

全年业绩高增长可期，电改龙头呼之欲出 买入（维持）

2020 年 07 月 17 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,307	6,614	8,077	9,986
同比（%）	0.7%	406.05%	22.13%	23.63%
归母净利润（百万元）	192	810	1,250	1,313
同比（%）	-10.3%	322.45%	54.42%	4.99%
每股收益（元/股）	0.10	0.42	0.65	0.69
P/E（倍）	93.77	22.20	14.38	13.69

投资要点

- **事件：**公司公告上半年发电量、上网电量及售电量完成情况。
- **疫情影响下售电量仍有 14.84% 增幅，全面复工后未来 3 年用电量复合增速在 30% 左右。**公司上半年售电量为 52.33 亿千瓦时，同比增长 14.84%，其中上网电量为 12.26 亿千瓦时，同比增长 30.54%，可推测外购电量为 40.07 亿千瓦时，同比增长 10.75%（2019 年上半年外购电量为 36.19 亿千瓦时）。考虑到聚龙电力、乌江电力供电客户均以工业园区和工业企业为主（聚龙电力供电区域为重庆市涪陵区白涛化工园区、龙桥工业园区及清溪再生有色金属特色产业园，其主要客户为园区内工业客户；乌江电力主要供电区域为重庆市黔江区、酉阳县、秀山县等地），今年一季度受到疫情影响，工业企业开工率较低；而从二季度逐渐恢复生产后，仅仅一个季度就实现上半年售电量 14.84% 的增幅，伴随着工业企业开工率逐步提升+下半年工业园区内仍有大型项目逐步投产，我们预计未来 2-3 年公司下游电量需求仍将保持年均 30% 以上增长。
- **配电网改革政策持续吹风，公司业绩高增长叠加改革预期，逻辑逐步兑现、成长空间打开。**2020 年 3 月，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》，进一步明确和细化了配电网改革的范围、方式、审批、合作对象，我们预计在电力体制市场化改革趋势确定、方向明确的形势下，与配电网改革相关的政策和事件会持续出台。公司作为配电业务改革的唯一利好上市标的，成长逻辑逐步兑现。
- **当前时点如何看公司：典型的成长股启动前特征。**根据我们的预测，2020 年公司备考业绩为 8.10 亿元，对应目前 PE 为 21 倍，与 15-20 倍的电网企业估值中枢相比已经显得不便宜了，但是考虑到：
 - 1) **PEG 的角度：**我们在前文中已经阐述，公司未来三年售电量增速大概率维持在 30% 左右，保守估算到 2022 年，公司业绩在 13-15 亿元，对应 2 年复合增速为 27% 以上，因此从 PEG 的角度来看，公司现阶段的合理中枢应当为 25-20 倍。
 - 2) **空间的角度：**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，长期来看，假设公司在三峡集团的扶持下，通过收购、新建、共建等方式整合更多地方存量和增量配电网资产，在地方售电量总额中占比达到 10%，则对应售电量规模将达到 0.28 万亿千瓦时，相比四网融合初期（95.77 亿千瓦时）增长 28.13 倍，因此从成长空间的角度来看，应当相比现有电网企业享有一定的估值溢价。
- **盈利预测与投资评级：**公司在当前时点，正处于逻辑逐步兑现、业绩即将释放，空间较为广阔，是典型的成长股启动前的特征，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.69 元，对应 PE 分别为 22、14、14 倍，维持“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)	9.40
一年最低/最高价	6.23/11.45
市净率(倍)	3.03
流通 A 股市值(百万元)	9334

基础数据

每股净资产(元)	3.10
资产负债率(%)	40.58
总股本(百万股)	1912.14
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:

公司公告上半年发电量、上网电量及售电量完成情况。

根据公司公告

1) 上半年完成发电量 12.39 亿千瓦时, 同比增长 30.27%; 其中重庆地区 12.32 亿千瓦时, 同比增长 30.38%; 发电量中资产重组新纳入的水电站实现 8.69 亿千瓦时, 同比增长 19.37%。

2) 上半年完成上网电量 12.26 亿千瓦时, 同比增长 30.54%; 其中重庆地区 12.19 亿千瓦时, 同比增长 30.65%; 上网电量中资产重组新纳入的水电站实现 8.57 亿千瓦时, 同比增长 19.36%。

3) 上半年完成售电量 52.33 亿千瓦时, 同比增长 14.84%; 其中资产重组新纳入的乌江和聚龙实现售电量 43.86 亿千瓦时, 同比增长 19.57%。

疫情影响下售电量仍有 14.84%增幅, 全面复工后未来 3 年用电量复合增速在 30%左右

根据公告内容, 公司上半年售电量为 52.33 亿千瓦时、同比增长 14.84%, 其中上网电量为 12.26 亿千瓦时、同比增长 30.54%, 可推测外购电量为 40.07 亿千瓦时、同比增长 10.75% (2019 年上半年外购电量为 36.19 亿千瓦时)。考虑到聚龙电力、乌江电力供电客户均以工业园区和工业企业为主 (聚龙电力供电区域为重庆市涪陵区白涛化工园区、龙桥工业园区及清溪再生有色金属特色产业园, 其主要客户为园区内工业客户; 乌江电力主要供电区域为重庆市黔江区、酉阳县、秀山县等地), 今年一季度受到疫情的影响, 工业企业开工率较低; 而从二季度逐渐恢复生产后, 仅仅一个季度就实现上半年售电量 14.84% 的增幅, 伴随着工业企业开工率逐步提升+下半年工业园区内仍有大型项目逐步投产, 我们预计未来 2-3 年公司下游电量需求仍将保持年均 30% 以上增长。

配电网改革政策持续吹风, 公司业绩高增长叠加改革预期, 逻辑逐步兑现、成长空间打开

2020年3月，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》，进一步明确和细化了配电网改革的范围、方式、审批、合作对象，我们预计在电力体制改革趋势确定、方向明确的形势下，与配电网改革相关的政策和事件会持续出台。公司作为配电业务改革的唯一利好上市标的，成长逻辑逐步兑现：

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唯一利好上市标的，逻辑正在逐步兑现、成长空间完全打开。

当前时点如何看公司：典型的成长股启动前特征

根据我们的预测，2020年公司备考业绩为8.10亿元，对应目前PE为21倍，与15-20倍的电网企业估值中枢相比已经显得不便宜了，但是考虑到：

1) **PEG的角度**：我们在前文中已经阐述，公司未来三年售电量增速大概率维持在30%左右，保守估算到2022年，公司业绩在13-15亿元，对应2年复合增速为27%以上，因此从PEG的角度来看，公司现阶段的合理中枢应当为25-20倍。

2) **空间的角度**：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，长期来看，假设公司在三峡集团的扶持下，通过收购、新建、共建等方式整合更多地方存量和增量配电网资产，在地方售电量总额中占比达到10%，则对应售电量规模将达到0.28万亿千瓦时，相比四网融合初期（95.77亿千瓦时）增长28.13倍，因此从成长空间的角度来看，应当相比现有电网企业享有一定的估值溢价。

因此，总结来看，公司在当前时点，正处于逻辑逐步兑现、业绩即将释放，空间较为广阔，是典型的成长股启动前的特征，我们预计公司2020-2022年备考EPS分别为0.42、0.65、0.69元，对应PE分别为22、14、14倍，维持“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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	854	3,115	1,883	5,147	营业收入	1,307	6,614	8,077	9,986
现金	639	1,598	1,292	3,138	减:营业成本	1,067	5,003	6,215	7,816
应收账款	87	698	260	924	营业税金及附加	12	80	74	91
存货	46	339	140	463	营业费用	0	12	1	2
其他流动资产	81	480	190	622	管理费用	101	635	541	882
非流动资产	4,288	6,766	7,302	7,986	财务费用	47	136	138	177
长期股权投资	59	79	99	120	资产减值损失	0	99	121	150
固定资产	3,665	4,675	5,093	5,591	加:投资净收益	20	20	20	20
在建工程	147	1,597	1,697	1,867	其他收益	30	0	0	0
无形资产	24	21	18	15	营业利润	221	937	1,423	1,517
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	9,881	9,185	13,134	利润总额	221	934	1,420	1,515
流动负债	861	4,044	2,387	5,308	减:所得税费用	36	152	231	247
短期借款	0	0	624	0	少数股东损益	-6	-27	-61	-45
应付账款	263	2,909	1,031	3,923	归属母公司净利润	192	810	1,250	1,313
其他流动负债	598	1,135	731	1,385	EBIT	257	933	1,436	1,514
非流动负债	1,293	1,247	1,201	1,153	EBITDA	425	1,119	1,662	1,771
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	5,291	3,587	6,461	每股收益(元)	0.10	0.42	0.65	0.69
少数股东权益	-68	-95	-157	-201	每股净资产(元)	1.60	2.45	3.01	3.59
					发行在外股份(百万股)	993	1912	1912	1912
归属母公司股东权益	3,056	4,686	5,754	6,874	ROIC(%)	4.9%	13.2%	15.9%	15.8%
负债和股东权益	5,142	9,881	9,185	13,134	ROE(%)	6.2%	17.0%	21.2%	19.0%
					毛利率(%)	18.3%	24.4%	23.1%	21.7%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.7%	12.2%	15.5%	13.1%
经营活动现金流	357	3,020	178	3,808	资产负债率(%)	41.9%	53.5%	39.1%	49.2%
投资活动现金流	28	-2,643	-742	-921	收入增长率(%)	0.7%	3.01%	5.64%	5.74%
筹资活动现金流	-207	583	259	-1,042	净利润增长率(%)	-10.3%	322.45%	54.42%	4.99%
现金净增加额	178	959	-306	1,846	P/E	93.77	22.20	14.38	13.69
折旧和摊销	168	186	226	257	P/B	5.88	3.84	3.12	2.61
资本开支	325	2,457	516	664	EV/EBITDA	43.77	15.65	11.03	8.91
营运资本变动	-8	1,936	-1,355	2,127					

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>