

配电改革政策持续落地，电改龙头腾飞可期 买入（维持）

2020 年 03 月 24 日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值 (备考)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4458	6177	6422	6775
同比(%)	8.30%	38.55%	3.96%	5.50%
归母净利润(百万元)	471	810	1250	1313
同比(%)	0.95%	71.97%	54.30%	5.09%
每股收益(元/股)	0.26	0.44	0.68	0.72
P/E(倍)	29.81	17.61	11.40	10.76

投资要点

■ **事件：**3 月 24 日，国家电网发布《进一步支持和推进增量配电业务改革的意见》。

■ **政策进一步细化，明确了改革的范围、方式、审批、合作对象：**

- 1) 范围：鼓励电网处于不同发展水平和阶段的地区均衡参与试点。
- 2) 方式：鼓励在增量配电网规划阶段划分试点区域，促进改革顺利推进；对于已划定配电区域内的存量电网资产，可通过资产入股、出售、产权置换、租赁等方式，依法合规处置。
- 3) 审批：所有试点项目可研批复和项目公司组建职责下放至省级公司。公司所属出资单位对配电公司股权投资额 2 亿元以下的投资事项全部由省级公司决策。
- 4) 合作对象：积极支持民营资本、外资等社会资本参与增量配电试点。

■ **三峡水利是配电业务改革的显著获益龙头，成长逻辑逐步兑现：**我们在 3 月 7 日外发的深度报告《三峡水利：长电入渝降成本、四网融合迎扩张，电网改革龙头腾飞可期》中已经介绍：

- 1) 电改 9 号文及配套政策密集出台后，配电网环节鼓励社会资本投资、售电环节有序向社会资本放开成为最大亮点，目前除了国网和南网在手的存量配电网之外，地方存量配电网和增量配电网均有望成为电改推进的突破口。
- 2) 重庆市由于自发电难以满足用电量需求使得外购电占比持续增长、电价显著高于全国平均水平等原因，作为全国首批售电侧改革试点省市，本身存在电改降成本的诉求。
- 3) 在电改浪潮起、重庆作为排头兵的形势下，三峡集团作为拥有最优质发电资产的能源集团，乌、白电站将投产+降低弃水率目标，从单纯发电环节逐步向发配售电一体化平台转型势在必行。
- 4) 三峡水利作为三峡集团旗下唯一的配售电业务平台，未来将会是三峡集团以重庆为核心、逐步向周边和全国范围扩张、整合存量和增量地方配电网的唯一平台，也是配电业务改革试点的显著获益龙头，成长逻辑正在逐步兑现。

■ **盈利预测与投资评级：**资产重组完成情况下，我们预计公司 2020-2022 年备考 EPS（未考虑配套融资）分别为 0.44、0.68、0.72 元，对应 PE 分别为 18、11、11 倍，因此，我们维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱、发电小时数不达预期、上网电价受到政策影响持续下降、公司资产重组进程不达预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.75
一年最低/最高价	6.30/10.83
市净率(倍)	2.52
流通 A 股市值(百万元)	7695.79

基础数据

每股净资产(元)	3.08
资产负债率(%)	41.89
总股本(百万股)	993.01
流通 A 股(百万股)	993.01

相关研究

- 1、《山煤国际 (600546)：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期》2019-09-03
- 2、《公用事业研究专题：国际降息周期开启+国内央企存在投资意愿，高分红高股息率标的值得重点关注》2019-09-16
- 3、《长江电力 (600900.SH)：重剑无锋、大巧不工，成就全球价值典范》2020-02-24
- 4、《三峡水利 (600116)：长电入渝降成本、四网融合迎扩张，电网改革龙头腾飞可期》2020-03-08

事件：

3月24日，国家电网发布《进一步支持和推进增量配电业务改革的意见》。

政策进一步细化，明确了改革的范围、方式、审批、合作对象

为了坚决贯彻党中央、国务院电力体制改革部署，3月24日，国家电网公司党组专题研究，发布《进一步支持和推进增量配电业务改革的意见》，《意见》共包括4大点要求和15小点内容，分别为：

一、配合各级政府做好试点项目申报（积极配合试点申报、科学编制电网规划、合理划分配电区域、做好试点退出保障服务）；

二、优质高效做好试点项目并网服务（研究提出接入意见、做好并网优质服务、加强调度统一管理）；

三、加快公司参与的试点项目落地见效（简化项目决策程序、优化控股项目管控模式、创新增值服务业务模式）；

四、支持试点项目运营（配合政府核定配电价格、做好电费结算服务、协助交接配电区域用户、提供优质贴心外委服务、推动增量配电改革信息公开）。

其中值得重点关注的是，方案进一步明确了：

改革试点的范围：鼓励电网处于不同发展水平和阶段的地区均衡参与试点；

改革试点的方式：鼓励在增量配电网规划阶段划分试点区域，促进改革顺利推进；对于已划定配电区域内的存量电网资产，可通过资产入股、出售、产权置换、租赁等方式，依法合规处置，

改革试点的审批：所有试点项目可研批复和项目公司组建职责下放至省级公司。公司所属出资单位对配电公司股权投资额2亿元以下的投资事项全部由省级公司决策。

改革试点的合作对象：积极支持民营资本、外资等社会资本参与增量配电试点。

三峡水利是配电业务改革的显著获益龙头，成长逻辑逐步兑现

我们在3月7日外发的深度报告《三峡水利：长电入渝降成本、四网融合迎扩张》，

电网改革龙头腾飞可期》中已经介绍：

1) 电改 9 号文及配套政策密集出台后，配电网环节鼓励社会资本投资、售电环节有序向社会资本放开成为最大亮点，目前除了国网和南网在手的存量配电网之外，地方存量配电网和增量配电网均有望成为电改推进的突破口。

2) 重庆市由于自发电难以满足用电量需求使得外购电占比持续增长、电价显著高于全国平均水平等原因，作为全国首批售电侧改革试点省市，本身存在电改降成本的诉求。

3) 在电改浪潮起、重庆作为排头兵的形势下，三峡集团作为拥有最优质发电资产的能源集团，乌、白电站将投产+降低弃水率目标，从单纯发电环节逐步向发配售电一体化平台转型势在必行。

4) 三峡水利作为三峡集团旗下唯一的配售电业务平台，未来将会是三峡集团以重庆为核心、逐步向周边和全国范围扩张、整合存量和增量地方配电网的唯一平台，也是配电业务改革试点的显著获益龙头，成长逻辑正在逐步兑现。

盈利预测与投资评级

资产重组完成情况下，我们预计公司 2020-2022 年备考 EPS（未考虑配套融资）分别为 0.44、0.68、0.72 元，对应 PE 分别为 18、11、11 倍，考虑到：1) 引子：外购电占比过高拖累电力业务盈利能力，数轮增持长电终成控股股东；2) 背景：电改浪潮起+重庆排头兵，三峡集团主导打造发配售电一体化是顺势而为；3) 布局：“四网融合”重大资产重组方案解读，过程虽有曲折但光明前景可期；4) 兑现：短期三峡电入渝降成本、长期整合地方配电网资产，打造电改龙头可期；长期来看，“三峡电网”有望成为除了国家电网、南方电网之外，具备发配售电一体化及综合能源服务提供能力的“第三张网”。因此，我们维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1) 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大，发电小时数不达预期；
- 2) 上网电价受到政策影响持续下降，公司业绩受到电价下行的影响；
- 3) 公司资产重组进程不达预期，资产重组可能会引起商誉较高，联合能源业绩承诺未能顺利完成；

4) 电力改革推进进度不达预期，三峡电入渝进展不达预期。

三峡水利三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	854	1,097	1,461	1,822	营业收入	1,307	1,346	1,422	1,504
现金	639	913	1,230	1,618	减:营业成本	1,067	888	920	963
应收账款	87	73	96	83	营业税金及附加	12	12	12	13
存货	46	22	49	25	营业费用	0	0	0	0
其他流动资产	81	90	87	96	管理费用	101	120	128	144
非流动资产	4,288	4,192	4,109	4,024	财务费用	47	37	37	31
长期股权投资	59	79	99	120	资产减值损失	0	20	21	23
固定资产	3,665	3,548	3,437	3,327	加:投资净收益	20	20	20	20
在建工程	147	150	160	168	其他收益	30	0	0	0
无形资产	24	21	18	15	营业利润	221	408	449	483
其他非流动资产	394	394	394	394	加:营业外净收支	0	-2	-2	-2
资产总计	5,142	5,289	5,571	5,845	利润总额	221	405	446	480
流动负债	861	799	831	833	减:所得税费用	36	51	56	60
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-6	-18	-20	-22
应付账款	263	301	283	328	归属母公司净利润	192	373	410	442
其他流动负债	598	498	548	506	EBIT	257	414	454	485
非流动负债	1,293	1,247	1,201	1,153	EBITDA	425	575	618	650
长期借款	828	782	736	689					
其他非流动负债	465	465	465	465	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,154	2,046	2,031	1,987	每股收益(元)	0.19	0.38	0.41	0.44
少数股东权益	-68	-86	-106	-128	每股净资产(元)	3.08	3.35	3.67	4.01
					发行在外股份(百万股)	993	993	993	993
归属母公司股东权益	3,056	3,330	3,646	3,987	ROIC(%)	4.9%	7.9%	8.2%	8.3%
负债和股东权益	5,142	5,289	5,571	5,845	ROE(%)	6.2%	10.9%	11.0%	10.9%
					毛利率(%)	18.3%	34.0%	35.3%	36.0%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.7%	27.7%	28.9%	29.4%
经营活动现金流	357	556	554	626	资产负债率(%)	41.9%	38.7%	36.5%	34.0%
投资活动现金流	28	-44	-60	-60	收入增长率(%)	0.7%	3.0%	5.6%	5.7%
筹资活动现金流	-207	-237	-177	-178	净利润增长率(%)	-10.3%	94.5%	10.1%	7.6%
现金净增加额	178	274	317	388	P/E	40.79	20.39	18.90	17.61
折旧和摊销	168	161	163	166	P/B	2.52	2.31	2.11	1.93
资本开支	325	-117	-103	-106	EV/EBITDA	23.98	17.03	15.25	13.78
营运资本变动	-8	24	-16	30					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>