

业绩增长稳扎稳打，机制调整进一步释放活力

买入 (维持)

2020 年 10 月 22 日

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号: S0600520070005

18806288427

tangyh@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)	91.38	21.63	14.01	13.34

投资要点

■ **事件:** 公司发布三季报, 前三季度实现收入 28.44 亿元, 同比增长 238.57%; 归母净利润 3.84 亿元, 同比增长 126.31%; 扣非后为 2.93 亿元, 同比增长 176.05%。

■ **业绩:** 三季报增长基本符合预期, 期待四季度业绩有更亮眼表现。根据公司公告, 前三季度实现收入 28.44 亿元, 同比增长 238.57%; 归母净利润 3.84 亿元, 同比增长 126.31%; 扣非后为 2.93 亿元, 同比增长 176.05%。其中 Q3 单季度实现收入 17.84 亿元, 同比增长 477.35%; 归母净利润为 1.80 亿元, 同比增长 201.89%; 扣非后为 1.55 亿元, 同比增长 252.27%, 业绩增长基本符合预期。根据公司公告的前三季度发电量、上网电量及售电量情况, 发电量为 23.30 亿千瓦时, 同比增长 39.19%; 售电量为 81.51 亿千瓦时, 同比增长 14.24%; 售电均价为 0.4167 元/千瓦时, 同比增长 -5.06%, 我们可以推算出, 如果公司业务全部在 Q3 确认的话, 业绩预计会好于报表的体现, 因此我们推断, 公司可能部分项目和业务尚未在 Q3 完全体现。同时, 考虑到今年 10 月份重庆地区来水情况好于往年, 我们预计公司四季度业绩仍将维持亮眼表现。

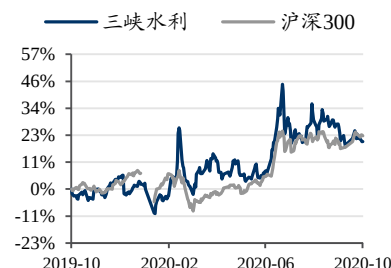
■ **机制:** 董事会决议修订高管人员年薪管理办法, 充分释放管理层活力。根据公司公告, 为进一步完善公司高级管理人员的激励和约束机制, 充分调动公司高级管理人员的积极性和创造性, 以实现资产保值增值、资本收益最大化和可持续发展, 董事会会议决定对《公司高级管理人员年薪管理办法》部分条款进行修订。实际上, 在公司的半年报中, 已经明确: 公司新制定了《总经理工作细则》、《职业经理人管理制度》等制度, 首次采用市场化选聘方式公开招聘公司高级管理人员和集团总部管理人员, 此次修订高管人员年薪管理办法, 将进一步释放管理层活力, 为公司未来业绩持续高增长提供充足动力。

■ **当前时点如何看待公司: 典型的成长股启动前特征。1) PEG 的角度:** 我们判断公司未来三年售电量增速预计维持在 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:** 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、13 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等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.16
一年最低/最高价	6.23/11.45
市净率(倍)	1.75
流通 A 股市值(百万元)	9095.93

基础数据

每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	46.09
总股本(百万股)	1912.14
流通 A 股(百万股)	993.01

相关研究

- 1、《三峡水利 (600116): 半年报干货满满, 需关注基本面发生的重大边际变化》2020-08-28
- 2、《三峡水利 (600116): 全年业绩高增长可期, 电改龙头呼之欲出》2020-07-17
- 3、《三峡水利 (600116): 配电改革政策持续落地, 电改龙头腾飞可期》2020-03-25

事件:

公司发布三季报, 前三季度实现收入 28.44 亿元, 同比增长 238.57%; 归母净利润 3.84 亿元, 同比增长 126.31%; 扣非后为 2.93 亿元, 同比增长 176.05%。

业绩: 三季报增长基本符合预期, 期待四季度业绩有更亮眼表现

根据公司公告, 前三季度实现收入 28.44 亿元, 同比增长 238.57%; 归母净利润 3.84 亿元, 同比增长 126.31%; 扣非后为 2.93 亿元, 同比增长 176.05%。其中 Q3 单季度实现收入 17.84 亿元, 同比增长 477.35%; 归母净利润为 1.80 亿元, 同比增长 201.89%; 扣非后为 1.55 亿元, 同比增长 252.27%, 业绩增长基本符合预期。根据公司公告的前三季度发电量、上网电量及售电量情况, 发电量为 23.30 亿千瓦时, 同比增长 39.19%; 售电量为 81.51 亿千瓦时, 同比增长 14.24%; 售电均价为 0.4167 元/千瓦时, 同比增长-5.06%, 我们可以推算出, 如果公司业务全部在 Q3 确认的话, 业绩预计会好于报表的体现, 因此我们推断, 公司可能部分项目和业务尚未在 Q3 完全体现。同时, 考虑到今年 10 月份重庆地区来水情况好于往年, 我们预计公司四季度业绩仍将维持亮眼表现。

机制: 董事会决议修订高管人员年薪管理办法, 充分释放管理层活力

根据公司公告, 为进一步完善公司高级管理人员的激励和约束机制, 充分调动公司高级管理人员的积极性和创造性, 以实现资产保值增值、资本收益最大化和可持续发展, 董事会会议决定对《公司高级管理人员年薪管理办法》部分条款进行修订。实际上, 在公司的半年报中, 已经明确: 公司新制定了《总经理工作细则》、《职业经理人管理制度》等制度, 首次采用市场化选聘方式公开招聘公司高级管理人员和集团总部管理人员, 此次修订高管人员年薪管理办法, 将进一步释放管理层活力, 为公司未来业绩持续高增长提供充足动力。

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 22 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预计维持在 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、业绩拐点出现, 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、13 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		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	854	3,115	1,883	5,147	利润表(百万元)				
现金	639	1,598	1,292	3,138	营业收入	1,307	6,614	8,077	9,986
应收账款	87	698	260	924	减:营业成本	1,067	5,003	6,215	7,816
存货	46	339	140	463	营业税金及附加	12	80	74	91
其他流动资产	81	480	190	622	营业费用	0	12	1	2
非流动资产	4,288	6,766	7,302	7,986	管理费用	101	635	541	882
长期股权投资	59	79	99	120	财务费用	47	136	138	177
固定资产	3,665	4,675	5,093	5,591	资产减值损失	0	99	121	150
在建工程	147	1,597	1,697	1,867	加:投资净收益	20	20	20	20
无形资产	24	21	18	15	其他收益	30	0	0	0
其他非流动资产	394	394	394	394	营业利润	221	937	1,423	1,517
资产总计	5,142	9,881	9,185	13,134	加:营业外净收支	0	-2	-2	-2
流动负债	861	4,044	2,387	5,308	利润总额	221	934	1,420	1,515
短期借款	0	0	624	0	减:所得税费用	36	152	231	247
应付账款	263	2,909	1,031	3,923	少数股东损益	-6	-27	-61	-45
其他流动负债	598	1,135	731	1,385	归属母公司净利润	192	810	1,250	1,313
非流动负债	1,293	1,247	1,201	1,153	EBIT	257	933	1,436	1,514
长期借款	828	782	736	689	EBITDA	425	1,119	1,662	1,771
其他非流动负债	465	465	465	465					
负债合计	2,154	5,291	3,587	6,461	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-68	-95	-157	-201	每股收益(元)	0.10	0.42	0.65	0.69
					每股净资产(元)	1.60	2.45	3.01	3.59
归属母公司股东权益	3,056	4,686	5,754	6,874	发行在外股份(百万 股)	993	1912	1912	1912
负债和股东权益	5,142	9,881	9,185	13,134	ROIC(%)	4.9%	13.2%	15.9%	15.8%
					ROE(%)	6.2%	17.0%	21.2%	19.0%
现金流量表(百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	357	3,020	178	3,808	毛利率(%)	18.3%	24.4%	23.1%	21.7%
投资活动现金流	28	-2,643	-742	-921	销售净利率(%)	14.7%	12.2%	15.5%	13.1%
筹资活动现金流	-207	583	259	-1,042	资产负债率(%)	41.9%	53.5%	39.1%	49.2%
现金净增加额	178	959	-306	1,846	收入增长率(%)	0.7%	406.05%	22.13%	23.63%
折旧和摊销	168	186	226	257	净利润增长率(%)	-10.3%	322.45%	54.42%	4.99%
资本开支	325	2,457	516	664	P/E	91.38	21.63	14.01	13.34
营运资本变动	-8	1,936	-1,355	2,127	P/B	5.73	3.74	3.04	2.55
					EV/EBITDA	42.69	15.24	10.76	8.65

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>