



三峡水利 2018 年一季报点评：业绩下滑符合预期，三峡集团增持步伐加快

三峡水利(600116.CH/人民币 8.06, 买入)2018 年一季报业绩符合我们预期。受自发电同比减少、外购电量及外购电成本同比增加等因素的影响，公司一季度归属净利润同比下降。全年业绩或受销售电价下调而有所减少。三峡集团再度增持，四网融合稳步推进，公司或成“三峡电网”整合平台。“优质大水电+地方电网”模式成就电改第一股。维持买入评级。

【事件】

2018 年 4 月 27 日晚，三峡水利发布 2018 年一季报，2018 年第一季度公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增长 5.85%；归属净利润 0.27 亿元，同比下降 44.61%；基本每股收益 0.027 元，同比下降 44.90%。

【点评】

1、公司业绩符合我们预期。2018 年第一季度，公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增长 5.85%；营业成本 2.20 亿元，同比增长 14.08%；营业利润 0.29 亿元，同比减少 14.20%，主要原因是营业成本的增长幅度大于营业收入的增长幅度；归属净利润 0.27 亿元，同比下降 44.61%，主要是由于公司一季度电站所处流域来水不均匀且降水量同比减少，致使自发电量及上网电量同比下降，外购电量及外购电成本同比增加，以及上年同期收到 2017 年农网改造专项补助资金 1,900 万元，而本期未收到所致。

2、全年业绩或受销售电价下调影响。根据重庆市物价局《关于降低一般工商业电价有关事项的通知》（渝价〔2018〕60号）规定，自 2018 年 4 月 1 日起，降低重庆市一般工商业及其他用电销售电价每千瓦时 0.0111 元，同步下调工商业及其他用电趸售电价每千瓦时 0.0111 元。据公司测算，上述降低电价政策将在一定程度上减少公司电费收入，同时也将减少公司购电支出，预计将减少公司 2018 年度净利润约 200 余万元。

3、三峡集团持续增持，“四网融合”稳步推进。长江电力全资子公司长电资本已于 2018 年 4 月 3 日增持公司股份 144,200 股，占公司总股本的 0.0145%。权益变动完成后，长电资本持有公司股份 38,914,240 股，占公司总股本的 3.92%；长电资本及其一致行动人长江电力、三峡资本（与长江电力同受中国长江三峡集团公司控制）合计持有公司股份 198,601,028 股，占公司总股本的 20.00%，相比公司实际控制人水利部的 24.09%仅相差 4.09%。如我们之前的系列报告所分析，增持公司股份是三峡集团的重要战略，意在取得控股权。三峡集团重点将重庆作为配售电业务布局区域，三峡水利长期深耕配售电领域，在技术、网架和渠道具备明显优势，而且作为上市公司，融资渠道丰富，因此以公司为平台整合“三峡电网”顺理成章。“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”。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。

相关研究报告

《三峡水利 2017 年报点评：盈利再创新高，“四网融合”稳步推进》2018.3.30

《三峡水利 2017 年一季报点评：三峡集团增持不断，电改第一股成色十足》2017.4.20

《三峡水利—“优质大水电+地方电网”模式成就电改第一股》2017.4.5

《三峡水利 2016 年报点评：股权变动注动力，凤凰涅槃再腾飞》2017.3.27

《三峡水利：国资委批准股权转让，打开公司天花板》2017.3.21

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业与环保

李怡棉*

证券投资咨询业务证书编号：S1300516040001
(8610) 66229366
yimian.li@bocichina.com

4、“优质大水电+地方电网”模式成就电改第一股。公司有望与三峡电站开展直供电，将优质低价水电引入自己电网内，一是显著减少外购电成本，二是凭借此优势能在万州地区争夺更多的售电份额。三峡电入渝能极大增强三峡电网的终端电价优势，公司将名副其实的成为售电领域第一标的。

5、维持买入评级。我们维持之前的盈利预测，2018-2020年公司的每股收益分别为0.33、0.35和0.36元，估值分别为37.3、35.2和34.2倍。考虑到三峡集团持续增持带来的直供电交易和发展空间，维持买入评级。

风险提示

来水偏枯；电力体制改革进展不及预期；“四网融合”推进力度不及预期等。

图表 1. 业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2017Q1 | 2018Q1 | 同比(%) |
|--------------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 247.86 | 262.37 | 5.85 |
| 营业税及附加 | 0.95 | 0.94 | (0.96) |
| 净营业收入 | 247.86 | 262.37 | 5.85 |
| 营业成本 | 192.46 | 219.56 | 14.08 |
| 销售费用 | 0.03 | 0.04 | 27.73 |
| 管理费用 | 12.80 | 11.95 | (6.61) |
| 营业利润 | 33.79 | 28.99 | (14.20) |
| 非经常性项目 | 24.02 | 7.58 | (68.43) |
| 经常性投资收益 | 2.13 | 4.42 | 107.30 |
| 净财务费用 | 11.06 | 10.51 | (4.91) |
| 利润总额 | 54.59 | 29.96 | (45.11) |
| 所得税 | 7.91 | 5.61 | (29.07) |
| 少数股东损益 | (2.17) | (2.71) | 24.65 |
| 归属母公司股东净利润 | 48.86 | 27.06 | (44.61) |
| 扣除非经常性损益的净利润 | 24.84 | 19.48 | (21.57) |
| 每股收益(元) | 0.05 | 0.03 | (44.90) |
| 扣非后每股收益(元) | 0.03 | 0.02 | (21.57) |
| 盈利能力(%) | | | |
| 综合业务毛利率 | 22.35 | 16.32 | |
| 经营利润率 | 13.63 | 11.05 | |
| 净利率 | 19.71 | 10.32 | |
| 扣非后净利率 | 10.02 | 7.43 | |

资料来源：公司数据，中银证券

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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士，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，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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