

控股股东启动新一轮增持，更多惊喜落地值得期待

买入（维持）

2021年02月05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	5,730	7,002	8,186
同比(%)	0.7%	338.46%	22.19%	16.91%
归母净利润(百万元)	192	688	901	1,141
同比(%)	-10.3%	258.97%	30.96%	26.63%
每股收益(元/股)	0.10	0.36	0.47	0.60
P/E(倍)	87.19	24.29	18.55	14.65

投资要点

■ **事件：**公司公告，1) 2020年的增持计划实施期限届满，长电资本合计增次0.30亿元。2) 2021年2月2日-2月4日，长电投资增持公司股份0.03亿股、增持金额0.27亿元。

■ **2月2日-2月4日开始的新一轮增持仅仅是开始，更多惊喜落地和兑现值得期待。**

根据公司公告，1) 2020年股东增持计划于2021年2月3日届满，长电资本累计增持公司股份422.36万股、增持金额0.30亿元。2) 2021年2月2日-2月4日，长电投资增持公司股份316.27万股，增持金额0.27亿元。增持完成后，公司控股股东长江电力及其一致行动人三峡资本、长电资本、新华水力、三峡电能、长电投资合计持有公司股份3.64亿股，占公司总股本的19.05%。我们分析认为，公司控股股东的一系列增持行为并不是孤立的事件，需要和公司资产重组后的一系列行动放在一起考虑，**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) 2020年6月份公司重大资产重组完成；
- 2) 8月份公司半年报制定《职业经理人管理制度》；
- 3) 10月份公司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；
- 5) 11月份承接控股股东长江电力的乌东德、白鹤滩电站运维检修服务业务；

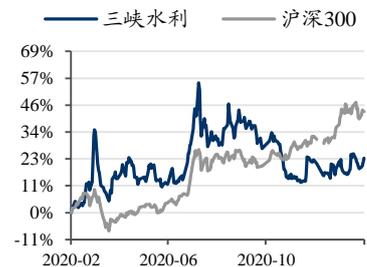
实际上，从6月重组完成到现在，也仅仅7个月的时间，公司已经先后完成了：

- 一、**机制上，通过薪酬体制机制改革充分释放员工活力；**
- 二、**业务上，三峡电入渝标志公司成长逻辑兑现第一步；**
- 三、**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；**

从长江电力入主上市公司、到主导重大资产重组、到增持股份、再到三峡电入渝和电站运维检修项目的扶持，结合三峡集团承诺公司是集团内部唯一配售电平台，仅仅19.05%的持股比例，或难以满足集团和长江电力对于公司寄予的厚望，**所以我们预计2月2日-2月4日开始的新一轮增持仅仅是开始，更多惊喜落地和兑现值得期待。**

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年的eps分别为0.36、0.47、0.60元，pe分别为24、19、15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)	8.74
一年最低/最高价	6.87/11.45
市净率(倍)	1.67
流通A股市值(百万元)	8678.87

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): 2021是收获之年，业绩预增只是第一步》2021-01-19
- 2、《三峡水利(600116): 需重视此次关联交易的重要指示性意义》2020-11-28
- 3、《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

事件:

公司公告, 1) 2020 年的增持计划实施期限届满, 长电资本合计增持 0.30 亿元。2) 2021 年 2 月 2 日-2 月 4 日, 长电投资增持公司股份 0.03 亿股、增持金额 0.27 亿元。

2 月 2 日-2 月 4 日开始的新一轮增持仅仅是开始, 更多惊喜落地和兑现值得期待

根据公司公告, 1) 2020 年股东增持计划于 2021 年 2 月 3 日届满, 长电资本累计增持公司股份 422.36 万股、增持金额 0.30 亿元。2) 2021 年 2 月 2 日-2 月 4 日, 长电投资增持公司股份 316.27 万股, 增持金额 0.27 亿元。增持完成后, 公司控股股东长江电力及其一致行动人三峡资本、长电资本、新华水力、三峡电能、长电投资合计持有公司股份 3.64 亿股, 占公司总股本的 19.05%。我们分析认为, 公司控股股东的一系列增持行为并不是孤立的事件, 需要和公司资产重组后的一系列行动放在一起考虑, 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) 2020 年 6 月份公司重大资产重组完成;
- 2) 8 月份公司半年报制定《职业经理人管理制度》;
- 3) 10 月份公司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;
- 5) 11 月份承接控股股东长江电力的乌东德、白鹤滩电站运维检修服务业务;

实际上, 从 6 月重组完成到现在, 也仅仅 7 个月的时间, 公司已经先后完成了:

一、机制上, 通过薪酬体制机制改革充分释放员工活力;

二、业务上, 三峡电入渝标志公司成长逻辑兑现第一步;

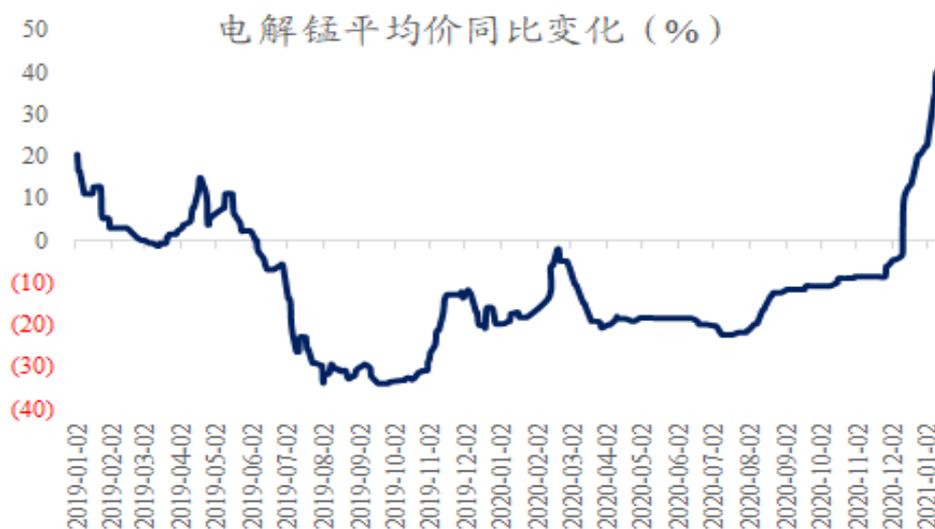
三、运维检修服务项目落地充分彰显大股东对公司的支持力度;

从长江电力入主上市公司、到主导重大资产重组、到增持股份、再到三峡电入渝和电站运维检修项目的扶持, 结合三峡集团承诺公司是集团内部唯一配售电平台, 仅仅 19.05% 的持股比例, 或难以满足集团和长江电力对于公司寄予的厚望, 所以我们预计 2 月 2 日-2 月 4 日开始的新一轮增持仅仅是开始, 更多惊喜落地和兑现值得期待。

业绩显著超预期，预计全年并表情况下备考业绩在 7 亿以上

根据公司公告，2020 年收购的联合能源和两江长兴只并表了 6-12 月的业绩，即使在这种情况下，公司预计全年实现归母净利润 6-7 亿元，同比增长 213%-265%；扣非后同比增长 425%-525%，1) 如果将联合能源和两江长兴 1-5 月的业绩加上，则公司备考全年业绩在 7 亿以上，显著超出市场预期。 2) 更值得注意的是，2017-2019 年拖累联合能源业绩表现的电解锰业务，从 2021 年开始，获益于电解锰价格的显著上涨（2020 年底开始电解锰价格持续上涨，截至到 2021 年 2 月 4 日，电解锰价格同比上涨 44.21%），预计该业务将在 2021 年 Q1 有亮眼表现。

图 1: 电解锰平均价同比变化



数据来源：Wind、东吴证券研究所

国家电网再次换帅，外部环境变化趋势持续向好，电改唯一标的估值有望重构

过去数年中，阻碍公司成长逻辑如期兑现的一大因素是公司为国网的业务在某些领域存在交叉，如果我们认真观察国网近三任董事长的人事变迁，会发现电力体制改革趋势和方向日益明确，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，一旦市场关注到公司作为电力体制改革、尤其是电网体制改革唯一的获益标的，具有极端稀缺性以后，我们相信公司的价值会得到重新的发现，估值体系将重构。

盈利预测

结合公司基本面发生的变化,我们预计公司 2020-2022 年的 eps 分别为 0.36、0.47、0.60 元, pe 分别为 24、19、15 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)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	854	3,125	1,662	4,558	营业收入	1,307	5,730	7,002	8,186
现金	639	1,807	1,120	2,940	减:营业成本	1,067	4,616	5,679	6,617
应收账款	87	593	238	734	营业税金及附加	12	69	85	99
存货	46	309	128	382	营业费用	0	10	1	2
其他流动资产	81	415	176	503	管理费用	101	441	539	630
非流动资产	4,288	6,334	6,786	7,146	财务费用	47	68	70	144
长期股权投资	59	79	99	120	资产减值损失	0	17	20	24
固定资产	3,665	4,486	4,824	5,134	加:投资净收益	20	20	20	20
在建工程	147	1,354	1,450	1,483	其他收益	30	0	0	0
无形资产	24	21	18	15	营业利润	221	796	1,042	1,319
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	9,459	8,448	11,704	利润总额	221	794	1,040	1,317
流动负债	861	3,739	2,086	4,480	减:所得税费用	36	129	169	214
短期借款	0	0	442	0	少数股东损益	-6	-23	-31	-39
应付账款	263	2,664	936	3,258	归属母公司净利润	192	688	901	1,141
其他流动负债	598	1,075	708	1,222	EBIT	257	789	1,049	1,316
非流动负债	1,293	1,247	1,201	1,153	EBITDA	425	971	1,265	1,556
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	4,986	3,287	5,633	每股收益(元)	0.10	0.36	0.47	0.60
少数股东权益	-68	-91	-122	-161	每股净资产(元)	1.60	2.39	2.76	3.26
					发行在外股份(百万 股)	993	1912	1912	1912
归属母公司股东权益	3,056	4,564	5,284	6,231	ROIC(%)	4.9%	11.4%	12.7%	14.9%
负债和股东权益	5,142	9,459	8,448	11,704	ROE(%)	6.2%	14.9%	16.9%	18.2%
					毛利率(%)	18.3%	19.4%	18.9%	19.2%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.7%	12.0%	12.9%	13.9%
经营活动现金流	357	2,725	-183	3,225	资产负债率(%)	41.9%	52.7%	38.9%	48.1%
投资活动现金流	28	-2,207	-648	-579	收入增长率(%)	0.7%	338.5%	22.19%	16.91%
筹资活动现金流	-207	651	144	-826	净利润增长率(%)	-10.3%	259.0%	30.96%	26.63%
现金净增加额	178	1,169	-687	1,819	P/E	87.19	24.29	18.55	14.65
折旧和摊销	168	182	216	240	P/B	5.47	3.66	3.16	2.68
资本开支	325	2,025	432	339	EV/EBITDA	40.80	16.52	13.52	9.48
营运资本变动	-8	1,831	-1,320	1,759					

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>

