

2019年11月29日
证券研究报告·研究报告

长江电力 (600900) 公用事业

增持 (首次)

当前价: 18.12元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

全球水电龙头，价值投资典范

投资要点

- **全球水电龙头，资源稀缺盈利强劲。**公司以大型水电运营为主要业务，已是全球水电龙头，装机容量4549.5万千瓦，占全国水电装机的12.9%。目前运行管理三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝4座巨型水电站，是“西电东送”战略骨干电源，送电范围经华东电网、华中电网和南方电网惠及全国十四省市。2016-2018年公司实现营收489/501/512亿元，同比增长为+3.2%/+2.5%/2.1%，归母净利润208/223/226亿元，同比增长为+14.0%/+7.1%/+1.6%，受三季度来水影响2019前三季度实现收入和净利润381亿元(-2.5%)/178亿元(-0.5%)，同比略有微降，整体盈利强劲稳健，2016-2018年毛利率在60%，净利润率达40%以上。公司16-18年经营性现金净流量分别为390/397/397亿元，现金流充沛。
- **发售电量价稳健，兼具价值及成长。**2016-2018年公司实现发电量2060.6/2108.9/2154.8亿千瓦时，2019上半年发电量853.89(+5.01%)，第三季度受来水偏枯影响发电量748.3亿千瓦时(-9.6%)，发电量总体稳健波动率较低，来水偏枯时期公司可通过处置长期股权投资等手段平滑业绩波动。电价方面公司2016-2018年平均上网电价在2016年有大提升后保持稳定，均价为276.80、276.78、276.86元/兆瓦时，市场化比例为11.02%，量价均较为稳健。目前在建两座巨型电站，预计到2022年乌东德(1020万千瓦)、白鹤滩(1600万千瓦)投产注入后，总装机会增至7169.5万千瓦，实现跨越式增长。
- **布局秘鲁配电业务，实现海外扩张。**公司拟收购秘鲁第一大电力公司LDS公司83.64%股权，交易基础收购价格为35.9亿美元(非最终收购价格)。LDS公司在秘鲁市占率28%，除配电业务外，还拥有已投产10万千瓦及约73.7万千瓦的水电储备项目。近三年来，LDS公司经营情况整体较好，盈利能力长期稳定，现金流充沛。收购后将提升公司在水电领域的领先优势和竞争力，为未来开拓秘鲁及海外市场奠定良好基础。
- **分红股息高，逆周期类债属性强。**2016-2020年公司承诺每股不低于0.65元现金分红，2021-2025年按不低于当年实现净利润的70%进行现金分红。中长期股息率维持在较高水平约4%，逆周期类债券属性强。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑并购预计公司2019-2021年EPS为1.04/1.04/1.05元，对应PE17x/17x/17x，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。**来水变动风险、电价变化风险、并购进展或不及预期及海外风险等。

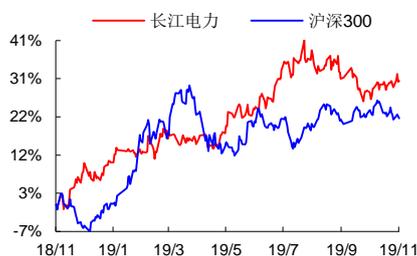
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	51213.97	51479.87	51748.00	52018.45
增长率	2.13%	0.52%	0.52%	0.52%
归属母公司净利润(百万元)	22610.94	22815.98	22833.97	23150.70
增长率	1.57%	0.91%	0.08%	1.39%
每股收益EPS(元)	1.03	1.04	1.04	1.05
净资产收益率ROE	15.87%	15.52%	14.77%	14.30%
PE	18	17	17	17
PB	2.80	2.72	2.58	2.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	220.00
流通A股(亿股)	220.00
52周内股价区间(元)	14.22-19.52
总市值(亿元)	3,986.40
总资产(亿元)	2,945.73
每股净资产(元)	6.60

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：全球最大水电龙头，资源稀缺现金牛.....	1
2 发电量稳中有升，价格表现稳定	3
3 收购秘鲁电力资产，海外扩张推进.....	5
4 分红股息高，逆周期类债属性明显.....	5
5 盈利预测与估值.....	6
6 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2019 年 9 月末)	1
图 2: 公司 2012 年以来营收及增速 (单位: 亿元)	2
图 3: 公司 2012 年以来归母净利润及增速 (单位: 亿元)	2
图 4: 公司 2012 年以来经营性现金流及增速 (单位: 亿元)	2
图 5: 公司 2012 年以来期间费用率变化情况	2
图 6: 公司装机总量 (2014-2018 单位: 万千瓦)	3
图 7: 各电站装机容量 (单位: 万千瓦)	3
图 8: 公司上网电量情况	3
图 9: 公司主要供电区域电力需求增长情况 (单位: 亿千瓦时)	3

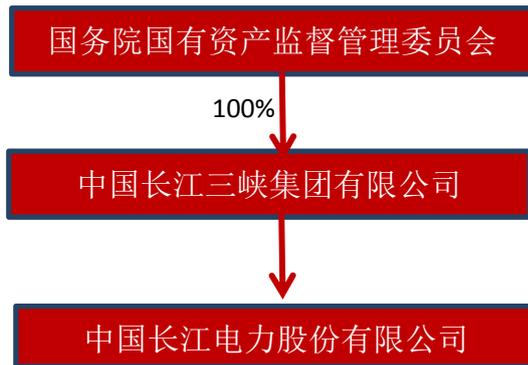
表 目 录

表 1: 公司前十大股东持股情况 (截至 2019 年 9 月末)	1
表 2: 水电行业对比 (截至 2019 年 9 月末)	3
表 3: 公司 2014-2018 发电、上网电量 (单位: 亿千瓦时)	4
表 4: 公司 2014-2018 各电站机组利用小时 (单位: 时)	4
表 5: 公司 2019Q3 发电、上网电量	4
表 6: 公司分红股息率情况	5
表 7: 分业务收入及毛利率	6
表 8: 可比公司估值	7
附表: 财务预测与估值	8

1 公司概况：全球最大水电龙头，资源稀缺现金牛

公司是 A 股最大的电力上市公司，全球最大的水电上市公司，拥有装机容量 4549.5 万千瓦，占全国水电装机的 12.92%。公司以大型水电运营为主要业务，运行管理三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝 4 座巨型水电站，四座电站均是国家“西电东送”战略骨干电源、是西部大开发的重大项目，送电范围经华东电网、华中电网和南方电网惠及全国十四省市。

图 1：公司股权结构（截至 2019 年 9 月末）



数据来源：Wind，西南证券整理

公司控股股东中国长江三峡集团有限公司直接持股比例 57.92%，控股股东由国务院国资委全额控股，公司实际最终控制人为国务院国资委。截至 2019 年 9 月末，公司前五大股东持股比例分别为长江三峡集团（57.92%）、香港中央结算公司陆股通（5.71%）、平安人寿保险-传统-普通保险产品（4.49%）、三峡建设管理公司（4%）和四川省能投集团（4%）。

表 1：公司前十大股东持股情况（截至 2019 年 9 月末）

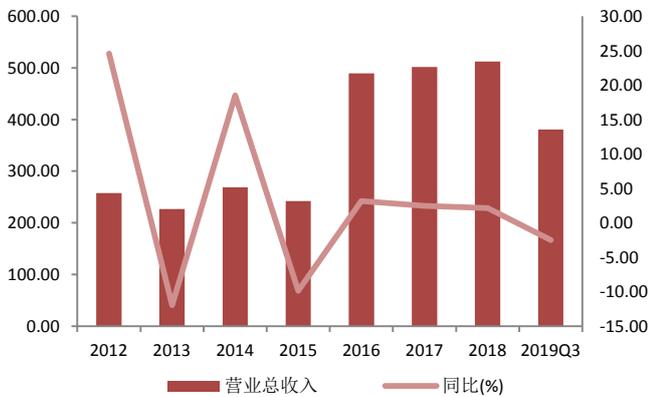
股东名称（全称）	期末持股数量	比例(%)
中国长江三峡集团有限公司	12,742,229,292	57.92
香港中央结算有限公司	1,255,122,055	5.71
中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	988,076,143	4.49
中国三峡建设管理有限公司	880,000,000	4
四川省能源投资集团有限责任公司	879,466,000	4
云南省能源投资集团有限公司	877,769,904	3.99
中国证券金融股份有限公司	657,980,472	2.99
阳光人寿保险股份有限公司-吉利两全保险产品	420,000,000	1.91
中国核工业集团有限公司	261,594,750	1.19
阳光人寿保险股份有限公司-万能保险产品	250,000,000	1.14

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：公司不仅是我国 A 股水电龙头，更是全球最大的水电公司，营收体量大，增速稳定。自 2016 年收购川云公司，控股溪洛渡、向家坝两座巨型水电站后，公司每年营业收入维持在 500 亿元左右。2015-2018 年，公司分别实现营业收入 242 亿元、489 亿元、501 亿元和 512 亿元，同比增速分别为-9.9%、3.2%、2.5%和 2.1%，受三季度来水影响，公司 2019 前三季度实现营业收入 380.8 亿元，同比微降 2.5%。2015-2018 年，公司实现归

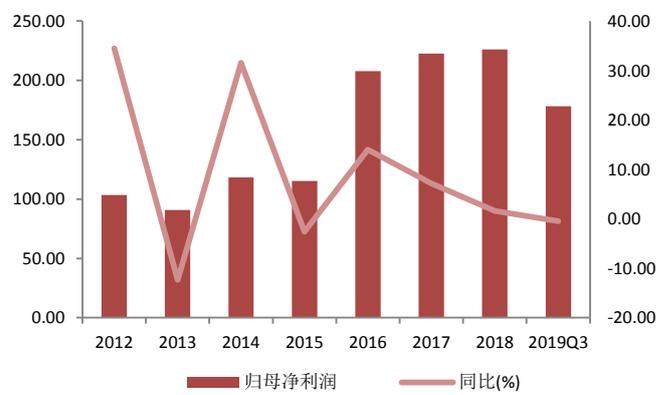
母净利润 115 亿元、208 亿元、223 亿元和 226 亿元，同比增速分别为-2.6%、14.0%、7.1% 和 1.6%，公司 2019 前三季度实现归母净利润 178 亿元，同比微降 0.5%。

图 2：公司 2012 年以来营收及增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2012 年以来归母净利润及增速（单位：亿元）



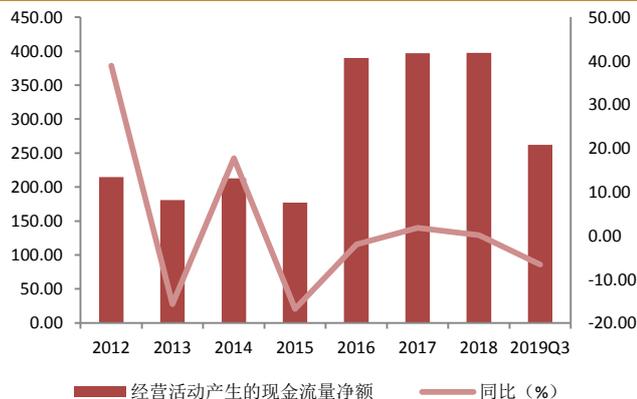
数据来源：Wind，西南证券整理

公司现金流状况稳定，2016 年公司收购川云公司以后，经营性现金流维持约 400 亿元，变化幅度较稳定。2016-2018 年，公司经营性现金净流量分别为 390 亿元、397 亿元和 397 亿元，同比增速分别为-2%、1.8%和 0.1%。公司充沛的经营性现金流为承诺高分红比例提供了资金保障。

期间费用：公司 2016-2019Q3 期间费用率逐年下降，分别为 15.4% (+1.5%)、13.5% (-1.9%)、13.1 (-0.3%) 和 11.7% (-1.4%)，公司期间费用率下降主要原因系财务费用率逐年下降。近年来利率下调，公司的现金流稳定，偿债能力好，信用评级高，融资能力强，能够在维持现有财务杠杆不变前提下，利用较低融资成本投资乌东德、白鹤滩两个巨型水电站，利于公司未来经营向好发展。

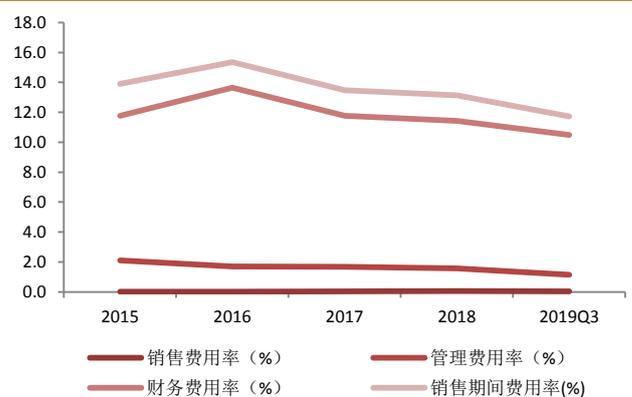
业务拆分：公司 2018 年水电收入占公司营业总收入比重为 99.8%，2015-2018 年毛利分别为 62.1%、60.9%、61.3%和 62.9%，公司水电业务毛利率稳中微升，盈利水平高。

图 4：公司 2012 年以来经营性现金流及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2012 年以来期间费用率变化情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

行业对比: 对比目前 A 股水电上市企业, 公司营收规模遥遥领先, 净利润及净利润率领先。华能水电和国投电力净利率分别为 31.8% 和 24.7%, 低于公司营业净利率 15pp 和 22pp, 公司盈利能力行业领先, 龙头价值凸显。

表 2: 水电行业对比 (截至 2019 年 9 月末)

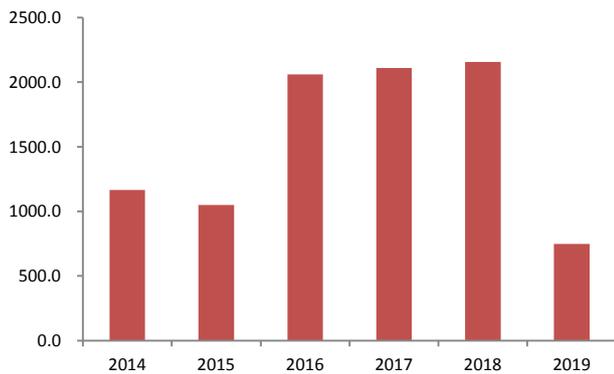
公司名称	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	营业利润率	净利润 (亿元)	净利率
长江电力	380.8	218.9	57.5%	178.4	46.9%
国投电力	322.5	93.1	28.9%	79.5	24.7%
华能水电	163.2	60.0	36.8%	51.9	31.8%
湖北能源	120.7	23.7	19.7%	17.7	14.7%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 发电量稳中有升, 价格表现稳定

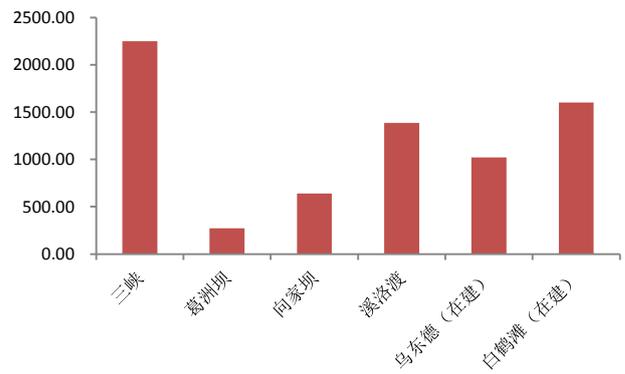
公司装机容量: 公司目前拥有三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝四座巨型水电站, 截至 2018 年末, 公司总装机容量为 4549.5 万千瓦, 预计到 2022 年乌东德、白鹤滩两座巨型水电站投产后, 公司总装机会增至 7169.5 万千瓦。其中, 三峡电站装机 2250 万千瓦, 葛洲坝水电站装机 273.5 万千瓦, 向家坝水电站装机 640 万千瓦, 溪洛渡水电站装机 1386 万千瓦。

图 6: 公司装机总量 (2014-2018 单位: 万千瓦)



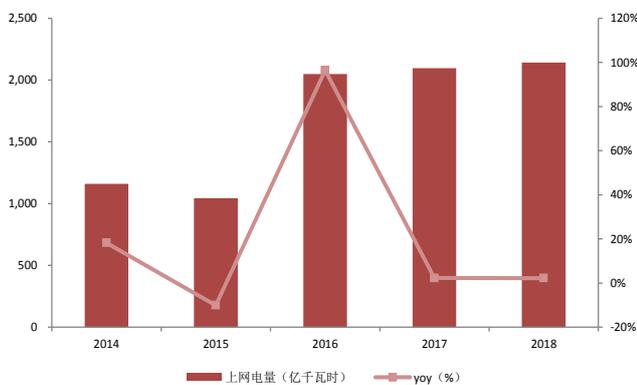
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 各电站装机容量 (单位: 万千瓦)



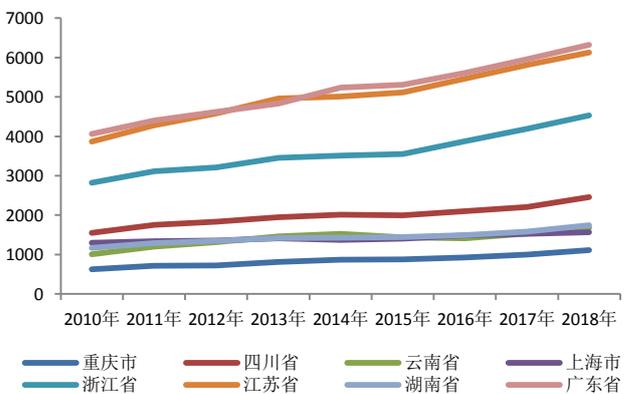
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司上网电量情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司主要供电区域电力需求增长情况 (单位: 亿千瓦时)



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

公司 2014-2018 年分别完成发电量 1166.1 亿千瓦时、1049.8 亿千瓦时、2060.6 亿千瓦时、2108.9 亿千瓦时和 2154.8 亿千瓦时，同比增长 18.2%、-10.0%、96.3%、2.3%和 2.2%，分别完成上网电量 1159.8 亿千瓦时、1043.1 亿千瓦时、2048.9 亿千瓦时、2096.7 亿千瓦时和 2142.2 亿千瓦时，同比增长 18.2%、-10.1%、96.4%、2.3%和 2.2%。公司 2016 年发电、上网电量翻倍主要系公司完成对川云公司 100%股权收购，控股溪洛渡、向家坝两座水电站。2016 年公司控股装机增长 2026 万千瓦，同比增长 80.3%，公司发电量同比增长 96.3%。

表 3: 公司 2014-2018 发电、上网电量 (单位: 亿千瓦时)

	2014	2015	2016	2017	2018
装机容量	2523.5	2523.5	4549.5	4549.5	4549.5
发电量	1166.1	1049.8	2060.6	2108.9	2154.8
yoy	18.2%	-10.0%	96.3%	2.3%	2.2%
上网电量	1159.8	1043.1	2048.9	2096.7	2142.2
yoy	18.2%	-10.1%	96.4%	2.3%	2.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 4: 公司 2014-2018 各电站机组利用小时 (单位: 时)

机组利用小时数	2014	2015	2016	2017	2018
葛洲坝电站	7018.9	7068.0	7235.6	7343.8	7118.1
yoy	-	0.7%	2.4%	1.5%	-3.1%
三峡电站	4486.3	4257.6	4257.6	4398.8	4541.3
yoy	-	-5.1%	0.0%	3.3%	3.2%
向家坝电站	5020.1	5131.4	5530.4	5482.0	5521.0
yoy	-	2.2%	7.8%	-0.9%	0.7%
溪洛渡电站	4127.6	4383.1	4831.6	4889.1	5223.6
yoy	-	6.2%	10.2%	1.2%	6.8%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2019 年上半年公司实现发电量 853.89 (+5.01%)，三季度受来水偏枯影响，长江上游溪洛渡水库来水量约 557.9 亿立方米，较上年同期偏枯 29.5%，三峡水库来水量约 1808.5 亿立方米，较上年同期偏枯 17.0%，2019Q3，受此影响，当期累计发电量较去年同期下降，2019 年第三季度总发电量约 748.33 亿千瓦时，同比减少 9.6%。

表 5: 公司 2019Q3 发电、上网电量

电站名称	总发电量 (亿千瓦时)	yoy
三峡电站	339.18	-15.4%
葛洲坝电站	59.53	9.1%
溪洛渡电站	223.92	-10.9%
向家坝电站	125.7	3.8%
合计	748.33	-9.6%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司电价政策：公司 2016-2018 年电价均价分别为 276.80 元/兆瓦时、276.78 元/兆瓦时和 276.86 元/兆瓦时，公司电价近年来基本保持稳定，变动幅度几乎可以忽略不计。公司四座电站每年分别与国家电网公司和南方电网公司签订年度电量及电价合同，三峡电站与国家电网 2018 年约定合同电量 757.3 亿千瓦时，与南方电放约定合同电量 184.22 亿千瓦时三峡电站送电区域合同电价在 0.2416-0.3130 元/千瓦时区间；葛洲坝电站方面 2018 年与国家电网约定合同电量为 177 亿千瓦时，2019 年约定合同电量与 2018 年持平，电价除湖北外，其他区域为 0.2550 元/千瓦时，湖北为 0.1950 元/千瓦时；溪洛渡电站方面，公司与国家电网约定 2018 年合同电量为 284.6 亿千瓦时，合同约定电价为 0.3006 元/千瓦时，与南方电网约定 2018 年合同电量为 305 亿千瓦时，合同约定电价为 326.31 元/兆瓦时；向家坝电站方面，公司与国家电网约定 2018 年合同电量 328.3 亿千瓦时，约定合同价格为 0.3006 元/千瓦时。

3 收购秘鲁电力资产，海外扩张推进

9 月 30 日公司公告收购 LDS 公司 83.64% 的股权，交易基础收购价格为 35.9 亿美元，最终收购价格将在基础收购价格的基础上根据价格调整机制进行调整。上述收购完成后，将触发对 LDS 公司剩余不超过约 13.7% 股份的强制要约收购，本次投资完成后，长电将间接持有 LDS 公司不低于 83.64% 的股份。

LDS 公司设立于 1996 年 8 月，该公司为在利马证券交易所上市的公司，目前是秘鲁第一大电力公司，主要在秘鲁首都利马地区开展配售电业务，约占秘鲁全国市场份额的 28%，是秘鲁具有重要影响力的公用事业公司。除配电业务外，LDS 公司还拥有 10 万千瓦已投产的水电资产，以及约 73.7 万千瓦的水电储备项目。近三年来，LDS 公司经营情况整体较好，盈利能力长期稳定，现金流充沛。LDS 公司主要业务为受政府监管的配售电业务，投资回报为政府核定的合理准许收益，并拥有在首都利马经济最发达区域的永久特许经营权。

截至 2018 年 12 月 31 日，LDS 公司合并财务报表口径下的资产总额约为 17.7 亿美元、净资产约为 8.1 亿美元，2018 年 LDS 公司合并财务报表口径下的营业收入约为 9.6 亿美元、净利润约为 1.6 亿美元。

LDS 公司盈利稳定、现金流良好，未来将持续贡献稳定投资收益，此外，收购秘鲁资产后将继续提升公司在水电领域的领先优势和竞争力，为未来开拓秘鲁及海外市场奠定良好基础。

4 分红股息高，逆周期类债属性明显

2016-2020 公司承诺每股不低于 0.65 元现金分红，2021-2025 年按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。公司股价在持续上涨后，按目前股价股息率仍有稳定保持在 4% 左右，分红水平较高，逆周期类债属性明显，具备长期投资价值。

表 6：公司分红股息率情况

排名	代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2018 股息率 (%)	PE	PB	ROE 摊薄 (%)	总资产报酬率 (%)
1	600900	长江电力	18.37	3,980	3.76	17.60	2.84	15.90	11.05
	中位值	中位值	-	-	-	13.48	1.81	14.00	9.16

排名	代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2018 股息率 (%)	PE	PB	ROE 摊薄 (%)	总资产报酬率 (%)
2	600025	华能水电	4.25	765	4.19	13.18	1.73	13.11	6.53
3	600236	桂冠电力	4.83	370	5.33	15.50	2.08	16.94	10.39
4	600674	川投能源	9.71	420	3.14	11.76	1.72	14.38	12.88
5	600886	国投电力	8.52	588	2.60	13.47	1.72	11.58	6.84

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

假设 1: 2019-2021 年收入维持稳中略有增长 0.5%, 预计发电量 2196 (+2%) /2218 (+1%) /2240 (+1%) 亿千瓦时, 电价预计维持较稳定均价 276.82 元/兆瓦时, 毛利率维持较高水平 62.5%/62%/62%。

假设 2: 其他事主营业务及其他业务占比低, 影响小, 预计略有增长, 盈利维持原有水平。

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
电力业务	收入	51046.0	51301.2	51557.7	51815.5
	增速	2.9%	0.5%	0.5%	0.5%
	成本	18943.6	19237.9	19591.9	19689.9
	毛利率	62.9%	62.5%	62.0%	62.0%
其他主营业务	收入	91.5	100.7	110.7	121.8
	增速	-81.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	56.3	56.0	56.0	56.0
	毛利率	38.4%	28.0%	27.0%	26.0%
其他	收入	76.5	78.0	79.6	81.2
	增速	93.8%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本	5.2	7.8	8.0	8.1
	毛利率	93.2%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	51214.0	51479.9	51748.0	52018.5
	增速	2.1%	0.5%	0.5%	0.5%
	成本	19005.2	19301.8	19655.9	19754.0
	毛利率	62.9%	62.5%	62.0%	62.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 515、517 和 520 亿元, 归母净利润分别为 228、228 和 232 亿元, EPS 分别为 1.04、1.04 和 1.05 元, 对应 PE 分别为 17、17 和 17 倍。

结合对标公司的估值, 我们看好公司全球水电的龙头属性, 未来兼具价值及成长特征, 分红股息率高, 稀缺资产逆周期属性强, 海外业务开拓打开新的增长点及预期, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 8: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
600900	长江电力	18.09	1.03	1.04	1.04	1.05	18	17	17	17
600025	华能水电	4.25	0.32	0.28	0.28	0.29	13	15	15	15
600236	桂冠电力	4.69	0.39	0.32	0.34	0.35	12	15	14	13
600674	川投能源	9.54	0.81	0.75	0.76	0.79	12	13	13	12
平均值							12	14	14	13

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

来水变动风险、行业政策及电价变化风险、并购进展或不及预期与海外经营风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	51213.97	51479.87	51748.00	52018.45	净利润	22643.55	22838.81	22856.83	23164.60
营业成本	19005.16	19301.75	19655.89	19754.01	折旧与摊销	12223.15	10091.76	10253.50	10472.89
营业税金及附加	1288.50	1297.29	1293.70	1300.46	财务费用	5853.95	5562.93	5554.76	5355.67
销售费用	25.03	25.74	25.87	26.01	资产减值损失	274.85	200.00	200.00	200.00
管理费用	800.65	803.09	807.27	811.49	经营营运资本变动	2463.77	-2377.07	1615.69	0.07
财务费用	5853.95	5562.93	5554.76	5355.67	其他	-3722.61	-3138.54	-3182.65	-3208.33
资产减值损失	274.85	200.00	200.00	200.00	经营活动现金流净额	39736.67	33177.90	37298.14	35984.90
投资收益	2707.05	2900.00	3000.00	3000.00	资本支出	11146.27	-15000.00	-15000.00	-15000.00
公允价值变动损益	36.49	0.00	0.00	6.08	其他	-20372.38	2900.00	3000.00	3006.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9226.10	-12100.00	-12000.00	-11993.92
营业利润	27392.07	27189.06	27210.51	27576.91	短期借款	-6305.00	25653.05	-4389.64	-2583.92
其他非经营损益	-384.96	0.00	0.00	0.00	长期借款	-5500.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	27007.11	27189.06	27210.51	27576.91	股权融资	-27.41	0.00	0.00	0.00
所得税	4363.55	4350.25	4353.68	4412.30	支付股利	-14960.00	-15149.33	-15286.70	-15983.78
净利润	22643.55	22838.81	22856.83	23164.60	其他	-3680.85	-24048.54	-5554.76	-5355.67
少数股东损益	32.61	22.84	22.86	13.90	筹资活动现金流净额	-30473.26	-13544.82	-25231.10	-23923.37
归属母公司股东净利润	22610.94	22815.98	22833.97	23150.70	现金流量净额	134.25	7533.09	67.03	67.61
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5336.88	12869.97	12937.00	13004.61	成长能力				
应收和预付款项	2666.74	2748.78	2742.02	2762.06	销售收入增长率	2.13%	0.52%	0.52%	0.52%
存货	219.19	271.38	263.48	267.76	营业利润增长率	1.16%	-0.74%	0.08%	1.35%
其他流动资产	1262.13	1284.51	1279.50	1289.40	净利润增长率	1.66%	0.86%	0.08%	1.35%
长期股权投资	21487.03	21487.03	21487.03	21487.03	EBITDA 增长率	0.44%	-5.77%	0.41%	0.90%
投资性房地产	28.65	28.65	28.65	28.65	获利能力				
固定资产和在建工程	244530.19	249454.06	254216.18	258758.92	毛利率	62.89%	62.51%	62.02%	62.03%
无形资产和开发支出	181.08	165.59	150.10	134.61	三费率	13.04%	12.42%	12.34%	11.91%
其他非流动资产	19785.10	19784.96	19784.82	19784.68	净利率	44.21%	44.36%	44.17%	44.53%
资产总计	295496.99	308094.92	312888.78	317517.71	ROE	15.87%	15.52%	14.77%	14.30%
短期借款	12700.00	38353.05	33963.41	31379.49	ROA	7.66%	7.41%	7.31%	7.30%
应付和预收款项	2504.10	2415.89	2490.68	2491.62	ROIC	13.91%	13.70%	13.35%	13.17%
长期借款	26000.00	26000.00	26000.00	26000.00	EBITDA/销售收入	88.78%	83.22%	83.13%	83.44%
其他负债	111608.34	94139.86	95678.44	95709.53	营运能力				
负债合计	152812.44	160908.80	158132.53	155580.64	总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.17
股本	22000.00	22000.00	22000.00	22000.00	固定资产周转率	0.21	0.22	0.22	0.23
资本公积	44295.50	44295.50	44295.50	44295.50	应收账款周转率	17.54	19.55	19.55	19.55
留存收益	72719.99	80386.64	87933.91	95100.83	存货周转率	35.31	36.29	36.17	35.97
归属母公司股东权益	142203.41	146682.14	154229.41	161396.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.37%	—	—	—
少数股东权益	481.14	503.98	526.84	540.74	资本结构				
股东权益合计	142684.55	147186.13	154756.25	161937.07	资产负债率	51.71%	52.23%	50.54%	49.00%
负债和股东权益合计	295496.99	308094.92	312888.78	317517.71	带息债务/总负债	47.75%	61.29%	59.59%	58.91%
					流动比率	0.17	0.26	0.28	0.29
					速动比率	0.16	0.26	0.27	0.29
					股利支付率	66.16%	66.40%	66.95%	69.04%
					每股指标				
					每股收益	1.03	1.04	1.04	1.05
					每股净资产	6.46	6.67	7.01	7.34
					每股经营现金	1.81	1.51	1.70	1.64
					每股股利	0.68	0.69	0.69	0.73
业绩和估值指标									
EBITDA	45469.17	42843.76	43018.77	43405.47					
PE	17.63	17.47	17.46	17.22					
PB	2.80	2.72	2.58	2.47					
PS	7.78	7.74	7.70	7.66					
EV/EBITDA	10.15	10.84	10.69	10.54					
股息率	3.75%	3.80%	3.83%	4.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn