

需重视此次关联交易的重要指示性意义 买入 (维持)

2020 年 11 月 27 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)	86.99	20.59	13.34	12.70

投资要点

■ **事件:** 公司公告, 控股子公司联合能源拟向控股股东长江电力所辖检修厂提供关于乌东德电站、白鹤滩电站的三项运维检修项目服务, 合同金额合计 0.69 亿元。

■ **一叶知秋, 高毛利率运维检修业务刚刚起步。**

根据公司公告, 此次提供的三项运维检修项目服务分别为: 1) 乌东德电站、白鹤滩电站接机发电及流域电站应急抢修保障协助项目, 合同金额 0.29 亿元; 2) 乌东德电站接机发电配合项目, 合同金额 0.24 亿元; 3) 白鹤滩电站电力生产准备及接机发电配合项目, 合同金额 0.16 亿元。

一方面, 运维检修业务主要成本均为人工, 我们推测该服务项目本身的毛利率水平较高、盈利能力较强; 另一方面, 此次服务仅仅是乌东德和白鹤滩两个电站, 而长江电力旗下还有三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝四个电站, 每年运维检修项目的金额应当远远高于目前披露金额, 因此公司该项业务才刚刚起步, 未来持续增长可期, 最重要的是运维检修是永续现金流业务, 与传统工程业务模式完全不可同日而语。

■ **资产重组完成后集团和公司动作频频, 需重视此次关联交易的指示性意义。**

如果我们动态地观察和跟踪公司自资产重组以来的变化, 会发现: 1) 6 月份重大资产重组完成; 2) 半年报制定《职业经理人管理制度》; 3) 10 月份董事会决议修订高管人员年薪管理办法; 4) 10 月份三峡电入渝正式落地, 加上此次披露的运维检修服务项目, 我们可以发现自重组以来仅仅半年时间内, 无论是大股东三峡集团和长江电力, 还是上市公司本身, 均动作频频:

机制上, 通过薪酬体制机制改革充分释放员工活力; 业务上, 三峡电入渝标志公司成长逻辑兑现第一步, 此次运维检修服务项目落地充分彰显大股东对公司的支持力度, 我们预计, 在三峡电入渝和运维检修服务项目之后, 公司在售电侧的布局也将逐渐体现, 后续业务开展和成长空间值得期待。

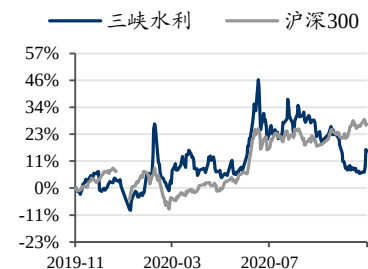
■ **外部环境变化趋势持续向好, 电改龙头呼之欲出。**

如果我们认真观察近年来国家电网高层的人事变动, 会发现电力体制改革的方向日益明确, 且对于三峡水利来说, 外部环境的变化趋势持续向好, 电改龙头呼之欲出。

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、13、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)	8.72
一年最低/最高价	6.23/11.45
市净率(倍)	1.67
流通 A 股市值(百万元)	8659.01

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): 三峡电入渝终落地, 静待电改标杆再起航》2020-10-26
- 2、《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
- 3、《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

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					
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%
					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%	406.05%	22.13%	23.63%
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	86.99	20.59	13.34	12.70
折旧和摊销	168	186	226	257	P/B	5.46	3.56	2.90	2.43
资本开支	325	2,457	516	664	EV/EBITDA	40.71	14.49	10.25	8.18
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>