

2019年03月25日

证券研究报告·公司研究报告

三峡水利 (600116) 公用事业

买入 (维持)

当前价: 9.96 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

四网融合落地，成长空间打开

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年度报告，全年营收 12.98 亿元，同比增长 6.64%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比下滑 37.8%；公司发布重大资产重组预案。
- **来水+出售资产等非经常性损益减少是利润下滑主因。** 2018 年公司完成售电量 18.83 亿千瓦时，同比提升 7.17%；带动发电业务营收同比增长 6.47%至 9.61 亿元。但受公司电站所处流域来水不均、降水量同比较大下降影响，公司自发电量为 6.88 亿千瓦时，同比下降 31.88 %；外购电 13.3 亿千瓦时，同比上升 45.04%，高成本外购电增加直接导致公司售电成本大幅提升，售电业务毛利率下滑 14.7 个百分点至 20.61%，带动主业利润水平下滑。同时，2017 年公司完成对全资子公司重庆三峡水利实业发展有限公司的挂牌转让，从而实现沱口土地处置收益 1.54 亿元，2018 年无相关收益，非经常性损益累计减少 6541 万元，影响利润总额。
- **“四网融合”落地，打造“三峡电网”。** 公司发布重大资产重组预案，拟通过发行股份和可转换公司债券及支付现金方式购买联合能源 88.55%股权、长兴电力 100%股权（长兴电力持有联合能源 10.95%股权）。同时，拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集总额不超过 10 亿元的配套资金。发行价不低于 7.42 元/股，购买资产对价和发行规模尚未确定。其中：联合能源旗下核心资产为乌江电力和聚龙电力，年售电量约 80 亿千瓦时，供电区域覆盖重庆涪陵、黔江、酉阳等区县，拥有 110kV 及以上电压等级线路 2435 公里，具备一定规模的配电网网络。2018 年净资产规模 60.9 亿元，营收 34.4 亿元，归母净利润 2.85 亿元。2) 长兴电力主要聚焦重庆两江新区工业开发区增量配电业务，2018 年净资产规模 5.83 亿元，营收 1.39 亿元，净利润 817 万元。此次重大资产重组，将乌江电力、聚龙电力、三峡水利、长兴电力四张地方电网整合为一，成为重庆市“三峡电网”。若成功落地，公司发售电量将迅速扩大，也为配售电业务打下“物理基础”。
- **“三峡电网”打开低成本水电入渝和配售电想象空间。** 此次“四网融合”打造“三峡电网”，控股股东变更为长江电力，打开了低成本水电入渝的想象空间。当前四网年售电量约 105 亿度，外购电量约 65 亿度，其中三峡水利不含税外购电价成本约 0.33 元/度；乌江电力不含税外购电成本约 0.34 元/度。而长江电力三峡电站送重庆落地电价 0.29 元/度（含税），对应不含税电价 0.25 元/度；四网外购电和长江电力水电的重庆落地电价差价约 0.08 元/度。若四网 65 亿度外购电替换成长江电力水电，对应新增利润规模约 5 亿元。同时，若重组完成后，三峡水利依靠电网和低成本水电拓展售电业务，扩大售电体量，利润空间更大。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑重大资产重组和长江电力水电入渝影响，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.26、0.28 和 0.30 元，对应估值 38X、36X 和 33X。若考虑资产注入影响、长江电力水电入渝替代四网外购电，以及依靠电网和低成本水电扩大售电体量，利润空间超过 10 亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 来水波动风险，电力改革进展缓慢风险等。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1298.47	1362.88	1430.88	1502.69
增长率	6.64%	4.96%	4.99%	5.02%
归属母公司净利润 (百万元)	213.58	257.19	276.80	296.22
增长率	-37.80%	20.42%	7.63%	7.02%
每股收益 EPS (元)	0.22	0.26	0.28	0.30
净资产收益率 ROE	7.23%	7.86%	7.85%	8.01%
PE	46	38	36	33
PB	3.54	3.31	3.10	2.90

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

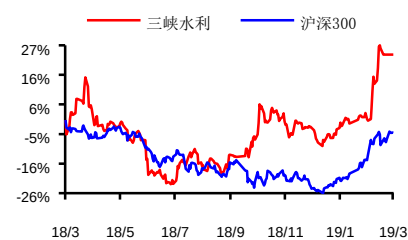
邮箱: wyting@swsc.com.cn

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)	6.21-10.23
总市值(亿元)	98.90
总资产(亿元)	51.49
每股净资产(元)	2.87

相关研究

1. 三峡水利 (600116): 来水偏枯拖累三季度业绩，持续关注“四网融合” (2018-10-26)
2. 三峡水利 (600116): 业绩持续稳健，三峡集团持股比例接近实控人 (2018-08-03)
3. 三峡水利 (600116): 业绩创新高，三峡集团持股逼近举牌线 (2018-03-29)

目 录

1 来水量和非经常性损益减少导致 18 年利润下滑.....	1
2 “四网融合”落地，打造“三峡电网”	3
3 “三峡电网”打开低成本水电入渝和配售电想象空间	7
4 盈利预测与估值.....	9
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司 2012 年以来营收情况	1
图 2: 公司 2012 年以来归母净利润情况	1
图 3: 公司自发电和外购电结构 (单位: 亿度)	1
图 4: 公司售电业务平均度电成本和毛利率情况	1
图 5: 公司毛利率情况 (%)	3
图 6: 公司期间费用率情况	3
图 7: 三峡水利当前股权结构	3
图 8: 联合能源股权结构	4
图 9: 联合能源主要业务模式	4
图 10: 四网区域结构	7
图 11: 公司 GDP 及增速	9
图 12: 重庆发用电情况 (单位: 亿千瓦时)	9

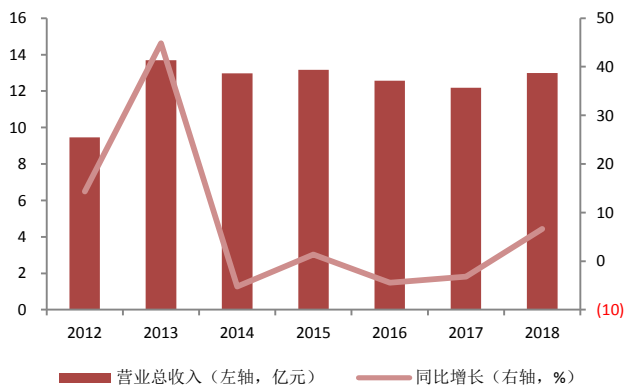
表 目 录

表 1: 公司发售电收入和成本详情	2
表 2: 公司非经常性损益详情 (万元)	2
表 3: 联合能源资产和收入情况 (亿元)	5
表 4: 乌江电力资产、营收和发售电业务详情	5
表 5: 聚龙电力资产和盈利情况	6
表 6: 长兴电力主营业务及子公司情况	6
表 7: 长兴电力资产和收入情况	6
表 8: 长江电力 2018 年发电量情况	7
表 9: 四网发售电情况	8
表 10: 三峡电站外送电价	8
表 11: 三峡水利和乌江电力外购电与三峡电站水电入渝落地价价差详情	8
表 12: 分业务收入及毛利率	9
表 13: 同行业公司对比	10
附表: 财务预测与估值	12

1 来水量和非经常性损益减少导致 18 年利润下滑

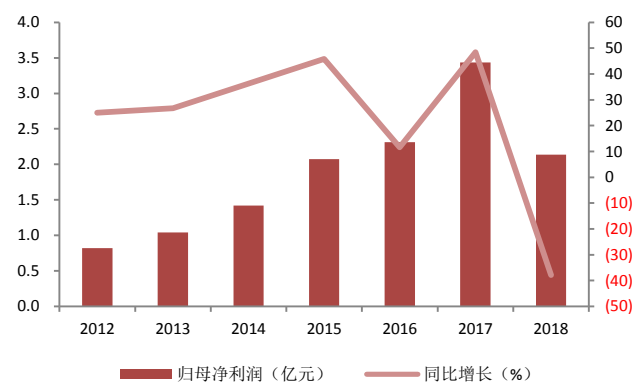
2018 年公司实现营业收入 12.98 亿元, 同比增长 6.64%; 实现归母净利润 2.14 亿元, 同比下滑 37.8%。扣非后归母净利润 1.33 亿元, 同比下滑 32.58%。

图 1: 公司 2012 年以来营收情况



数据来源: wind, 西南证券整理

图 2: 公司 2012 年以来归母净利润情况

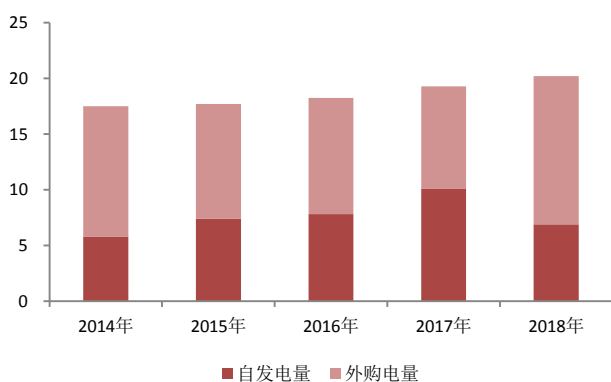


数据来源: wind, 西南证券整理

来水减少、高成本外购电增加+出售资产等非经常性损益减少是利润下滑主因

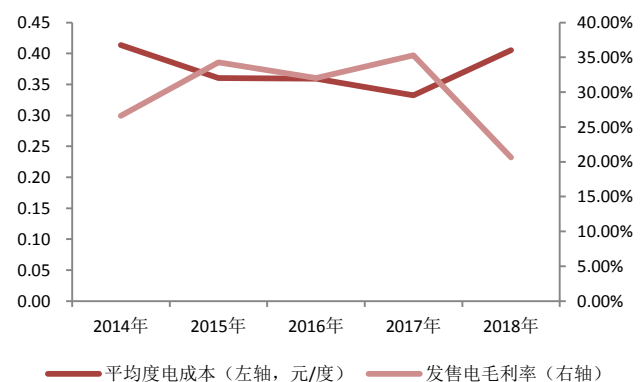
1) 公司在运水电装机容量共计 26.98 万千瓦, 2018 年公司完成售电量 18.83 亿千瓦时, 比上年同期 17.57 亿千瓦时提升 7.17%; 带动发电业务营收比上年同期上升 6.47% 至 9.61 亿元。但受公司电站所处流域来水不均、降水量同比较大下降影响, 公司自发电量为 6.88 亿千瓦时, 比上年同期 10.10 亿千瓦时下降 31.88 %; 外购电 13.3 亿千瓦时, 同比上升 45.04%, 高成本外购电增加直接导致公司售电成本大幅提升, 售电业务毛利率下滑 14.7 个百分点至 20.61%, 带动利润水平下滑。

图 3: 公司自发电和外购电结构 (单位: 亿度)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司售电业务平均度电成本和毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理测算

表 1: 公司发售电收入和成本详情

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
电量情况					
上网电量 (亿度)	17.49	17.63	18.19	19.24	20.14
售电量 (亿度)	15.89	16.31	16.62	17.57	18.83
自发电量 (亿度)	5.8	7.4	7.80	10.1	6.88
外购电量 (亿度)	11.7	10.29	10.43	9.17	13.30
收入情况					
售电收入 (百万元)	893.02	892.94	878.5	900.46	961.02
其中: 外购电收入 (百万元)	597.43	521	502.41	428.52	633.34
其中: 自发电收入 (百万元)	295.59	371.95	376.09	471.94	327.68
成本情况					
平均度电成本 (元/度)	0.41	0.36	0.36	0.33	0.41
其中: 自发电成本 (元/度)	0.15	0.13	0.15	0.12	0.18
其中: 外购电成本 (元/度)	0.38	0.36	0.32	0.33	0.33
其中: 配电成本 (元/度)	0.08	0.07	0.09	0.09	0.10
发售电毛利率	26.60%	34.28%	32.04%	35.31%	20.61%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理测算

2) 非经常性损益方面, 2017 年公司完成对全资子公司重庆三峡水利实业发展有限公司的股权和相关债权的挂牌转让, 从而实现沱口土地处置收益 1.54 亿元, 2018 年无相关收益。同时, 2018 年新增财政局农网还贷资金 6435 万元, 计入当期损益的递延收益 3695 万元。叠加所得税影响等 2018 年非经常性损益累计减少 6541 万元。

表 2: 公司非经常性损益详情 (万元)

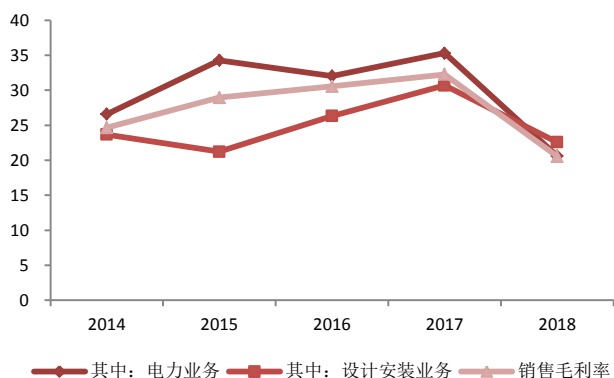
非经常性损益项目	2018 年金额	2017 年金额	2016 年金额
非流动资产处置损益	1303	14614	-1497
计入当期损益的政府补助	6939	3647	3041
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	1065	556	758
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	2	361	-49
少数股东权益影响额	-13	-2,70	-12
所得税影响额	-1267	-4338	-268
合计	8029	14570	2174

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

毛利率受来水影响下滑系正常波动, 期间费用管控良好

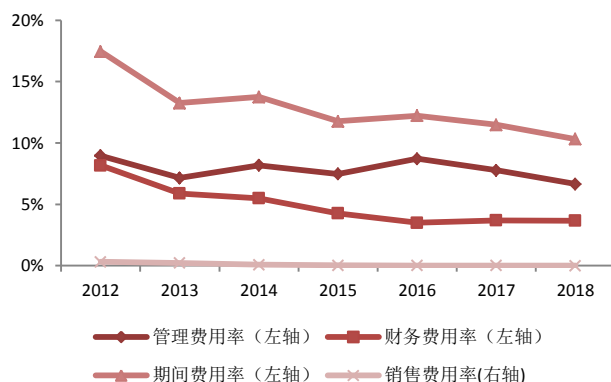
2018 年公司毛利率 20.54%, 同比下滑 11.72 个百分点, 来水减少、高成本外购电增加是毛利率下滑的主要原因, 但也是水电经营过程中的正常波动, 后续有望回归正常水平。2018 年期间费用率 10.32%, 同比下降 1.16 个百分点, 管控良好。

图 5：公司毛利率情况 (%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司期间费用率情况

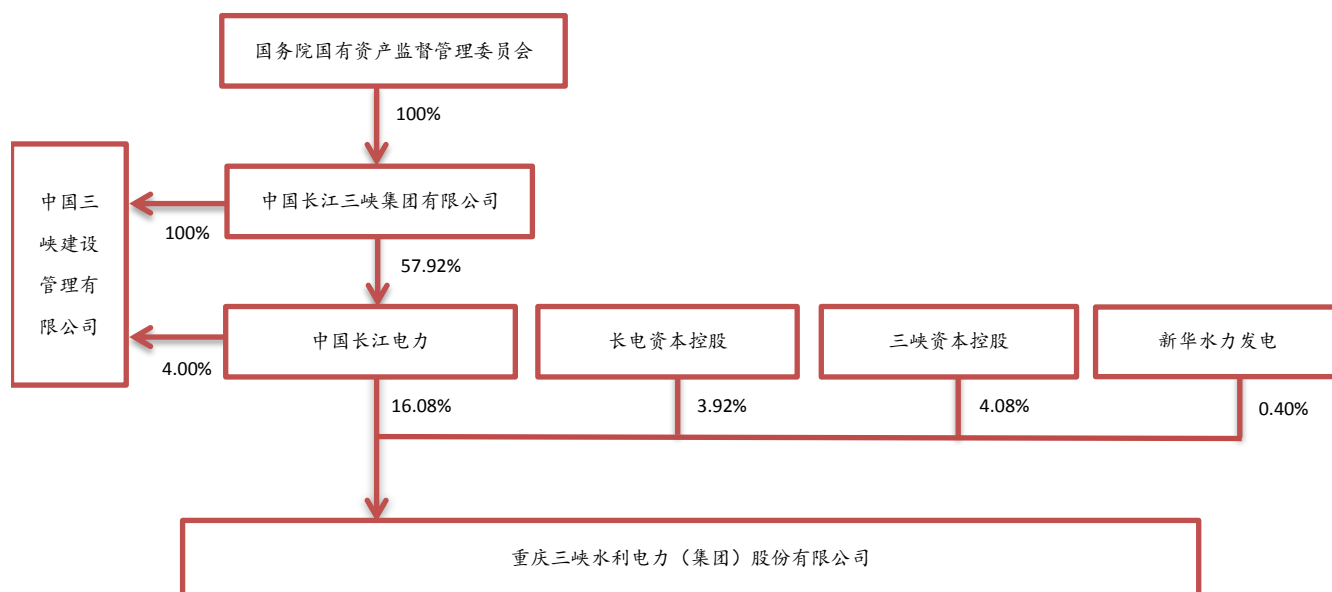


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 “四网融合”落地，打造“三峡电网”

2019 年 3 月 9 日，公司公告筹划重大资产重组事项的停牌公告；3 月 14 日，公司股东长电资本（长江电力子公司）与新华水力发电于签署了《一致行动协议》，公司控股股东变为长江电力，实际控制人由水利部综合事业局变更为国资委。3 月 24 日，公司发布重大资产重组预案，拟通过发行股份和可转换公司债券及支付现金方式购买新禹投资、涪陵能源、嘉兴宝亨、两江集团、长江电力等持有的联合能源 88.55% 股权；购买三峡电能、两江集团、聚恒能源、中涪南热电持有的长兴电力 100% 股权（长兴电力持有联合能源 10.95% 股权）。同时，拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集总额不超过 10 亿元的配套资金。发行价不低于 7.42 元/股，购买资产对价和发行规模尚未确定。

图 7：三峡水利当前股权结构

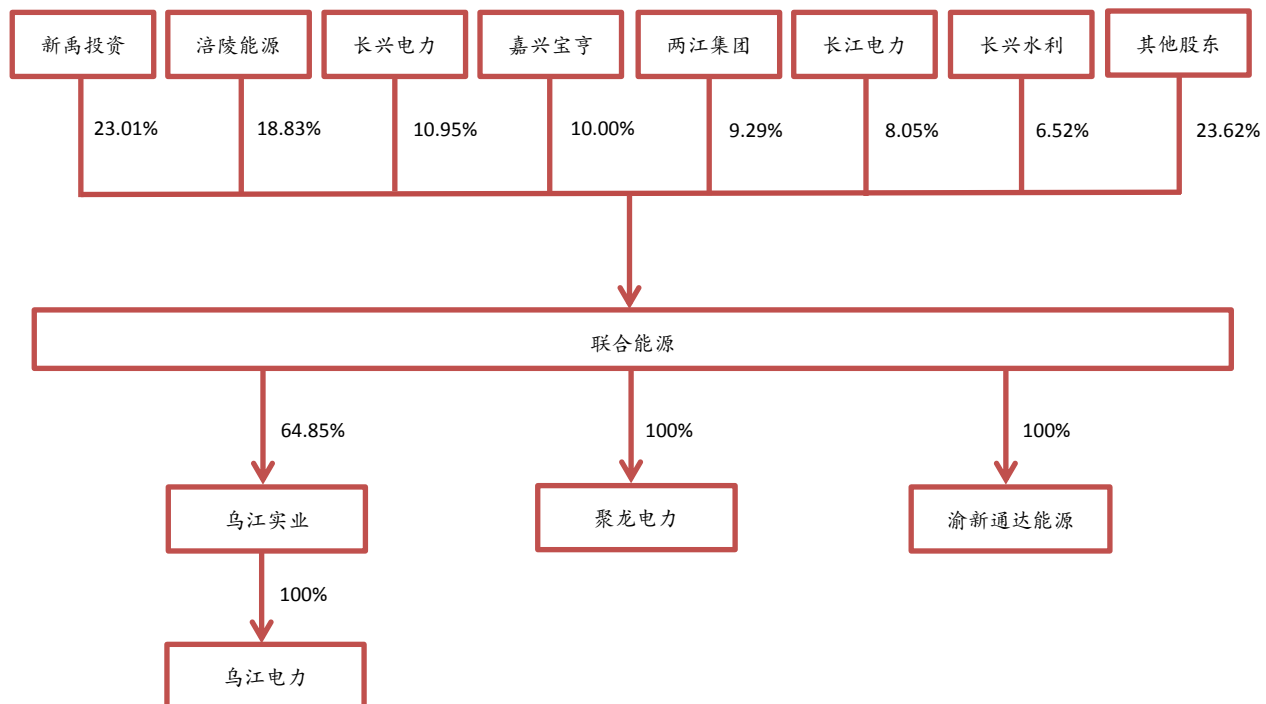


数据来源：公司公告，西南证券整理

重大资产重组标的 1: 联合能源——黔江区乌江电力(电网)和涪陵区聚龙电力(电网)

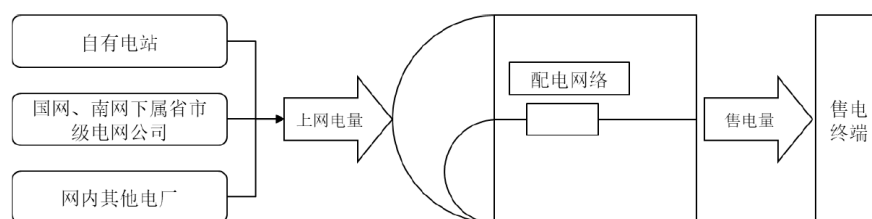
重庆长电联合能源创立于 2017 年 2 月, 是重庆市政府与三峡集团为推动现代三峡库区建设, 践行国家混合所有制改革和电力体制改革, 深入推进售电侧改革试点工作而联合成立的配售电企业, **控股股东为长江电力**(长江电力通过涪陵能源、长兴电力累计持股 37.83%)。2017 年 4 月, 被国家发改委列为第二批混合所有制改革试点企业。着力通过混合所有制改革促进电力体制改革, 将自身打造为全国配售电改革和混合所有制改革的标杆。

图 8: 联合能源股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 联合能源主要业务模式



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

根据联合能源官网公告数据, 联合能源年售电量约 80 亿千瓦时, 服务工业企业超过 100 家, 公司供电区域覆盖了重庆涪陵、黔江、酉阳、秀山, 湖北咸丰、湖南花垣、贵州松桃等区县, 拥有 220kV 变电站 7 座、110kV 变电站 11 座, 110kV 及以上电压等级线路 2435 公里, 与国家电网和南方电网形成了互联互通的供电主体关系, 在供区内初步打造了具备一定规模的配售电网络。

目前联合能源旗下拥有 3 家一级控股子公司，分别为聚龙电力、乌江实业和渝新通达能源。截至 2018 年末资产总规模 129.3 亿元，净资产规模 60.9 亿元。2018 年营业收入 34.4 亿元，利润总额 3.62 亿元，归母净利润 2.85 亿元。

表 3：联合能源资产和收入情况（亿元）

项目	2018 年
资产总计	129.26
负债合计	68.35
所有者权益合计	60.91
归属于母公司所有者权益合计	58.36
营业收入	34.44
营业利润	3.65
利润总额	3.62
净利润	2.91
归属于母公司股东的净利润	2.85

数据来源：公司公告，西南证券整理

核心资产乌江电力：乌江电力是发电和输配电一体化的区域型电力综合企业，拥有水电装机容量 35.85 万千瓦，年发电量约 14 亿千瓦时；建成投运 110kV 及以上电网线路 1290 公里，供区覆盖重庆黔江、酉阳、秀山，湖北咸丰，湖南花垣，贵州松桃等区县；年均售电量 38 亿千瓦时，其中服务工业企业 49 家，年售电量 30 亿千瓦时。

表 4：乌江电力资产、营收和发售电业务详情

项目	2015	2016	2017
总资产（亿元）	49.58	51.51	50.73
所有者权益合计（亿元）	17.45	18.41	16.9
营业总收入（亿元）	13.07	12.75	14.72
净利润（亿元）	1.43	2.24	0.7*
可控装机容量（万千瓦）	35.85	35.85	35.85
发电量（亿千瓦时）	11.81	15.03	14.02
机组利用小时数（小时）	3294	4192	3911
售电量（亿千瓦时）	31.92	34.27	37.63
外购电量（亿千瓦时）	20.62	19.97	24.29
平均销售电价（含税，元/度）	0.4763	0.4324	0.4546
平均外购电价（含税，元/度）	0.4155	0.3610	0.4017

*注：2017 年公司出售渝能矿业资产，产生投资收益-1.73 亿元；而公司售电量 37.6 亿千瓦时，同比增长 9.8%，经营稳定，预计正常利润规模 2.4 亿元。数据来源：乌江电力信用评级报告，西南证券整理

核心资产聚龙电力：聚龙电力拥有水电装机容量 11.5 万千瓦、火电装机容量 30 万千瓦，年发电量约 21 亿千瓦时；建成投运 110kV 及以上电网线路 1145 公里，供区覆盖重庆市涪陵区白涛、龙桥、清溪铜铝 3 个工业园区；年均售电量约 50 亿千瓦时，服务工业企业 52 家。

表 5：聚龙电力资产和盈利情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
总资产 (亿元)	16.02	19.84	25.75	25.08
所有者权益合计 (亿元)	3.67	4.18	4	4.53
营业总收入 (亿元)	13.22	17.76	18.88	17.42
净利润 (亿元)	0.65	1.03	0.86	1.3

数据来源：天眼查网站，西南证券整理

重大资产重组标的 2：长兴电力——两江新区增量配网

长兴电力成立于 2015 年 8 月，主要从事电力工程建筑安装、智慧电力运维、售电等业务。市场服务范围涵盖整个重庆市，主要聚焦重庆两江新区工业开发区（鱼复、龙兴、水土工业园区）等改革试点核心区域。2018 年长兴电力净资产规模 5.83 亿元，营收 1.39 亿元，净利润 817 万元。

长兴电力作为首批承担重庆市售电侧改革试点任务的企业之一，为重庆市最早开展售电服务的公司之一，已积累一定数量的存量客户，具有一定先发优势。同时，长兴电力与国网重庆公司各出资 50% 合资成立两江供电，两江供电取得了电力业务许可，作为唯一许可主体开展两江新区增量配电业务。两江新区是中国内陆第一个国家级开发开放新区，已形成以汽车、电子信息、高端装备制造为支柱产业，大数据、大健康、绿色环保等战略性新兴产业、服务业协同发展的产业格局，增量电力需求较高，发展前景良好。

表 6：长兴电力主营业务及子公司情况

业务	业务主体 (子公司)	详情
电力工程建筑安装业务	两江城电	具有电力工程施工总承包贰级、建筑工程施工总承包贰级、输变电工程专业承包叁级、环保工程专业承包叁级、水利水电机电设备安装工程专业承包叁级、承装（修、试）电力设施叁级资质。可承担单机容量 20 万千瓦以下发电工程，220 千伏以下送电线路和相同电压等级变电站工程的施工；可从事 35 千伏以下电压等级电力设施的安装、维修及试验活动；可承担单机容量 25 兆瓦以下的水电站、单机容量 500 千瓦以下的泵站主机及其附属设备和水电（泵）站电气设备的安装工程；可承担调试 100 米以下的工业、民用建筑工程，调试 120 米以下的构筑物工程等
智慧电力运维业务	长兴渝	为企业用户提供变配电设施安装调试、运行维护、故障抢修、预试定检、投运准备、电力技术诊断、能效评估、节能改造等一系列增值服务。
售电业务	两江供电	两江供电于 2018 年 5 月取得电力业务许可证（供电类），售电业务以两江供电为经营主体开展。

数据来源：公司公告，西南证券整理

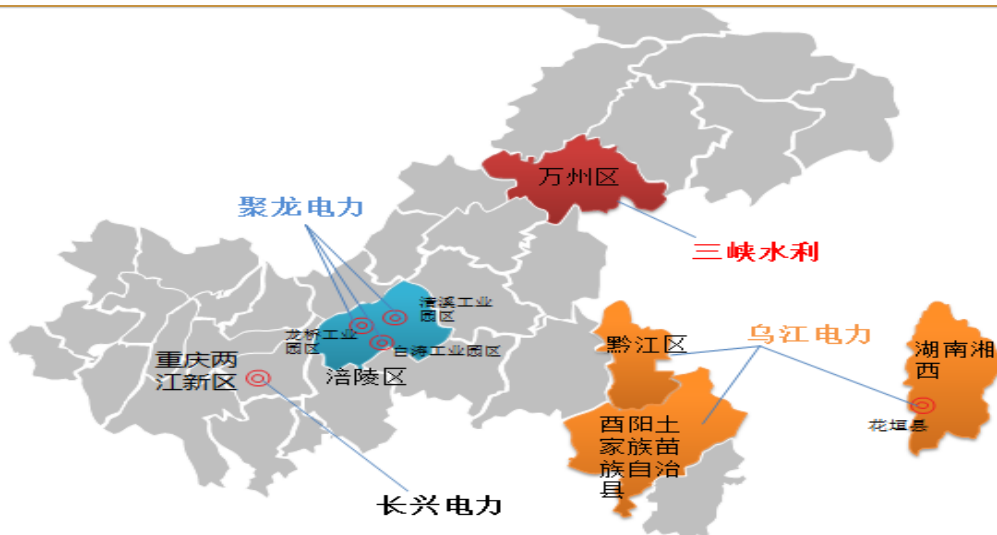
表 7：长兴电力资产和收入情况

项目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总计 (亿元)	14.88	13.89
负债合计 (亿元)	9.05	8.12
所有者权益合计 (亿元)	5.83	5.77
归属于母公司所有者权益合计 (亿元)	5.52	5.44
营业收入 (亿元)	1.39	2.24
营业利润 (万元)	856	2118
利润总额 (万元)	859	2119
净利润 (万元)	817	1910

数据来源：公司公告，西南证券整理

此次重大资产重组，将重庆市黔江区乌江电力、涪陵区聚龙电力、万州区三峡水利、两江新区长兴电力四张地方电网整合为一，成为重庆市“三峡电网”。若成功落地，公司发售电量将迅速扩大，也为公司贯彻电力体制改革精神、开展配售电业务打下“物理基础”，后续有望打开配售电业务的广阔成长空间。

图 10：四网区域结构



数据来源：西南证券

3 “三峡电网”打开低成本水电入渝和配售电想象空间

长江电力 2018 年全年发电量 2155 亿千瓦时，是全国最大水电公司，规模和装机庞大，水电资源丰富，且旗下四大电站距离重庆地理位置均较近。此次“四网融合”打造“三峡电网”，同时控股股东变更为长江电力，低成本水电有望入渝，公司也有望依托“三峡电网”打开配售电业务的想象空间。

表 8：长江电力 2018 年发电量情况

电站名称	总发电量 (亿千瓦时)	位置
三峡电站	1016.15	湖北宜昌
葛洲坝电站	183.18	湖北宜昌
溪洛渡电站	624.69	云南四川交界
向家坝电站	330.80	云南四川交界
合计	2154.82	

数据来源：公司公告，西南证券整理

想象空间 1：低成本水电入渝，替代“三峡电网”高价外购电

根据当前公开资料，四网年售电量约 105 亿度，外购电量约 65 亿度（主要向国网重庆公司、南网贵州公司及网内其他电厂购买），其中三峡水利不含税外购电价成本约 0.33 元/度；乌江电力含税外购电成本约 0.40 元/度，对应不含税电价 0.34 元/度。

表 9：四网发售电情况

电站名称	售电量 (亿千瓦时)	自发电量	外购电量
三峡水利	18.33	6.88	13.3
乌江电量	37.63	14.02	24.29
聚龙电力	50	21	29
长兴电力	-	-	-
合计	约 105 亿度	约 40 亿度	约 65 亿度

注：三峡水利发售电量为 2018 年数据，乌江电力发售电量为 2017 年，聚龙电力数据来自官网统计，长兴电力发售电尚未公开数据。数据来源：公司公告、公司官网，西南证券整理

根据发改价格[2003]1028 号文件，三峡电站向重庆市送电价格为 0.229 元/千瓦时（含税），落地电价为重庆市 0.291 元（含税）。随后发布的发改委[2011]1101 号文件，上调三峡电站上网电价，三峡电站送湖北上网电价调整为每千瓦时 0.2506 元（含税），送其他地区上网电价每千瓦时提高 0.19 分钱，三峡电站送电至各地的落地电价相应调整。2018 年 8 月，因电力行业增值税率由 17% 调整为 16%，经国家发改委同意，相应下调三峡电站送重庆水电上网电价每千瓦时 0.2 分，那么当前三峡送重庆落地电价为 0.2909 元/千瓦时（含税），对应不含税电价 0.25 元/度。

表 10：三峡电站外送电价

省份	上网电价 (含税)	落地电价 (含税)
湖北省	0.2506	0.3127
湖南省	0.2416	0.304
江西省	0.2569	0.3198
河南省	0.2408	0.3031
重庆市	0.2289	0.2909

数据来源：政府官网，西南证券整理

若长江电力低价水电入渝，在当前电价水平下，四网外购电和长江电力水电的重庆落地电价差价约 0.08 元/度。若四网 65 亿度外购电替换成长江电力水电，对应新增利润规模约 5 亿元。

表 11：三峡水利和乌江电力外购电与三峡电站水电入渝落地价价差详情

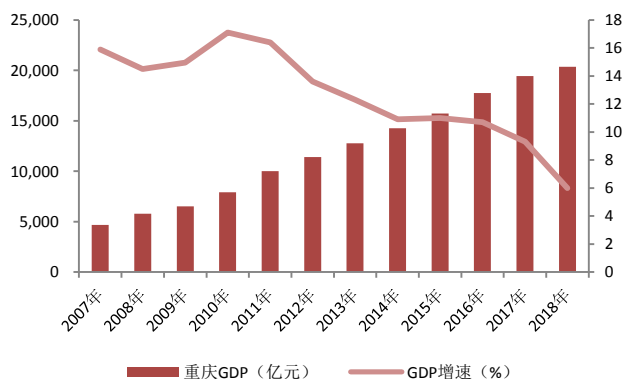
项目	备注	2015	2016	2017	2018
三峡电站送重庆落地电价 (元/度)	含税	0.293	0.293	0.293	0.291
	不含税	0.250	0.250	0.250	0.251
三峡水利外购电成本 (元/度)	含税	0.422	0.376	0.387	0.386
	不含税	0.361	0.321	0.331	0.333
乌江电力外购电成本 (元/度)	含税	0.416	0.361	0.402	
	不含税	0.355	0.309	0.343	-
购电价差	三峡水利 (不含税)	0.111	0.071	0.081	0.082
	乌江电力 (不含税)	0.105	0.059	0.093	

数据来源：西南证券整理测算

想象空间 2：依靠电网和低成本水电，扩大售电体量

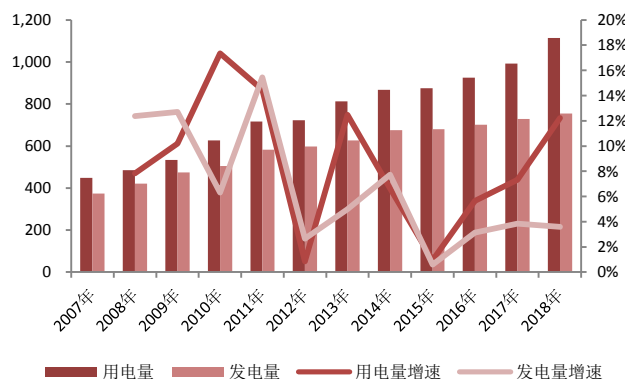
重庆市 2018 年发电量 754.2 亿度，同比增长 6.39%；用电量 1114 亿度，同比增长 11.8%；存在电力缺口，外购电占比约 30%。若重组完成后，三峡水利依靠电网和低成本水电拓展售电业务，扩大售电体量，利润空间更大。

图 11：公司 GDP 及增速



数据来源：重庆统计局，西南证券整理

图 12：重庆发用电情况（单位：亿千瓦时）



数据来源：重庆统计局，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：暂不考虑外购电替换的利润弹性，在重庆电力需求持续增长和公司参与售电侧改革背景下，假设公司不断拓展用电客户，售电量 2019-2021 年稳定小幅增长，增速假设为 6%；假设售电价随着电改深入，小幅降低，2019-2021 年分别为 0.51 元/度，0.50 元/度和 0.50 元/度，外购电成本也相应降低为 0.33 元/度，0.32 元/度和 0.32 元/度。

假设 2：假设公司电站所处区域来水量为正常水平，考虑到公司新机组投产和利用小时数提升，2019-2021 年发电量为 10 亿度、10.5 亿度和 11 亿度；

假设 3：假设农网升级改造建设工程以及公司电网和配套电力设备的后续建设稳定。

基于以上假设，暂不考虑重大资产重组，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计				
营业收入	1,298.47	1,362.88	1,430.88	1,502.69
yoy	6.64%	4.96%	4.99%	5.02%
营业成本	1,031.74	933.09	979.00	1,023.56
毛利率	20.54%	31.54%	31.58%	31.88%
电力				
收入	961.02	1,018.68	1,079.80	1,144.59

万元	2018A	2019E	2020E	2021E
yoy	6.5%	6.00%	6.00%	6.00%
成本	762.93	662.14	707.27	749.71
毛利率	20.61%	35.00%	34.50%	34.50%
设计安装				
收入	276.09	281.61	287.24	292.99
yoy	-0.8%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	213.75	208.39	212.56	216.81
毛利率	22.58%	26.00%	26.00%	26.00%
蒸汽销售				
收入	44.57	45.46	46.37	47.30
yoy	44.1%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	51.65	52.28	48.69	46.35
毛利率	-15.89%	-15.00%	-5.00%	2.00%
其他和分部间抵消				
收入	16.79	17.12	17.46	17.81
yoy	188.3%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	3.41	10.27	10.48	10.69
毛利率	79.70%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：公司公告，西南证券

不考虑重大资产重组和长江电力水电入渝影响，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.26、0.28 和 0.30 元，对应估值 38X、36X 和 33X。若考虑资产注入影响，2018 年联合能源 2.85 亿净利润+长兴电力 817 万净利润+三峡水利 2.14 亿净利润，累计利润水平 5 亿元。若进一步考虑长江电力水电入渝替代四网外购电，新增利润规模约 5 亿元，若再考虑依靠电网和低成本水电，扩大售电量，利润空间更大，中长期持续看好，维持“买入”评级。

表 13：同行业公司对比

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			TTM	19E	20E	
600116.SH	三峡水利	98.90	31.01	38.46	35.73	3.3
最高值		106.07	198.90	75.57	65.22	8.59
中位值		42.56	39.10	34.73	31.05	2.46
平均值		52.20	58.31	41.48	35.93	2.95
600131.SH	岷江水电	106.07	81.26	75.57	65.22	8.59
600452.SH	涪陵电力	55.15	15.77	14.12	11.52	4.15
600979.SH	广安爱众	50.43	18.32	--	--	1.38
600310.SH	桂东电力	44.78	65.38	--	--	2.38
600995.SH	文山电力	40.34	15.35	--	--	2.03
600644.SH	乐山电力	35.80	47.20	--	--	2.54
600969.SH	郴电国际	31.68	198.90	--	--	0.92

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			TTM	19E	20E	
600505.SH	西昌电力	29.60	81.18	--	--	2.70
600101.SH	明星电力	29.27	28.76	--	--	1.35

数据来源: WIND, 西南证券整理

5 风险提示

来水波动风险, 电力改革进展缓慢风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1298.47	1362.88	1430.88	1502.69	净利润	201.86	235.27	250.43	272.89
营业成本	1031.74	933.09	979.00	1023.56	折旧与摊销	160.69	177.68	182.27	185.75
营业税金及附加	11.36	11.86	12.16	12.62	财务费用	47.55	69.26	68.98	67.78
销售费用	0.00	0.07	0.06	0.06	资产减值损失	3.80	5.00	5.00	5.00
管理费用	86.46	91.31	94.44	97.67	经营营运资本变动	287.81	-84.24	34.93	25.99
财务费用	47.55	69.26	68.98	67.78	其他	-270.45	-33.50	-35.25	-35.15
资产减值损失	3.80	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	431.26	369.47	506.35	522.25
投资收益	37.82	30.00	30.00	30.00	资本支出	-301.27	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.41	-0.12	0.02	0.04	其他	13.07	29.88	30.02	30.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-288.20	-20.12	-19.98	-19.96
营业利润	235.54	282.16	301.26	326.04	短期借款	-153.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.52	0.08	-1.37	-1.08	长期借款	50.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	233.02	282.25	299.89	324.96	股权融资	7.55	0.00	0.00	0.00
所得税	31.16	46.97	49.47	52.07	支付股利	-69.51	-43.23	-52.06	-56.03
净利润	201.86	235.27	250.43	272.89	其他	-40.56	-167.03	-68.98	-67.78
少数股东损益	-11.71	-21.92	-26.37	-23.33	筹资活动现金流净额	-205.68	-210.26	-121.04	-123.81
归属母公司股东净利润	213.58	257.19	276.80	296.22	现金流量净额	-62.62	139.08	365.33	378.48
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	459.58	598.66	964.00	1342.48	成长能力				
应收和预付款项	133.09	147.83	153.36	161.20	销售收入增长率	6.64%	4.96%	4.99%	5.02%
存货	35.81	31.00	32.83	34.49	营业利润增长率	-38.48%	19.79%	6.77%	8.22%
其他流动资产	356.84	358.89	361.06	363.34	净利润增长率	-31.53%	16.55%	6.44%	8.97%
长期股权投资	54.58	54.58	54.58	54.58	EBITDA 增长率	-22.66%	19.23%	4.43%	4.90%
投资性房地产	29.17	29.17	29.17	29.17	获利能力				
固定资产和在建工程	3834.79	3708.25	3577.12	3442.52	毛利率	20.54%	31.54%	31.58%	31.88%
无形资产和开发支出	23.72	22.59	21.47	20.34	三费率	10.32%	11.79%	11.43%	11.01%
其他非流动资产	221.60	221.59	221.57	221.56	净利率	15.55%	17.26%	17.50%	18.16%
资产总计	5149.18	5172.57	5415.15	5669.68	ROE	7.23%	7.86%	7.85%	8.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.92%	4.55%	4.62%	4.81%
应付和预收款项	620.53	575.31	607.59	633.66	ROIC	8.46%	10.34%	11.31%	12.84%
长期借款	904.80	904.80	904.80	904.80	EBITDA/销售收入	34.18%	38.82%	38.61%	38.57%
其他负债	833.66	700.85	712.80	724.39	营运能力				
负债合计	2358.99	2180.97	2225.19	2262.86	总资产周转率	0.26	0.26	0.27	0.27
股本	993.01	993.01	993.01	993.01	固定资产周转率	0.41	0.38	0.40	0.44
资本公积	779.17	779.17	779.17	779.17	应收账款周转率	20.29	20.38	20.96	20.63
留存收益	1088.89	1302.85	1527.59	1767.78	存货周转率	25.95	27.37	29.51	29.46
归属母公司股东权益	2851.70	3075.03	3299.77	3539.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.51%	—	—	—
少数股东权益	-61.51	-83.43	-109.80	-133.13	资本结构				
股东权益合计	2790.19	2991.60	3189.97	3406.83	资产负债率	45.81%	42.16%	41.09%	39.91%
负债和股东权益合计	5149.18	5172.57	5415.15	5669.68	带息债务/总负债	38.36%	41.49%	40.66%	39.98%
					流动比率	0.99	1.39	1.75	2.11
					速动比率	0.95	1.35	1.71	2.07
					股利支付率	32.55%	16.81%	18.81%	18.92%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.26	0.28	0.30
					每股净资产	2.81	3.01	3.21	3.43
					每股经营现金	0.43	0.37	0.51	0.53
					每股股利	0.07	0.04	0.05	0.06
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	443.78	529.10	552.51	579.56					
PE	46.31	38.46	35.73	33.39					
PB	3.54	3.31	3.10	2.90					
PS	7.62	7.26	6.91	6.58					
EV/EBITDA	22.12	18.09	16.66	15.23					
股息率	0.70%	0.44%	0.53%	0.57%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn