

偏安一隅有时尽，一遇改革便化龙

公司动态

◆ 国资委批复股权转让，长江电力将成三峡水利二股东

近日，国资委批复了三峡水利二股东重庆中节能将股权转让予长江电力的方案，股份过户完成后，长江电力将持有三峡水利10.20%股份，此外，其关联方三峡资本控股有限责任公司和北京长电创新投资管理有限公司分别持有三峡水利4.08%和1.12%股份，合计占总股本已达15.40%，长江电力及其关联方对三峡水利产生重要影响。

买入(首次)

当前价/目标价：12.67/16.20元

目标期限：6个月

分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-22169047

wangwei2016@ebscn.com

市场数据

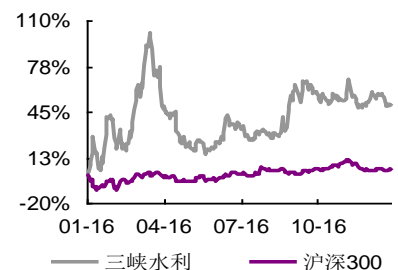
总股本(亿股)：9.93

总市值(亿元)：125.81

一年最低/最高(元)：6.88/38.28

近3月换手率：147.77%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	17.42	16.33	-7.87
绝对	19.64	20.37	-0.54

◆ 电改实施拓宽购电渠道，若能衔接长江电力发电量，业绩弹性凸显

伴随新一轮电力体制改革逐步实施，三峡水利外购电渠道有望打开，若能借助新股东支持，衔接上其所发水电电量，将会有效降低购电成本，提升盈利水平。敏感性分析结果显示，公司每千瓦时外购电采购成本若降低1分，则电力业务毛利润增加约1029万元，毛利率提升约1.15个百分点。2015年，公司外购电的采购成本约0.36元/千瓦时，长江电力同期平均含税上网电价为0.26元/千瓦时，价差约0.1元/千瓦时，可见公司盈利弹性空间。

◆ 有望依托新的股东背景，扩张配售电业务范围

新一轮电改赋予地方小电网企业更大的经营弹性，公司已在重庆设立全资售电子公司，将扩大配售电经营范围。未来若能获得长江电力支持，则将具备外延扩张的能力。重庆范围内涪陵、黔江地区均有地方电力公司(聚龙电力、乌江电力等)从事配电网运营，同时交临两江新区被列为第一批增量配电网试点，配售电业务无论存量、增量市场空间均较为可观。

◆ 估值与评级

预计公司2017-2019年EPS分别为0.27、0.30、0.34元，对应2017.04.10收盘价12.67元，动态PE分别为47、42、37倍，考虑到公司股东结构变更，在国内电改大力推进的环境下，有望突破购电渠道瓶颈，提升盈利水平，并且有望拓展配售电业务范围，实现外延式扩张。我们给予公司2017年60倍PE，6个月目标价16.20元，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：

公司自发电量超预期减少，网内售电量低于预期；电改推进慢于预期，公司外购电渠道依然受限，配售电业务边界扩张阻力较大等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,316	1,258	1,383	1,522	1,674
营业收入增长率	1.38%	-4.43%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润(百万元)	207	231	270	302	341
净利润增长率	45.86%	11.64%	16.85%	11.71%	13.10%
EPS(元)	0.21	0.23	0.27	0.30	0.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.23%	9.43%	10.19%	10.50%	10.92%
P/E	56	50	43	38	34

1、公司简介

三峡水利是发供电一体的地方电力企业，供电区域覆盖重庆市万州区国土面积的 80%，截至 2016 年末已投产水电装机容量共计 22.78 万千瓦，2016 年完成发电量 7.8 亿千瓦时，其电网 2016 年实现售电量 16.6 亿千瓦时，自发电量不足的绝大部分通过向重庆市电力公司等外购解决。伴随新一轮电力体制改革逐步实施，未来发用电计划放开，输配电以外的竞争环节电价放开，公司的外购电渠道有望打开，外购电成本有望下降，特别是在当前电力供应相对过剩的市场环境中，无疑受益。

2016 年电力销售业务分别贡献公司营业收入和毛利润 70%和 73%，其余为勘察设计安装及其他业务。伴随新一轮电改推行，公司电力销售业务盈利水平和业务范围均有较大提升空间。

2、国资委批复股权转让，长江电力将成三峡水利二股东

2016 年 12 月 29 日，公司二股东重庆中节能实业有限责任公司与长江电力签署了股份转让协议，将其持有的公司 10125.6 万股全部转让给长江电力，占公司总股本 10.20%，转让价格 9.425 元/股，近日已获得国资委批复。

股份过户完成后，长江电力将持有三峡水利 10.20%股份，此外，其关联方三峡资本控股有限责任公司和北京长电创新投资管理有限公司分别持有三峡水利 4.08%和 1.12%股份，合计占总股本已达 15.40%，预计将对三峡水利未来发展产生重要影响。

表 1：长江电力及其关联方受让、购买三峡水利股票情况

公告日期	受让，购买股票方	时间	购买数量（股）	占总股本比例	价格区间（元/股）
2016.12.31	长江电力	2017.03 获得国资委批复	101,256,000	10.20%	9.425
2016.09.15	三峡资本控股有限责任公司	2016.06.16-2016.09.12	40,530,783	4.08%	7.00-8.48
	北京长电创新投资管理有限公司	2016.08.04-2016.08.18	11,104,094	1.12%	7.66-8.16

资料来源：公司公告

近年，长江电力及其关联方多有受让或购买电力上市公司股权的情况，包括湖北能源、福能股份、国投电力，以及三峡水利等，除了在水电领域考虑相关流域电站的协同效应外，作为央企中最大的水电公司也在积极寻求与地方特色企业和其他领域的合作。此次购入三峡水利股权的同时，长江电力

及其大股东长江三峡集团公司也在逐步深入与重庆地区的合作，有望在重庆配售电市场打造一番天地（详见第5章节分析）。

3、重庆市域范围电网错综，地电存在大整合空间

重庆市幅员面积8.24万平方公里，辖38个区县（自治县），常住人口约3017万人，常住人口城镇化率60.94%。重庆电网东联湖北、西接四川。重庆市供电由统调电网、其他地方电源及企业自备电源共同承担。按电网供电区域划分为大都市供区（含重庆市城区及周边共21区、所辖面积约2.87万平方公里、人口约占62%）、渝东北供区（以万州为中心，共1区10县、所辖面积约3.39万平方公里、人口约占28%）、渝东南供区（以黔江为中心，共1区5县、所辖面积约1.98万平方公里、人口约占10%）共三个供区。

重庆东部地区电网由国网直属重庆市电力公司、及三峡水利等多个地方电力公司构成复杂的供电体系，除三峡水利外，还包括：

➤ 黔江乌江电力公司

水力发电站10座，装机容量近50万千瓦、年发电能力近20亿千瓦时；拥有220千伏、110千伏变电站9座，输变电容量近200万千瓦安，年供电能力60亿千瓦时；通过220千伏、110千伏输电线路与贵州、湖南、湖北、重庆等大电网连接，现有220千伏、110千伏输电线路25条上千公里；拥有近60万千瓦的电力市场，总供电幅员面积约1.2万平方公里、供电总人口约210万人，供区主要分布在重庆市黔江区、酉阳县、秀山县和湖南省花垣县、永顺县、保靖县，以及贵州省松桃县等地。截止2014年底，乌江电力资产总额为52.30亿元，实现营业收入14.81亿元，净利润2.21亿元。

乌江电力紧邻华电贵州乌江水电装机容量1319.5万千瓦，是贵州省最大的发电企业，年发电能力可达550亿千瓦时，具有充足的电力供应保障能力。

➤ 聚龙电力公司

聚龙电力于2007年在重庆市涪陵区成立，由重庆涪陵能源实业集团有限公司控股，持股比例为47.54%，第二股东为重庆市东升铝业股份有限公司，持股比例为42.44%。公司为白涛、龙桥、清溪三大工业片区用电大户和新增大工业用户的直接供电。公司年供电能力达70亿度，年发电能力10亿度。水电装机11.5万千瓦，年发电量约4.5亿度；火电装机共11万千瓦，年发电量能力约6亿度。截止2016年底，公司资产总额为27.08亿元，售电量超过27亿度，营业总收入17.57亿元。公司旗下拥有若干220kV、110kV及以下配电网资产，并通过220kV线路与重庆、贵州电网相连。

➤ 两江长兴电力

重庆市两江新区配电网是国家能源局105个增量配电网试点之一，辖江北区、渝北区、北碚区3个行政区部分区域，规划总面积1200平方公里，2015年常住人口221万人、GDP4550亿元。长兴电力于2015年在两江新区成立，截至2017年04月，注册资本5亿元，由三峡电能有限公司控股，持股比例为36%，第二大为重庆两江新区开发投资集团有限公司，持股34%，涪陵聚龙电力持股比例20%。

目前长兴电力已获得重庆两江新区工业开发区内新增配网的优先建设

权，已经启动相关配电网项目的建设，资料显示公司已向大唐重庆分公司购电，并与北京现代、长安等首批 11 家用电企业签订售电意向协议。公司目前已经持有乌江实业 14.91% 的股份，重庆涪陵能源实业集团有限公司 38% 的股份。

以上区域及三峡水利均位于重庆中东部，电网距离较近，具备天然的整合条件。

图 1：重庆地方电网示意图



资料来源：光大证券研究所

4、电改实施拓宽购电渠道，若能衔接三峡水电，业绩弹性凸显

➤ 现行电力体制下，公司大比例外购电显著削弱盈利能力。

在现行电力体制下，国内地方小电网公司经营受到较大程度的限制，盈利能力受到侵害、成长性不足。地方小电网公司通常自有发电装机容量较小，及其受当地资源限制可供开发的容量不足，地方小电网公司在枯水期被迫向大电网（国家电网或南方电网）购买电量（电价相对较高）以满足网内电力需求，而丰水期反售电给大电网时电价相对偏低，影响度电收益空间。

从三峡水利 2015 年运营数据来看，自发售电量 6.79 亿千瓦时，外购电售电量 9.51 亿千瓦时，两者比例 1:1.4，外购电占绝大部分。公司自发售电的单位成本为 0.131 元/千瓦时，而外购电的单位采购成本约为 0.361 元/千瓦时，再加上相应的售电运营成本，则外购电的单位售电成本为 0.516 元/千瓦时，相当于自发电成本的 3.9 倍。当年，公司平均度电销售收入为 0.548 元，自发电和外购电度电毛利润分别为 0.417 和 0.032 元，可见当前体制下，大比例外购电对公司售电业务盈利能力的削弱程度。

➤ 新一轮电改实施后，公司将获得市场化购电环境，若能衔接长江电力所发电量，度电利润提升空间较大

本轮电力体制改革实施后，“输配以外的竞争性环节电价放开”，将使地方小电网公司获得市场化的购售电环境。购电方面，渠道增多，购电成本下降，特别是小电网覆盖区域或周边存有电源点但此前没有纳入小电网统调范围的情况，直接向发电企业购电，实际过网成本很小，购电费用几乎相当于发电企业的上网电价，这样将可能从大电网挤出利润到小电网中。

长江电力下属水电站所发电量当前主要服务于华中、华东和南方电网，此后伴随电改逐步实施，若能售电给三峡水利，交易价格很可能低于三峡水利当前外购电成本，提升度电利润。我们以公司 2015 年的经营数据为基数进行敏感性分析，结果显示：若每千瓦时外购电采购成本降低 1 分，则公司电力业务毛利润增加 1029 万元，毛利率提升 1.15 个百分点；若每千瓦时外购电采购成本能降低 5 分，则电力业务毛利润增加 5144 万元，毛利率提升 5.76 个百分点。**2015 年，公司外购电的采购成本约 0.36 元/千瓦时，长江电力同期平均含税上网电价为 0.256 元/千瓦时，两者价差约 0.10 元/千瓦时，可见公司若能外购到长江电力的水电电量，利润水平的提升空间。**

表 2：三峡水利外购电成本下降敏感性分析

敏感性分析基数 (对应 2015 年数据)	变量：假设每千瓦时外购电采购成本降低					
	1 分	2 分	3 分	4 分	5 分	
自发电量 (亿千瓦时)	7.40					
自发售电量 (亿千瓦时)	6.79					
自发电度电收入 (元/千瓦时)	0.548					
自发电度电成本 (元/千瓦时)	0.131					
自发电收入 (万元)	37195					
自发电成本 (万元)	9717					
外购电量 (亿千瓦时)	10.29					
外购电售电量 (亿千瓦时)	9.51					
外购电度电收入 (元/千瓦时)	0.548					
外购电度电成本 (元/千瓦时)	0.516	0.506	0.496	0.486	0.476	0.466
外购电度电采购成本 (元/千瓦时)	0.361	0.351	0.341	0.331	0.321	0.311
外购电收入 (万元)	52100					
外购电的采购成本 (万元)	37135	36106	35078	34049	33020	31991
外购电的运营 (包括电网折旧、人工及其他) 成本	11961					
电力业务营业收入合计 (万元)	89295					
电力业务营业成本合计 (万元)	58813	57784	56756	55727	54698	53669
毛利润 (万元)	30482	31511	32539	33568	34597	35626
电力业务毛利率	34.14%	35.29%	36.44%	37.59%	38.74%	39.90%

资料来源：上市公司公告，光大证券研究所

5、有望依托新的股东背景，扩张配售电业务范围

受制于我国新一轮电改前有关市政公用事业行业的法规、政策，三峡水利配售电业务拓展受到核定区域限制，规模成长受限。

本轮电力体制改革实施后，“放开配售电业务”，将给予地方小电网公司以前没有的异地扩张能力。现有的独立运行的小电网公司，具备成熟的发电、配电、供电及调度经验，只要行政上许可，市场拓展有空间，经济上可行，地方小电网公司有望通过增量新建或存量收购等方式获得规模扩张。

此次长江电力购入三峡水利股权，有望依托三峡水利的平台，整合地方电网并争取增量配电网运营权，在重庆地区展开配售电业务。公司也凭借新的股东支持，有望实现外延式扩张。

此外，公司3月25日公告，决定依托并整合现有电网资源，发挥技术、运行管理及专业人才等方面的优势，以自有资金在重庆市投资4000万元设立全资子公司重庆三峡水利售电有限公司，开展售电业务。

➤ 依托长江电力股东背景，区域配电网资源整合，电量数倍增长可期。

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，长江电力与涪陵区、黔江区政府还就参与聚龙电力和乌江电力发展达成一致意见，签订了《战略合作框架协议》。据我们估算，长江电力若通过并购重组实现区域电力公司整合，“四网融合”后合计供电面积超过3.4万平方公里，供电人口超过670万人。目前可通过所辖范围的人口数量估算供电量，2016年，重庆地区全社会用电量超过900亿千瓦时，人均用电量约3000千瓦时，三峡水利及相关地区电网主要地处农网区域，人均用电量1000千瓦时左右，整体供电量超过100亿千瓦时；随着近年农网建设加强及城市化加快，2020年人均用电量按照1800-2200千瓦时左右估算，同时计及地区电网扩张，供电面积的增加，保守估计2020年电量有望超过160亿千瓦时。若能继续整合涪陵、万州、黔江等区周边电网，则供电量有更大增长空间。

表3：地方电网与增量配电网供电规模预测

供电主体	所辖区县	供电面积(平方公里)	人口(万人)	供电人口估算(万人)	当前年度用电量估算(亿千瓦时)	预计2020年用电量(亿千瓦时)
三峡水利	万州区	3453	160.74	144.67	14.47	26.04
	巫山	2955	46.23	9.25	0.92	1.66
	奉节	4098	75.33	15.07	1.51	2.71
	云阳	3636	89.66	17.93	1.79	3.23
	开县	3964	117.07	23.41	2.34	4.21
	梁平	1888	66.4	13.28	1.33	2.39
乌江电力	黔江区	2589	46.2	36.96	3.70	6.65
	酉阳县	5168	55.65	44.52	4.45	8.01
	秀山县	2453	49.13	39.304	3.93	7.07
	其它		100	60	6.00	10.80
聚龙电力	涪陵区	2941+	225	135	27.00	35.10
长兴电力	两江新	1200	221	198.9	39.78	59.67

	区					
合计		34345+	1252.41	738.29	107.22	167.56

资料来源：重庆市统计局，光大证券研究所

➤ 电网整合后，跨省购电可操作性大幅提升。

重庆电网与湖北电网通过万县——九盘——龙泉、张家坝——恩施两条重要的 500kV 联络通道联络。2017 年，已开工建设±420kV 渝鄂直流背靠背联网工程，建设渝鄂直流背靠背联网工程，实现西南电网和华中电网异步互联，可以优化网架结构，有效化解电网安全稳定风险，提高电网运行的灵活性，为后续四川水电外送创造条件。工程投运后，渝鄂断面正、反向送电能力均提高至 500 万千瓦，西南电网与华中电网间互济能力得到加强，丰水期可扩大四川水电的外送规模，有效缓解四川弃水压力；枯水期通过直流背靠背反送保证重庆接受三峡电力。

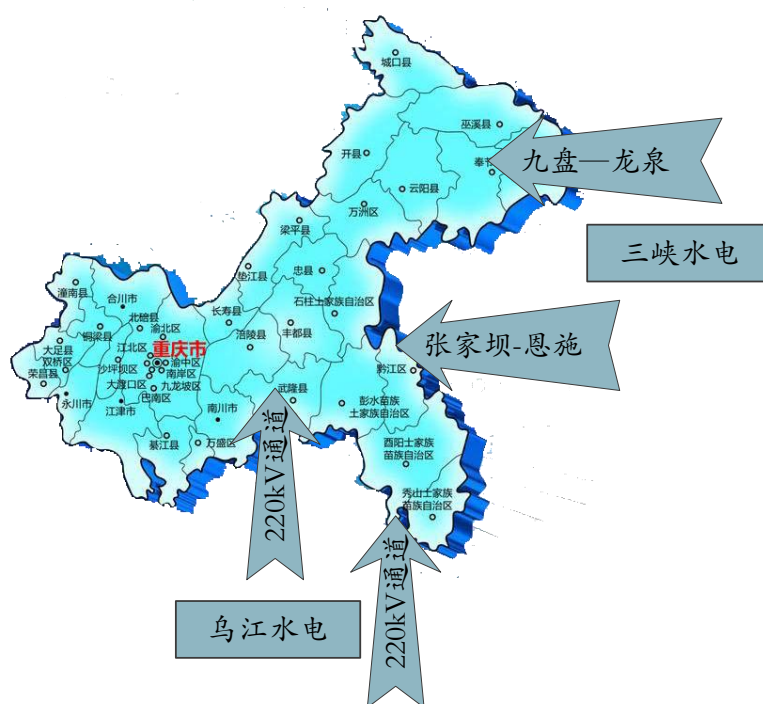
220kV 层面，三峡水利覆盖范围通过 220kV 与湖北电网联网（解环运行）。乌江电力通过 220kV 与湖南电网、贵州电网联网。同时，聚龙电力也通过 220kV 与贵州电网相连。

若实现资源整合，三峡水利跨区购电可行性大增：

其一，水电+大电网跨区输电，供电能力超过 200 亿千瓦时。500kV、220kV 输电能力持续提升，均为长江电力、乌江水电（华电控股）为以上电网供电提供了可行性，通过已有九盘—龙泉、张家坝—恩施 500kV、220kV 等通道送电，发电上网电价+固定过网费的形式购电，这一方式优点是通道可送电量，缺点是要收取一定过网成本。（备注：为了解决特高压建设进度缓慢的问题，直流背靠背工程极大提高了渝鄂断面输送能力，但是这一通道实际是解决川电外送，具体是否可以真的反向送电，要看实际情况。）

其二，自建通道水电直供电，供电能力不超过 40 亿千瓦时。由于与水电站距离较近，三峡水利、乌江电力所辖范围不排除直接建设 110kV 或 220kV 线路直供的可行性，通过单独建设（扩建）较低电压等级送电通道直购电，这一方式优点是距离较近（约 100 公里左右），不需要过网费，直供成本低于过网费，缺点是低电压等级输电，输送能力受限。

图 2：三峡水利及相关电网跨区受电可行性



资料来源：光大证券研究所

6、结论

近日，国资委批复了三峡水利二股东重庆中节能将股权转让予长江电力的方案，股份过户完成后，长江电力将成三峡水利二股东。

伴随新一轮电力体制改革逐步实施，三峡水利外购电渠道有望打开。若能借助新股东支持，衔接三峡电站所发电水电量，势必会降低购电成本，提升盈利能力。敏感性分析结果显示，公司每千瓦时外购电采购成本若降低 1 分，则电力业务毛利润增加约 1029 万元，毛利率提升 1.15 个百分点。2015 年，公司外购电的采购成本约 0.36 元/千瓦时，长江电力同期平均含税上网电价为 0.256 元/千瓦时，两者价差约 0.10 元/千瓦时，可见公司若能外购到长江电力的水电电量，利润水平的提升空间。

此外，新一轮电改赋予地方小电网企业更大的经营弹性，公司已在重庆设立全资售电子公司，将扩大配售电经营范围。若能获得长江电力支持，有望实现外延式扩张。重庆地区涪陵、黔江等地均有地方电力公司（聚龙电力、乌江电力）从事配电网运营，同时交临两江新区被列为第一批增量配电网试点，配售电业务无论存量、增量市场空间均较为可观。

7、盈利预测与估值评级

主要盈利预测假设：暂不考虑电改推行后公司购电渠道变化带来的购电成本变化，预计 2017-2019 年公司网内电力需求每年增长 10%，自发电电量及外购电量比例和成本保持稳定，网内需求结构保持稳定，电价不做调整。

主营业务分拆预测表：

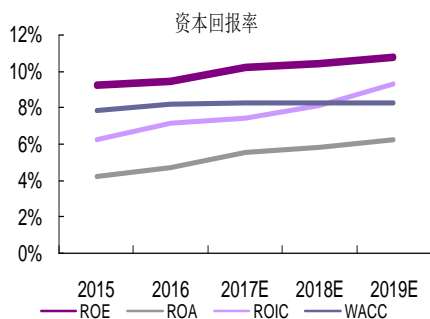
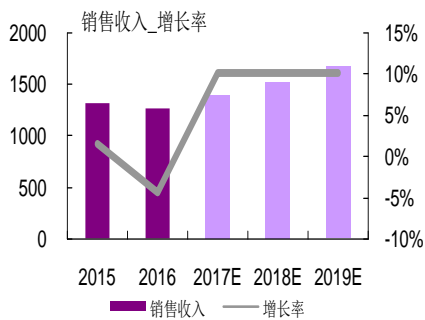
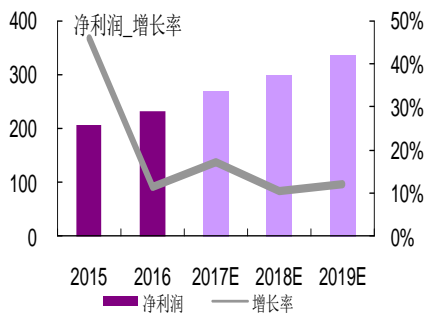
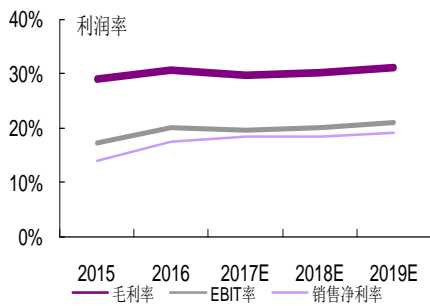
盈利预测表 (单位: 万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	129783	131575	125751	138326	152159	167375
电力销售	89550	89489	87850	96635	106299	116928
勘察设计安装	31189	37184	34870	38357	42193	46412
其他	9044	4902	3031	3334	3668	4034
二、营业成本	97787	93500	87316	97173	106271	115224
电力销售	65734	58813	59707	64594	71649	77645
勘察设计安装	23807	29258	24230	28417	30288	32853
其他	8246	5429	3379	3705	4082	4450
毛利率	24.65%	28.94%	30.56%	29.75%	30.16%	31.16%
电力销售	26.60%	34.28%	32.04%	33.16%	32.60%	33.60%
勘察设计安装	23.67%	21.32%	30.51%	25.91%	28.21%	29.21%
其他	8.82%	-10.75%	-11.48%	-11.12%	-11.30%	-10.30%

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.27、0.30、0.34 元，对应 2017.04.10 收盘价 12.67 元，动态 PE 分别为 47、42、37 倍，考虑到公司股东结构变更，在国内电改大力推进的环境下，有望突破购电渠道瓶颈，提升盈利水平；并且有望成为长江电力在重庆配售电领域资源整合的平台，实现外延式扩张。我们给予公司 2017 年 60 倍 PE，6 个月目标价 16.20 元，给予“买入”评级。

8、风险分析

公司自发电量超预期减少，网内售电量低于预期；

电改推进慢于预期，公司外购电渠道依然受限，配售电业务边界扩张阻力较大等。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,316	1,258	1,383	1,522	1,674
营业成本	935	873	972	1,063	1,152
折旧和摊销	115	128	120	125	129
营业税费	20	20	22	24	27
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	98	110	121	133	146
财务费用	56	44	22	18	15
公允价值变动损益	2	-1	0	0	0
投资收益	25	38	38	38	38
营业利润	196	243	282	319	368
利润总额	224	258	297	334	383
少数股东损益	-26	-12	-18	-19	-16
归属母公司净利润	207.18	231.31	270.29	301.95	341.49

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	4,337	4,652	4,606	4,856	5,156
流动资产	1,225	1,074	1,089	1,405	1,794
货币资金	601	626	767	1,059	1,424
交易型金融资产	232	150	0	0	0
应收帐款	32	40	44	49	54
应收票据	48	29	32	35	39
其他应收款	40	32	35	39	43
存货	123	110	122	133	145
可供出售投资	123	171	171	171	171
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	44	50	60	69	78
固定资产	2,354	2,678	2,737	2,758	2,735
无形资产	33	32	31	30	29
总负债	2,062	2,183	1,955	2,002	2,067
无息负债	922	1,147	1,185	1,233	1,297
有息负债	1,140	1,036	770	770	770
股东权益	2,275	2,469	2,651	2,854	3,089
股本	331	993	993	993	993
公积金	1,485	864	891	921	955
未分配利润	448	610	784	976	1,193
少数股东权益	29	17	-1	-20	-37

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	382	434	370	411	471
净利润	207	231	270	302	341
折旧摊销	115	128	120	125	129
净营运资金增加	131	-275	38	34	23
其他	-71	350	-58	-49	-22
投资活动产生现金流	-687	-214	129	-22	-2
净资本支出	-335	-443	-50	-50	-30
长期投资变化	44	50	-9	-9	-9
其他资产变化	-395	179	188	38	38
融资活动现金流	537	-187	-357	-98	-105
股本变化	63	662	0	0	0
债务净变化	-298	-105	-266	0	0
无息负债变化	-38	225	38	47	65
净现金流	232	34	142	292	364

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.38%	-4.43%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润增长率	45.86%	11.64%	16.85%	11.71%	13.10%
EBITDA/EBITDA 增长率	36.10%	11.79%	1.73%	9.82%	11.93%
EBIT/EBIT 增长率	56.33%	11.60%	6.08%	12.33%	15.60%
估值指标					
PE	56	50	43	38	34
PB	5	5	4	4	4
EV/EBITDA	13	32	31	27	24
EV/EBIT	20	48	45	39	33
EV/NOPLAT	25	57	53	46	38
EV/Sales	3	10	9	8	7
EV/IC	2	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	28.94%	30.56%	29.75%	30.16%	31.16%
EBITDA 率	25.78%	30.15%	27.89%	27.84%	28.33%
EBIT 率	17.07%	19.94%	19.22%	19.63%	20.63%
税前净利润率	17.01%	20.52%	21.47%	21.93%	22.88%
税后净利润率 (归属母公司)	15.75%	18.39%	19.54%	19.84%	20.40%
ROA	4.18%	4.71%	5.47%	5.83%	6.30%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.23%	9.43%	10.19%	10.50%	10.92%
经营性 ROIC	6.22%	7.10%	7.62%	8.67%	10.29%
偿债能力					
流动比率	1.16	0.98	1.26	1.54	1.83
速动比率	1.04	0.88	1.12	1.39	1.68
归属母公司权益/有息债务	1.97	2.37	3.45	3.73	4.06
有形资产/有息债务	3.73	4.41	5.88	6.20	6.59
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.21	0.23	0.27	0.30	0.34
每股红利	0.05	0.07	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流	0.38	0.44	0.37	0.41	0.47
每股自由现金流(FCFF)	-0.13	0.18	0.26	0.30	0.37
每股净资产	2.26	2.47	2.67	2.89	3.15
每股销售收入	1.33	1.27	1.39	1.53	1.69

资料来源：光大证券、上市公司

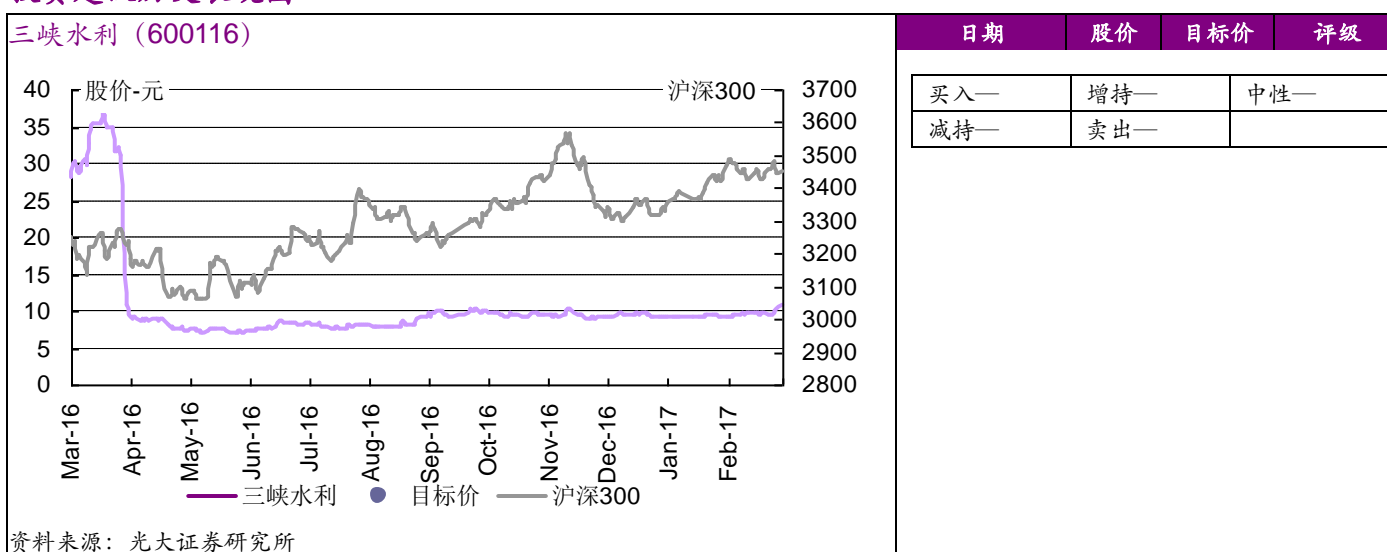
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王威，中央财经大学金融学硕士。2006-2007 年就职于天相投资顾问有限公司。2007 年加入国泰君安证券研究所，长期从事公用事业及环保行业研究。2016 年加入光大证券研究所。2016 年新财富“电力、煤气及水等公用事业”第三名，2015 年新财富“电力、煤气及水等公用事业”第二名，“环保”第五名，2014 年新财富“环保等公用事业”行业第二名；2013 年新财富“电力、煤气及水等公用事业”行业第四名。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	