

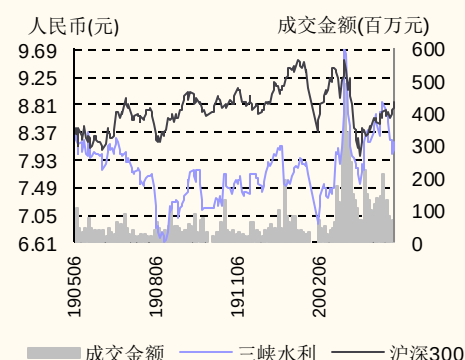
三峡水利 (600116.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.20 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.93
已上市流通 A 股(亿股)	9.93
总市值(亿元)	81.43
年内股价最高最低(元)	8.86/8.04
沪深 300 指数	3913
上证指数	2860



相关报告

1. 《发售配一体化龙头，增量配网改革-三峡水利公司深度》，2020.3.6

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

guojingpu@gjzq.com.cn

资产重组审核通过，破局者引领电改新时代

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,298	1,307	1,342	1,382	1,423
营业收入增长率	6.64%	0.65%	2.66%	2.98%	3.01%
归母净利润(百万元)	214	192	198	203	206
归母净利润增长率	-37.80%	-10.26%	3.06%	2.84%	1.51%
摊薄每股收益(元)	0.215	0.193	0.199	0.205	0.208
每股经营性现金流净额	0.43	0.35	0.46	0.45	0.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.49%	6.27%	6.29%	6.26%	6.15%
P/E	34.03	39.32	41.22	40.08	39.49
P/B	2.55	2.47	2.59	2.51	2.43

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2019 年公司实现营业收入 13.07 亿元，同比增加 0.65%；归母净利润 1.92 亿元，同比减少 10.26%。2020 年一季度公司实现营业收入 2.10 亿元，同比减少 21.67%；归母净利润 0.24 亿元，同比减少 14.30%。

经营分析

- **自发电量占比和投资收益影响公司业绩：**公司自发电量成本低，自发电量占比对利润影响较大。2019 年公司完成发电量 6.47 亿千瓦时，同比下降 5.96%；完成售电量 19.41 亿千瓦时，同比上升 3.08%，毛利率 18.34%，比上年同期下降 2.20pct。1Q2020 公司完成发电量 1.47 亿千瓦时，同比上升 121.87%；完成售电量 3.84 亿千瓦时，同比下降 16.53%，毛利率 17.17%，比去年同期上升 2.63pct。此外，1Q2020 联营企业站台公司受新冠病毒感染肺炎疫情影响净利润同比大幅下降，导致投资收益降低 91.74%。
- **资产重组审核通过，三峡集团唯一上市平台持续受益“四网融合”：**近日公司重大资产重组事项获得证监会并购重组审核委员会审核通过。三峡集团和重庆市政府以三峡水利为载体，推动重庆市地方电网“四网融合”。并购完成后三峡水利将成为三峡集团配售电业务的唯一上市平台，有望在大股东的支持下发挥突出的战略协同作用，成为增量配网第一个破局者，成为国网、南网之外第三张网。
- **三峡电入渝为并购核心价值，协同效应大幅提升公司经营效率：**预计“十四五”重庆至少每年存在约 35 亿千瓦时的用电缺口，三峡电量加大入渝是大势所趋。三峡水利如能获得大量三峡电替代三峡水利当前外购电，将提升度电毛差达 8 分左右，对应 2020 年 80 亿度外购电将提升毛利 6.4 亿元。同时，三峡集团入主后，公司有望凭借其低廉的资金成本、优质的信用评级、先进的管理经验，实现经营效益大幅提升。

投资建议

- 考虑到疫情影响，我们分别下调 2020 年营业收入、归母净利润预期 6%、6%，预计 2020-2022 年实现归母净利润 1.98/2.03/2.06 亿元，对应 EPS 为 0.20/0.21/0.22 元，对应 PE 为 41/39/38X，若并购完成且 40 亿三峡电入渝，预计 2020-2021 年 EPS 为 0.40/0.38 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超出预期，三峡电入渝不及预期，来水不及预期等。

15

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,218	1,298	1,307	1,342	1,382	1,423
增长率		6.6%	0.7%	2.7%	3.0%	3.0%
主营业务成本	-825	-1,032	-1,067	-1,075	-1,102	-1,132
%销售收入	67.7%	79.5%	81.7%	80.1%	79.8%	79.5%
毛利	393	267	240	266	279	291
%销售收入	32.3%	20.5%	18.3%	19.9%	20.2%	20.5%
营业税金及附加	-12	-11	-12	-11	-12	-12
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-95	-86	-101	-105	-108	-112
%销售收入	7.8%	6.7%	7.7%	7.8%	7.8%	7.9%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	286	169	127	150	160	167
%销售收入	23.5%	13.0%	9.7%	11.2%	11.6%	11.7%
财务费用	-45	-48	-47	-38	-37	-36
%销售收入	3.7%	3.7%	3.6%	2.8%	2.7%	2.5%
资产减值损失	-78	-4	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	30	0	0	0
投资收益	28	38	20	22	23	24
%税前利润	7.4%	16.2%	9.2%	9.4%	9.5%	9.8%
营业利润	383	236	221	234	241	244
营业利润率	31.4%	18.1%	16.9%	17.5%	17.4%	17.2%
营业外收支	-3	-3	0	1	1	1
税前利润	379	233	221	235	242	245
利润率	31.2%	17.9%	16.9%	17.5%	17.5%	17.2%
所得税	-85	-31	-36	-38	-39	-39
所得税率	22.3%	13.4%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	295	202	185	198	203	206
少数股东损益	-49	-12	-6	0	0	0
归属于母公司的净利润	343	214	192	198	203	206
净利率	28.2%	16.4%	14.7%	14.7%	14.7%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	295	202	185	198	203	206
少数股东损益	-49	-12	-6	0	0	0
非现金支出	224	164	168	188	196	206
非经营收益	-96	15	5	32	37	43
营运资金变动	-74	50	-8	41	14	16
经营活动现金净流	348	431	350	458	451	471
资本开支	-485	-376	-304	-201	-226	-251
投资	29	66	319	-23	-25	-39
其他	58	22	14	22	23	24
投资活动现金净流	-398	-288	28	-202	-228	-266
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	45	-67	-80	9	21	31
其他	-98	-138	-127	-172	-159	-161
筹资活动现金净流	-53	-206	-207	-163	-138	-130
现金净流量	-104	-63	172	93	84	75

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	522	460	639	732	816	891
应收账款	116	128	136	144	154	168
存货	41	36	46	47	51	56
其他流动资产	446	362	32	30	31	32
流动资产	1,125	985	854	953	1,053	1,146
%总资产	22.7%	19.1%	16.6%	18.0%	19.4%	20.4%
长期投资	255	255	412	435	460	499
固定资产	3,532	3,836	3,812	3,834	3,869	3,914
%总资产	71.2%	74.5%	74.1%	72.6%	71.1%	69.7%
无形资产	25	24	24	25	27	28
非流动资产	3,837	4,164	4,288	4,329	4,385	4,466
%总资产	77.3%	80.9%	83.4%	82.0%	80.6%	79.6%
资产总计	4,962	5,149	5,142	5,282	5,438	5,612
短期借款	225	107	111	100	100	100
应付款项	688	757	626	668	691	717
其他流动负债	149	132	123	127	133	141
流动负债	1,061	996	861	895	924	958
长期贷款	854	905	828	848	868	898
其他长期负债	333	458	465	467	470	473
负债	2,248	2,359	2,154	2,210	2,262	2,329
普通股股东权益	2,745	2,852	3,056	3,140	3,244	3,351
其中：股本	993	993	993	993	993	993
未分配利润	865	946	1,116	1,215	1,319	1,425
少数股东权益	-31	-62	-68	-68	-68	-68
负债股东权益合计	4,962	5,149	5,142	5,282	5,438	5,612

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.346	0.215	0.193	0.199	0.205	0.208
每股净资产	2.764	2.872	3.078	3.162	3.267	3.374
每股经营现金净流	0.351	0.434	0.353	0.461	0.454	0.474
每股股利	0.070	0.110	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	12.51%	7.49%	6.27%	6.29%	6.26%	6.15%
总资产收益率	6.92%	4.15%	3.73%	3.74%	3.74%	3.67%
投入资本收益率	5.87%	3.81%	2.66%	3.09%	3.18%	3.22%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.17%	6.64%	0.65%	2.66%	2.98%	3.01%
EBIT增长率	12.58%	-41.03%	-24.80%	18.32%	6.26%	4.39%
净利润增长率	48.45%	-37.80%	-10.26%	3.06%	2.84%	1.51%
总资产增长率	6.67%	3.77%	-0.14%	2.73%	2.95%	3.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.0	18.0	21.7	24.0	25.0	27.0
存货周转天数	33.3	13.6	14.1	16.0	17.0	18.0
应付账款周转天数	133.9	128.3	115.7	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	812.6	1,029.0	1,023.5	989.6	956.8	927.5
偿债能力						
净负债/股东权益	14.63%	8.49%	10.07%	7.05%	4.80%	3.28%
EBIT利息保障倍数	6.4	3.6	2.7	3.9	4.3	4.6
资产负债率	45.31%	45.81%	41.89%	41.84%	41.60%	41.51%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-06	买入	9.71	12.00~12.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH