的份额里能争取到25%，则公司的净利润为2.67亿元，相比2016年增长了21.4%。

公司有望成为“三峡电网”的整合平台

“三峡电网”涉及的四张地方电网可以通过输电线路连在一起，即“四网融合”。我们认为未来很可能会以公司为平台进行整合。原因在于公司的网架结构最完善，而且作为上市公司，融资渠道丰富。如果其他三张地方电网的售电业务整合到公司后，公司的业务规模将扩大现在的5倍左右。公司将名副其实的成为售电领域第一标的。

盈利预测与估值

模型关键设定

- 1) 2017-2019 年，公司在万州地区的销售电量每年增长 3%，销售电价暂时保持不变；
- 2) 公司水电装机利用小时在 2017 年与 2016 年持平，2018 和 2019 年分别增长 2% 和 1%；
- 3) 暂不考虑三峡直供电和公司在万州剩余 20% 的地区与国家电网争夺售电份额。

盈利预测

我们预计 2017-2019 年公司的每股收益分别为 0.29、0.33 和 0.35 元，对应当前 11.52 的股份，估值分别为 39.8、35.0 和 32.7 倍，首次覆盖给予买入评级，目标价为 15.55 元，强烈推荐。

可比公司估值

对比 9 家地方电网公司，三峡水利的 ROE、销售毛利率、净利润率以及财务费用率均高于行业均值，而资产负债率、管理费用率以及销售费用率低于均值。

图表 17. 电力上市公司估值比较 (2017 年 3 月 31 日)

证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE	
			2016A/E	2017E	2018E	2017E	2018E
三峡水利	11.52	114.39	0.64	0.23	0.28	0.33	40.91
西昌电力	10.97	39.99	0.18	0.17	0.27	0.29	41.19
涪陵电力	48.01	76.82	1.16	1.05	1.41	1.85	34.06
岷江水电	11.06	55.76	0.25	0.33	0.41	0.45	27.23
乐山电力	9.59	51.63	0.21	0.39	0.28	0.30	34.72
明星电力	11.84	38.38	0.27	0.26	0.38	0.40	30.88
文山电力	12.80	61.25	0.22	0.33	0.32	0.34	40.30
桂东电力	8.83	73.09	0.45	0.26	0.30	0.47	29.07
广安爱众	7.92	75.07	0.22	0.23	0.23	0.26	33.90
郴电国际	16.31	43.11	0.40	0.44	0.56	0.70	29.13
平均值	14.89	62.95	0.40	0.37	0.44	0.54	34.14

资料来源：万得资讯，中银证券

图表 18. 电力上市公司财务指标比较 (2016 年 12 月 31 日)

证券简称	资产负债率(%)	ROE(%)	销售毛利率(%)	净利润率(%)	管理费用率(%)	财务费用率(%)	销售费用率(%)
三峡水利	47.55	9.85	28.94	13.79	7.48	4.27	0.02
西昌电力	50.66	0.00	21.91	7.29	6.93	3.06	2.30
涪陵电力	43.56	21.18	10.44	14.89	4.70	(0.37)	0.00
岷江水电	62.21	16.81	19.89	13.22	6.76	6.79	1.05
乐山电力	54.05	18.95	28.41	7.65	17.00	1.52	2.50
明星电力	31.13	4.31	17.03	6.45	8.77	0.27	1.35
文山电力	48.70	10.42	19.91	5.28	7.58	2.81	2.82
桂东电力	67.12	0.00	15.18	11.12	5.38	6.78	1.09
广安爱众	69.42	0.00	37.20	8.39	10.11	9.82	7.46
郴电国际	62.24	0.00	17.03	7.34	7.11	1.71	0.30
平均值	53.66	8.15	21.59	9.54	8.18	3.66	1.89

资料来源：万得资讯，中银证券

风险提示

重庆电改进展不达预期

公司作为地方电网公司，是否能够与三峡电站达成直供电协议，能够与国家电网在售电市场上进行公平竞争，归根到底要看重庆地区的电力体制改革是否能很快取得突破，否则公司降低外购电成本和提高售电份额的进度将会延缓。

三峡电站直供电进展不达预期

公司与三峡电站直供电的达成，需要双方磋商后达成一致协议，对直供电的规模和价格能形成共识，否则直供电进展滞后会影响公司的成本控制和后续的战略规划实施。

股权变动进展滞后

目前国资委刚批复同意中节能将公司股份转让给长江电力，股权转让尚未完成。股权变动进展滞后会影三峡集团是否继续增持公司股份。

市场波动

公司股价除受基本面影响外，短期内可能受大盘影响而出现意外波动。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	131,575	125,751	132,165	136,975	141,852
销售成本	(95,453)	(89,331)	(89,478)	(89,584)	(91,923)
经营费用	(2,203)	1,498	100	(334)	(774)
息税折旧前利润	33,919	37,919	42,786	47,057	49,155
折旧及摊销	(11,457)	(12,850)	(12,030)	(12,030)	(12,030)
经营利润(息税前利润)	22,462	25,069	30,756	35,026	37,124
净利息收入/(费用)	(5,613)	(4,401)	(4,401)	(4,639)	(4,826)
其他收益/(损失)	5,535	5,130	6,095	6,723	7,427
税前利润	22,385	25,798	32,450	37,110	39,726
所得税	(4,238)	(3,907)	(4,915)	(5,621)	(6,017)
少数股东权益	(2,572)	(1,240)	(1,240)	(1,240)	(1,240)
净利润	20,718	23,131	28,775	32,729	34,949
核心净利润	16,112	20,877	26,533	30,496	32,724
每股收益(人民币)	0.626	0.233	0.290	0.330	0.352
核心每股收益(人民币)	0.487	0.210	0.267	0.307	0.330
每股股息(人民币)	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	1	(4)	5	4	4
息税前利润增长(%)	56	12	23	14	6
息税折旧前利润增长(%)	36	12	13	10	4
每股收益增长(%)	18	(63)	24	14	7
核心每股收益增长(%)	18	(57)	27	15	7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	22,385	25,798	32,450	37,110	39,726
折旧与摊销	11,457	12,850	12,030	12,030	12,030
净利息费用	5,613	4,401	4,401	4,639	4,826
运营资本变动	(1,331)	4,776	(22,476)	22,553	(18,742)
税金	(6,810)	(5,147)	(4,915)	(5,621)	(6,017)
其他经营现金流	6,884	744	(5,754)	(1,514)	(6,785)
经营活动产生的现金流	38,198	43,422	15,735	69,197	25,037
购买固定资产净值	131	(90)	2	2	2
投资减少/增加	2,149	3,141	4,522	5,093	5,739
其他投资现金流	(70,946)	(24,422)	31,910	(4)	(4)
投资活动产生的现金流	(68,666)	(21,372)	36,434	5,091	5,737
净增权益	(4,965)	0	0	0	0
净增债务	(10,905)	(10,472)	(89,166)	1,406	(3,535)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	69,555	(8,233)	(13,528)	(8,948)	(4,346)
融资活动产生的现金流	53,685	(18,678)	(102,64)	(7,439)	(7,659)
现金变动	23,216	3,372	(50,472)	66,850	23,115
期初现金	36,903	60,120	62,552	12,080	78,930
公司自由现金流	(30,468)	22,050	52,169	74,289	30,774
权益自由现金流	(35,761)	15,979	(32,595)	80,334	32,065

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	96,200	85,228	12,380	79,230	102,345
应收帐款	12,053	10,174	18,170	10,778	17,713
库存	12,325	10,964	12,337	10,972	12,940
其他流动资产	1,885	1,034	1,887	1,035	1,962
流动资产总计	122,463	107,399	44,774	102,015	134,960
固定资产	282,041	323,180	311,277	299,374	287,470
无形资产	3,289	3,199	3,074	2,949	2,824
其他长期资产	13,560	14,308	16,304	14,888	15,167
长期资产总计	298,891	340,687	330,656	317,211	305,462
总资产	433,694	465,168	375,639	419,436	440,630
应付帐款	20,506	29,389	20,531	29,406	21,823
短期债务	12,000	20,000	2	2	2
其他流动负债	73,022	60,108	63,243	69,599	63,053
流动负债总计	105,527	109,497	83,776	99,007	84,878
长期借款	75,632	76,961	6,311	2,105	2,806
其他长期负债	25,073	31,845	26,535	27,818	28,733
股本	33,100	99,301	99,301	99,301	99,301
储备	193,290	147,357	159,260	191,989	226,938
股东权益	226,391	246,657	258,560	291,290	326,238
少数股东权益	2,937	1,695	455	(784)	(2,024)
总负债及权益	433,694	465,168	375,639	419,436	440,630
每股帐面价值(人民币)	6.84	2.48	2.60	2.93	3.29
每股有形资产(人民币)	6.74	2.45	2.57	2.90	3.26
每股净负债/(现金)(人民币)	0.83	0.35	(0.12)	(0.79)	(1.03)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.8	30.2	32.4	34.4	34.7
息税前利润率(%)	17.1	19.9	23.3	25.6	26.2
税前利润率(%)	17.0	20.5	24.6	27.1	28.0
净利率(%)	15.7	18.4	21.8	23.9	24.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.0	0.5	1.0	1.6
利息覆盖率(倍)	4.0	5.7	7.0	7.6	7.7
净权益负债率(%)	12.0	13.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.9	0.4	0.9	1.4
估值					
市盈率(倍)	18.4	49.5	39.8	35.0	32.7
核心业务市盈率(倍)	23.7	54.8	43.1	37.5	35.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.9	74.0	58.2	50.6	47.2
市净率(倍)	1.7	4.6	4.4	3.9	3.5
价格/现金流(倍)	10.0	26.3	72.7	16.5	45.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.1	1.2	(0.0)	(1.4)	(1.8)
周转率					
存货周转天数	41.7	47.6	47.5	47.5	47.5
应收帐款周转天数	44.3	32.3	39.1	38.6	36.7
应付帐款周转天数	57.3	72.4	68.9	66.5	65.9
回报率					
股息支付率(%)	24.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	12.1	9.8	11.4	11.9	11.3
资产收益率(%)	4.6	4.7	6.2	7.5	7.3
已运用资本收益率(%)	1.8	1.7	2.4	2.9	2.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

三峡水利(603689.CH/人民币 11.52, 买入)

以 2017 年 3 月 31 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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。

本报告期内含保密信息，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，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。所有本报告期内使用的商标、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