

业绩稳健，三峡集团再次增持

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年第一季度报告,实现营业收入2.5亿元,同比增长3.4%,实现归母净利润4886万元,同比增长4.4%。
- **业绩稳健,全年业绩有望持续良好。** 受来水不佳影响,2017年一季度公司下属及控股公司水电站累计完成发电量9797万千瓦时,同比下降25.9%,导致一季度扣非净利润同比下滑31.4%。但公司一季度收到2017年农网改造专项补助资金1900万元,促使公司归母净利润同比提高4.4%。历史上一季度业绩占比约为全年的20%,水电站来水波动为正常现象,我们认为随装机2.5万千瓦的金盆水电站今年投产,全年业绩有望持续稳健。
- **盈利水平受自发电影响下滑,费用管控能力提升。** 受公司自发电电减少影响,公司2017年一季度毛利率同比下滑10.1个百分点至22.4%。来水不佳情况下,一季度期间费用率9.6%,同比下降3.1个百分点,其中销售费用率为0.01%,持续保持低位;管理费用率为5.2%,同比下降1个百分点;财务费用率为4.5%同比下降2.2个百分点,费用管控水平得到增强。
- **三峡集团持股比例升至17.4%,布局坚定。** 一季报显示,三峡集团通过下属孙公司长电资本(原名长电创投)增持公司2%股份,三峡集团累计持股比例升至17.4%,再次彰显三峡集团对公司的坚定布局。未来背靠三峡集团,有望开拓万州区及以外售电市场,开启二次腾飞,剑指国内一流售电企业。
- **踏电改+国改春风,若“四网融合”推进顺利,利润弹性显著。** 目前三峡集团在渝进行“四网融合”打造全新“三峡电网”,若顺利推进公司利润弹性显著,我们测算1)若三峡低成本水电替换公司外购电,利润弹性1.1亿元,对应公司净利润达3.3亿元(+40%空间);2)四网融合后若顺利整合进入公司,则对应聚龙电力和乌江电力约3.5亿盈利增量,公司净利润预计提升至5.7亿元,若考虑乌江和聚龙的外购电源置换,尚有2.6亿以上的利润空间,预计净利润提高至8亿元以上;3)后续万州、重庆市场空间若进一步开拓,万州潜在利润空间约2.5亿元,公司净利润总量有望超10亿元,重庆电力市场若进一步放开,潜在30亿-60亿的售电利润空间。综上,若上述事项推进顺利中短期我们看3.3亿元净利润,长期看10亿乃至更高净利润,利润弹性显著。
- **盈利预测与投资建议。** 现有条件下预计2017-2019年EPS为0.28元、0.33元和0.39元,PE为44X、38X和31X。公司利润弹性巨大,长期看300亿市值,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 来水波动风险,在建电站建设进度不及预期风险,三峡集团重庆资源整合不及预期风险,电力改革进展缓慢风险等。

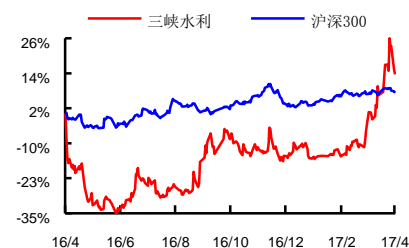
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1257.51	1345.95	1497.42	1680.41
增长率	-4.43%	7.03%	11.25%	12.22%
归属母公司净利润(百万元)	231.31	276.77	325.72	388.27
增长率	11.64%	19.66%	17.68%	19.20%
每股收益EPS(元)	0.23	0.28	0.33	0.39
净资产收益率ROE	8.87%	9.74%	10.51%	11.41%
PE	53	44	38	31
PB	4.95	4.54	4.17	3.79

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)	7.02-13.68
总市值(亿元)	122.24
总资产(亿元)	47.66
每股净资产(元)	2.52

相关研究

1. 三峡水利(600116): 天时地利人和, 四海八荒发电侧改革第一股 (2017-04-13)
2. 三峡水利(600116): 开启涅槃之旅, 剑指国内一流售电企业 (2017-03-26)
3. 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)
4. 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)
5. 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)
6. 三峡水利(600116): 三峡集团变相举牌, 重点关注后续进展 (2016-09-18)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1257.51	1345.95	1497.42	1680.41	净利润	218.91	261.93	308.26	367.46
营业成本	873.16	906.30	988.14	1087.58	折旧与摊销	128.50	359.71	382.50	396.27
营业税金及附加	20.14	21.06	23.41	26.39	财务费用	44.01	59.58	55.09	53.36
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	59.58	55.09	53.36	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	582.78	765.72	832.81
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	284.25	343.87	412.55	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	306.60	364.75	432.93	股权融资	21.01	0.00	0.00	0.00
所得税	39.07	44.66	56.49	65.48	支付股利	-49.65	-55.43	-66.33	-78.06
净利润	218.91	261.93	308.26	367.46	其他	-251.43	-110.63	-55.09	-53.36
少数股东损益	-12.40	-14.84	-17.46	-20.81	筹资活动现金流净额	-186.78	-366.06	-121.42	-131.42
归属母公司股东净利润	231.31	276.77	325.72	388.27	现金流量净额	33.72	205.63	634.10	692.04
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	625.52	831.15	1465.24	2157.28	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%	16.96%	20.97%	19.97%
其他流动资产	226.76	232.12	241.32	252.43	净利润增长率	20.63%	19.66%	17.68%	19.20%
长期股权投资	50.21	50.21	50.21	50.21	EBITDA 增长率	13.47%	69.31%	11.08%	10.33%
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	2923.61	2595.02	2252.67	毛利率	30.56%	32.66%	34.01%	35.28%
无形资产和开发支出	31.99	28.08	24.16	20.24	三费率	12.23%	12.76%	12.14%	11.59%
其他非流动资产	235.05	235.05	235.05	235.05	净利率	17.41%	19.46%	20.59%	21.87%
资产总计	4651.68	4578.06	4905.45	5294.02	ROE	8.87%	9.74%	10.51%	11.41%
短期借款	200.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.71%	5.72%	6.28%	6.94%
应付和预收款项	508.18	466.94	522.32	584.95	ROIC	9.77%	12.15%	16.00%	22.90%
长期借款	769.61	769.61	769.61	769.61	EBITDA/销售收入	33.04%	52.27%	52.19%	51.31%
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	0.32	0.33
股本	993.01	993.01	993.01	993.01	固定资产周转率	0.50	0.51	0.59	0.74
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	932.01	1191.40	1501.61	存货周转率	7.35	8.11	8.31	8.35
归属母公司股东权益	2451.69	2687.91	2947.30	3257.52	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	-15.34	-36.16	资本结构				
股东权益合计	2468.65	2690.03	2931.96	3221.36	资产负债率	46.93%	41.24%	40.23%	39.15%
负债和股东权益合计	4651.68	4578.06	4905.45	5294.02	带息债务/总负债	44.42%	40.76%	39.00%	37.13%
					流动比率	0.98	1.64	2.22	2.75
					速动比率	0.88	1.50	2.09	2.61
					股利支付率	21.47%	20.03%	20.36%	20.10%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.28	0.33	0.39
					每股净资产	2.49	2.71	2.95	3.24
					每股经营现金	0.44	0.59	0.77	0.84
					每股股利	0.05	0.06	0.07	0.08
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	415.53	703.53	781.46	862.18					
PE	52.85	44.17	37.53	31.48					
PB	4.95	4.54	4.17	3.79					
PS	9.72	9.08	8.16	7.27					
EV/EBITDA	29.25	16.61	14.14	12.01					
股息率	0.41%	0.45%	0.54%	0.64%					

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