

# 三峡水利 (600116.SH) 水电行业

评级：买入 维持评级

公司点评

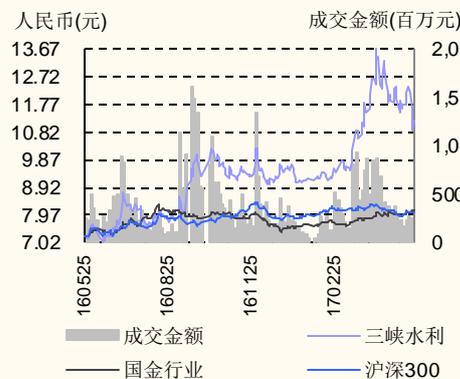
市场价格(人民币)：11.06元

## 供电成本有望优化，资产整合平台可期

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)	11,121.66
年内股价最高最低(元)	13.68/7.02
沪深300指数	3424.17
上证指数	3064.08



### 相关报告

- 《开启凤凰涅槃之旅，一流售电企业可期-三峡水利公司点评》，2017.3.27
- 《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

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

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

### 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	39.98	35.06	32.37
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：

- 公司近期配置时点出现，推荐逻辑重申。

### 点评：

- 三峡集团与重庆市政府的合作有序推进，配售电业务注入上市公司体内预期强。三峡集团持有三峡水利比例增至 17.4%。而双“三峡”所布局的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。三峡集团与重庆市政府的合作有序推进。长江电力与涪陵聚龙电力、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，一步提高三峡电站增发电量入渝规模。同时预计三峡水利将于下半年以较低价格获得三峡集团旗下供电资产，预计年净利润 5 亿元左右，因此资产的注入将显著提升公司市值。
- 供电成本继续优化，外购电有望换成三峡水电低价电源。预计公司有望获得三峡水电站的低价电源，外购电成本降低 0.11 元，新增净利润可达 1 亿元。另外公司自发电和外购电成本差距大，近三年度电成本差异为 0.25 元/千瓦时，外购电比例高达 60%。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 年公司通过募集资金投资建设 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 年自发电量为 8.5 亿千瓦。
- 打造地方售电平台，公司有望积极参与重庆市场售电侧改革。公司依托三峡集团即拥有充足的低价电源（三峡水电站），又可利用“三峡电网”的客户资源优势，若能参与到重庆地区售电业务，将成为公司新增长点。重庆 2015 年售电量达 679.81 亿千瓦时，根据测算，若公司能够在售电侧占领 5%或 10%的市场份额，公司净利润将提升 5.8 或 11.6 亿元，是公司 16 年利润水平的 2.5~5 倍，具有极大的业绩弹性和发展空间。

### 投资建议：

- 看好公司有望获取三峡水电站的低价电源，预计业绩弹性有 1 亿。同时又可利用“三峡电网”的客户资源优势，三峡集团积极打造地方售电平台，公司未来有望参与到重庆地区售电业务，增厚 5~10 亿净利润。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.28、0.32、0.34 元，对应 PE 为 45X、40X 和 37X。维持“买

入”评级，目标价 15 元。

**风险提示：**

- 来水不及预期，电改不及预期，项目推进不及预期等。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,298</b>	<b>1,316</b>	<b>1,258</b>	<b>1,360</b>	<b>1,480</b>	<b>1,610</b>
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	<b>142</b>	<b>207</b>	<b>231</b>	<b>275</b>	<b>313</b>	<b>339</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>357</b>	<b>382</b>	<b>434</b>	<b>371</b>	<b>484</b>	<b>525</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-214</b>	<b>-687</b>	<b>-214</b>	<b>-189</b>	<b>-184</b>	<b>-184</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-268</b>	<b>537</b>	<b>-187</b>	<b>-208</b>	<b>-125</b>	<b>-47</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-125</b>	<b>232</b>	<b>34</b>	<b>-26</b>	<b>175</b>	<b>294</b>

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
应收款项	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%
<b>资产总计</b>	<b>3,607</b>	<b>4,337</b>	<b>4,652</b>	<b>4,759</b>	<b>5,043</b>	<b>5,445</b>
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
<b>负债</b>	<b>2,399</b>	<b>2,062</b>	<b>2,183</b>	<b>2,035</b>	<b>2,019</b>	<b>2,094</b>
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
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,607</b>	<b>4,337</b>	<b>4,652</b>	<b>4,759</b>	<b>5,043</b>	<b>5,445</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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	0	3
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.50

来源：朝阳永续

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。

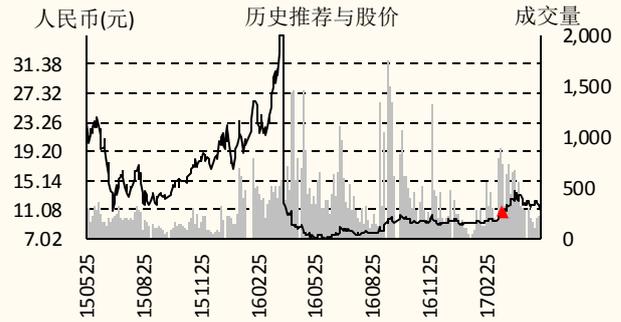
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
2	2017-03-27	买入	10.59	N/A

来源：国金证券研究所



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