

公司点评
三峡水利 (600116)
公用事业 | 电力
量价齐升，一季报营收大增奠定全年基础

2021年04月27日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 8.28-10.12元
交易数据

当前价格(元)	8.76
52周价格区间(元)	7.81-11.45
总市值(百万)	16750.37
流通市值(百万)	8698.73
总股本(万股)	191214.29
流通股(万股)	99300.55

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
三峡水利	-7.79	1.51	7.3
电力	-5.39	6.71	18.48

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

分析师

0731-84779574

袁玮志

yuanwz@cfzq.com

研究助理
相关报告

- 《三峡水利：三峡水利(600116.SH)公司点评：重组效果明显，营收和归母净利润显著增长》 2021-03-30
- 《三峡水利：三峡水利(600116.SH)公司点评：屡获大股东支持，未来受益“十四五”电改加速》 2020-12-10
- 《三峡水利：三峡水利(600116.SH)公司点评：受让黔源电力5%股权，进一步拓展外购电源空间》 2020-09-28

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	1306.91	5255.98	10362.70	10978.24	11722.57
净利润(百万元)	191.67	619.94	881.19	1040.21	1152.38
每股收益(元)	0.10	0.32	0.46	0.54	0.60
每股净资产(元)	1.60	5.34	5.65	5.94	6.32
P/E	87.39	27.02	19.01	16.10	14.54
P/B	5.48	1.64	1.55	1.47	1.39

资料来源：贝格数据，财信证券

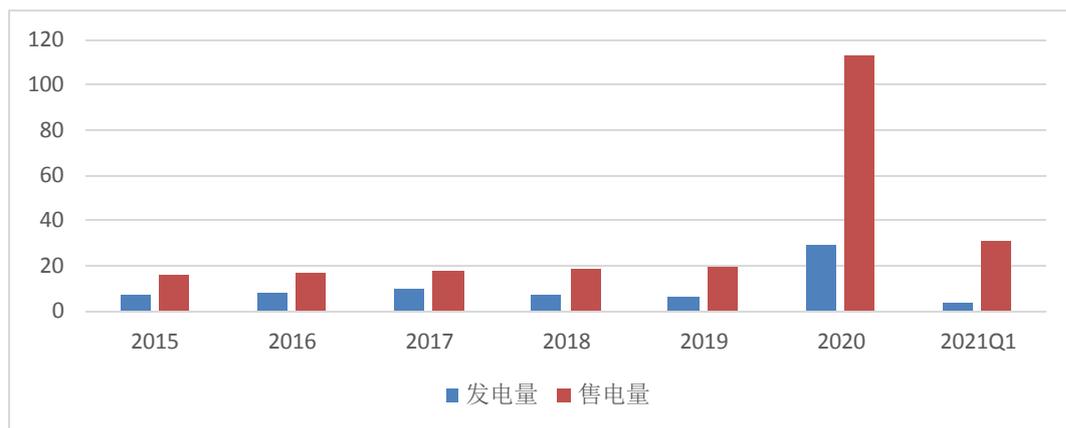
投资要点：

- **量价齐升，一季度营收同比大增。**2021年一季度，公司完成发电量3.3448亿千瓦时，同比下降29.67%，主要系水电站所处流域来水量减少所致；完成售电量31.17亿度，同比增长17.72%；售电均价（不含税）为0.4187元/度，同比增长0.50%。由于售电量和售电均价同步提升，公司一季度实现营业收入20.55亿元，同比大增880.42%；归母净利润1.59亿元，同比增长577.83%；扣非后归母净利润1.46亿元，增幅达1425.71%，每股收益0.08元。
- **基于公司重大资产重组后的装机容量和售电量规模扩大，公司给出了2021年107亿元的营收目标和120.92亿kwh销售电量目标。**公司通过重大资产重组收购了联合能源和长兴电力，重组后的业务分为电力销售、电力勘察设计和锰矿三大板块，其中电力销售为公司重组后的业务基本盘，增长主要来自于联合能源旗下的聚龙电力和乌江电力，其中聚龙电力为白涛、龙桥和清溪三大工业园区供电，受益于园区内精细化工和电解铝等用户的用电量增长，未来的电力销售收入增长值得期待。
- **“十四五”规划以综合能源和新能源为主。**按照公司规划和重庆市现有的配电区域现状，公司的自有水电装机、配电区域和电解锰产能目前暂无扩张计划，公司“十四五”的资本开支预计在170亿元左右，公司将在稳固电力销售业务基本盘的基础上，积极拓展综合能源业务和新能源业务。
- **盈利预测。**预计公司2021年到2023年实现营业收入分别为103.63、109.78和117.23亿元，实现归母净利润8.81、10.4和11.52亿元，EPS为0.46、0.54和0.60元，PE为19.01、16.10和14.54倍。给予公司2021年底18-22倍PE估值，股价合理区间为8.28-10.12元，维持公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：外购电成本加剧，来水不及预期，商誉减值风险，电解锰价格波动。**

1 量价齐升，一季度营收同比大增

2021 年一季度，公司完成发电量 3.3448 亿千瓦时，同比下降 29.67%，主要系水电站所处流域来水量减少所致；完成售电量 31.17 亿度，同比增长 17.72%；售电均价（不含税）为 0.4187 元/度，同比增长 0.50%。由于售电量和售电均价同步提升，公司一季度实现营业收入 20.55 亿元，同比大增 880.42%；归母净利润 1.59 亿元，同比增长 577.83%；扣非后归母净利润 1.46 亿元，增幅达 1425.71%，每股收益 0.08 元。

图 1：2015-2021Q1 发电量和售电量，亿 kwh



资料来源：公司公告，财信证券

基于公司重大资产重组后的装机容量和售电量规模扩大，公司给出了 2021 年 107 亿元的营收目标和 120.92 亿 kwh 销售电量目标。公司通过重大资产重组收购了联合能源和长兴电力，重组后的业务分为电力销售、电力勘察设计和锰矿三大板块，其中电力销售为公司重组后的业务基本盘，包括原三峡水利和重组标的的电力销售业务。由于原三峡水利的电力销售业务相对稳定，我们重点分析重组标的的电力销售业务，即联合能源旗下的聚龙电力和乌江电力。聚龙电力和乌江电力的自发电能力均不足，难以满足用户的全部电力需求，需要通过向国家电网或南方电网等外购电力满足用电需求，但外购电量的度电净利取决于向国家电网或南方电网电力采购价与向用户售电价的售电价差，因此外购电的度电净利低于自发电量。

表 1：聚龙电力和乌江电力基本情况（亿 kwh）

电网企业	供电区域	售电规模	业务特点
聚龙电力	涪陵区	57.88	(1) 主要客户为涪陵区白涛、龙桥及清溪三大工业园区内的工业客户；(2) 以“自发电+外购电”的业务模式赚取购售电价差；(3) 以物价局及政府定价为基础，可进行一定市场化协商，电价更具竞争力。
乌江实业	黔江区	22.34	(1) 主要客户为重庆市黔江区、酉阳县、秀山县等地工业用户；(2) 拥有 35.85 万千瓦水电资源，盈利核心是销售低成本的自发电；(3) 以物价局及政府定价为基础，可进行一定市场化协商，电价更具竞争力。

资料来源：公司公告，财信证券

乌江电力的自发电主要来自于装机容量 36.14 万千瓦的 9 座全资水电站，根据自发电

量的历史数据、现有用户的生产和产能扩张等，我们假设乌江电力 2021-2023 年的自发电量维持 13.1 亿 kwh 不变，外购电量分别为 20.24、22.24 和 24.74 亿 kwh，如按照自发电量 2017 年至 2019 年的度电平均净利润 0.13 元/千瓦时、外购售电量 2017 年至 2019 年的度电平均净利润 0.03 元/千瓦时测算，乌江电力 2021-2023 年可实现净利润 2.31、2.37 和 2.45 亿元，

表 2：乌江电力 2021-2023 年营收和净利润（亿 kwh，元/kwh，亿元）

	2021					2022					2023				
	电量	电价	度电 净利	营收	净利	电量	电价	度电 净利	营收	净利	电量	电价	度电 净利	营收	净利
自发电	13.1		0.13	6.24	1.70	13.1		0.13	6.24	1.70	13.1		0.13	6.24	1.70
		0.476					0.476					0.476			
外购电		2					2					2			
合计	33.34	-	-	15.88	2.31	35.34	-	-	16.83	2.37	37.84	-	-	18.02	2.45

资料来源：公司公告，财信证券

聚龙电力的自发电主要来自于装机容量 11.5 万千瓦的石板水电站，根据自发电量的历史数据、现有用户的生产和产能扩张等，我们假设聚龙电力 2021-2023 年的自发电量维持 3.5 亿 kwh 不变，外购电量分别为 78.2、82.2 和 87.7 亿 kwh，如按照自发电量 2017 年至 2019 年的度电平均净利润 0.14 元/千瓦时、外购售电量 2017 年至 2019 年的度电平均净利润 0.024 元/千瓦时测算，聚龙电力 2021-2023 年可实现净利润 2.31、2.37 和 2.45 亿元 2.37、2.46 和 2.59 亿元。

表 3：聚龙电力 2021-2023 年营收和净利润（亿 kwh，元/kwh，亿元）

	2021					2022					2023				
	电量	电价	度电 净利	营收	净利	电量	电价	度电 净利	营收	净利	电量	电价	度电 净利	营收	净利
自发电	3.5		0.14	1.62	0.49	3.5		0.14	1.62	0.49	3.5		0.14	1.62	0.49
		0.463					0.463					0.463			
外购电		2					2					2			
合计	81.7	-	-	37.84	2.37	85.7	-	-	39.70	2.46	91.2	-	-	42.24	2.59

资料来源：公司公告，财信证券

在原有三峡水利的业务基础上，联合能源旗下的聚龙电力和乌江电力的电力销售业务具有较好的增长空间，我们认为可以有效支撑公司制定的销售电量目标。

表 4：联合能源 2021-2023 年营收和净利润（亿 kwh，元/kwh，亿元）

项目	2021	2022	2023
发电量（亿千瓦时）	16.6	16.6	16.6
外购电量（亿千瓦时）	98.44	104.44	112.44
售电量（亿千瓦时）	115.04	121.04	129.04
营收（亿元）	53.72	56.53	60.26
净利润（亿元）	4.68	4.83	5.04

资料来源：公司公告，财信证券

2 盈利预测

预计公司 2021 年到 2023 年实现营业收入分别为 103.63、109.78 和 117.23 亿元，实现归母净利润 8.81、10.4 和 11.52 亿元，EPS 为 0.46、0.54 和 0.60 元，PE 为 19.01、16.10 和 14.54 倍。考虑到公司作为三峡集团配售电平台公司的定位，以及公司重组后电力销售业务的稳固和综合能源业务的拓展，给予公司 2021 年底 18-22 倍 PE 估值，股价合理区间为 8.28-10.12 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

3 风险提示

外购电成本加剧，来水不及预期，商誉减值风险，电解锰价格波动。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438