

业绩创新高，三峡集团持股逼近举牌线

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2017 年实现营业收入 12.2 亿元, 同比减少 3.2%; 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 48.5%; 每 10 股派发现金红利 1.1 元。
- **发电量持续增长, 资产处置收益带动业绩创新高。** 1) **电力业务方面:** 2017 年公司上网电量 19.24 亿千瓦时, 同比增长 5.77%, 售电量 17.6 亿千瓦时, 同比增长 5.7%, 实现电力业务营收 9.0 亿元, 同比增长 2.7%。值得注意的是, 2017 年公司自发电量 10.1 亿千瓦时, 同比增长 29.5%, 自发电效益创新高, 增加了电力业务利润约 3350 万元, 同时带动电力业务毛利率提升 3.7 个百分点至 35.3%。2) **勘察设计业务方面:** 受城市房地产建设开发趋缓和竞争加剧影响, 2017 年该项业务营收 2.8 亿元, 同比减少 20.2%, 毛利率增加 0.2 个百分点至 30.7%; 3) **其他业务方面:** 承担蒸汽业务的万州供热子公司 (公司持股比例 55%) 受经开区经济发展形势影响, 供热产能不足出现连续亏损计提固定资产减值 7942 万元, 导致子公司亏损 1.0 亿元, 同比增加亏损 8439 万元。综合各业务变化, 2017 年全年扣非后归母净利润 2.0 亿元, 同比下滑 5.7%。同时, 公司出让三峡实业增加了 2017 年全年净利润 1.2 亿元, 带动公司归母净利润增长 48.5% 至 3.4 亿元, 业绩创历史新高。
- **盈利能力向好, 费用率管控稳定。** 公司 2017 年综合毛利率 32.3%, 同比提升 1.7 个百分点。目前公司在运装机容量共 235.2MW, 在建巫溪县金盆水电站 25MW, 万州区新长滩电站 9.6MW, 累计装机容量 34.6MW, 后续投产有望带动发电量占比以及盈利能力再次提升。费用率方面, 公司 2017 年期间费用率 11.5%, 同比下滑 0.8 个百分点, 费用管控稳定。
- **三峡集团再次增持, 持续看好“三峡电网”大逻辑。** 2017 年报显示长电资本再次增持 0.78% 股份, 三峡集团通过长电资本、三峡资本、长江电力累计持股比例达到 19.98%, 逼近举牌线, 与实际控制人水利部综合事业局持股比例 (累计持股 24.09%) 差额缩小至 4.11%, 彰显三峡集团布局重庆售电侧坚定决心。同时, 三峡集团“四网融合”打造全新“三峡电网”计划持续推进, 若成功整合, 公司作为唯一上市平台利润弹性显著, 剑指售电侧改革第一股, 未来发展及想象空间大。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.27、0.30 和 0.36 元, 对应估值 31X、28X 和 23X, 持续看好重庆及三峡集团推进“四网融合”, 打造三峡电网大逻辑, 维持中长期“买入”评级。
- **风险提示:** 在建电站建设低于预期风险, 电力改革进展缓慢风险等。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1217.62	1293.98	1414.35	1547.49
增长率	-3.17%	6.27%	9.30%	9.41%
归属母公司净利润 (百万元)	343.39	270.08	302.32	361.63
增长率	48.45%	-21.35%	11.94%	19.62%
每股收益 EPS (元)	0.35	0.27	0.30	0.36
净资产收益率 ROE	10.86%	8.44%	8.91%	9.75%
PE	24	31	28	23
PB	3.08	2.93	2.75	2.56

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
 联系人: 沈猛
 电话: 021-58351679
 邮箱: smg@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)	9.93
52 周内股价区间(元)	7.32-13.68
总市值(亿元)	83.71
总资产(亿元)	49.62
每股净资产(元)	2.76

相关研究

1. 三峡水利(600116): 长电完成增持承诺, 布局重庆售电侧持续推进 (2018-01-03)
2. 三峡水利(600116): 业绩维持稳健, 电价下降影响电力业务利润 (2017-10-30)
3. 三峡水利(600116): 利润水平再创新高, 期待新飞跃 (2017-08-07)
4. 三峡水利(600116): 业绩稳健, 三峡集团再次增持 (2017-04-19)
5. 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)

关键假设：

假设 1：公司在建巫溪县金盆水电站 25MW，万州区新长滩电站 9.6MW，累计装机容量 34.6MW，假设 18、19 年顺利投产；投产后发电效率稳步爬坡值正常水平，自发电力的增长带动毛利率水平小幅提升；

假设 2：公司积极参与区域内的变电站、发电厂安装业务等高端市场的竞争，预计勘察设计业务有所突破；

假设 3：假设公司收缩供热业务，不再开展节水产品业务；

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计					
营业收入	1,257.51	1,217.62	1,293.98	1,414.35	1,547.49
yoy	-4.43%	-3.17%	6.27%	9.30%	9.41%
营业成本	873.16	824.81	859.68	934.33	999.85
毛利率	30.56%	32.26%	33.56%	33.94%	35.39%
电力					
收入	878.50	902.61	965.79	1,043.06	1,126.50
yoy	-1.8%	2.7%	7.00%	8.00%	8.00%
成本	597.07	583.85	622.94	667.56	698.43
毛利率	32.04%	35.32%	35.50%	36.00%	38.00%
设计安装					
收入	420.80	278.25	292.16	335.99	386.38
yoy	13.3%	-33.9%	5.00%	15.00%	15.00%
成本	310.05	192.83	204.51	235.19	270.47
毛利率	26.32%	30.70%	30.00%	30.00%	30.00%
蒸汽销售					
收入	20.32	30.94	30.32	29.71	29.12
yoy	-27.2%	52.3%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
成本	27.8	43.5	28.81	28.23	27.66
毛利率	-36.81%	-40.59%	5.00%	5.00%	5.00%
节水产品销售					
收入	2.51	0	0.00	0.00	0.00
yoy	-79.8%	-100.0%	-	-	-
成本	2.38	1.57	0.00	0.00	0.00
毛利率	5.18%	-	-	-	-
其他和分部间抵消					
收入	-64.62	5.82	5.71	5.59	5.48
yoy	-809.1%	109.0%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
成本	-64.14	3.06	3.42	3.36	3.29
毛利率	0.74%	47.38%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1217.62	1293.98	1414.35	1547.49	净利润	294.81	240.92	271.35	319.09
营业成本	824.81	859.68	934.33	999.85	折旧与摊销	145.97	279.38	311.59	330.06
营业税金及附加	11.53	16.24	17.11	18.28	财务费用	44.99	65.64	62.47	61.51
销售费用	0.12	0.16	0.16	0.18	资产减值损失	77.73	1.57	0.00	-0.26
管理费用	94.73	99.64	107.49	114.51	经营营运资本变动	-134.65	-28.55	43.75	21.91
财务费用	44.99	65.64	62.47	61.51	其他	-80.66	-39.56	-39.91	-40.44
资产减值损失	77.73	1.57	0.00	-0.26	经营活动现金流净额	348.19	519.41	649.25	691.87
投资收益	28.23	40.00	40.00	41.00	资本支出	-297.15	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-0.30	-0.31	-0.48	-0.39	其他	-101.28	39.69	39.52	40.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-398.43	-10.31	-10.48	-9.39
营业利润	382.86	290.75	332.30	394.02	短期借款	-46.50	-153.50	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.45	7.99	5.34	4.76	长期借款	84.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	379.41	298.74	337.63	398.78	股权融资	8.73	0.00	0.00	0.00
所得税	84.60	57.81	66.29	79.69	支付股利	-69.51	-103.19	-81.16	-90.85
净利润	294.81	240.92	271.35	319.09	其他	-30.88	-132.82	-62.47	-61.51
少数股东损益	-48.58	-29.16	-30.97	-42.54	筹资活动现金流净额	-53.31	-389.51	-143.63	-152.36
归属母公司股东净利润	343.39	270.08	302.32	361.63	现金流量净额	-103.55	119.59	495.13	530.12
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	521.97	641.57	1136.70	1666.82	成长能力				
应收和预付款项	139.61	134.72	150.59	164.34	销售收入增长率	-3.17%	6.27%	9.30%	9.41%
存货	40.94	40.97	45.06	48.40	营业利润增长率	57.54%	-24.06%	14.29%	18.58%
其他流动资产	422.33	438.78	464.70	493.37	净利润增长率	34.67%	-18.28%	12.63%	17.59%
长期股权投资	54.44	54.44	54.44	54.44	EBITDA 增长率	38.09%	10.80%	11.10%	11.22%
投资性房地产	30.09	30.09	30.09	30.09	获利能力				
固定资产和在建工程	3526.18	3297.99	3037.60	2758.73	毛利率	32.26%	33.56%	33.94%	35.39%
无形资产和开发支出	24.49	23.33	22.16	21.00	三费率	11.48%	12.79%	12.03%	11.39%
其他非流动资产	202.08	202.05	202.02	201.98	净利率	24.21%	18.62%	19.19%	20.62%
资产总计	4962.12	4863.92	5143.35	5439.16	ROE	10.86%	8.44%	8.91%	9.75%
短期借款	153.50	0.00	0.00	0.00	ROA	5.94%	4.95%	5.28%	5.87%
应付和预收款项	526.83	498.47	559.67	602.64	ROIC	12.12%	10.09%	12.18%	15.75%
长期借款	854.46	854.46	854.46	854.46	EBITDA/销售收入	47.13%	49.13%	49.94%	50.77%
其他负债	713.63	655.50	683.54	708.15	营运能力				
负债合计	2248.41	2008.42	2097.67	2165.25	总资产周转率	0.25	0.26	0.28	0.29
股本	993.01	993.01	993.01	993.01	固定资产周转率	0.45	0.46	0.50	0.57
资本公积	771.63	771.63	771.63	771.63	应收账款周转率	24.33	23.43	25.90	25.10
留存收益	984.54	1151.44	1372.60	1643.37	存货周转率	10.76	20.56	20.99	20.83
归属母公司股东权益	2745.13	2916.07	3137.23	3408.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.16%	—	—	—
少数股东权益	-31.42	-60.58	-91.55	-134.09	资本结构				
股东权益合计	2713.71	2855.49	3045.68	3273.91	资产负债率	45.31%	41.29%	40.78%	39.81%
负债和股东权益合计	4962.12	4863.92	5143.35	5439.16	带息债务/总负债	44.83%	42.54%	40.73%	39.46%
					流动比率	1.06	1.53	1.97	2.43
					速动比率	1.02	1.48	1.92	2.38
					股利支付率	20.24%	38.21%	26.85%	25.12%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.27	0.30	0.36
					每股净资产	2.73	2.88	3.07	3.30
					每股经营现金	0.35	0.52	0.65	0.70
					每股股利	0.07	0.10	0.08	0.09
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	573.82	635.77	706.36	785.59					
PE	24.38	30.99	27.69	23.15					
PB	3.08	2.93	2.75	2.56					
PS	6.87	6.47	5.92	5.41					
EV/EBITDA	14.77	12.79	10.81	9.05					
股息率	0.83%	1.23%	0.97%	1.09%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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