

# 三峡水利 (600116.SH) 水电行业

评级：买入 首次评级

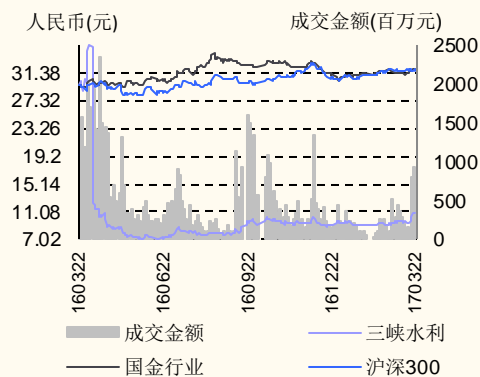
公司深度研究

市场价格 (人民币): 10.86 元  
 目标价格 (人民币): 14.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	888.01
总市值(百万元)	10,784.04
年内股价最高最低(元)	35.42/7.02
沪深 300 指数	3450.05
上证指数	3245.22



## 业绩向上弹性大, 售电侧改革受益者

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.531	0.626	0.231	0.285	0.346
每股净资产(元)	4.31	6.78	8.13	8.99	10.03
每股经营性现金流(元)	1.33	1.15	1.23	1.38	1.87
市盈率(倍)	27.24	34.67	47.01	38.15	31.39
行业优化市盈率(倍)	66.07	66.07	66.07	66.07	66.07
净利润增长率(%)	36.31%	45.86%	10.82%	23.22%	21.53%
净资产收益率(%)	12.32%	9.23%	8.53%	9.51%	10.36%
总股本(百万股)	267.53	331.00	993.01	993.01	993.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **三峡水利是“厂网合一”的电力企业:** 重庆三峡水利电力(集团)股份有限公司成立于 1994 年, 拥有完整的发、供电网络, 是上市公司中少数拥有“厂网合一”的电力企业。公司供电区域覆盖重庆市万州区国土面积的 90%, 供电人口占万州区人口的 86%。公司的核心业务为发电、供电和 design 安装, 公司近年业绩增速较快, 但收入规模有限, 16 年公司收入出现负增长且利润率提升幅度减小, 16 年业绩增速将有所回落。
- **公司发电量供给不足, 新增产能将提升盈利水平:** 公司电源主要有自发电和外购电两类, 外购电比例高达 55%, 且外购电成本相对较高, 度电成本差异为 0.25 元, 高成本影响了公司利润率水平的提升。公司自发电和外购电成本差距大, 公司只要提升自发电量就能够提升公司业绩水平, 业绩向上的确定性高。2014 年公司通过非公开发行募集资金, 投资建设两会沱、金盆、镇泉引和长滩水电机组, 合计装机容量达 7.96 万千瓦, 全部投入运行后, 公司业绩提升空间有望达到 7681 万元;
- **电改将进入深水区, 售电侧改革打破原有发展屏障:** 电力体制改革的主要方向是“管住中间, 放开两头”, 目前新一轮电改推进已满两年, 改革取得了阶段性的成果, 接下来改革将进入深水区, 各项政策会陆续出台。重庆是第一批电改试点城市, 近年来电改政策频超预期, 电改力度强。同时, 地方性电网长期受到国家电网的挤压, 参与电改的意愿强烈, 小电网有望成为配售电的重要入口。电改可使公司通过电力交易从市场上获得低价电源, 公司也可利用自身低成本优势去拓展工业用户, 实现业务扩张, 打破目前因受限于电网布局的天花板;
- **三峡集团成为公司二股东, 协同作战打造地方配售电平台:** 通过股权转让, 三峡集团持股比例提升至 15.4%, 成为公司二股东。长江电力与涪陵聚龙电力、黔江乌江电力签订了战略合作协议, 我们判断三峡集团很可能将整合三峡水利、涪陵聚龙电力、黔江乌江电力等地方电网和两江新区增量配网打造全新的重庆“三峡电网”, 扩大供电和售电的范围, 将三峡水利打造成重庆地区的配售电平台。公司依托三峡集团的实力, 实现售电侧业务扩张, 市场合理发展空间可新增 5-11 亿元的利润规模, 业绩弹性极大。同时, 三峡集团入股后, 我们判断公司有望获取三峡水电站的低价电源, 降低公司成本, 新增利润可达 1 亿元。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

### 投资建议及估值

- 公司外购电成本较高，新增产能陆续投产将降低公司电源成本，提升公司盈利能力；在电改背景下，三峡集团成为公司二股东，一方面公司可通过获取三峡水电站低价电源优化成本结构，预计业绩弹性有 1 亿，另一方面，三峡集团着力布局重庆电改，将在重庆打造“三峡电网”，公司有望成为三峡集团的配售电平台，更有利于公司借电改东风实现售电侧业务扩张。
- 预计 2016-2018 年实现归母公司净利润 2.30 亿、2.83 亿和 3.44 亿，EPS 为 0.23、0.29 和 0.35，对应 PE 为 47、37 和 31 倍。首次覆盖给予公司“增持”评级，公司目标价 15 元。

### 风险

- 来水情况低于预期的风险，同三峡集团业务协同低于预期的风险

## 内容目录

三峡水利是“厂网合一”的电力企业.....	5
公司发电量供给不足，新增产能将提升盈利水平.....	9
公司发电量缺口巨大，急需新增产能.....	9
新增产能可优化电源结构，业绩增长确定性强.....	10
电改将进入深水区，售电侧改革打破原有发展屏障.....	12
电改 9 号文件明确“管住中间、放开两头”的改革方向.....	12
重庆是电力改革的排头兵，地方性小电网有望成为配售电入口.....	13
售电侧改革打破原有发展屏障.....	14
三峡集团成为公司二股东，协同作战打造地方配售电平台.....	15
三峡集团成为公司二股东.....	15
三峡集团着力布局重庆电改，公司有望实现业务扩张.....	15
低价电源降低购电成本，公司业绩弹性显著.....	18
盈利预测与估值.....	20
公司盈利预测.....	20
估值及投资建议.....	20
风险提示.....	21

## 图表目录

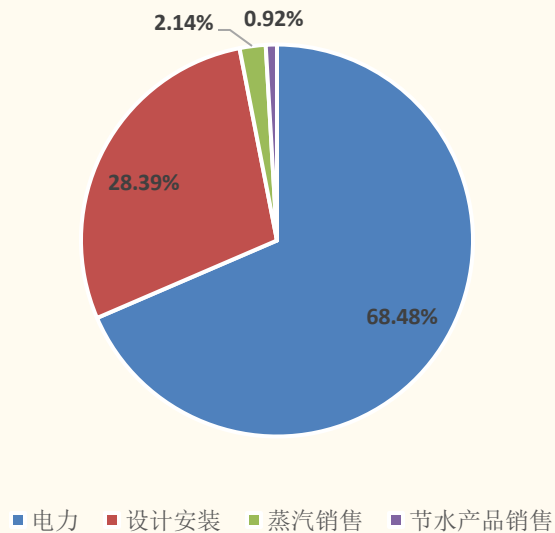
图表 1：三峡水利收入结构.....	5
图表 2：三峡水利收入情况.....	6
图表 3：毛利率和净利率变动情况.....	6
图表 4：三峡水利利润情况.....	7
图表 5：公司主要子公司、参股公司情况.....	7
图表 6：发电量和售电量情况对比.....	9
图表 7：2015 年电力业务成本构成.....	10
图表 8：2015 年公司自发电和外购电情况.....	10
图表 9：公司投运和在建机组统计.....	10
图表 10：不同装机小时数下对利润影响.....	11
图表 11：电改前后售电模式的改变.....	12
图表 12：重庆市电改进程.....	13
图表 13：3-9 月广东电价竞价交易情况.....	14
图表 14：3-9 月广东电企让利空间.....	14
图表 15：三峡水利股权结构图.....	15
图表 16：重庆 GDP 增速情况.....	16
图表 17：重庆市售电量和发电量情况.....	16
图表 18：长兴电力发展历程.....	17

图表 19: 广东 2017 年 3 月售电公司竞争市场份额统计.....	18
图表 20: 售电侧业务市场空间敏感性测算.....	18
图表 21: 三峡水电站送至各地电价.....	19
图表 22: 三峡低价电源业绩弹性测算.....	19
图表 23: 公司盈利预测.....	20
图表 24: 估值对比.....	21

### 三峡水利是“厂网合一”的电力企业

- 公司是“厂网合一”的电力企业。重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司成立于1994年，1997年登陆A股，是重庆第一家上市公司。公司拥有完整的发、供电网络，是上市公司中少数拥有“厂网合一”的电力企业。公司供电区域覆盖重庆市万州区国土面积的90%，供电客户主要以居民为主，供电人口占万州区人口的86%。
- 目前投产及在建的水电装机容量共26万kw，拥有鱼背山、双河、赶场、杨东河、长滩、灩澦等水力发电站，并控股向家嘴水电站；拥有变电站30余座，并与湖北和重庆电网联网，已形成“十”字形110KV骨架网络，可实现110KV环网运行；公司年售电量近16亿千瓦时，是三峡库区重要的电力负荷支撑点。
- 电力业务和设计安装是公司核心业务。公司的主要业务包括：发电、供电、勘察设计安装、节水安装销售以及蒸汽销售。其中，发电和供电是公司的核心业务。以2015年为例，公司电力业务实现收入8.95亿，占总收入的68.48%，设计安装实现收入3.71亿，占总收入的28.39%，电力业务和设计安装业务收入累计占比超过96%。

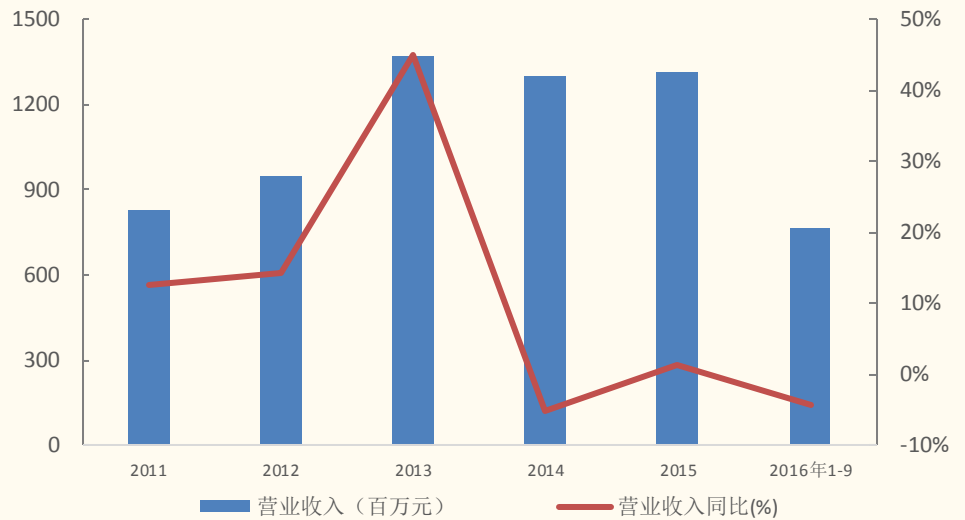
图表 1：三峡水利收入结构



来源：Wind、国金证券研究所

- 收入规模已接近天花板，16年出现负增长。电力和设计安装是公司核心业务，公司电网覆盖面积有限，且以居民用电为主，用电的需求稳定，公司电力业务规模难以扩张。公司收入自2013年起维持在13亿左右，如果设计安装业务收入规模不能快速增长，公司收入规模则已接近天花板。16年公司供区大宗工业客户用电需求减少，销售电量出现下降，公司2016年1-9月收入达7.69亿元，同比增速为-4%，收入出现负增长情况。

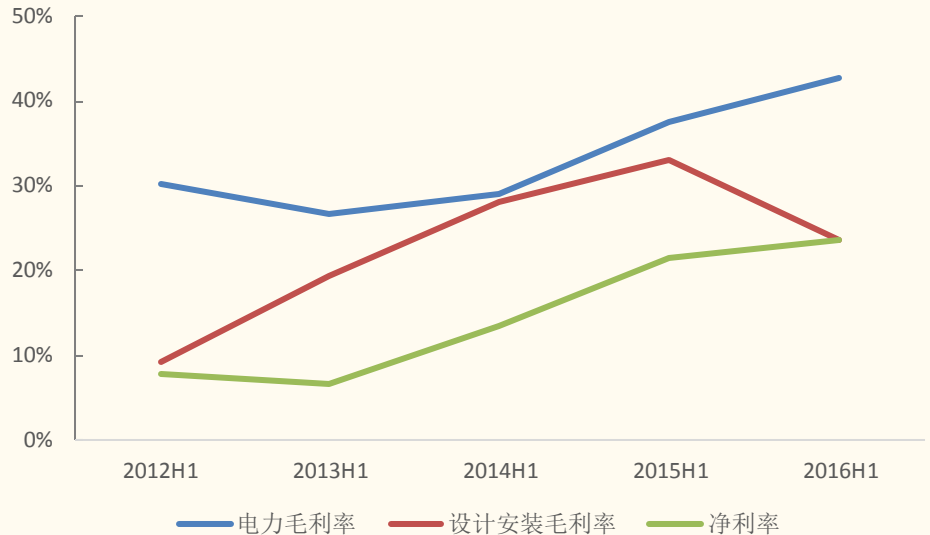
图表 2：三峡水利收入情况



来源：Wind、国金证券研究所

电力业务毛利率和净利率持续走高，但增幅减小。公司业务具有明显的季节性，2016 年年报暂时未报出，因此我们用半年度的数据作为参考标准。公司电力业务毛利率自 2013 年开始持续上升，2016 年 1-6 月已达 42.75%。公司净利率维持了同样的走势，但由于设计安装的毛利率在 2016 年上半年出现了 9.48% 的下滑，因此 2016 年上半年净利率增幅有所减小，这将对公司业绩增速造成一定影响。

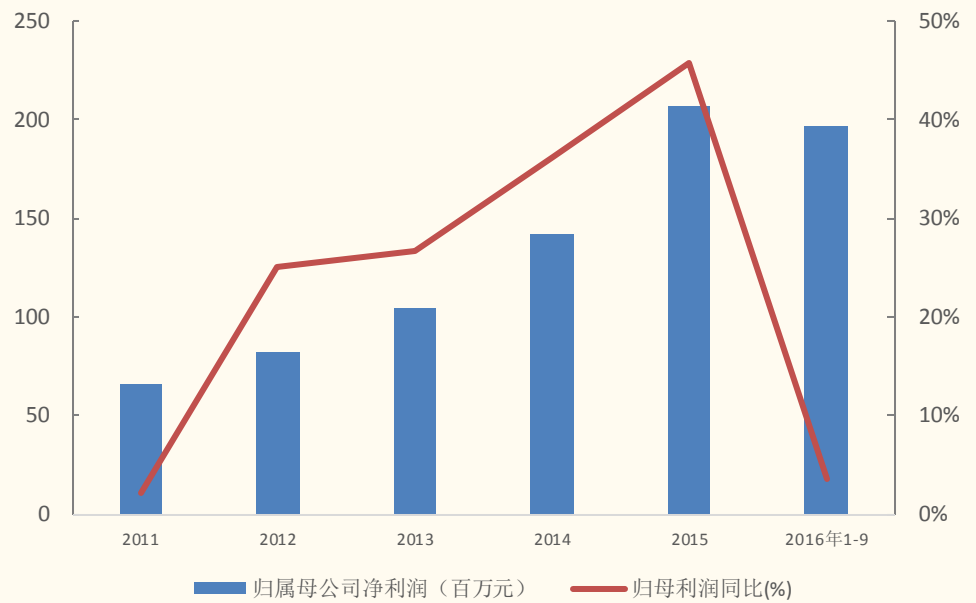
图表 3：毛利率和净利率变动情况



来源：Wind、国金证券研究所

■ 收入下降和利润率提升幅度减小至净利润增速有所回落。近年来公司利润增速较高，2014-2015 年公司归母净利增速保持在 30% 以上，主要依靠利润率水平的持续提升，但 2016 年公司收入出现负增长，且利润率提升的幅度减小，至公司业绩增速出现回落。2016 年 1-9 月公司实现归母净利润 1.97 亿元，增速回落至 3.49%，有较大幅度下滑。

图表 4：三峡水利利润情况



来源：Wind、国金证券研究所

- **公司业务布局广泛，联营企业增厚公司业绩。**公司现拥有 7 个全资子公司，5 个控股子公司和 3 个参股公司，业务布局覆盖了发电、供电、供热、工程施工、房地产、广告等。其中公司联营企业重庆公用站台设施投资开发公司经营良好，每年能够带来 2000 万以上的投资收益，可增厚公司业绩。

图表 5：公司主要子公司、参股公司情况

公司名称	权益比例	2016H1 营业收入 (万元)	2016H1 净利润 (万元)	主要经营活动
重庆三峡水利发电有限公司	100%	3,322	550	水力发电、电站运行维护管理
重庆三峡水利供电有限公司	100%	41,184	-46	承担重庆三峡水利电力（集团）股份有限公司供区内的供电业务、供用电技术开发与咨询、供用电设备材料经营、客户用电服务
重庆三峡水利实业发展有限公司	100%	3,085	386	房地产开发；物业管理；中型餐饮
重庆三峡水利电力建设有限公司	100%	1,351	47	电力设施承装二级、承修二级；从事建筑相关业务；水力发电、水电物资供应、工业设备安装
重庆三峡水利建设有限公司	100%	1,995	-115	土木工程建筑、装饰装修服务、房地产开发
重庆三峡水利电力投资有限公司	100%	4,233	1,933	电力项目开发、对外投资
四川源田现代节水有限责任公司	88.97%	251	-20	生产销售现代节水产品
重庆市万州区江河水电开发有限公司	88.89%	535	181	水利电力开发、水电物资供应
奉节县康乐电力有限公司	48.75%	-	-74	火力发电
巫溪县后溪水电开发有限公司	99.77%	1,096	-257	水力发电
重庆市万州供热有限公司	55.00%	1,162	-581	供热服务

公司名称	权益比例	2016H1 营业收入 (万元)	2016H1 净利润 (万元)	主要经营活动
重庆公用站台设施投资开发公司	34.00%	6,380	2,392	站台设施建设、制作和发布站台广告

来源：公司公告、国金证券研究所

**收入规模天花板是影响公司业绩增长的重要问题。**公司的业务性质决定公司的收入规模要受制于电网的覆盖面积和客户群体，目前公司得电力业务收入规模已接近天花板，增长的空间已经不大。未来要想继续保持业绩增速，目前公司仅能依靠降低成本去提升利润水平。



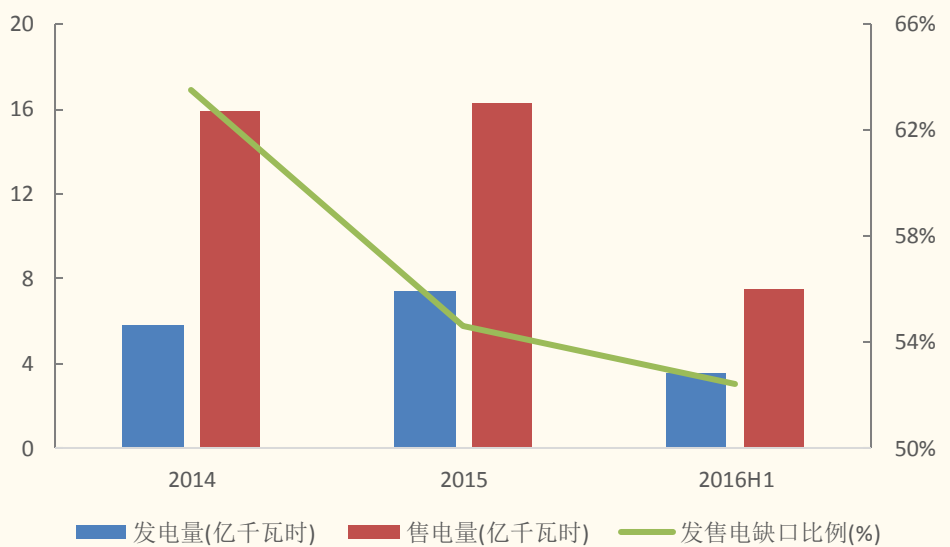
### 公司发电量供给不足，新增产能将提升盈利水平

- 公司是地方性的小电网，外部电力采购和自发电是公司的主要电力来源。降低成本有几种方式，包括：取得低价优质电源，降低外部电力采购成本；降低企业自身发电成本；提升自发电的占比，优化电源结构。外购电来源于国家电网，成本降低空间极小，水电发电成本降低可能性不大，目前来看，优化电源结构是提高利润率水平的可行手段。

### 公司发电量缺口巨大，急需新增产能

- 公司自发电存在较大缺口。公司的电源主要有两类，自发电和外购电。2015年公司售电量达16.31亿千瓦时，而自发电量仅为7.4亿千瓦时，外购电比例达54.63%。事实上，公司近几年一直致力于提高公司自身发电产能，外购电的比例也在持续降低，由2014年的63.50%降低至2016年上半年的52.41%，但外购电占比仍旧较大，未来有持续改善空间。

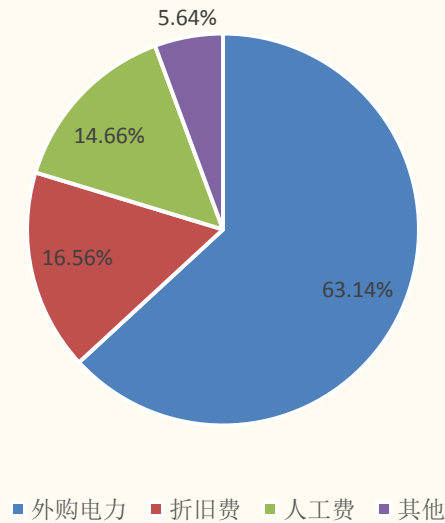
图表 6：发电量和售电量情况对比



来源：公司公告、国金证券研究所

- 外购电力是电力业务的主要成本。从2015年公司的营业成本分析，外购电力的成本占比达63.14%，折旧费占比16.56%，人工费占比14.66%。公司由于自发电能力不足，目前仍有50%以上的电力需要外购，外购电力的成本在长时间内仍将是公司的最主要成本。

图表 7：2015 年电力业务成本构成



来源：公司公告、国金证券研究所

- **外购电力成本拉低电力业务综合毛利率。**2015 年外购电成本 3.71 亿元，外购电实现收入 5.21 亿元，外购电的毛利率为 28.72%，度电成本 0.39 元/度。对比自发电情况，2015 年自发电毛利率高达 73.88%，度电成本仅为 0.14 元/度，比外购电度电成本低 0.25 元，外购电力成本较高将电力业务的综合毛利率拉低至 47.53%。

图表 8：2015 年公司自发电和外购电情况

	自发电	外购电	合计
收入 (万元)	37,195	52,100	89,295
成本 (万元)	9,717	37,135	46,852
毛利率 (%)	73.88%	28.72%	47.53%
度电成本 (元)	0.14	0.39	0.29
度电毛利 (元)	0.40	0.16	0.26
售电量 (万千瓦时)	67,925	95,144	163,069

来源：公司公告、国金证券研究所

- **新增产能有望提升公司整体盈利水平。**虽然公司外购电比例近两年在持续降低，但目前占比仍高于 50%。相比于自发电 0.14 元的度电成本，外购电的度电成本高达 0.39 元，外购电的高成本拉低了公司的整体毛利率，公司如果能够提高自身产能，减少外购电比例，将能够提高毛利率水平，从而提升公司整体业绩。

**新增产能可优化电源结构，业绩增长确定性强**

- **公司募投水电将陆续投产。**2014 年公司通过非公开发行募集资金，投资建设两会沱、金盆、镇泉引和长滩水电机组，合计装机容量达 7.96 万千瓦。目前两会沱和镇泉引机组均已投产，金盆水和新长滩项目分别将于 2017 年 5 月和 2018 年 4 月投运，未来公司机组装机容量将达到 26.24 万千瓦。

图表 9：公司投运和在建机组统计

序号	电厂	装机容量 (万千瓦)	持股比例 (%)	发电量 (亿千瓦时)		
				2016 年度	2015 年度	变动比例 (%)
1	金背山电厂	1.7	100%	0.6464	0.6555	-1.39
2	双河电厂	2.69	100%	1.426	1.3451	6.01
3	赶场电厂	3.75	100%	1.948	1.8263	6.66

4	长滩电厂	0.52	100%	0.2936	0.347	-15.39
5	瀘渡电厂	0.15	100%	0.0222	0.037	-40
6	重庆市万州区恒丰水电	0.12	100%	0.0865	0.1067	-18.93
7	向家嘴电厂	1.26	88.89%	0.3467	0.3384	2.45
8	杨东河水电站	4.8	100.00%	1.9064	1.6533	15.31
9	峡门口电站	0.8	99.81%	0.208	0.2162	-3.79
10	两会沱水电站	2	99.81%	0.4245	0.3535	20.08
11	镇泉引水电站	2.5	99.81%	0.0604	0	
12	芒牙河二级电站	2.49	55.56%	0.4351	0.5177	-15.96
已投运电站合计		22.78		7.8038	7.3967	5.5
13	金盆水电站	2.5		预计2017年5月投产		
14	新长滩项目	0.96		预计2018年4月投产		
在建规模合计		3.46				
水电站装机容量合计		26.24				

来源：公司公告、国金证券研究所

- 产能提升改善利润率，业绩增长确定性强。公司自发电和外购电成本差距大，公司只要提升自发电量就能优化电源结构，提升公司利润率水平，业绩向上的确定性强。2014年公司募投水电项目装机容量达7.96万千瓦，目前以后4.49万千瓦的机组投入运营，但机组尚未满负荷运转。
- 假设未来所有水电机组利用小时数能够达到2015年公司整体的3879小时，提高7.96万千瓦的装机容量，预计最大有7681万元的净利润改善空间，是2015年净利润的42.4%。

图表 10：不同装机小时数下对利润影响

新增发电机组装机容量(万千瓦)	7.96	7.96	7.96	7.96
新增机组利用小时数	2000	2500	3000	3879
新增自发电量(亿千瓦时)	1.592	1.990	2.388	3.088
新增自发电上网电量(亿千瓦时)	1.584	1.980	2.376	3.072
度电成本差价(元/千瓦时)	0.25	0.25	0.25	0.25
新增净利润(万元)	3,960	4,950	5,940	7,681
新增EPS	0.040	0.050	0.060	0.077

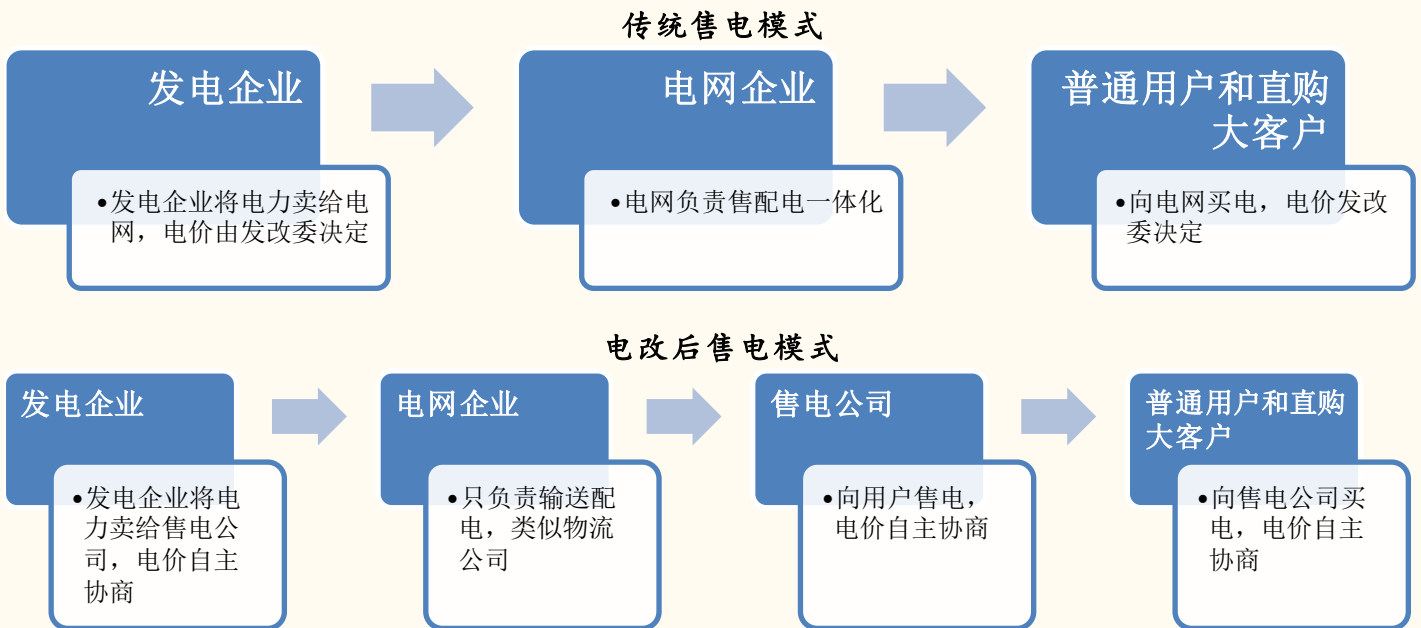
来源：国金证券研究所

## 电改将进入深水区，售电侧改革打破原有发展屏障

### 电改 9 号文件明确“管住中间、放开两头”的改革方向

- 电改 9 号文是电力体制改革的纲领性文件。2015 年 3 月发布的电力体制改革纲领性文件《关于进一步深化电力体制改革的若干意见(中发〔2015〕9 号)文》，俗称电改 9 号文。
- 文件中明确了深化电力体制改革的重点和路径：在进一步完善政企分开，厂网分离，主辅分离的基础上，按照管住中间、放开两头的体制架构，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划；推进交易机构相对独立，规范运行；继续深化对区域电网建设和适合我国国情的输配体系体制研究，进一步强化政府监管、电力统筹规划、以及电力安全高效运行和可靠性供应。
- “放开两头，管住中间”是改革方向。所谓放开两头，一是开放发电侧市场，这个目前已经基本实现；重点是开放购电侧市场，把购电的选择权交给购电人，鼓励和吸引电力用户进入电力交易市场，形成多元购电主体。所谓管住中间，就是要加强对输配电环节的监管，使其为电力购销双方提供质量保证、价格合理的输电服务。

图表 11：电改前后售电模式的改变



来源：国金证券研究所

开放售电侧市场，是推进电力改革的突破口，配电环节是垄断的，输电环节也是同样垄断的，所以从国外的经验来看，一个是将发电环节分开，更重要的是给用户以选择权，要放开发电环节和用电环节这两个存在竞争环节。

**2 年电改取得阶段性成果。**新一轮电改推进已满两年，改革正在循序渐进的颠覆传统电力市场。两年时间内，启动电力体制综改试点有 23 个省、电力交易机构注册成立 33 家、31 个省级电网输配电价改革全面覆盖、6000 多家售电公司成立、105 家增量配网改革启动。

**电改进入深水区，政策持续出台。**2017 年 1 月 4 日国家发展改革委印发了《省级电网输配电价定价办法（试行）》，规定了省级电网输配电价的定价原则、计算办法，有利于输配电价定价的规范和透明，剔除不合理投资成本，为管住中间提供监管依据，推动着电力改革继续前进。

### 重庆是电力改革的排头兵，地方性小电网有望成为配售电入口

- **重庆是电改首批试点城市。**2015年12月9日，发改委、能源局就批复同意重庆市、广东省开展售电侧改革试点，重庆和广东是首批的电改试点。广东省和重庆市都属于资源输入型省市，同时也是负荷大省，在资源输入型城市推进售电侧改革试点，有利于厘清参与售电的各方利益，为改革进入深水区提供前车之鉴。
- 重庆市售电侧改革试点的总体思路是，选择重庆市具有试点条件的区域向社会资本开放配售电业务，售电公司通过电力交易平台与发电企业达成电力交易，用户自行选择售电公司提供综合能源服务。

**重庆电改政策力度超预期。**2016年7月，重庆市政府发布了关于降低电价支持工业经济发展的通知，通知规定了参与直接交易电力用户的准入门槛、减免城市公用事业附加费、取消用户申请用电减容、用电容量暂停次数限制等改革措施。

本次政策的亮点在于本次重庆将参与交易用户年用电量准入门槛放宽至500万千瓦时，将市级及以上工业园区全部纳入售电侧改革试点，同时提出区县人民政府可以选择新增配网投资建设主体，社会资本投资配网不再有政策约束。相对于同时首批试点的广东，重庆的政策力度在多方面超预期，凸显出重庆政府对于电改的决心。

图表 12：重庆市电改进程

时间	事件
2015年11月28日	国家发改委、能源局批复赞成重庆市、广东省为首批售电侧改革试点地区
2015年12月18日	重庆市委市政府为三家试点售电公司——重庆两江长兴电力有限公司、重庆能投售电有限公司、重庆渝西港桥电力有限公司举办了授牌典礼。
2016年2月5日	重庆市人民政府办公厅下发《关于印发重庆市售电侧改革试点工作实施方案的通知》。方案明确售电侧改革试点范围为支柱产业和战略性新兴产业重点项目集聚区，包括两江新区水土、鱼复、龙兴三个园区，长寿经开区晏家、江南、八颗三个组团，万州经开区，万盛平山工业园区，永川港桥工业园区，以及中石化页岩气开发、管输、利用领域。
2016年2月15日	两江新区首批12家企业近日与重庆两江长兴电力有限公司签订购售电协议，标志着重庆市售电侧改革试点迈入了实质性实施阶段。首家用电企业将于3月由重庆两江长兴售电公司正式供电。
2016年5月30日	重庆永川港桥园区在售电侧改革后第一家通过售电商购电的用户顺利带电，标志侧重庆港桥电力公司售电实现零的突破，售电业务正式开始。
2016年6月29日	重庆将参与交易用户年用电量准入门槛放宽至500万千瓦时，将市级及以上工业园区全部纳入售电侧改革试点。
2016年9月1日	国网旗下首家股份制交易机构的重庆电力交易中心成立，该公司股权结构实行多元化，包括发电、输电、售电市场主体，并引入第三方机构。在该交易中心国网出资70%，重庆电力市场主体代表和第三方机构共同出资30%。
2016年9月5日	重庆电力交易中心有限公司挂牌后交易成交超过30亿千瓦时，交易成交发电企业9家，成交电力用户145家。通过直接交易，减少客户用电成本3.3亿元。
2016年9月30日	重庆印发《重庆市电力直接交易规则(试行)》
2016年10月	重庆市公布关于组织开展2017年度电力直接交易试点工作的通知
2016年10月21日	重庆发改委网站公布公示第一批售电企业，分别是：重庆寒阳售电股份有限公司、重庆彤运售电有限公司、重庆科陆售电有限公司、重庆英菲葆尔电力销售有限公司、华能重庆能源销售有限责任公司。
2016年12月27日	重庆发改委网站公布公示第二批售电企业
2017年1月26日	重庆发改委网站公布公示第三批售电企业

来源：公开资料、国金证券研究所

**地方性小电网有望成为配售电入口。**在电力改革的过程中，我国存在着两种电网，一种是国家电网和南方电网这类庞然大物，第二种是各地区存在着地方性的电网，如三峡水利、郴电国际、桂东电力等。电改新政要求放开增量配网，这是未来的发展趋势。

国家电网和南方电网处于垄断地位，电改的阻力较大，新增配网仍处于试点阶段，建设周期较长，地方性电网既具有良好的基础设施和技术能力，同时

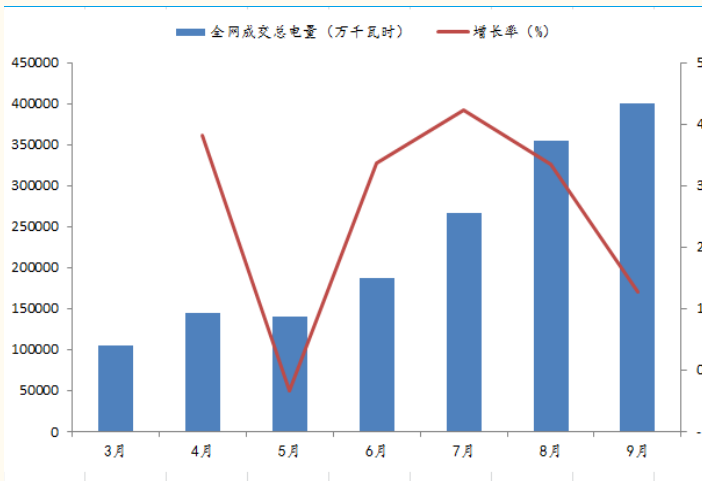


因为长期受到国家电网的挤压，也具有较强的改革意愿，有望成为配售电的重要入口。

### 售电侧改革打破原有发展屏障

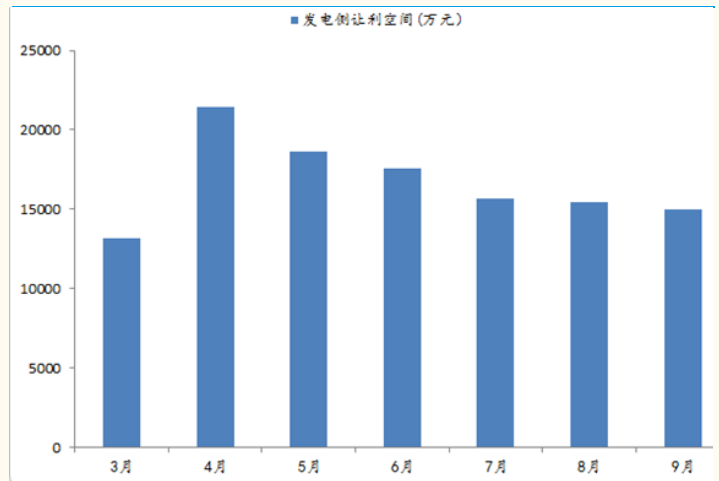
- 本次电改的主要改革方向为“管住中间、放开两头”，目前发电侧放开已经成熟，售电侧改革正在大刀阔斧的推行，重庆是电改首批试点城市，改革需求强烈，改革力度较强，公司在国家电网的挤压下参与电改的意愿强烈，虽然电改对于公司同样具有风险，但也打开了市场的发展空间，一方面公司有望通过售电侧改革获得低价电源，优化公司目前的电源结构，另一方面公司拥有自有水电，电价成本低，有望利用低价电源获取工业用户，实现业务扩张，打破收入规模天花板。
- **获取低价电源，优化公司电源结构。**我国目前电力供大于求，发电机组平均利用小时数逐年降低，在电改背景下，电价能够在市场上自由交易，电价将成下降趋势，低价的电源在市场上具有竞争力。从广东首轮的电价交易情况可以看出，发电企业让利的空间明显。
- 7 个月的竞价交易，广东共成交电量 159.8 亿千瓦时，提前三个月完成全年目标，发电企业每月的整体让利空间保持在 1.5 亿左右，竞价交易明显的降低了用户的用电成本。

图表 13: 3-9 月广东电价竞价交易情况



来源：广东电力交易中心、国金证券研究所

图表 14: 3-9 月广东电企让利空间



来源：广东电力交易中心、国金证券研究所

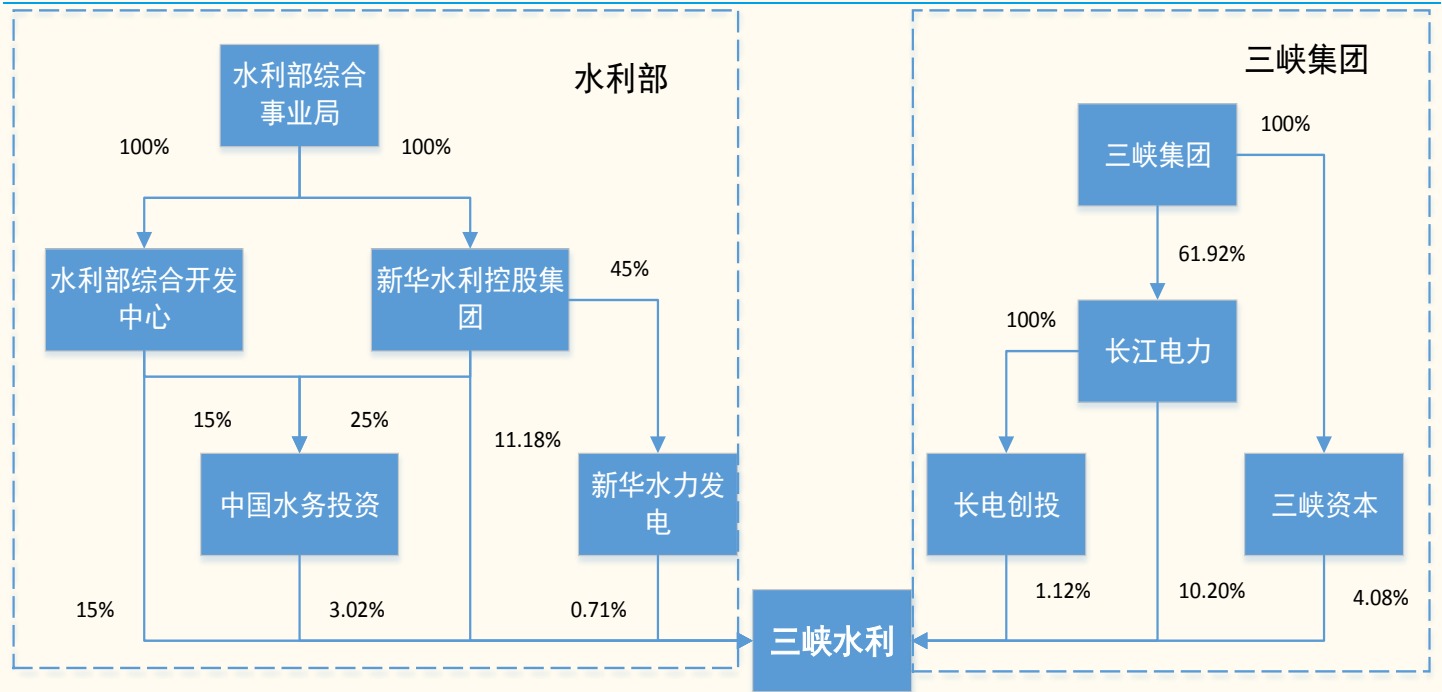
- 目前公司售电量和自发电量存在较大差距，外购电比例保持在 50% 以上，且外购电成本较高。目前公司的外购电主要来源为国家电网重庆分公司和国家电网湖北分公司，通过售电侧改革，公司有望在市场上直接从电企获取更低价外购电力，降低外购电成本，优化公司的电源成本结构。提高公司盈利水平。
- **电改为业务扩张提供可能。**公司的电网覆盖万州区 90% 的土地，供电人口占万州区人口的 86%，供电客户主要以居民为主，较少涉及工业用户，这意味着公司售电量的空间是有限的。重庆电改放开了工业园区的用电需求，公司拥有低价的水电电源，有望利用低价电源在工业园区拓展市场，打破原有受制于电网布局的天花板。

## 三峡集团成为公司二股东，协同作战打造地方配售电平台

### 三峡集团成为公司二股东

- **长江电力购买股权通过国资委审批。**2017年3月20日，公司发布公告称国资委同意重庆中节能将其持有的公司股份101,256,000股协议转让给长江电力。股权过户后，长江电力持有公司股份101,256,000股，占公司总股本的10.20%。
- **三峡系成为公司二股东。**另外，2016年6-12月期间，与长江电力同为三峡集团的三峡资本和长电创投在二级市场增持三峡水利股票，增持价格在7-10元之间，截至目前三峡资本持股比例4.08%，长电创投持股比例1.12%，三家公司累计持股15.4%，成为三峡水利的第二大股东，公司的实际控制人仍为水利部综合事业局。

图表 15：三峡水利股权结构图

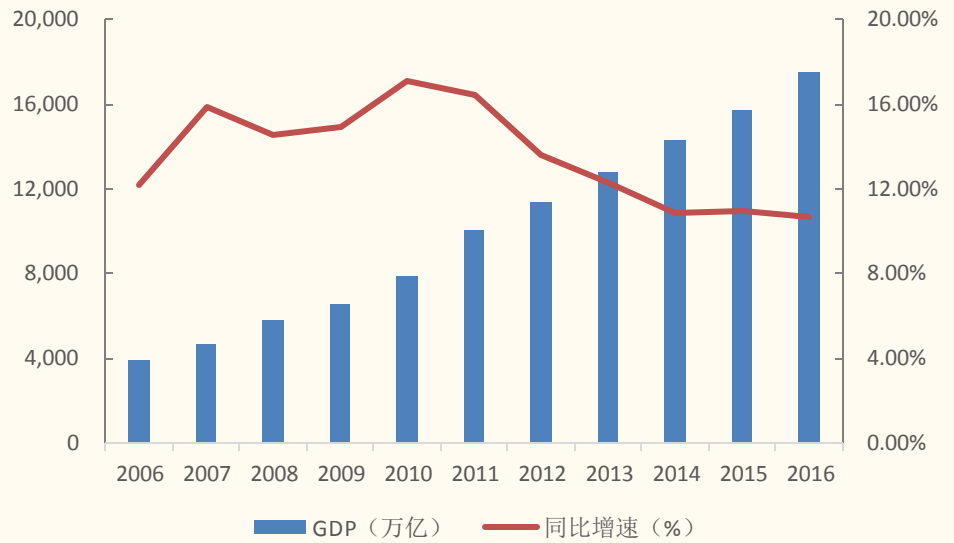


来源：公司公告、国金证券研究所

### 三峡集团着力布局重庆电改，公司有望实现业务扩张

- **重庆是 GDP 增速位于全国第一。**重庆近几年正经历着高速发展，2016 重庆 GDP 总量为 17558 亿元，同比增速达 10.70%，在全国经济增速明显下滑的趋势下，重庆 GDP 增速 2016 年位居全国第一，城市发展极具活力。

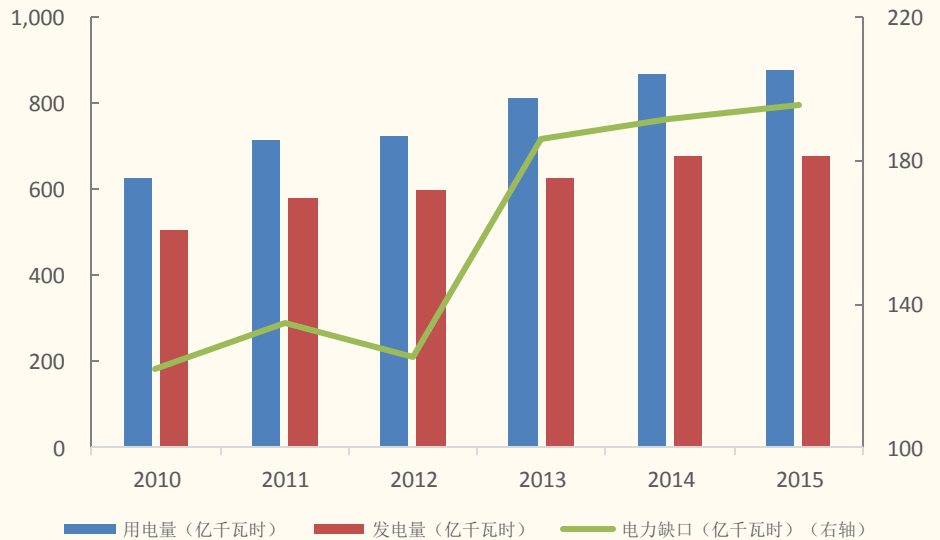
图表 16: 重庆 GDP 增速情况



来源: 国家统计局、国金证券研究所

- **近年电力缺口持续放大。**重庆是资源输入型城市，经济的高速发展带动了城市用电量的高速增长，但重庆地区的发电量增长缓慢，近几年电力缺口持续放大，从 2010 年的 122 亿千瓦时增长至 2015 年的 195 亿千瓦时。公司若能够通过三峡水利参与到重庆售电业务中，市场空间巨大。

图表 17: 重庆市售电量和发电量情况



来源: 中国电力企业联合会、国金证券研究所

- **2015 年已参股重庆地方售电公司，布局增量配网。**2015 年公司同重庆两江集团、涪陵聚龙电力、中涪热电(民营)共同出资设立重庆两江长兴电力有限公司。长兴电力立足重庆两江新区工业开发区(鱼复、龙兴、水土工业园区)，以及万盛平山工业园区、中石化涪陵页岩气示范区等改革试点核心区域，依托国家电改政策，密切与电网企业协作一致，发展新型配售电业务，收购园区电力资产和参与新增配网建设。



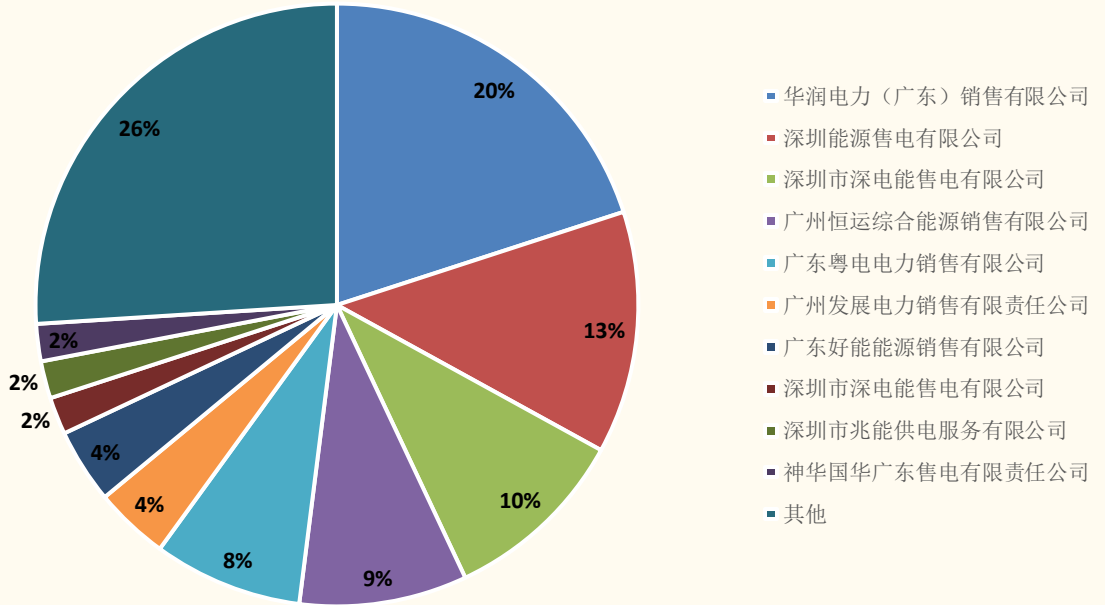
**图表 18：长兴电力发展历程**

时间	事项
<b>2015 年</b>	
8 月 13 日	重庆两江长兴电力有限公司注册成立。
12 月 18 日	重庆两江长兴电力有限公司获重庆市委市政府授牌。
<b>2016 年</b>	
2 月 3 日	重庆两江长兴电力有限公司与大唐重庆分公司签订购电意向协议，率先成功购电；与北京现代、长安等首批 11 家用电企业签订售电意向协议。
3 月 1 日	两江新区韩国浦项公司率先实现通电，成功用上改革电。
4 月 29 日	率先签订中石化页岩气水江钻探区块三方《市场化零售供用电合同》。
5 月 25 日	10kV 维龙开闭所、10kV 总部基地开闭所开工建设，开启社会资本投资建设增量配网。
8 月 17 日	220KV 南花堡配电工程场平开工。
9 月 1 日	重庆电力交易中心挂牌成立，长兴电力成为交易中心的股东之一。
9 月 18 日	北京现代减容增效服务项目竣工，成为长兴电力首家综合能源服务受益企业。
9 月 13 日	110kV 云计算 1#变电站投运，成为长兴电力运营的首个变电站。

来源：长兴电力官网、国金证券研究所

- **打造重庆配售电平台，有望实现 3-5 倍的业绩弹性。**2017 年 2 月，重庆市政府与中国长江三峡集团公司联合举行重庆长电联合能源有限责任公司和重庆两江三峡兴盛能源产业股权投资基金管理有限公司揭牌活动，其中重庆长电联合能源有限责任公司是长江电力同重庆两江新区开发投资集团、涪陵能源等公司联合出资成立，重庆两江三峡兴盛能源产业股权投资基金管理有限公司则是三峡集团在渝发起设立的三峡能源产业发展基金，规模达 140 亿元。
- 同时长江电力与涪陵区、黔江区政府还就参与乌江电力和聚龙电力发展达成一致意见，签订了《战略合作框架协议》。长江电力增持三峡水利后，我们判断三峡集团将整合三峡水利、涪陵聚龙电力、黔江乌江电力等地方电网和两江新区增量配网打造全新的重庆“三峡电网”，扩大供电和售电的范围，进一步提高三峡电站增发发电量入渝规模，同时深度参与重庆电改，协同作战打造重庆地区的配售电平台。
- **目前售电侧改革仍处于初级阶段。**2017 年广东省售电公司数量已达 200 多家，自从去年 3 月开始在电力交易中心进行竞价交易后，交易电量持续提高，售电公司购电需求较大。但目前售电侧改革仍处于初级阶段，广东省输配电价尚未出台，售电公司的盈利主要来自原发电企业的降价。且供给侧发电资源单一，现有参与交易的发电企业只有火电，导致竞价交易成本价对发电成本存在着较大依赖，未来将引入更多类型的发电资源。
- **掌握优质电源和客户资源将在电改中获胜。**从目前的广东省的售电企业格局来看，发电企业旗下的售电公司市占率较高，能够掌握优质电源的售电平台在购电环节中优势明显。而售电侧改革的意义在于用户的自由选择权放开，在目前电力能源相对过剩的背景下，拥有巨大的用户体量是核心竞争力。目前广东省售电公司竞争激烈，但随着售电侧改革的持续深入，未来竞争格局将有望集中。

图表 19: 广东 2017 年 3 月售电公司竞争市场份额统计



来源: 易电在线、国金证券研究所

- 公司依托三峡集团即拥有充足的低价电源(三峡水电站),又可利用“三峡电网”的客户资源优势,若能参与到重庆地区售电业务,市场空间巨大。重庆 2015 年售电量达 679.81 亿千瓦时,根据测算,若公司能够在售电侧占领 5%或 10%的市场份额,公司净利润将提升 5.8 或 11.6 亿元,是公司目前利润水平的 3-5 倍,具有极大的业绩弹性和发展空间。

图表 20: 售电侧业务市场空间敏感性测算

项目	情况 1	情况 2
2015 年重庆售电量(亿千瓦时)	679.81	679.81
<b>市场份额</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>
公司售电规模(亿千瓦时)	33.99	67.98
销售电价(元/千瓦时)	0.5487	0.5487
三峡水电站电价(元/千瓦时)	0.2799	0.2799
度电成本毛利(元/千瓦时)	0.2688	0.2688
当期收入(百万元)	1,865.06	3,730.12
当期毛利(百万元)	913.67	1,827.33
当期费用(百万元)	335.71	671.42
<b>当期利润(百万元)</b>	<b>577.96</b>	<b>1,155.91</b>
新增 EPS	0.582	1.164

来源: 国金证券研究所

#### 低价电源降低购电成本, 公司业绩弹性显著

- 公司目前装机容量为 22.78 万千瓦,外购电比例持续高于 50%,无法满足供区的用电需求。外购电主要来自于国家电网重庆分公司和湖北分公司,成本在 0.39 元/度。
- 三峡集团进入后,有望为公司提供低成本和丰富的电源供给,降低公司的外购电成本。目前三峡水电站送至重庆的落地电价为 0.2799 元/千瓦时,

低于公司外购电成本 0.11 元，若公司未来全部采用三峡电源，公司业绩有望提高 1 亿元，业绩弹性显著。

**图表 21：三峡水电站送至各地电价**

地区	上网电价 (元/千瓦时)	落地电价 (元/千瓦时)
湖北	0.21693	0.27833
湖南	0.22864	0.29042
河南	0.22581	0.2875
江西	0.26787	0.33089
上海	0.25751	0.36782
江苏	0.23193	0.3399
浙江	0.27509	0.387
安徽	0.21736	0.324
广东	0.29531	0.39
重庆	0.21845	0.2799

来源：国家发改委、国金证券研究所

**图表 22：三峡低价电源业绩弹性测算**

项目	数据
外购电量 (亿千瓦时)	8.91
国家电网电价 (元/千瓦时)	0.39
三峡电价 (元/千瓦时)	0.28
度电成本差价 (元/千瓦时)	0.11
可提高业绩 (万元)	9801
新增 EPS	0.099

来源：国金证券研究所

## 盈利预测与估值

### 公司盈利预测

- **电力业务：**公司的电网主要覆盖万州区的 86%的居民，目前公司的电源主要是自发电和外购电，外购电的占比高于 50%且成本较高。公司新建水电站预计在今明两年将会陆续投产，自发电的比例持续提高，将改善成本结构，在售电量缓慢增长的情况下，毛利率持续提高。受电改和三峡集团成为二股东影响，预计公司未来有望在售电端实现业务扩张，未来收入增速有望提高。预计公司电力业务 2016-2018 年能够实现收入 8.50 亿、8.93 亿和 9.82 亿元。
- **设计安装业务：**公司深耕水电行业，设计安装业务在重庆地区具有较高认可度，农网改造和新增配网的建设能够维持公司设计安装业务的稳定增速，预计 2016-2018 年实现收入 3.90 亿、4.09 亿和 4.30 亿。

图表 23：公司盈利预测

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>电力业务</b>					
销售收入（百万元）	895.51	894.89	850.15	892.65	981.92
增长率（YOY）		-0.07%	-5.00%	5.00%	10.00%
毛利率	26.60%	34.28%	37.00%	39.00%	42.00%
销售成本（百万元）	657.34	588.13	535.59	544.52	569.51
增长率（YOY）		-10.53%	-8.93%	1.67%	4.59%
毛利（百万元）	238.17	306.76	314.55	348.13	412.41
增长率（YOY）		28.80%	2.54%	10.68%	18.46%
<b>设计安装</b>					
销售收入（百万元）	311.89	371.38	389.95	409.45	429.92
增长率（YOY）		19.07%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.67%	21.22%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	238.07	292.57	311.96	327.56	343.94
增长率（YOY）		22.90%	6.63%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）	73.82	78.81	77.99	81.89	85.98
增长率（YOY）		6.75%	-1.04%	5.00%	5.00%

来源：国金证券研究所

### 估值及投资建议

- 公司外购电成本较高，新增产能陆续投产将降低公司电源成本，提升公司盈利能力；
- 在电改背景下，三峡集团成为公司二股东，一方面公司可通过获取三峡水电站低价电源优化成本结构，预计业绩弹性有 1 亿，另一方面，三峡集团着力布局重庆电改，将在重庆打造“三峡电网”，公司有望成为三峡集团的配售电平台，更有利于公司借电改东风实现售电侧业务扩张，打破收入规模天花板。
- 预计 2016-2018 年实现营业收入 13 亿、13.99 亿和 15.44 亿，实现归母公司净利润 2.30 亿、2.83 亿和 3.44 亿，EPS 为 0.23、0.29 和 0.35，对应 PE 为 47、37 和 31 倍。首次覆盖给予公司“买入”评级，公司目标价 15 元。

图表 24：估值对比

股票名称	市值(亿)	股价(元)	EPS			PE			BP
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	
三峡水利	107.94	10.87	0.23	0.29	0.35	47.26	37.48	31.06	4.47
*桂东电力	73.01	8.82	0.26	0.30	0.47	33.92	29.40	18.77	2.86
*文山电力	61.87	12.93	0.25	0.28	0.32	51.72	46.18	40.41	3.91
*广安爱众	75.07	7.92	0.23	0.23	0.26	34.43	34.43	30.46	2.32
*涪陵电力	72.03	45.02	0.94	1.36	1.77	47.89	33.10	25.44	8.08

来源：国金证券研究所

注：标\*标的盈利预测均采用 Wind 一致预测值

### 风险提示

来水情况低于预期的风险，同三峡集团业务协同低于预期的风险

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,369</b>	<b>1,298</b>	<b>1,316</b>	<b>1,300</b>	<b>1,399</b>	<b>1,544</b>	货币资金	505	369	601	600	523	743
增长率		-5.2%	1.4%	-1.2%	7.6%	10.4%	应收账款	92	199	121	120	123	132
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,096</b>	<b>-978</b>	<b>-935</b>	<b>-917</b>	<b>-945</b>	<b>-1,014</b>	存货	173	95	123	126	130	139
%销售收入	80.0%	75.3%	71.1%	70.5%	67.6%	65.6%	其他流动资产	46	35	380	252	253	254
<b>毛利</b>	<b>273</b>	<b>320</b>	<b>381</b>	<b>384</b>	<b>454</b>	<b>531</b>	流动资产	815	698	1,225	1,097	1,028	1,268
%销售收入	20.0%	24.7%	28.9%	29.5%	32.4%	34.4%	%总资产	23.1%	19.4%	28.2%	26.0%	22.0%	26.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-27</b>	<b>-21</b>	<b>-20</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	长期投资	178	122	200	201	200	200
%销售收入	1.9%	1.6%	1.5%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,462	2,631	2,820	2,884	3,417	3,362
<b>营业费用</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	%总资产	69.9%	72.9%	65.0%	68.4%	73.1%	69.1%
%销售收入	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	48	32	33	32	32	31
<b>管理费用</b>	<b>-98</b>	<b>-106</b>	<b>-98</b>	<b>-98</b>	<b>-102</b>	<b>-110</b>	非流动资产	2,708	2,909	3,112	3,118	3,650	3,593
%销售收入	7.1%	8.2%	7.5%	7.5%	7.3%	7.1%	%总资产	76.9%	80.6%	71.8%	74.0%	78.0%	73.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>146</b>	<b>192</b>	<b>263</b>	<b>277</b>	<b>341</b>	<b>410</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,523</b>	<b>3,607</b>	<b>4,337</b>	<b>4,216</b>	<b>4,677</b>	<b>4,862</b>
%销售收入	10.7%	14.8%	20.0%	21.3%	24.4%	26.5%	短期借款	650	272	384	108	276	0
<b>财务费用</b>	<b>-81</b>	<b>-71</b>	<b>-56</b>	<b>-47</b>	<b>-53</b>	<b>-48</b>	应付款项	528	581	548	532	553	596
%销售收入	5.9%	5.5%	4.3%	3.7%	3.8%	3.1%	其他流动负债	84	152	124	112	118	205
<b>资产减值损失</b>	<b>1</b>	<b>-48</b>	<b>-38</b>	<b>-14</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	流动负债	1,263	1,005	1,055	753	947	801
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	762	978	756	756	756	757
<b>投资收益</b>	<b>14</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	其他长期负债	319	416	251	0	0	0
%税前利润	12.5%	19.8%	11.3%	7.5%	6.0%	4.9%	<b>负债</b>	<b>2,344</b>	<b>2,399</b>	<b>2,062</b>	<b>1,510</b>	<b>1,703</b>	<b>1,558</b>
<b>营业利润</b>	<b>81</b>	<b>98</b>	<b>196</b>	<b>235</b>	<b>301</b>	<b>376</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,119</b>	<b>1,153</b>	<b>2,245</b>	<b>2,692</b>	<b>2,975</b>	<b>3,319</b>
营业利润率	5.9%	7.6%	14.9%	18.1%	21.5%	24.3%	少数股东权益	60	56	29	14	-1	-16
<b>营业外收支</b>	<b>35</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,523</b>	<b>3,607</b>	<b>4,337</b>	<b>4,216</b>	<b>4,677</b>	<b>4,862</b>
<b>税前利润</b>	<b>115</b>	<b>131</b>	<b>224</b>	<b>265</b>	<b>331</b>	<b>406</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	8.4%	10.1%	17.0%	20.4%	23.6%	26.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>-22</b>	<b>-5</b>	<b>-42</b>	<b>-50</b>	<b>-63</b>	<b>-77</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.2%	4.1%	18.9%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	0.389	0.531	0.626	0.231	0.285	0.346
<b>净利润</b>	<b>93</b>	<b>125</b>	<b>181</b>	<b>215</b>	<b>268</b>	<b>329</b>	每股净资产	4.184	4.310	6.783	8.133	8.987	10.026
少数股东损益	-11	-17	-26	-15	-15	-15	每股经营现金净流	1.265	1.333	1.154	1.226	1.381	1.870
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>104</b>	<b>142</b>	<b>207</b>	<b>230</b>	<b>283</b>	<b>344</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	7.6%	10.9%	15.7%	17.7%	20.2%	22.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.31%	12.32%	9.23%	8.53%	9.51%	10.36%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	2.96%	3.94%	4.78%	5.45%	6.05%	7.07%
净利润	93	125	181	215	268	329	投入资本收益率	4.24%	6.95%	6.23%	6.28%	6.90%	8.18%
非现金支出	95	154	153	145	163	174	<b>增长率</b>						
非经营收益	76	-17	40	59	15	12	主营业务收入增长率	44.84%	-5.21%	1.38%	-1.19%	7.62%	10.39%
营运资金变动	74	95	8	-13	11	105	EBIT增长率	16.79%	31.51%	36.81%	5.37%	23.40%	20.09%
经营活动现金净流	338	357	382	406	457	619	净利润增长率	26.77%	36.31%	45.86%	10.82%	23.22%	21.53%
<b>资本开支</b>	<b>-279</b>	<b>-262</b>	<b>-335</b>	<b>-156</b>	<b>-657</b>	<b>-82</b>	总资产增长率	11.46%	2.37%	20.23%	-2.79%	10.95%	3.94%
投资	74	20	-384	-1	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	10	28	32	20	20	20	应收账款周转天数	6.8	5.9	7.5	8.0	8.0	8.0
投资活动现金净流	-195	-214	-687	-137	-637	-62	存货周转天数	64.3	50.0	42.6	50.0	50.0	50.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>834</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	64.1	76.3	80.7	80.0	80.0	80.0
债权募资	182	-163	-299	-427	168	-275	固定资产周转天数	507.1	522.4	653.1	764.8	800.6	685.6
其他	-95	-117	2	157	-65	-62	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	87	-268	537	-270	103	-337	净负债/股东权益	92.93%	88.50%	13.51%	1.22%	9.34%	-6.60%
<b>现金净流量</b>	<b>229</b>	<b>-125</b>	<b>232</b>	<b>-1</b>	<b>-77</b>	<b>220</b>	EBIT利息保障倍数	1.8	2.7	4.7	5.8	6.4	8.5
							资产负债率	66.51%	66.50%	47.55%	35.81%	36.41%	32.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	6
增持	0	0	1	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.33</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD