



**买入** 54% ↑  
目标价格:人民币 24.00  
600969.CH  
价格:人民币 15.52  
目标价格基础:30 倍 15 年市盈率  
板块评级:未有评级

**本报告要点**

- 自来水供应业务，量价均有提升空间
- 争做电改标杆，供电业务盈利弹性大
- 工业气基本维持现状

**股价表现**

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.3)	(7.1)	5.1	31.6
相对上证指数	(6.3)	(14.3)	(41.8)	(33.1)

发行股数(百万)	264
流通股(%)	80
流通市值(人民币 百万)	3,286
3个月日均交易额(人民币 百万)	51
净负债比率%(2015E)	102
主要股东(%)	
郴州市人民政府国有资产监督管理委员会	14

资料来源：公司数据，聚源及中银国际研究  
以2015年1月26日收市价为标准

**中银国际证券有限责任公司**  
具备证券投资咨询业务资格

**公用事业：电力****于振家**

(8610)66229336  
zhenjia.yu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300514110001

\*李怡棉为本报告重要贡献者

# 郴电国际

## 保民生，做标杆

公司拥有郴州市及周边地区自来水和电力供应的特许经营权，目前收入主要来自电力、自来水和工业气销售。为把握“郴资桂”一体化带来的发展机遇，公司积极推进东江引水、农网改造、直购电等工程，同时业务延伸至污水处理领域，业绩有望实现快速增长。我们给予该股 24.00 元的目标价格，首次评级为买入。

### 支撑评级的要点

- 自来水供应业务，量价均有提升空间。**2014年底郴州市正式实行阶梯水价，公司预计平均水价增加 0.04 元/吨；郴州市水价低于周边城市，基础水价存在约 0.4 元/吨的提升空间。目前公司 32 万吨/日的供水能力已经无法满足城市发展的需要，亟需建设新的供水能力。
- 东江引水工程正式开工。**2014 年公司完成非公开发行，募集资金 8 亿元，加上自有资金约 4 亿元投入东江引水工程，预计 2017 年竣工。工程取水点位于东江湖核心保护区，水质为 I 类。项目将大幅提升公司供水能力，彻底解决郴州用水瓶颈问题。
- 争做电改标杆，供电业务盈利弹性大。**开放用户和发电企业的直接交易，是推进电力改革的有效切入点。公司计划铺设点对点输电线路，未来除小水电发电量以外，其余购电需求有望全部由华润 B 厂提供，有限降低购电成本。同时，公司通过实施农网改造、集中抄表等工程，实现线损率降低，进一步提升供电业务盈利。

### 评级面临的主要风险

- 东江引水工程、污水处理厂建设进度滞后。
- 电改政策风险。

### 估值

- 按照公司增发完成后的最新股本计算，预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.52、0.81 和 1.05 元，对应当前股价市盈率分别为 29.8、19.4 和 14.8 倍。公司自来水和电力销售业务正面临积极变化，业绩有望迎来快速增长。首次覆盖给予公司买入评级，目标价 24.00 元，对应 2015 年 30 倍市盈率。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,096	2,196	2,281	2,491	2,696
变动(%)	13	5	4	9	8
净利润(人民币 百万)	110	127	138	213	279
全面摊薄每股收益(人民币)	0.417	0.481	0.524	0.805	1.054
变动(%)	22.1	15.0	(13.0)	53.8	30.9
全面摊薄市盈率(倍)	29.9	26.0	29.8	19.4	14.8
价格/每股现金流量(倍)	7.6	9.7	14.8	9.6	8.4
每股现金流量(人民币)	2.06	1.62	1.06	1.62	1.85
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.3	14.1	13.2	10.7	13.0
每股股息(人民币)	0.140	0.140	0.141	0.217	0.285
股息率(%)	0.9	0.9	0.9	1.4	1.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 目 录

公司概况 .....	3
水务：保民生，发展空间大 .....	4
供电：推进直购电，做电改标杆 .....	9
盈利预测与估值 .....	11
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	13

## 公司概况

公司由原郴州、宜章、临武、汝城、永兴电力公司及联合国工发组织国际小水电中心，共六家单位于2000年12月发起设立，2004年4月8日在上海证券交易所上市。

2014年10月14日，公司完成定向增发，发行价格为14.8元/股，募资总额约8亿万元，锁定期一年，募集资金将用于郴州市东江引水工程项目，总股本由原来的2.10亿股增加至2.64亿股。公司控股股东为郴州市国资委，非公开发行股票后其持股比例由17.88%降至14.22%。

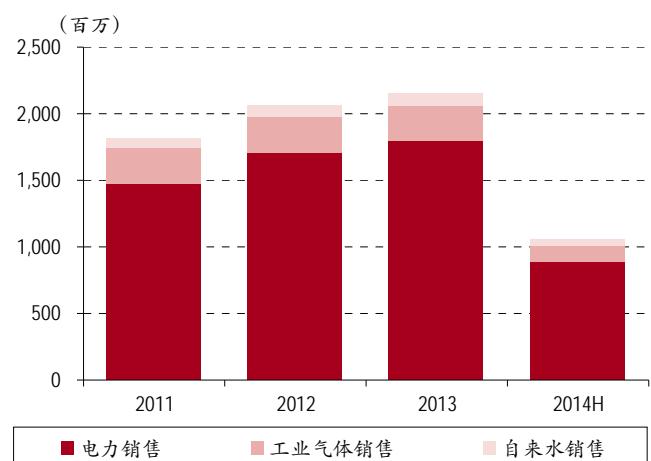
**图表1. 2014年10月非公开发行完成后公司前十大股东持股情况**

序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
1	郴州市人民政府国有资产监督管理委员会	37,596,574	14.22
2	汝城县水电有限责任公司	19,140,792	7.24
3	临武县水利电力有限责任公司	18,321,098	6.93
4	海通证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	12,465,402	4.72
5	宜章县电力有限责任公司	11,713,771	4.43
6	泰达宏利基金管理有限公司	10,100,000	3.82
7	财通基金管理有限公司	8,500,000	3.22
8	兵工财务有限责任公司	8,314,384	3.15
9	海通证券股份有限公司约定购回式证券交易专用证券账户	8,300,000	3.14
10	国海证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	6,000,000	2.27
合计		140,452,021	53.14
股本		264,321,774.00	100.00

资料来源：万得资讯，中银国际研究

公司主营业务为电力、自来水供应及工业气体生产。2014年前三季度，公司营业收入16.94亿、净利润1亿，同比分别增长3.47%和23.72%。目前供电业务是公司主要的收入和利润来源，供水业务发展较快，工业气收入和利润占比逐渐下降。

**图表2. 公司收入主要来自电力销售**



资料来源：万得资讯，中银国际研究

**图表3. 工业气利润占比下降**



资料来源：万得资讯，中银国际研究

## 水务：保民生，发展空间大

### 自来水供应：量、价均有提升空间

2010年4月，公司回购了南方水务郴州市自来水公司100%的股权，正式开始从事供水业务。从2010-2014年底，公司5年时间累计投入资金5亿元，铺设新城区管网65公里，改造旧城区管网135公里；扩建了海泉水厂和万华水厂，完成了江源水库大坝续建任务。城区供水管网得到提升。

2014年底，针对山河水库库容减少出现的供水不正常现象，公司开辟了王仙湖等3个取水点，新铺设应急管道3.2公里，对部分水厂进行扩容改造，总投资达3,000万元。目前，山河水库库容达207.76万立方米，每天应急水源可供水10万吨以上。郴州城区供水得到保证。

公司供水市场为郴州市全部城区及周边城镇群，是城区唯一的供水公司，为区域垄断经营。2014年4月25日，经郴州市人民政府授权，郴州市城市管理和行政执法局与公司签署了《郴州市城区供水特许经营协议》。据此，公司取得了郴州市城市供水特许经营权。特许经营权有效期限为三十年，自2014年4月25日起至2044年4月24日止。特许经营权区域范围为郴州市总体规划范围，共约135平方公里。

受益于供水能力增加、综合水价上涨，公司供水业务盈利稳步提升。2011-2013年，公司自来水供应量分别为5,179、5,059、5,156万吨，基本稳定；业务收入分别为7,249、8,836、9,385万元。公司自来水销售业务的毛利率从2010年的37.15%稳步增长到2013年的49.7%。2014年上半年，自来水销售收入4613万元，毛利率55.13%。

**图表4. 公司自来水销售业务盈利情况稳步提升**

	2011	2012	2013
自来水销售收入（万元）	7,249	8,836	9,385
自来水销售毛利（万元）	2,680	4,231	4,665
售水量（万吨）	5,178.84	5,058.75	5,156
综合水价（元/吨，不含税）	1.361	1.7	1.82
吨水毛利（元）	0.52	0.84	0.90

资料来源：公司财报，中银国际研究

2013年，十八届三中全会提出加快推进“水电油气”等领域的价格改革，水价改革的方向将是居民生活用水实行阶梯水价、生产用水实行超定额累进加价制度。郴州市城区供水价格上一次的调整是在2011年12月20日，调整后的城区供水价格自2012年1月1日起执行。2012年，公司自来水销售综合水价从1.361元/吨提升至1.70元/吨。

2014年12月22日，郴州市物价局正式下发《关于市城区实行居民生活阶梯水价的通知》，自2015年1月1日起执行。阶梯水量按三级设置，阶梯价格按三级阶梯水价级差1:1.5:2确定，即第一阶梯水价按现行居民生活用水价格1.61元/吨执行，第二、第三阶梯水价分别为2.41元/吨、3.22元/吨。水资源费、居民生活污水处理费、居民生活垃圾处理费仍按原标准随水费一并征收。

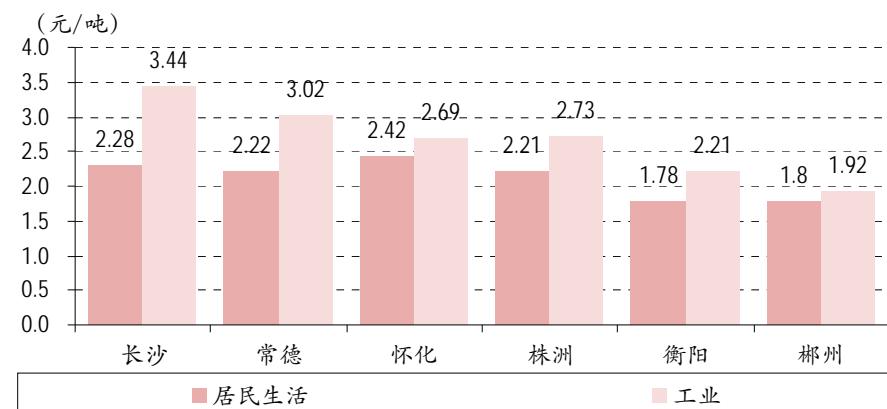
**图表 5. 原郴州市城区供水价格标准表 (元/吨)**

水价类型	自来水价格		污水处理费	水资源费	垃圾处理费	合计	备注
	其中	价调基金					
一、居民生活用水	1.61	0.02	0.03	0.8	0.02	0.25	2.68
二、非居民生活用水	2.42	0.02	0.03	0.8	0.02	—	3.24 工业用水价格暂维持 2.14 元/吨(含污水处理费 0.80 元、水资源费 0.02 元)
三、特种行业用水	6.44	0.02	0.03	0.8	0.02	—	7.26

资料来源：郴州市物价局

根据公司公告，上述实行阶梯水价的政策一方面将增加公司的营业收入，实行阶梯水价后，预计每年增加营业收入 240 万元，平均水价达到 1.92 元，增加 0.04 元/吨；另一方面将弥补供水成本上涨和保持第一阶梯水价相对稳定。

目前，湖南省已有长沙、常德、怀化、株洲、衡阳等 6 个城市实施了居民生活阶梯水价。从上述各地区的水价情况来看，郴州市水价有较强的上涨预期。预计基础水价存在约 0.4 元/吨的提升空间。我国水价改革正在积极推进，未来水价上调将是不可避免的趋势。

**图表 6. 郴州市用水价格低于周边城市，有提升空间**


资料来源：中国水网，中银国际研究

随着郴州市经济的发展，城市规模扩大、城市人口增加，对自来水的需求也在加大。2010 年 2 月 4 日，《郴州市城市总体规划（2009-2030）》经湖南省人民政府同意施行。规划至 2030 年，“郴资桂”区域总人口 262 万人，城镇人口到达 210 万人，城镇化水平达 80% 以上。目前公司具备 32 万吨/日的供水能力，已经无法满足城市发展的需要，亟需建设新的供水能力。

### 东江引水工程——民生大如天

郴州市中心城区地处丘陵山区，城区无大江大河过境，城区供水水源过于依赖小东江、山河水库、四清水库以及仙岭水库等，而山河水库、四清水库以及仙岭水库并非常年调节水库，库容量受到降雨量的影响，取水量受到影响。郴州城区有较多备用水源地，水质优良，总体而言不存在“水源荒”。同时，城区供水水厂大部分建设时间较长，城区供水管道及设备设施老化严重与城市规划及迅速发展的“两城”建设的要求不适应，提质改造压力很大。

为满足“郴资桂”日益增长的用水需求、改善供需矛盾，公司决定实施东江引水工程。实际上，早在2010年，公司就按照市委、市政府的要求，启动了东江引水工程前期相关工作。公司投入了大量的时间和资金成本进行项目前期工作，终于在2014年取得了实质性进展。

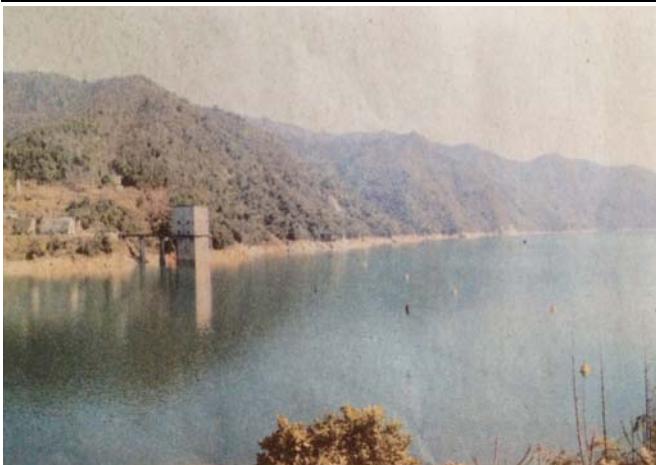
**图表7. 东江引水工程项目开工经历长期准备**

时间	进展
2010年6月8日	公司与湖南省建筑设计院签订了《东江引水工程可研报告编制协议书》，开始进行工程可行性研究工作
2011年6月	公司委托相关机构编制项目立项所需的《水资源论证报告》、《地质灾害危险评估备案登记表》、《净化场和引水隧洞的地质初勘报告》、《环境影响评价报告》、《建设项目土地预审》、《东江水库水源水质监测报告》等20余项支撑报告
2012年2月16日	公司委托中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司研究编制《东江水电站开发任务变更论证专题报告》、《郴州市东江引水工程取水口和引水隧洞可行性研究报告》、《施工爆破振动对东江薄拱坝及厂房等的影响研究及分析专题》、《东江水库引水工程取水口施工期电能损失计算专题研究》等4个专题报告
2012年4月	市委市政府成立了“郴州市东江引水工程领导小组”，市委书记向力力任顾问，市长瞿海任组长；资兴市、苏仙区、北湖区及市直有关部门负责人为成员
2013年9月22日	湖南省发展与改革委员会批准东江引水工程立项
2014年2月21日	公司与湖南省建筑设计院、中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司签订工程合同，开始进行工程勘察设计工作
2014年6月13日	获得了省住建厅《关于郴州市东江引水工程初步设计的批复》
2014年8月18日	经省国土厅批准，工程建设用地审批进入绿色通道，完成《湖南省人民政府农用地转用、土地征收审批单》办理工作
2014年9月28日	工程举行开工仪式
2014年10月10日	郴电国际顺利完成非公开发行股票，募集资金8亿元到账，剩余建设资金已取得多家银行授信
2014年12月18日	工程水厂区域“三通一平”场地平整工作进行

资料来源：郴州日报，中银国际研究

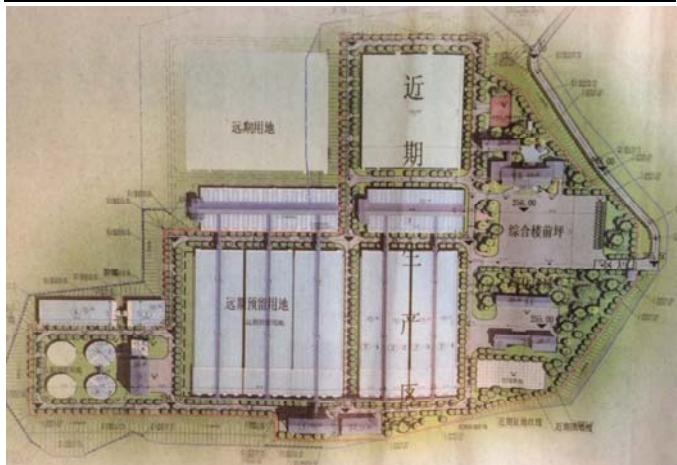
郴州市东江引水工程采用大东江取水方案，拟开凿隧道方式从东江湖库区直接引水，利用引水隧道引致资兴市东江镇星红村新建净化水厂，通过管道采用重力直流水送至郴州市城区和资兴市。取水口选址在东江大坝址右岸上游，该取水点位于东江湖核心保护区，水质为Ⅰ类。

**图表8. 东江引水工程取水口**



资料来源：郴州日报，中银国际研究

**图表9. 东江水厂鸟瞰图**



资料来源：郴州日报，中银国际研究

工程分近期（2015年）、远期（2020年）和远景（2030年）三期建设。近期规模按30万立方米/天设计，可满足近期郴州市城区和资兴市的用水需求；远期规模按60万立方米/天设计，远景规模按100万立方米/天设计。近期工程总投资11.99亿元，其中募集资金投入8亿元，自有资金约4亿元；建设周期3年。项目资本金税后内部收益率为9.43%，项目资本金税后投资回收期为13.42年（含建设期3年）。

**图表 10. 东江引水工程现状与规划对比**

	小东江引水工程（现状）	东江引水工程（新建）
水源	小东江水库（取水点位于小东江电站大坝内）	东江水库（取水点位于东江电站大坝内）
设计规模	10万立方米/天	规划总规模100万立方米/天，近期设计规模30万立方米/天
系统说明	小东江电站大坝内取水，由王家庄东江引水工程包含取水口及引水隧洞取水泵站一级提升，进入何家调压工程、东江水厂厂区工程、输水系统塔，经中途调压管后由田家铺加压工程三部分。其中：1、取水口及引水站进行二次提升，进入香山坪水厂隧洞工程按规划总规模一次建成；2、处理后由送水泵房进行三次提升，东江水厂厂区工程考虑分期实施，近进入梯子岭水池，最后重力供往郴州市现状老城区。施，从厂区清水池重力出水	
水处理工艺 流程	小东江水库-絮凝、沉淀池-虹吸滤池-送水泵房-高位水池-重力供往老城区	东江水库-取水口、引水隧洞-自流进入配水井-絮凝、沉淀池、均粒滤料气水反冲洗滤池-清水池-自流进入山河高位水池

资料来源：郴州日报，中银国际研究

东江水库位于郴州市资兴境内，是一个以发电为主，兼防洪、运输、养殖、旅游及饮用水源等多功能综合效益的人工水库，库容80多亿立方米，水质常年保持在国家地表水一类水质标准，是不可多得的优质、可靠水源。东江引水工程竣工投产后，郴州市现存供水的主要问题迎刃而解。

一是东江湖的重组水源将彻底解决郴州用水瓶颈问题，为“郴资桂”区域城市及乡镇群众的生产生活提供充沛的自来水；二是优良的水质将满足群众对健康水的渴求，群众的生活水平有质的提高；三是将改变沿途村镇各自为政的供水模式，一体化区域供水将加快沿途的城镇化建设步伐；四是规模化生产奖提高自来水生产企业的管理水平。东江引水工程将为保障郴州市建设和发展，满足“郴资桂”一体化区域城市发展的需要产生积极作用。

### 延伸产业链，进入污水处理领域

2014年11月20日，公司公告拟以现金方式出资8,000万元人民币投资设立全资子公司郴电格瑞环保，主营业务为污水处理项目的投资、建设、运营管理等。郴州市发改委已同意将郴州市第二、第四污水处理厂及配套管网建设工程项目建设单位由郴州市自来水公司变更为郴电格瑞环保。

图表 11. 郴电格瑞环保投资项目的概况

项目	单位	第二污水处理厂	第四污水处理厂及配套管网
近期处理规模 (2020 年)	m3/d	40,000	60,000
远期处理规模 (2030 年)	m3/d	80,000	240,000
近期项目总投资	万元	11,126.79	22,623.46
建设期限		2014.11 至 2015.11	2014.10 至 2015.10
年利润总额	万元	531.44	998.5
内部收益率 (税后)	%	8.22%	8.06
投资回收期	年	10.57	10.96

资料来源：公司公告，中银国际研究

污水处理项目是城镇化建设的基础项目，符合国家产业政策，前景较好，与供水业务关联度高。上述两个项目的实施将更好的发挥公司优势，提高公司的盈利能力。

根据《郴州市城镇污水垃圾处理及供水设施建设专项行动实施方案》，为加快郴州市城镇污水、垃圾处理及供水设施建设，推动减排工作，在污水处理设施建设方面，将新建污水管网 629.09 公里，新改扩建污水处理厂 17 个，新增污水处理规模 12.52 万吨/日，新建污泥处理处置规模 30 吨/日。到 2015 年，市中心城区污水处理率和各县市县城污水处理率达到 85% 以上；市中心城区污泥无害化处理处置率达到 50%，在地方政府积极推荐环保的背景下，公司未来环保业务依然具有较大的发展空间。

## 供电：推进直购电，做电改标杆

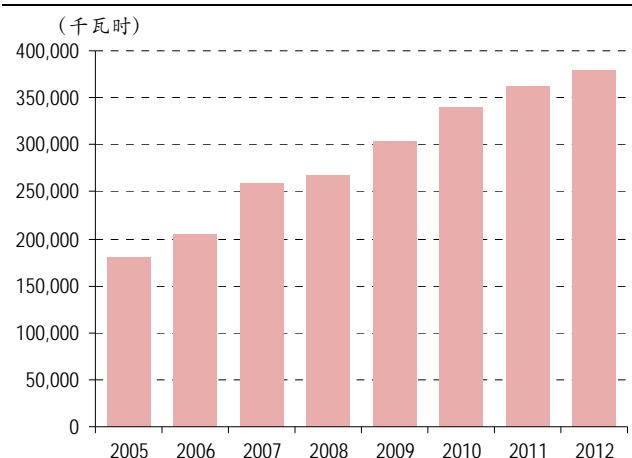
### 郴州地区用电量将保持较快增长

公司供电市场包括郴州市四县两区（北湖区、苏仙区、宜章县、临武县、汝城县、永兴县）及郴州市城区70%的供电区域，拥有特许经营权。

《郴州市城市总体规划（2009-2030年）》明确提出将“郴资桂”城镇群打造成湖南最开放的城镇群、湘粤赣省际区域最大的中心城镇群，中、东部地区联系的桥梁，全市新型城市化、新型工业化和新农村建设的引领区，现代化生态型城镇群。2013年，郴州市GDP增速为11.1%，高于周边城市。

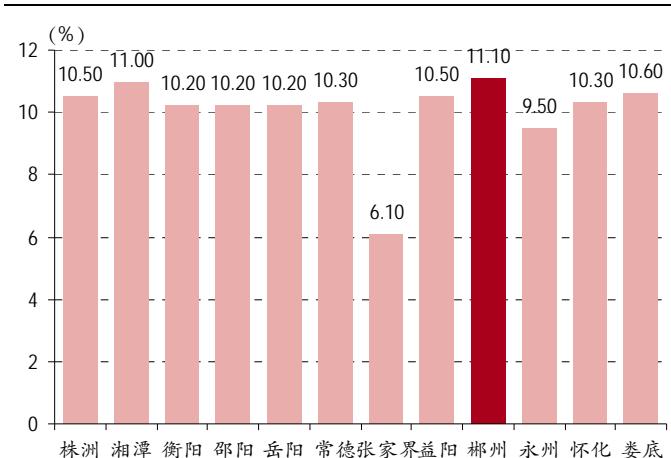
2014年底郴州市委经济工作会议提出，要再通过三至五年左右的时间，基本完成“两城”建设、全面建成小康社会的新使命，实现郴州起飞；培育“十大新增长点”：宝石产业、钨产业、电子商务、环保产业、文化创意产业和会展经济、休闲旅游产业、健康和养老服务业、现代物流和商贸业、现代农业、村庄整治和规范农村建房。按照“两城”建设的要求，今后郴州市城区在相当长的一段时间内社会经济仍将以较快的速度发展。随着经济持续稳步增长，电力需求也将持续增长，带动公司售电总量的提升。

图表 12. 郴州市全社会用电总量



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 13. 郴州市 GDP 保持较高增速 (2013)



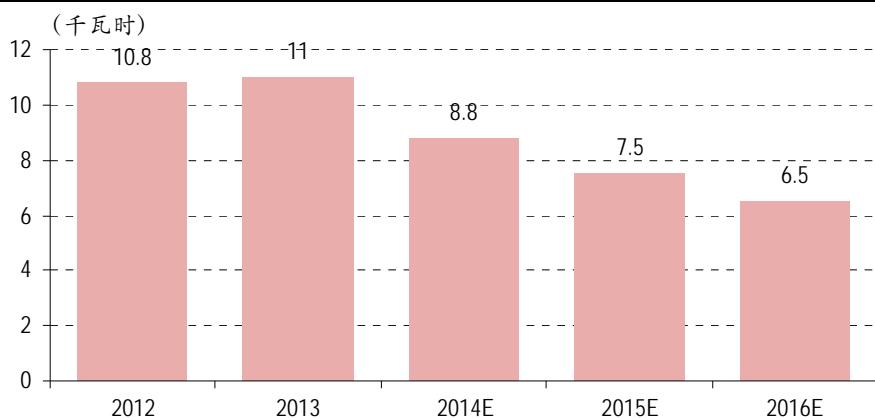
资料来源：万得资讯，中银国际研究

### 线损率仍有下降空间

2013年，公司争取农网改造升级工程国家投资规模12亿元，占同时期全省农网改造升级工程总投资近一半，资金重点投放在北湖、苏仙、宜章、临武、汝城、永兴35kV及以下的进村入户项目。2014年上半年，公司完成农网工程总投资35,999万元，完成工程实物量为：220kV线路18KM、110kV线路13KM、35kV线路23.9公里、10kV线路109.6公里、低压线路112公里，新建或改造配电变压器91台、户表21,380户。同时，公司详细编制了2015年农网改造升级工程投资计划草案，并上报至省发改委、省能源局，以争取未来更多的支持。

网络改造、优化调度、加强管理降低了输电线路的损耗。2013年，公司实际购电量34.34亿千瓦时，售电量30.57亿千瓦时，线损率接近11%；2014年上半年线损率下降至7.81%。预计2014年全年线损率低于9%，并在未来两年保持下降趋势，最终达到接近6%的水平。

图表 14. 线损率有下降空间



资料来源：公司财报，中银国际研究

### 把握电改机遇，直购电增加利润弹性

通过开放用户和发电企业选择权，放开上网电价，实现电能供需双方的直接交易，是目前国内电力系统大环境下，推进电力改革的有效切入点。

公司所在地区小水电资源丰富，目前公司售电量中约有一半来自于小水电；公司需要外购电，以满足公司供电市场的电力需求。湖南华润电力 B 厂 2X65 万千瓦机组位于资兴市区，距离公司 20 多公里，年发电接近 5,000 小时。公司计划铺设点对点输电线路，未来除小水电发电外，其余购电需求有望全部由华润 B 厂提供。公司积极推进直购电，争取做电改标杆，可以显著降低购电成本，增加利润空间。

## 盈利预测与估值

对于公司 2015-16 年经营情况的主要假设如下：

1. 自来水供应：继阶梯水价推出后，郴州市基础水价有较强上调预期，假设年内上调 0.4 元/吨；供水量保持小幅提升；
2. 污水处理业务：项目建设如期进行，2015 年下半年项目投产；
3. 电力销售：用电增速分别为 8%、9%，线损率分别降至 7.5%、6.5%；
4. 工业气体销售：受产能和环保因素影响，钢铁行业面临考验，2014 年停产时间较长，考虑到行业需求基本稳定，假设 2015、16 年经营情况在 2014 年基础上小幅反弹；

按照公司增发完成后最新股本计算，预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.52、0.81 和 1.05 元，对应当前股价市盈率分别为 29.8、19.4 和 14.8 倍。

公司收入和毛利构成中，供电业务占比较高。选取通宝能源、广安爱众、文山电力为可比公司，目前公司估值水平与行业平均水平接近。

**图表 15. 可比公司估值（来自万得一致预期）**

代码	简称	收盘价(人民币) 2015-1-27	每股收益(元)			市盈率(倍)		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
600780.CH	通宝能源	6.58	0.48	0.48	0.53	13.65	13.65	12.52
600979.CH	广安爱众	6.41	0.15	0.20	0.25	43.02	31.81	25.43
600995.CH	文山电力	7.57	0.31	0.36	0.42	24.36	20.80	18.19
<b>平均</b>		-	-	-	-	27.01	22.09	18.71

资料来源：万得资讯，中银国际研究

公司积极把握“郴资桂”一体化带来的发展机遇，落实推进东江引水、农网改造、直购电等工程，同时业务延伸至污水处理领域，业绩将实现快速增长。首次覆盖给予公司买入评级，目标价 24.00 元，对应 2015 年 30 倍市盈率。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,096	2,196	2,281	2,491	2,696
销售成本	(1,661)	(1,714)	(1,775)	(1,863)	(1,947)
经营费用	(67)	(51)	(35)	(27)	(238)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>367</b>	<b>431</b>	<b>472</b>	<b>600</b>	<b>511</b>
折旧及摊销	(119)	(135)	(160)	(185)	(3)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>248</b>	<b>296</b>	<b>312</b>	<b>415</b>	<b>508</b>
净利润收入/(费用)	(47)	(62)	(62)	(62)	(62)
其他收益/(损失)	12	(10)	(8)	(7)	(6)
<b>税前利润</b>	<b>213</b>	<b>224</b>	<b>241</b>	<b>346</b>	<b>440</b>
所得税	(63)	(58)	(60)	(87)	(110)
少数股东权益	(41)	(39)	(43)	(47)	(52)
<b>净利润</b>	<b>110</b>	<b>127</b>	<b>138</b>	<b>213</b>	<b>279</b>
<b>核心净利润</b>	<b>104</b>	<b>134</b>	<b>145</b>	<b>219</b>	<b>285</b>
每股收益(人民币)	0.417	0.481	0.524	0.805	1.054
核心每股收益(人民币)	0.493	0.638	0.550	0.830	1.077
每股股息(人民币)	0.140	0.140	0.141	0.217	0.285
收入增长(%)	13	5	4	9	8
息税前利润增长(%)	6	19	5	33	22
息税折旧前利润增长(%)	9	17	10	27	(15)
每股收益增长(%)	22	15	(13)	54	31
核心每股收益增长(%)	18	29	(14)	51	30

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	213	224	241	346	440
折旧与摊销	119	135	160	185	3
净利息费用	47	62	62	62	62
运营资本变动	73	(94)	19	91	82
税金	(63)	(58)	(60)	(87)	(110)
其他经营现金流	43	72	(143)	(169)	13
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>432</b>	<b>340</b>	<b>280</b>	<b>429</b>	<b>490</b>
购买固定资产净值	(668)	(511)	(430)	(500)	(600)
投资减少/增加	0	4	0	0	0
其他投资现金流	0	0	16	2	2
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(668)</b>	<b>(507)</b>	<b>(414)</b>	<b>(498)</b>	<b>(598)</b>
净增权益	41	0	54	0	0
净增债务	331	275	0	0	0
支付股息	(32)	(33)	(33)	(42)	(64)
其他融资现金流	(226)	122	(60)	(59)	(59)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>114</b>	<b>365</b>	<b>(38)</b>	<b>(101)</b>	<b>(123)</b>
现金变动	(122)	197	(173)	(170)	(231)
期初现金	798	677	874	701	531
公司自由现金流	(239)	(172)	(135)	(69)	(108)
权益自由现金流	45	41	(197)	(131)	(170)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	677	874	701	531	300
应收帐款	338	441	447	476	504
库存	26	32	33	35	37
其他流动资产	188	149	151	155	159
<b>流动资产总计</b>	<b>1,228</b>	<b>1,496</b>	<b>1,332</b>	<b>1,198</b>	<b>999</b>
固定资产	3,350	3,657	4,069	4,551	5,133
无形资产	103	99	99	99	99
其他长期资产	94	94	79	79	79
<b>长期资产总计</b>	<b>3,548</b>	<b>3,850</b>	<b>4,247</b>	<b>4,729</b>	<b>5,311</b>
<b>总资产</b>	<b>4,776</b>	<b>5,345</b>	<b>5,579</b>	<b>5,927</b>	<b>6,310</b>
应付帐款	307	237	245	261	277
短期债务	684	776	776	776	776
其他流动负债	344	348	371	484	586
<b>流动负债总计</b>	<b>1,335</b>	<b>1,361</b>	<b>1,392</b>	<b>1,522</b>	<b>1,639</b>
长期借款	1,832	2,017	2,017	2,017	2,017
其他长期负债	151	157	157	157	157
股本	210	210	264	264	264
储备	1,010	1,328	1,433	1,605	1,820
<b>股东权益</b>	<b>1,221</b>	<b>1,538</b>	<b>1,698</b>	<b>1,869</b>	<b>2,084</b>
少数股东权益	229	265	308	355	406
<b>总负债及权益</b>	<b>4,776</b>	<b>5,345</b>	<b>5,579</b>	<b>5,927</b>	<b>6,310</b>
每股帐面价值(人民币)	5.80	7.32	6.42	7.07	7.88
每股有形资产(人民币)	5.31	6.84	6.05	6.70	7.51
每股净负债/(现金)(人民币)	8.75	9.13	7.92	8.56	9.43

**主要比率 (%)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	17.5	19.6	20.7	24.1	19.0
息税前利润率(%)	11.9	13.5	13.7	16.7	18.8
税前利润率(%)	10.2	10.2	10.6	13.9	16.3
净利率(%)	5.3	5.8	6.1	8.5	10.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.1	1.0	0.8	0.6
利息覆盖率(倍)	5.3	4.8	5.0	6.7	8.2
净权益负债率(%)	126.9	106.5	104.3	101.7	100.1
速动比率(倍)	0.9	1.1	0.9	0.8	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	29.9	26.0	29.8	19.4	14.8
核心业务市盈率(倍)	31.7	24.5	28.4	18.8	14.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	48.7	37.6	43.7	28.9	22.3
市净率(倍)	2.7	2.1	2.4	2.2	2.0
价格/现金流(倍)	7.6	9.7	14.8	9.6	8.4
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	16.3	14.1	13.2	10.7	13.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	6.1	6.1	6.7	6.7	6.7
应收帐款周转天数	55.8	64.8	71.1	67.6	66.3
应付帐款周转天数	45.3	45.2	38.6	37.1	36.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	29.8	25.9	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	10.1	9.2	8.6	11.9	14.1
资产收益率(%)	3.9	4.3	4.3	5.4	6.2
已运用资本收益率(%)	6.7	6.9	6.6	8.5	9.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

通宝能源(600780.CH/人民币 6.58, 未有评级)

广安爱众(600979.CH/人民币 6.41, 未有评级)

文山电力(600995.CH/人民币 7.57, 未有评级)

郴电国际(600969.CH/人民币 15.52, 买入)

以 2015 年 1 月 27 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### **公司投资评级：**

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

#### **行业投资评级：**

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371