

三峡电入渝终落地，静待电改标杆再起航 买入（维持）

2020 年 10 月 26 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）	89.09	21.09	13.66	13.01

投资要点

■ **事件：**公司公告，2020 年新增三峡电入渝电量为 41 亿千瓦时，其中公司供电范围内获得分配电量合计 17.38 亿千瓦时；价差为 0.0828 元/千瓦时，全额传导给供区内企业。

■ **三峡电入渝终落地，从分配量价来看喜忧参半。**根据公告内容，2020 年新增电量暂按 41 亿千瓦时进行分配（如有增量将按市政府确定的分配原则另行下达计划），价差按 0.0828 元/千瓦时确定。公司供电范围：万州区分配电量 13.98 亿千瓦时，主要用于降低存量工业企业用电成本和招商引资增量项目；涪陵区分配电量 3.40 亿千瓦时，主要用于存量大数据智能化等战略新兴产业降低电价和增量企业招商引资。

分配电量基本符合预期，最终结果大概率将更为乐观。我们之前根据公开信息预测，三峡库区今年有望留存三峡电 30-40 亿千瓦时，考虑到今年是来水大年，长电实际超发电量大概率会超出之前预期，因此我们判断，最终三峡库区留存电量大概率会超出公司公告的 41 亿千瓦时，而公司供电范围内最终留存的实际电量大概率会超出公告的 17.38 亿千瓦时，有望达到 20-30 亿千瓦时。

分配电价略低于预期，最终结果需要视招商引资的节奏判断。我们之前根据公开信息判断，0.0828 元/千瓦时的价差有望全部或者部分留存于上市公司体内，目前根据公告内容，电网企业按照价差传导原则组织实施，全额传导给供区内的企业；新增三峡电入渝按照计划电方式进行管理，确保优先消纳，做好统筹平衡。因此，最终的结果大概率分为 2 种：1）招商引资工作推进顺利，则价差完全传导给引入的企业，对于上市公司来说收入规模扩张，成本不受影响；2）招商引资工作并未如期完成，则全部或者部分价差留存于上市公司体内，收入规模不变、成本下降 0.0828 元/千瓦时。考虑到目前已经接近 11 月份，**我们预计可能是部分三峡电价差传导、部分留存于上市公司体内。**

■ **总结：**三峡电入渝标志公司逻辑兑现第一步，期待后续战略-机制-项目层面更多惊喜。此次三峡电入渝落地，意味着公司规划了数年的大方向和大战略迈出了实质性的一步，实际上，从 6 月份重大资产重组完成，到半年报制定《职业经理人管理制度》，再到董事会决议修订高管人员年薪管理办法，加上下半年即将落地的未来 5 年发展规划，我们认为公司的成长逻辑正在逐步兑现，期待后续战略-机制-项目层面的更多惊喜。

■ **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 21、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)	8.93
一年最低/最高价	6.23/11.45
市净率(倍)	1.71
流通 A 股市值(百万元)	8867.54

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)：业绩增长稳扎稳打，机制调整进一步释放活力》2020-10-23
- 2、《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
- 3、《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

事件:

公司公告, 2020 年新增三峡电入渝电量为 41 亿千瓦时, 其中公司供电范围内获得分配电量合计 17.38 亿千瓦时; 价差为 0.0828 元/千瓦时, 全额传导给供区内企业。

三峡电入渝终落地, 从分配量价来看喜忧参半

根据公告内容, 2020 年新增电量暂按 41 亿千瓦时进行分配 (如有增量将按市政府确定的分配原则另行下达计划), 价差按 0.0828 元/千瓦时确定。公司供电范围: 万州区分配电量 13.98 亿千瓦时, 主要用于降低存量工业企业用电成本和招商引资增量项目; 涪陵区分配电量 3.40 亿千瓦时, 主要用于存量大数据智能化等战略新兴产业降低电价和增量企业招商引资。

分配电量基本符合预期, 最终结果大概率将更为乐观。我们之前根据公开信息预测, 三峡库区今年有望留存三峡电 30-40 亿千瓦时, 考虑到今年是来水大年, 长电实际超发电量大概率会超出之前预期, 因此我们判断, 最终三峡库区留存电量大概率会超出公司公告的 41 亿千瓦时, 而公司供电范围内最终留存的实际电量大概率会超出公告的 17.38 亿千瓦时, 有望达到 20-30 亿千瓦时。

分配电价略低于预期, 最终结果需要视招商引资的节奏判断。我们之前根据公开信息判断, 0.0828 元/千瓦时的价差有望全部或者部分留存于上市公司体内, 目前根据公告内容, 电网企业按照价差传导原则组织实施, 全额传导给供区内的企业; 新增三峡电入渝按照计划电方式进行管理, 确保优先消纳, 做好统筹平衡。因此, 最终的结果大概率分为 2 种: 1) 招商引资工作推进顺利, 则价差完全传导给引入的企业, 对于上市公司来说收入规模扩张, 成本不受影响; 2) 招商引资工作并未如期完成, 则全部或者部分价差留存于上市公司体内, 收入规模不变、成本下降 0.0828 元/千瓦时。考虑到目前已经接近 11 月份, 我们预计可能是部分三峡电价差传导、部分留存于上市公司体内。

总结: 三峡电入渝标志公司逻辑兑现第一步, 期待后续战略-机制-项目层面更多惊喜

此次三峡电入渝落地, 意味着公司规划了数年的大方向和大战略迈出了实质性的一步, 实际上, 从 6 月份重大资产重组完成, 到半年报制定《职业经理人管理制度》, 再到董事会决议修订高管人员年薪管理办法, 加上下半年即将落地的未来 5 年发展规划, 我

们认为公司的成长逻辑正在逐步兑现，期待后续战略-机制-项目层面的更多惊喜。

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、业绩即将爆发，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 21、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%	406.1%	22.1%	23.6%
折旧和摊销	168	186	226	257	净利润增长率(%)	-10.3%	322.5%	54.4%	5.0%
资本开支	325	2,457	516	664	P/E	93.77	22.20	14.38	13.69
营运资本变动	-8	1,936	-1,355	2,127	P/B	5.88	3.84	3.12	2.61
					EV/EBITDA	43.77	15.65	11.03	8.91

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>