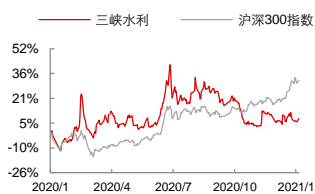


报告日期	2021-01-18
公司研究	点评报告
评级	买入 维持
当前股价(元)	8.41

公司基本数据

总股本(万股)	191,214
流通 A 股/B 股(万股)	99,301/0
资产负债率	46.09%
每股净资产(元)	5.23
市盈率(当前)	39.60
市净率(当前)	1.57
12 个月内最高/最低价(元)	11.01/6.91

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《重组资产售电快速放量,“量增”逻辑主导全年业绩向好》 2021-01-14
- 《十二巫山见九峰,三峡合璧迎东升》 2020-12-15
- 《资产重组助力业绩如期增长,配售电业务龙头即将启航》 2020-10-23

风险提示

1. 来水不及预期风险;
2. 配售电业务开展不及预期风险。

三峡水利(600116)

重组资产大放异彩,业绩大增如期兑现

事件描述

公司发布 2020 年年度业绩预增公告: 2020 年公司预计实现归属于上市公司股东的净利润 6-7 亿元, 同比增长 213%-265%。

事件评论

- **资产重组带动规模扩张, 业绩大增如期兑现。** 公司预计 2020 年全年实现归母净利润 6-7 亿元, 同比增长 213-265%, 业绩同比实现大幅增长主要原因有两点: **1、2020 年 6 月 25 日, 三峡水利完成收购长电联合和两江长兴, 公司合并报表范围扩大, 发电资产和售电规模均显著提升。** 公司 2020 年完成售电量 113.26 亿千瓦时, 同比增加 13.69%, 在今年疫情的影响因素之下, 原三峡水利自有售电量同比基本保持持平, 而重组完成后公司控股二级子公司聚龙电力和乌江实业售电量同比增长 16.92%, 资产重组效果显著。 **2、公司充分利用流域来水, 加大市场开拓力度, 全年发电量、上网电量有较大幅度提升。** 2020 年公司下属及控股公司水电站累计完成发电量 29.47 亿千瓦时, 受益于来水偏丰同比增加 51.98%, 其中今年新纳入电站的发电量同比增长 54.28%, 原三峡水利自有电站同比增长 47.39%。
- **享电改与区域发展红利, 售电业务远景可期。** 公司售电规模未来的增量主要来自市场化推进下存量市场释放、两江新区的增量市场和借助三峡电入渝政策获得的增量客户: **1、按照工商业用电量全部实现市场化的终极目标, 重庆市所有的工商业用电都是三峡水利未来发展的潜力市场, 市场化推进将带来增量售电空间;** **2、相对于重组后公司业务覆盖的其他区域而言, 两江新区在重庆政策的扶持下, 工商业经济有望实现快速发展, 将为公司带来更多的发展空间;** **3、2020 年新增三峡电入渝全部留存三峡库区, 受益于三峡入渝电量, 公司售电规模将得到进一步的提升。**
- **三峡集团产业资源丰富, 未来整合协同效益值得期待。** 根据三峡集团出具的相关意见, 重组完成后, 公司是集团以配售电为主业的唯一上市平台, 集团范围内的存量配售电资产及托管运营等业务按市场化方式逐步注入或优先交由三峡水利参与实施。若实施资产整合, 公司将成为配售电领域的龙头公司。集团拥有众多参控股电力资产, 公司有望获取集团参控股的电能资源, 实现产业链上下游的业务协同。
- **盈利预测与估值:** 预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.35 元、0.51 元和 0.58 元, 对应 PE 分别为 23.96 倍、16.35 倍和 14.41 倍, 维持公司“买入”评级。

分析师及联系人

- | | | | |
|--|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • 张韦华
(8621)61118722
zhangwh1@cjsc.com.cn
执业证书编号:
S0490517080003 | <ul style="list-style-type: none"> • 司旗
(8621)61118722
siqi1@cjsc.com.cn
执业证书编号:
S0490520120001 | <ul style="list-style-type: none"> • 宋尚蹇
(8621)61118722
songsq@cjsc.com.cn
执业证书编号:
S0490520110001 | <ul style="list-style-type: none"> • 于倩
(8621)61118722
yuqian3@cjsc.com.cn
执业证书编号:
S0490520080024 |
|--|--|--|--|

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1307	4375	6865	7172
营业成本	1067	3274	5318	5528
毛利	240	1100	1546	1644
%营业收入	18%	25%	23%	23%
营业税金及附加	12	31	41	43
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	0	25	39	41
%营业收入	0%	1%	1%	1%
管理费用	101	245	364	366
%营业收入	8%	6%	5%	5%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	47	176	243	208
%营业收入	4%	4%	4%	3%
加: 资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-6	-10	0	0
公允价值变动收益	30	20	0	0
投资收益	20	44	172	197
营业利润	221	809	1186	1345
%营业收入	17%	19%	17%	19%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	221	809	1186	1345
%营业收入	17%	19%	17%	19%
所得税费用	36	117	172	195
净利润	185	692	1014	1150
归属于母公司所有者的净利润	192	671	983	1116
少数股东损益	-6	21	30	35
EPS (元)	0.10	0.35	0.51	0.58

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	357	724	2116	1673
取得投资收益收回现金	14	44	172	197
长期股权投资	-4	0	0	0
资本性支出	-5	-6735	-150	-150
其他	23	-4335	20	20
投资活动现金流净额	28	-11026	42	67
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	919	0	0
银行贷款增加 (减少)	150	4834	-618	-832
筹资成本	-146	-516	-793	-816
其他	-211	5739	0	0
筹资活动现金流净额	-207	10976	-1410	-1648
现金净流量 (不含汇率变动影响)	178	674	747	92

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	639	1312	2059	2152
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	87	599	658	639
存货	46	143	232	241
预付账款	6	164	160	111
其他流动资产	75	281	307	298
流动资产合计	854	2499	3416	3439
长期股权投资	59	59	59	59
投资性房地产	28	305	305	305
固定资产合计	3665	8899	8779	8655
无形资产	24	1227	1196	1164
商誉	0	3750	3750	3750
递延所得税资产	31	31	31	31
其他非流动资产	482	832	812	792
资产总计	5142	17601	18347	18195
短期贷款	0	3634	3066	2284
应付款项	263	431	699	727
预收账款	91	87	137	143
应付职工薪酬	105	75	122	127
应交税费	18	60	94	99
其他流动负债	384	818	1260	1305
流动负债合计	861	5106	5379	4685
长期借款	828	2028	1978	1928
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	68	68	68	68
其他非流动负债	397	397	397	397
负债合计	2154	7599	7822	7078
归属于母公司所有者权益	3056	10050	10542	11099
少数股东权益	-68	-47	-17	18
股东权益	2988	10003	10525	11117
负债及股东权益	5142	17601	18347	18195

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.10	0.35	0.51	0.58
每股经营现金流	0.19	0.38	1.11	0.87
市盈率	83.90	23.96	16.35	14.41
市净率	5.26	1.60	1.53	1.45
EV/EBIDTA	29.30	18.72	13.66	12.17
总资产收益率	3.7%	3.8%	5.4%	6.1%
净资产收益率	6.3%	6.7%	9.3%	10.1%
净利率	14.7%	15.3%	14.3%	15.6%
资产负债率	41.9%	43.2%	42.6%	38.9%
总资产周转率	0.25	0.25	0.37	0.39

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。