

三季度来水拐点, 净利润率显著上升

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017年前三季度营业收入同比下滑0.05%至372亿元, 归母净利润同比增长9.6%至178亿元。
- **三季度来水拐点、净利润率上升。** 1) **来水三季度出现向上拐点:** 从来水情况来看, 第二季度长江上游溪洛渡水库来水总量为235亿立方米, 较上年同期偏枯5.18%, 三峡水库来水总量为1038亿立方米, 较上年同期偏枯11.02%。第三季度长江上游溪洛渡水库来水总量为655亿立方米, 较上年同期偏丰3.98%, 三峡水库来水总量为1672亿立方米, 较上年同期偏丰4.53%。从发电量情况来看, 今年第一季度、第二季度、第三季度发电量分别达到329/488/754亿千瓦时, 同比增长-0.5%/-6.6%/3.7%。2) **费用管控良好, 出售股权投资收益致净利润率上升:** 公司前三季度净利润率同比上升3.8个百分点至47.7%, 致使归母净利润增速9.6%明显高于收入增速0.05%。净利润率主要是由于管理费用同比下滑25%至4.9亿元, 财务费用同比下滑12%至44亿元, 投资收益同比上升88%至20.2亿元(上半年处置上海电力、广州发展等长期股权投资产生投资收益6.4亿元)。
- **分红收益率高达4.6%, 提供安全边际。** 公司承诺重大资产重组(收购川云公司)成功实施后, 公司对2016年至2020年每年度的利润分配按每股不低于0.65元进行现金分红; 对2021年至2025年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的70%进行现金分红。公司2016年实际分红0.725元/股(含税), 超过承诺分红水平, 对应当前股价分红收益率4.6%。
- **三峡集团在建水电项目2620万千瓦, 预计2020年投产, 后续有望注入上市公司。** 2015年, 乌东德水电站获国务院批准, 正式开工建设, 白鹤滩水电站通过环评审批。乌东德、白鹤滩水电站预计2020年投产, 后续注入上市公司。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.01元、0.92元、0.93元; 公司估值处于合理偏低位置(水电板块目前估值处于15~20倍), 分红收益率4.6%提供安全边际, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 来水或大幅波动。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	48939.39	49181.86	47573.55	47573.55
增长率	101.90%	0.50%	-3.27%	0.00%
归属母公司净利润(百万元)	20781.18	22154.93	20277.30	20546.18
增长率	80.39%	6.61%	-8.47%	1.33%
每股收益EPS(元)	0.94	1.01	0.92	0.93
净资产收益率ROE	16.29%	17.62%	16.34%	16.50%
PE	17	16	17	17
PB	2.72	2.76	2.80	2.79

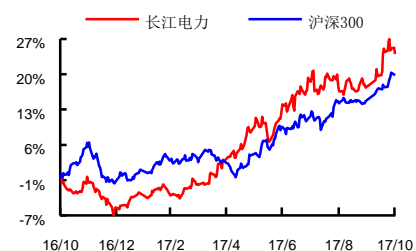
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 濮阳
执业证号: S1250517090001
电话: 021-58351739
邮箱: py@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)	220.00
流通A股(亿股)	115.06
52周内股价区间(元)	12.45-16.29
总市值(亿元)	3,500.20
总资产(亿元)	3,015.09
每股净资产(元)	5.49

相关研究

表 1：三峡水库月均入库流量（立方米/秒）

年度\月度	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	5082.26	4408.62	4759.68	6003.33	12916.13	15296.67	42464.52	23103.23	25826.67	16483.87	7416.67	5801.61
2013	5170.97	4000.00	4930.65	6323.33	10429.03	15653.33	31541.94	19338.71	18770.00	10496.77	6946.67	5374.19
2014	4775.81	4605.36	5322.58	9386.67	9277.42	15430.00	26206.45	26122.58	31800.00	16041.94	9105.00	6270.97
2015	5722.58	5214.29	6124.19	8816.67	8658.06	16190.00	20025.81	17503.23	23386.67	15732.26	8470.00	6429.03
2016	6241.94	6017.24	7245.16	10160.00	13312.90	20736.67	26925.81	18819.35	14690.00	13509.68	10746.67	6264.52
2017	5295.16	5521.43	6729.03	9266.67	11741.94	18136.67	21180.65	19522.58	22506.67	22138.71		

数据来源：Wind，西南证券整理

关键假设：

1、10月份三峡月均入库流量保持了三季度的高速增长，预计单四季度发电量增速维持单三季度增速3.7%，对应全年发电量增速0.5%左右。17年全年来水较好，预计18年发电量增速稍有回落。假设2018~2019年公司来水恢复多年平均水平。

2、前三季管理费用同比下滑25%至4.9亿元，财务费用同比下滑12%至44亿元，预计全年管理费用率、财务费用率出现下滑。

3、依据新修订《企业会计准则第16号——政府补助》的规定，自2017年起增值税优惠等政府补助由“营业外收入”调整至“其他收益”科目列报。

基于以上假设，我们预测公司2017-2019年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
电力	收入	48,494.15	48,736.62	47,128.31	47,128.31
	增速	112.47%	0.50%	-3.30%	0.00%
	毛利率	60.85%	60.85%	60.85%	60.85%
其他	收入	445.24	445.24	445.24	445.24
	增速	-68.55%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	43.15%	43.15%	43.15%	43.15%
合计	收入	48,939.39	49,181.86	47,573.55	47,573.55
	增速	101.90%	0.50%	-3.27%	0.00%
	毛利率	60.69%	60.69%	60.69%	60.69%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	48939.39	49181.86	47573.55	47573.55	净利润	20937.78	22321.88	20430.10	20701.00
营业成本	19238.00	19332.92	18703.29	18703.29	折旧与摊销	12319.46	12701.88	12756.80	12840.21
营业税金及附加	1073.66	1078.98	1043.70	1043.70	财务费用	6679.35	5845.72	6196.22	5870.77
销售费用	8.09	8.13	7.86	7.86	资产减值损失	106.47	40.00	40.00	40.00
管理费用	825.19	639.36	618.46	618.46	经营营运资本变动	19276.86	-7063.29	-7978.59	-5610.99
财务费用	6679.35	5845.72	6196.22	5870.77	其他	-20330.09	-2300.00	-1300.00	-1300.00
资产减值损失	106.47	40.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	38989.83	31546.19	30144.53	32541.00
投资收益	1334.19	2260.00	1260.00	1260.00	资本支出	-148346.38	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	-66.12	0.00	0.00	0.00	其他	104116.64	2260.00	1260.00	1260.00
其他经营损益	0.00	2350.00	2350.00	2350.00	投资活动现金流净额	-44229.74	2254.49	1227.73	1198.90
营业利润	22276.70	26846.75	24574.03	24899.48	短期借款	16300.00	25418.78	6758.12	2353.32
其他非经营损益	2877.24	-30.00	-30.00	-30.00	长期借款	14107.15	-10000.00	-10000.00	-10000.00
利润总额	25153.94	26816.75	24544.03	24869.48	股权融资	21203.42	0.00	0.00	0.00
所得税	4216.16	4494.87	4113.93	4168.48	支付股利	-11488.81	-20724.96	-22094.99	-20222.45
净利润	20937.78	22321.88	20430.10	20701.00	其他	-36051.46	-26955.39	-6196.22	-5870.77
少数股东损益	156.59	166.94	152.80	154.82	筹资活动现金流净额	4070.31	-32261.57	-31533.09	-33739.89
归属母公司股东净利润	20781.18	22154.93	20277.30	20546.18	现金流量净额	-1159.87	1539.11	-160.83	0.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3379.07	4918.19	4757.36	4757.36	成长能力				
应收和预付款项	3898.09	3917.40	3789.30	3789.30	销售收入增长率	101.90%	0.50%	-3.27%	0.00%
存货	438.88	441.53	423.97	423.97	营业利润增长率	72.76%	20.51%	-8.47%	1.32%
其他流动资产	1359.02	1345.66	1301.66	1301.66	净利润增长率	81.75%	6.61%	-8.47%	1.33%
长期股权投资	13097.44	13097.44	13097.44	13097.44	EBITDA 增长率	88.26%	9.98%	-4.11%	0.19%
投资性房地产	76.62	76.62	76.62	76.62	获利能力				
固定资产和在建工程	267470.23	254798.01	242092.71	229325.91	毛利率	60.69%	60.69%	60.69%	60.69%
无形资产和开发支出	167.72	143.57	124.33	112.01	三费率	15.35%	13.20%	14.34%	13.66%
其他非流动资产	9007.86	9007.86	9007.86	9007.86	净利率	42.78%	45.39%	42.94%	43.51%
资产总计	298894.93	287746.27	274671.24	261892.13	ROE	16.29%	17.62%	16.34%	16.50%
短期借款	16300.00	41718.78	48476.90	50830.21	ROA	7.01%	7.76%	7.44%	7.90%
应付和预收款项	1745.09	1753.73	1696.43	1696.43	ROIC	15.35%	14.06%	13.60%	14.05%
长期借款	26852.44	16852.44	6852.44	-3147.56	EBITDA/销售收入	84.34%	92.30%	91.49%	91.67%
其他负债	125471.04	100738.45	92627.50	87016.52	营运能力				
负债合计	170368.57	161063.40	149653.27	136395.60	总资产周转率	0.22	0.17	0.17	0.18
股本	22000.00	22000.00	22000.00	22000.00	固定资产周转率	0.26	0.19	0.19	0.20
资本公积	44252.60	44252.60	44252.60	44252.60	应收账款周转率	20.57	15.77	15.47	15.73
留存收益	58506.18	59936.15	58118.46	58442.20	存货周转率	39.52	35.94	35.26	35.85
归属母公司股东权益	128199.18	126188.75	124371.06	124694.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.99%	—	—	—
少数股东权益	327.18	494.12	646.92	801.74	资本结构				
股东权益合计	128526.36	126682.87	125017.98	125496.53	资产负债率	57.00%	55.97%	54.48%	52.08%
负债和股东权益合计	298894.93	287746.27	274671.24	261892.13	带息债务/总负债	41.56%	53.54%	55.45%	55.23%
					流动比率	0.15	0.17	0.17	0.18
					速动比率	0.14	0.16	0.16	0.17
					股利支付率	55.28%	93.55%	108.96%	98.42%
					每股指标				
					每股收益	0.94	1.01	0.92	0.93
					每股净资产	5.84	5.76	5.68	5.70
					每股经营现金	1.77	1.43	1.37	1.48
					每股股利	0.52	0.94	1.00	0.92
业绩和估值指标									
EBITDA	41275.51	45394.35	43527.05	43610.46					
PE	16.84	15.80	17.26	17.04					
PB	2.72	2.76	2.80	2.79					
PS	7.15	7.12	7.36	7.36					
EV/EBITDA	10.32	9.30	9.63	9.43					
股息率	3.28%	5.92%	6.31%	5.78%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn