



Research and
Development Center

引领价值投资新风尚

——长江电力（600900.sh）首次覆盖报告

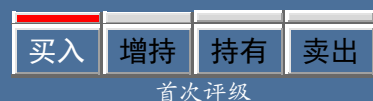
2015年11月20日

郭荆璞 能源化工行业首席分析师
杨耀廷 研究助理
刘 栋 研究助理

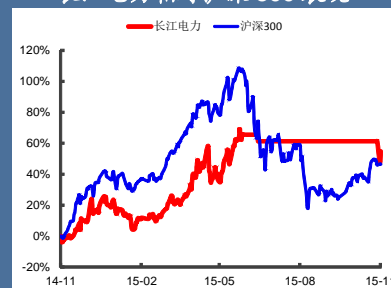
证券研究报告

公司研究——首次覆盖

长江电力（600900.sh）



长江电力相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2015.11.19）

收盘价(元)	13.51
52周内股价波动区间(元)	8.44-15.22
最近一月涨跌幅(%)	-4.04
总股本(亿股)	165
流通A股比例(%)	59.07
总市值(亿元)	2229.15

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

杨耀廷 研究助理

联系电话：+86 10 63080987

邮箱：yangyaoting@cindasc.com

刘栋 研究助理

联系电话：+86 10 63081279

邮箱：liudong@cindasc.com

引领价值投资新风尚

2015年11月20日

内容提要：

- ◆ **实施重大资产并购，公司获得外延式增长。**长江电力拟发行 35 亿股及支付现金 374.24 亿元购买川云公司 100% 股权，发行价格确定为 12.08 元/股。公司将向三峡集团发行 17.4 亿股，向川能投、云能投各发行 8.8 亿股用于支付本次重组的部分对价，其余部分用现金支付，交易金额高达 797.04 亿元。同时，公司拟以 12.08 元/股价格向平安资管、阳光人寿等 7 名投资者非公开发行股票不超过 20 亿股，用于支付本次重组的部分现金对价。收购完成后公司装机容量增长 80%，公司股份增加至 220 亿股，三峡集团控股比例从 72.01% 下降到 61.92%。
- ◆ **承诺高额现金分红，引领价值投资新潮流。**据公司公告，如本次交易成功实施，公司拟修改《公司章程》，约定对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。此项安排实施后，公司股息分配率将大幅高于 A 股上市公司平均 38.2% 的股息分配率，同时也大幅高于电力同行业上市公司水平。
- ◆ **低风险。**公司目前拥有的电站主要为水电站，发电生产与长江来水密切相关，长江来水的不确定性及季节性波动和差异对公司电力生产及经营业绩均会产生重要影响。但通过对近五年来三峡入库流量、公司发电量和公司经营收入波动率的比较，我们发现长江电力发电量和收入波动相对较小，未来通过四库联调，将进一步熨平公司发电量和收入波动。此外，公司股价有较强保障，控股股东三峡集团承诺将在长江电力股票复牌后 6 个月内，根据二级市场情况择机增持长江电力股票，增持金额累计不超过 50 亿元，并及时履行信息披露义务。
- ◆ **公司未来收入增长有较强预期。**三峡落地电价低于地方火电标杆电价，具有较强价格优势。二次电力体制改革目标之一是要实现电力批发与零售全面开放，为公司介入售电领域提供了良好契机。公司持有华东电网区上海电力股权，华中电网区湖北能源股权、南方电网区广州发展股权，积极进行区域布局，方便以合作方式进入，在公司电力消纳区拓展配售电业务。此外，公司计划向电力供配产业链下游延伸，发展配售电业务并将其打造成为公司新的利润增长点。
- ◆ **盈利预测及投资评级：**我们对公司进行情景分析，在不考虑资产注入的情况下，分别采用 DCF 和相对估值法分别对公司股票进行估值，计算得出未来六个月目标价为 16.2 元/股，参考公司 2015 年 11 月 19 日收盘价 13.51 元，首次覆盖，给予“买入”评级。资产成功注入后，参照资产注入和非公开发行股份募集资金相关安排，我们测算得出，2016 年公司 EPS 约增厚 22.47%。
- ◆ **风险因素：**资产重组进度不及预期、国民经济增长严重不及预期、政策风险等。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	22,697.64	26,897.79	25,080.26	25,322.68	25,565.10
增长率 YoY %	-11.96%	18.50%	-6.76%	0.97%	0.96%
归属母公司净利润(百万元)	9,070.74	11,829.99	11,733.72	13,015.24	13,198.31
增长率 YoY%	-12.38%	30.42%	-0.81%	10.92%	1.41%
毛利率%	57.99%	63.10%	62.81%	63.07%	63.34%
净资产收益率 ROE%	11.85%	14.40%	13.25%	13.89%	13.35%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.55	0.72	0.71	0.79	0.80
市盈率 (P/E)	25	19	19	17	17
市净率 (P/B)	2.9	2.6	2.4	2.3	2.2

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2015年11月19日收盘价

目 录

一、公司概况.....	2
1、公司简介.....	2
2、股本结构.....	4
二、资产购买并募集配套资金预案.....	4
1、资产购买标的.....	4
2、重组方案介绍.....	7
3、标的资产经营情况.....	8
三、推荐逻辑.....	9
四、盈利预测及估值分析.....	11
1、不考虑资产注入.....	11
2、考虑资产注入.....	13
风险因素.....	13

表 目 录

表 1: 重组方案概览.....	7
表 2: 发行数量及募集配套资金情况.....	7
表 3: 长江电力股权机构变化.....	8
表 4: 川云公司主要财务收据 (未经审计, 单位: 万元).....	8
表 5: DCF 主要计算参数.....	12
表 6: 水电上市公司市场估值情况.....	12
表 7: 资产注入对公司 EPS 增厚效果测算.....	13

图 目 录

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及毛利率.....	2
图 2: 公司归母净利润 (亿元) 及净利率.....	2
图 3: 公司员工组成情况.....	3
图 4: 公司 EPS 及分红 (元).....	3
图 5: 公司及同行业公司资产负债率.....	3
图 6: 公司固定资产更新情况 (亿元).....	3
图 7: 公司股权结构图 (截止 2015 年 9 月 30 日).....	4
图 8: 公司历次重大资本运作概览.....	5
图 9: 川云公司股权结构.....	6
图 10: 金沙江下游梯级电站规划开发情况.....	6
图 11: 长江电力水电总装机容量 (万千瓦).....	6
图 12: 2014 年 A 股上市公司股息分配率.....	9
图 13: 公司经营情况波动率.....	10
图 14: 三峡电站落地电价与当地煤电标杆上网电价对比 (元).....	10
图 15: 三峡集团国际业务布局.....	11
图 16: 公司市盈率波动情况.....	14
图 17: 公司市净率波动情况.....	14

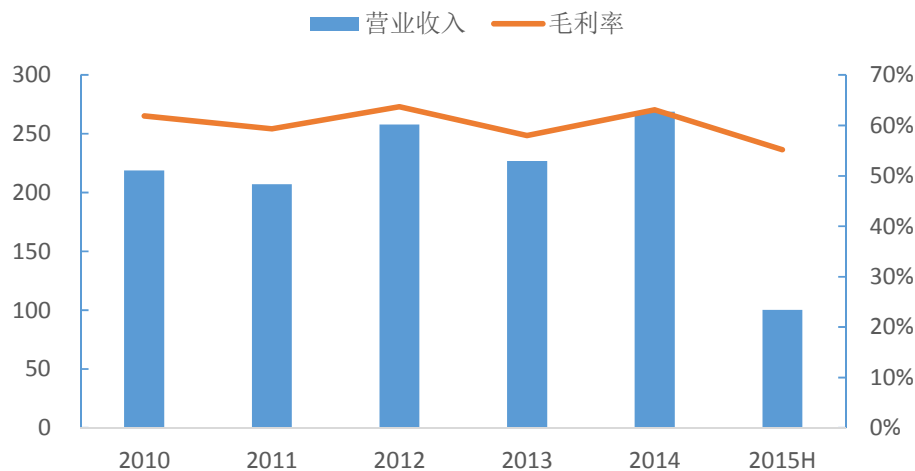
一、公司概况

1、公司简介

中国长江电力股份有限公司（简称“长江电力”），是目前我国最大的水电上市公司，主要从事水力发电业务。公司拥有葛洲坝电站及三峡工程已投产的全部发电机组，截至2014年12月31日，公司总装机容量为2527.7万千瓦，装机容量和发电量占全国水电的比例分别为8.37%和10.94%。公司所发电力主要销往华中地区(湖北、湖南、河南、江西、重庆)、华东地区(上海、江苏、浙江、安徽)及广东省，电能消纳有较强保障。公司已经开始进军核电，打造“水、核”互补新模式，持有湖南桃花江核电站有限公司（以下简称桃花江核电）20%的股权。同时，公司积极进行区域布局，参股湖北能源、广州发展、上海电力等上市公司。

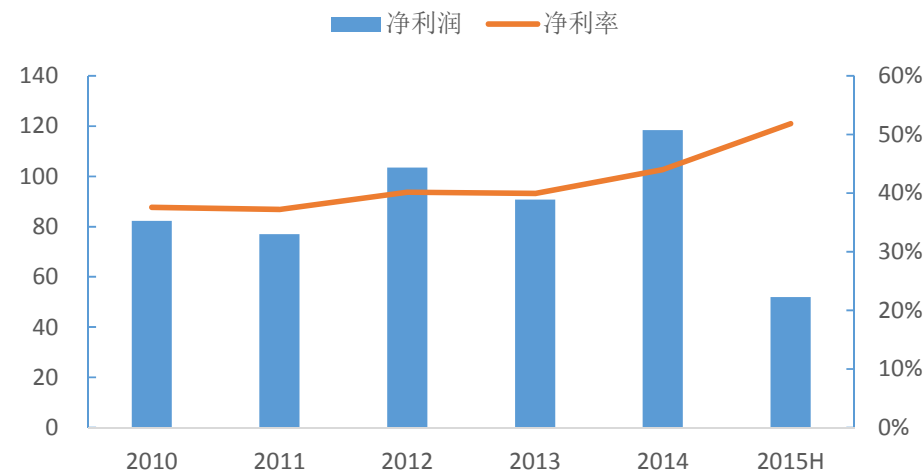
上市以来，公司的装机规模由2003年底的551.5万千瓦增加至2014年底的2,527.7万千瓦，年复合增长率14.8%，其中三峡电站2,250万千瓦，葛洲坝电站277.7万千瓦；营业收入由2003年的29.86亿元增加至2014年的268.98亿元，年复合增长率22.1%；净利润由2003年的14.38亿元增加至2014年的118.30亿元，年复合增长率21.1%。近五年来，公司现金分红稳占当年实现净利润的50%以上，具有“资源独特、低风险、高分红、稳增长”等特点。

图 1：公司营业收入（亿元）及毛利率



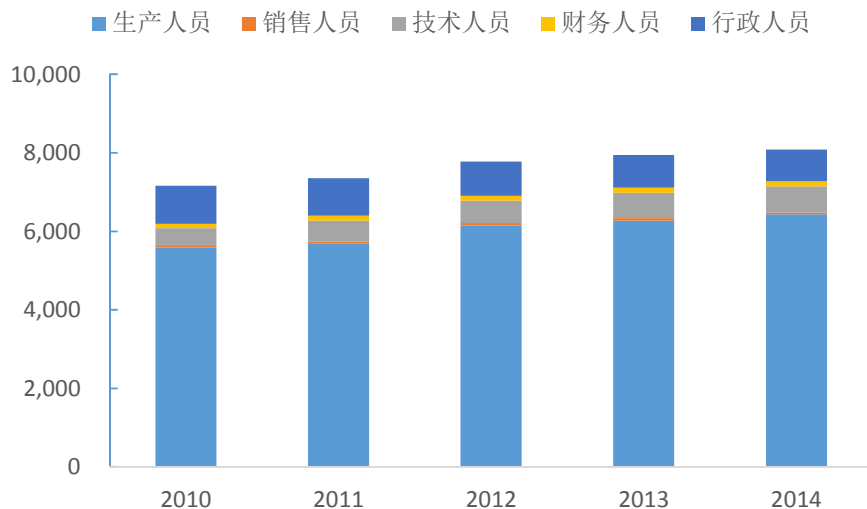
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2：公司归母净利润（亿元）及净利率



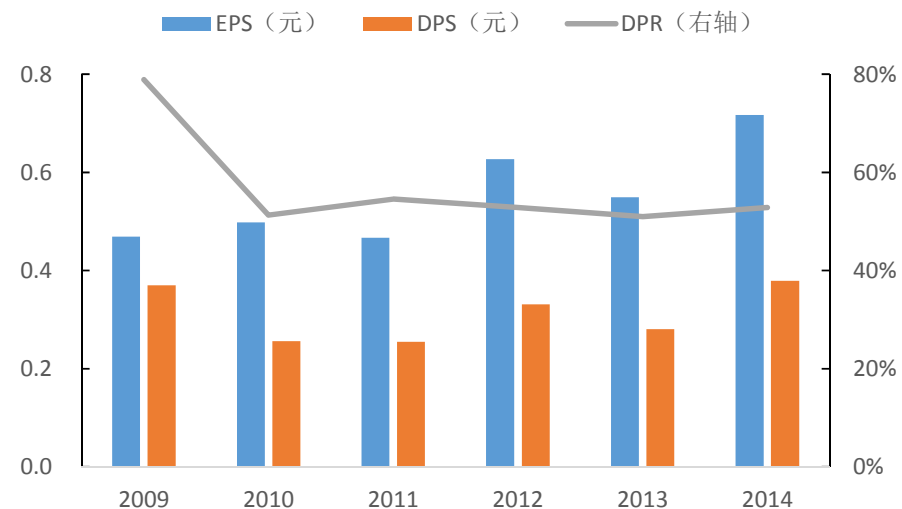
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3: 公司员工组成情况



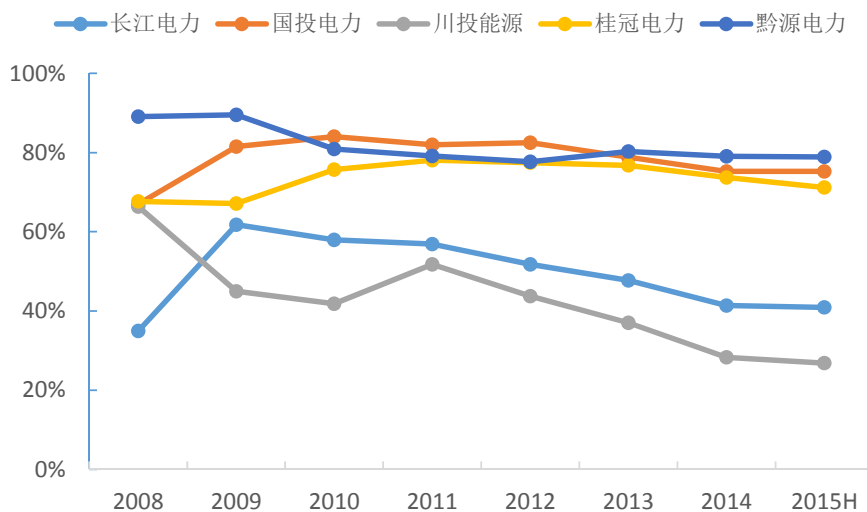
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司 EPS 及分红 (元)



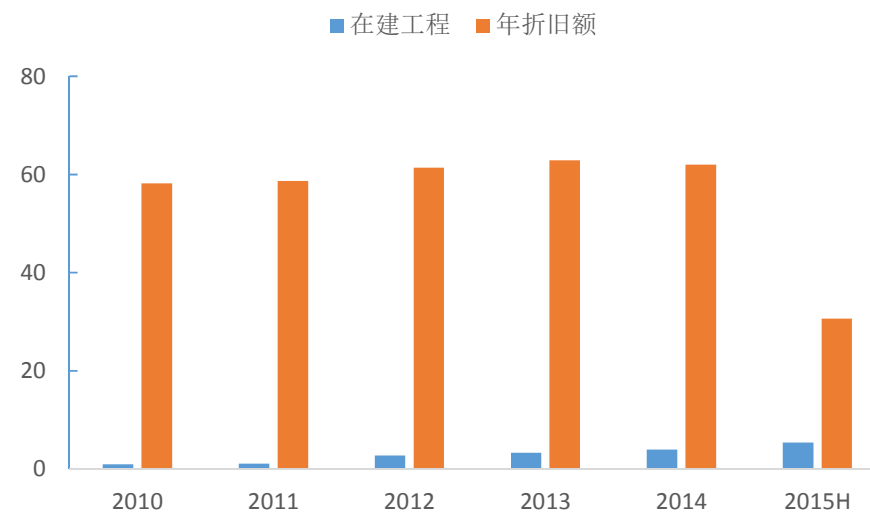
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司及同行业公司资产负债率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司固定资产更新情况 (亿元)

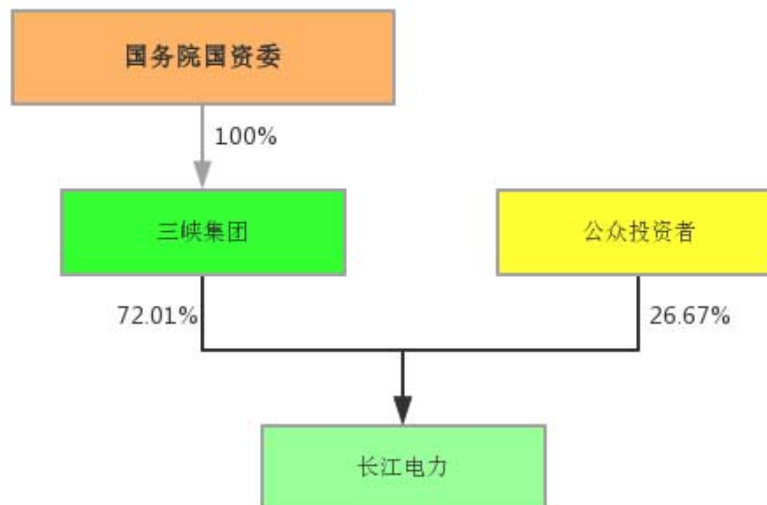


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2、股本结构

截止 2015 年 9 月 30 日，公司总股本 165 亿股，公司控股股东为中国长江三峡集团公司，直接持有公司 11,882,229,292 股股份，占公司总股本的 72.01%；第二大股东为香港中央结算有限公司（沪股通），占公司总股本的 1.86%。前十大股东中，第 6 位到第 10 位均为机构投资者，合计持有公司总股本的 3.11%。

图 7：公司股权结构图（截止 2015 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

二、资产购买并募集配套资金预案

1、资产购买标的

长江电力自 2003 年上市以来，进行了数次重大资产重组：2003 年，完成 A 股 IPO，融资额约 100 亿元；2005 年，作为首批央企股权分置改革试点单位之一，完成股改；2009 年，完成对三峡电站剩余 18 台机组的收购，完成了三峡集团主业资产整体上市。除此以外，公司每年都会通过发行各种债权在市场上进行融资，不断降低公司资金成本，管理层拥有完整且成熟的资本市场运作经验。

2015 年 11 月 13 日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》（以下简称“预案”），交易标的为三峡集团、四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“川能投”）、云南省能源投资集团有限公司（以下简称“云能投”）合计持有的三峡金沙江川云水电开发有限公司（以下简称“川云公司”）100%股权。2005 年，三峡集团联合川能投

和云能投成立金沙江项目筹建处，建设开发金沙江下游向家坝、溪洛渡电站。2013年1月三家公司发起设立川云公司，承接向家坝、溪洛渡电站资产及负债，其中三峡集团持股比例为70%，川能投和云能投持股比例均为15%。

图 8: 公司历次重大资本运作概览

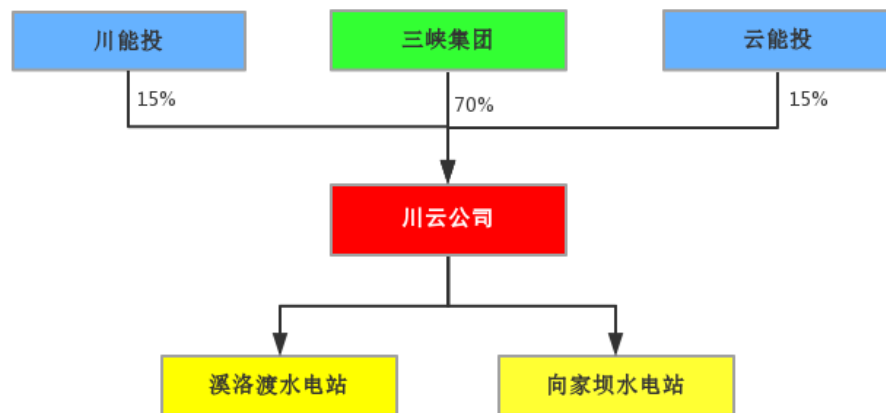


资料来源：Wind、信达证券研发中心

金沙江下游电站由乌东德、白鹤滩、溪洛渡和向家坝四座世界级巨型梯级水电站构成，规划总装机容量 4,646 万千瓦，规模大致相当于两个三峡电站。溪洛渡水电站于 2005 年开工，2014 年 6 月全部投产，安装有 18 台单机 77 万千瓦水电机组，年发电量 571 亿千瓦时，是目前我国第二大、世界第三大水电站，为西电东送骨干电源点，主要供电浙江、广东等地。向家坝水电站于 2006 年开工，2014 年 7 月全部投产，安装有 8 台单机 80 万千瓦水电机组，年发电量 307 亿千瓦时，是目前我国第三大、世界第七大水电站，拥有世界最大的 80 万千瓦超级水轮机，同样为西电东送骨干电源点，主要供电上海等地。乌东德和白鹤滩水电站正在前期开发建设中，未来将大概率参照本次交易预案，资产整体注入长江电力。

本次重组完成后，长江电力装机规模将提升至 4,553.7 万千瓦，增长 80%。长江电力将实现四库联调，公司预计将额外增加三峡电站和葛洲坝电站年发电量约 7% 左右。随着 2020 年左右金沙江下游乌东德、白鹤滩电站的相继投产及注入，公司的装机规模将再次实现大幅跨越，届时长江电力将坐拥世界前 12 大水电站中的 5 座，装机容量达到 7,173.7 万千瓦，全球水电行业引领者地位无可撼动。长江电力将实现六库联调，可有效熨平枯期及丰水期来水的差异，提高水能利用率，极大增加发电量，公司未来发电量持续增长可期。

图 9: 川云公司股权结构



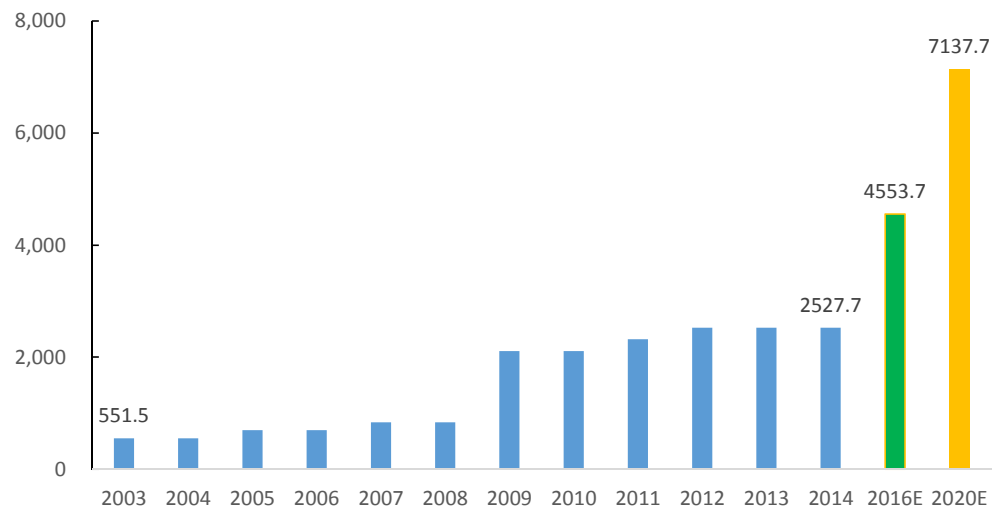
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 10: 金沙江下游梯级电站规划开发情况



资料来源: 公开资料, 信达证券研发中心整理

图 11: 长江电力水电总装机容量 (万千瓦)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

2、重组方案介绍

根据预案，截至 2015 年 6 月 30 日，川云公司 100% 股东权益的预估值约为 797.04 亿元，预估增值率约为 116.19%。长江电力拟 35 亿股及支付现金 374.24 亿元购买川云公司 100% 股权。本次发行价格确定为定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，并扣除 2014 年股息后，计 12.08 元/股。长江电力将向三峡集团发行 17.4 亿股，向川能投、云能投各发行 8.8 亿股用于支付本次重组的部分对价，其余部分用现金支付。三峡集团通过本次重组交易取得的对价股份锁定期为 36 个月，川能投和云能投取得的对价股份锁定期为 12 个月。

表 1：重组方案概览

川云公司估值（亿元）	797.04	
股票发行价格（元）	12.08	
标的资产股东	股票（亿股）	现金（亿元）
三峡集团	17.4	347.736
川能投	8.8	13.252
云能投	8.8	13.252
合计	35	374.24

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

同时，长江电力拟采用锁价发行的方式，以 12.08 元/股的价格（定价方法同资产重组）向平安资管、阳光人寿、中国人寿、广州发展、太平洋资管、GIC 和重阳战略投资共 7 名投资者非公开发行股票不超过 20 亿股，募集不超过 241.6 亿元的配套资金，用于支付本次重组的部分现金对价。上述投资者将以现金认购，取得的股份锁定期为 36 个月。

表 2：发行数量及募集配套资金情况

序号	投资者名称	发行数量（万股）	募集金额（万元）
1	平安资管	80,000	966,400
2	阳光人寿	80,000	966,400
3	中国人寿	16,500	199,320
4	广州发展	10,000	120,800
5	太平洋资管	6,000	72,480
6	GIC	4,000	48,320
7	重阳战略投资	3,500	42,280
	合计	200,000	2,416,000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

根据测算，本次交易完成前后，长江电力的股权结构如表 3 所示。交易完成后，三峡集团的控股地位不会发生改变。本次交易涉及到川云公司资产评估报告与重组方案还需获得国资委、长电股东大会审核批准，定向增发方案还需获得证监会审核批准。公司预计，2016 年一季度，可完成实际资产交易和交割。

表 3: 长江电力股权结构变化

股东名称	本次交易前		交易后（不考虑配套融资）		交易后（不考虑配套融资）	
	数量（亿股）	比例	数量（亿股）	比例	数量（亿股）	比例
三峡集团	118.82	72.01%	136.22	68.11%	136.22	61.92%
川能投	-	-	8.8	4.40%	8.8	4.00%
云能投	-	-	8.8	4.40%	8.8	4.00%
其他投资者	46.18	27.99%	46.18	23.09%	66.18	30.08%
总股本	165	100.00%	200	100.00%	220	100.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

3、标的资产经营情况

溪洛渡电站为金沙江下游第三级水电站，安装有 18 台单机铭牌设计 70 万千瓦的水电机组，总装机容量 1,260 万千瓦。向家坝电站为金沙江下游最末一级电站，安装有 8 台单机铭牌设计 75 万千瓦的水电机组，总装机容量 600 万千瓦。川云公司 2013 年和 2014 年的发电量分别为 295.58 亿千瓦时和 782.59 亿千瓦时，实现营业收入分别为 82.68 亿元和 228.60 亿元，实现净利润分别为 23.53 亿元和 73.31 亿元。

表 4: 川云公司主要财务收据（未经审计，单位：万元）

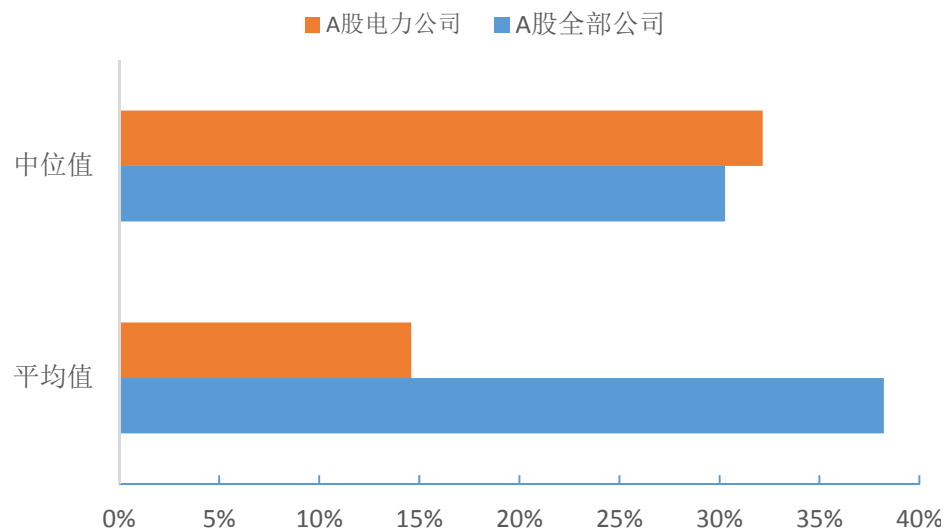
资产负债项目	2015/6/30	2014/12/31	2013/12/31
资产总计	16,660,297.90	17,039,199.75	15,810,377.65
负债合计	12,973,599.68	13,282,566.35	13,675,047.24
归属于母公司所有者权益	3,686,698.22	3,756,633.40	2,135,330.41
收入利润项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年
营业总收入	888,521.39	2,285,973.88	826,835.80
营业利润	143,931.85	641,205.05	235,830.41
利润总额	189,956.92	733,100.36	235,330.41
归属于母公司所有者的净利润	189,855.14	733,100.36	235,330.41
扣除非经常损益后的净利润	189,865.14	734,041.36	235,830.41

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、推荐逻辑

1、承诺高额现金分红，引领价值投资新潮流。据公司公告，如本次交易成功实施，公司拟修改《公司章程》，约定对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。此项安排实施后，公司股息分配率将大幅高于 A 股上市公司 2014 年平均 38.2% 的股息分配率，同时也大幅高于电力同行业上市公司水平。

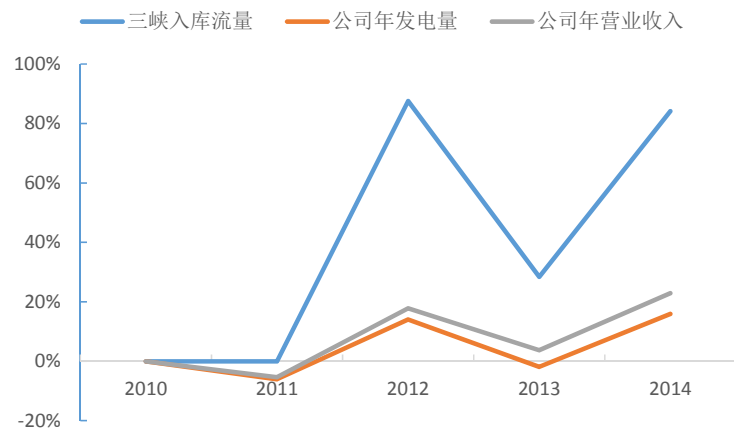
图 12: 2014 年 A 股上市公司股息分配率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、低风险。公司目前拥有的电站主要为水电站，发电生产与长江来水密切相关。公司主营业务收入主要来自三峡—葛洲坝梯级电站发电收入，其中，三峡电站为季调节电站，葛洲坝电站属径流式电站，在满足国家防洪抗旱要求、保障航运条件、充分利用水能资源的情况下，调节能力较弱。长江来水的不确定性及其季节性波动和差异对公司电力生产及经营业绩均会产生重要影响。但根据对近五年来三峡入库流量、公司发电量和公司经营收入波动率的比较，可知长江电力发电量和收入波动相对很小，未来公司通过四库联调，将进一步熨平公司发电量和收入波动。此外，公司股价有较强保障，控股股东三峡集团承诺将在长江电力股票复牌后 6 个月内，根据二级市场情况择机增持长江电力股票，增持金额累计不超过 50 亿元，并及时履行信息披露义务。

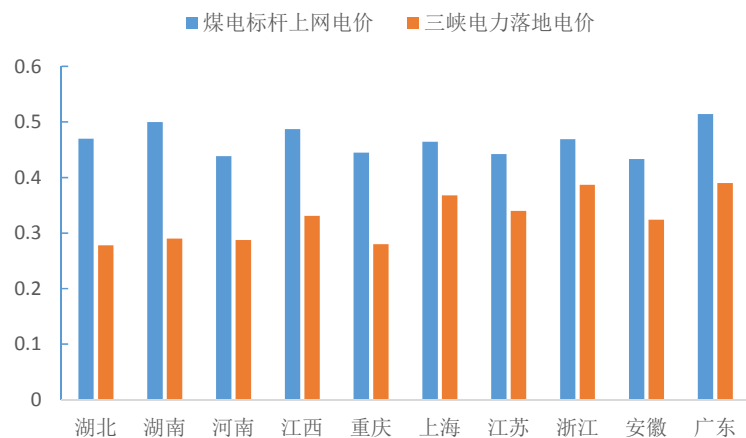
图 13: 公司经营情况波动率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3、公司未来收入增长有较强预期。三峡落地电价低于地方火电标杆电价，具有较强价格优势。二次电力体制改革目标之一是要实现电力批发与零售全面开放，为公司介入售电领域提供了良好契机。公司持有华东电网区上海电力股权，华中电网区湖北能源股权、南方电网区广州发展股权，积极进行区域布局，方便以合作方式进入，在公司电力消纳区拓展配售电业务。此外，公司计划向电力供配产业链下游延伸，发展配售电业务并将其打造成为公司新的利润增长点。

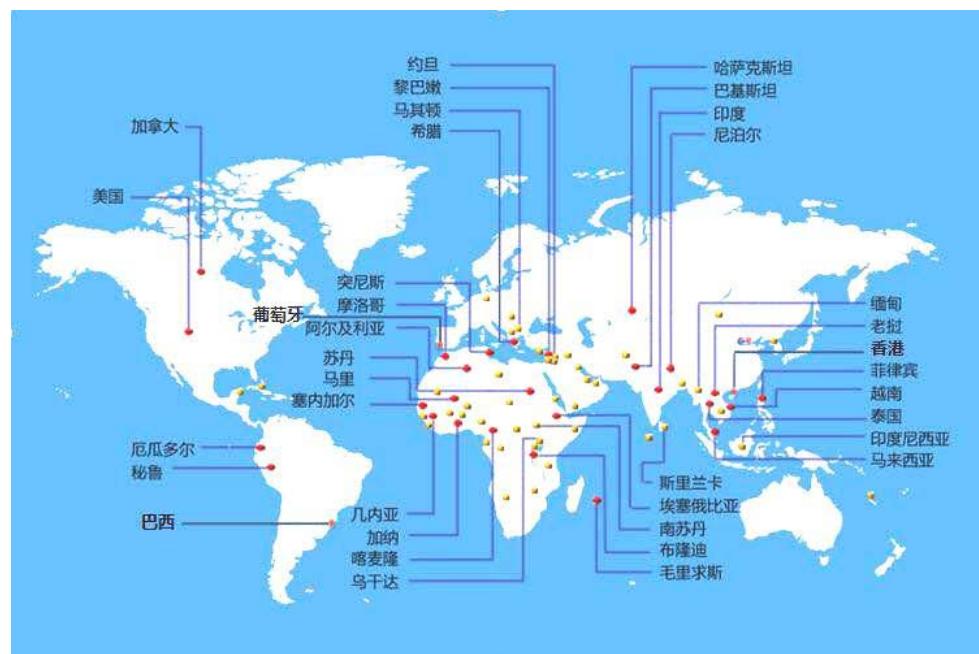
图 14: 三峡电站落地电价与当地煤电标杆上网电价对比 (元)



资料来源: 公开资料, 信达证券研发中心

4、公司新增业务势头强劲。公司目前已对境外水电站开展运行管理业务，拥有对外提供大型水电站运营管理咨询服务的业务能力和经验，并体现出“轻资产、高收益”的特点。近十年来，三峡集团在巴基斯坦、老挝、巴西等全球 50 多个国家和地区开展国际业务，入股葡萄牙电力，成为葡萄牙电力第一大股东，树立了良好的国际品牌。未来，受益于“一带一路”的国家战略和三峡集团“走出去”战略的实施，公司拟进入俄罗斯、英国、罗马尼亚等国家的水电、核电业务，国际业务发展前景广阔。

图 15：三峡集团国际业务布局



资料来源：公开资料，信达证券研发中心

四、盈利预测及估值分析

1、不考虑资产注入

本次重大资产还需要获得国资委和证监会的相关批复，公司预计注入将于 2016 年第一季度完成，在此我们仍然考虑最坏的状况，在本次资产注入无法完成的情况下对公司进行估值，分别采用 DCF 方法和相对估值法。

(1) DCF 方法

根据公司历年经营情况，可以预见在不考虑本次资产注入的前提下，未来几年公司营业收入将不会有很大波动，我们假设 2015-2018 年公司经营收入增长率分别为-6.76%，0.97%，0.96%和 2.21%，之后公司收入增长率为零（以上为相当保守的估计，意味着公司未来收入最高只能达到 2014 年的 97.15%）。我们对公司建立 DCF 估值模型，重要参数取值如表 5 所示。根据 DCF 方法给出的公司股价绝对估值为 16.55 元/股。

表 5: DCF 主要计算参数

项目	参数	项目	参数
股票 Beta	0.7519	永续增长率	0.00%
无风险利率	2.00%	股权资本成本	8.54%
市场收益率	10.70%		

资料来源: wind, 信达证券研发中心

(2) 相对估值法

沿用上述盈利假设，在公司经营成本和各项费用不发生较大变化的情况下，我们预计公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为 0.71、0.79 和 0.80 元。参照 A 股市场水电上市公司，采用市盈率对公司股价进行相对估值，取行业 P/E 平均值 20，计算可得公司股价相对估值为 15.8 元/股。

表 6: 水电上市公司市场估值情况

代码	公司简称	股价(元)	EPS			P/E		
			14A	15E	16E	14A	15E	16E
600886.SH	国投电力	9.09	0.82	0.87	0.91	11	10	10
600674.SH	川投能源	10.82	1.66	0.87	0.93	7	12	12
600236.SH	桂冠电力	7.86	0.26	0.51	0.53	30	15	15
002039.SZ	黔源电力	18.50	0.96	1.03	1.12	19	18	17
600310.SH	桂东电力	11.12	-0.03	0.31	0.12		36	92
600969.SH	郴电国际	18.27	0.78	0.63	0.74	23	29	25
平均值						18	20	28

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 公司股价为 2015 年 11 月 19 日收盘价, 未来两年 EPS 取 wind 一致预测

对绝对估值法和相对估值法结果进行平均，计算出公司目标价为 16.2 元/股，参考公司 2015 年 11 月 19 日收盘价 13.51 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

2、考虑资产注入

(1) 相对估值法

我们参照资产注入和非公开发行股份募集资金相关安排，我们测算资产注入后对公司 EPS 的增厚效果。据公司公告，2014 年，川云公司实现归母净利润 73.31 亿元，长江电力实现归母净利润 118.3 亿元，考虑资产注入后公司股本增加至 220 亿股，对应公司 2014 年 EPS 应为 0.87 元，相较于不考虑资产注入时长江电力 2014 年 EPS0.72 元，增厚 21.5%。由于长江电力和川云公司经营业务高度相关，我们预计，2016 年，即使在不考虑协同效应的前提下，川云公司整体注入长江电力，将使上市公司 EPS 增加 22.47%。

表 7: 资产注入对公司 EPS 增厚效果测算

	2014A	2015E	2016E	2017E
合并前长江电力归母净利润(元)	11,829,985,736.31	11,733,716,623.39	13,015,241,664.53	13,198,308,528.98
合并前川云公司归母净利润(元)	7,331,003,560.52	7,770,863,774.15	8,237,115,600.60	8,966,373,485.21
合并后长江电力归母净利润(元)	19,160,989,296.83	19,504,580,397.54	21,252,357,265.13	22,164,682,014.19
合并前上市公司股本	16,500,000,000.00	16,500,000,000.00	16,500,000,000.00	16,500,000,000.00
合并后上市公司股本	22,000,000,000.00	22,000,000,000.00	22,000,000,000.00	22,000,000,000.00
合并前公司 EPS(元)	0.7170	0.7111	0.7888	0.7999
合并后公司 EPS(元)	0.8710	0.8866	0.9660	1.0075
增厚 EPS	21.48%	24.67%	22.47%	25.95%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

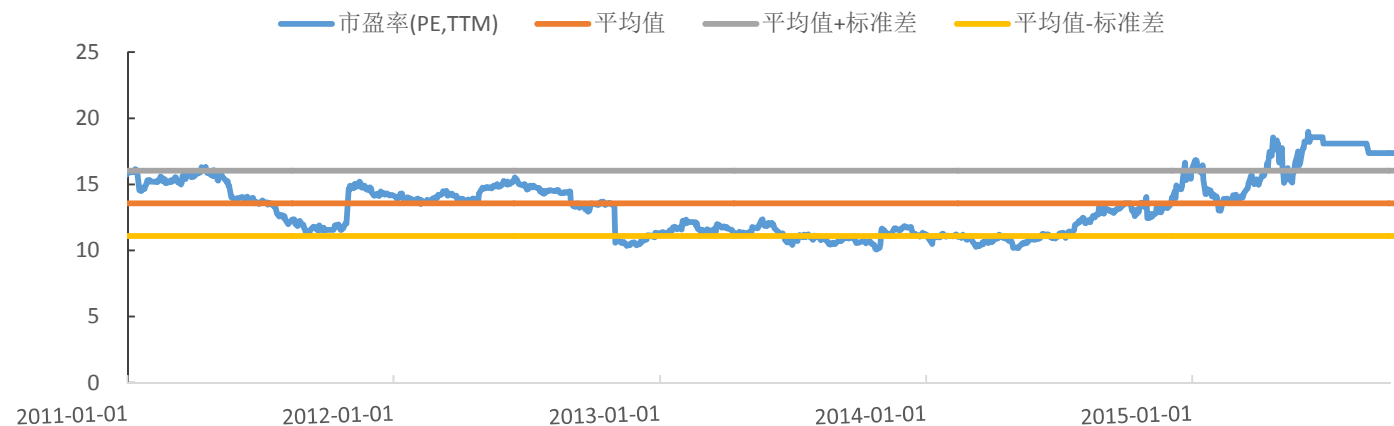
(2) 股利分析法

资产成功注入后，公司承诺对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红。考察公司的历史及未来经营情况，我们认为公司完全有能力如约支付上述股息。如果参照财政部 11 月 10 日刚刚发行的 2015 年第 9 期储蓄国债，三年期票面利率 4%，则公司股价应至少对应于 16.25 元/股；如参照目前银行三年期定期存款利率 2.75%，则公司股价应对应于 23.64 元/股；如参照目前余额宝最近一月平均年化收益率 2.93%，公司股价应对应于 22.18 元/股。

风险因素

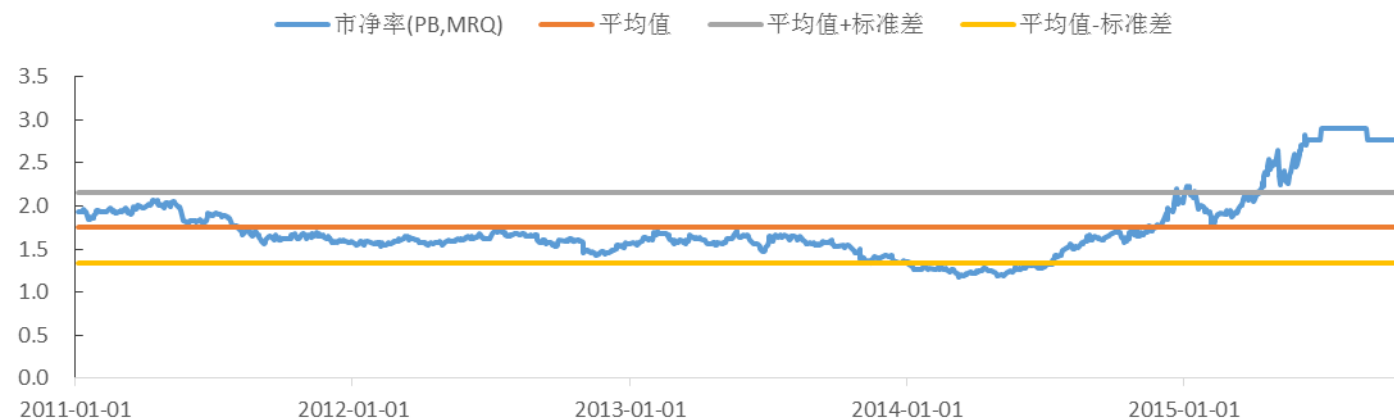
资产重组进度不及预期、国民经济增长严重不及预期、政策风险等。

图 16: 公司市盈率波动情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 17: 公司市净率波动情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	5,058.24	5,855.32	20,219.76	35,326.12	49,888.66
货币资金	2,263.82	3,113.74	17,651.03	32,739.72	47,281.10
应收票据	161.23	110.47	115.88	121.99	120.84
应收账款	1,406.42	1,816.25	1,650.96	1,661.43	1,682.79
预付账款	19.01	9.11	16.11	16.15	16.19
存货	450.96	427.75	407.77	408.83	409.76
其他	756.80	378.00	378.00	378.00	378.00
非流动资产	144,548.95	141,138.80	131,502.66	121,851.03	112,176.96
长期投资	8,796.29	9,690.93	9,690.93	9,690.93	9,690.93
固定资产	129,672.19	124,098.13	114,167.79	104,223.81	94,549.22
无形资产	51.21	38.70	31.15	23.60	16.04
其他	6,029.26	7,311.04	7,612.79	7,912.69	7,920.77
资产总计	149,607.20	146,994.12	151,722.42	157,177.15	162,065.62
流动负债	38,788.76	20,880.17	20,755.19	20,763.16	20,778.67
短期借款	27,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	222.39	154.23	150.37	150.76	151.10
其他	11,566.37	20,725.94	20,604.82	20,612.40	20,627.57
非流动负债	32,637.21	39,977.45	39,977.45	39,977.45	39,977.45
长期借款	13,346.99	20,519.19	20,519.19	20,519.19	20,519.19
其他	19,290.21	19,458.26	19,458.26	19,458.26	19,458.26
负债合计	71,425.96	60,857.63	60,732.65	60,740.61	60,756.12
少数股东权益	2.20	2.33	2.56	2.81	3.07
归属母公司股东权益	78,179.03	86,134.17	90,987.22	96,433.73	101,306.43
负债和股东权益	149607.20	146994.12	151722.42	157177.15	162065.62

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22,697.64	26,897.79	25,080.26	25,322.68	25,565.10
同比(%)	-11.96%	18.50%	-6.76%	0.97%	0.96%
归属母公司净利润	9,070.74	11,829.99	11,733.72	13,015.24	13,198.31
同比(%)	-12.38%	30.42%	-0.81%	10.92%	1.41%
毛利率(%)	57.99%	63.10%	62.81%	63.07%	63.34%
ROE(%)	11.85%	14.40%	13.25%	13.89%	13.35%
每股收益(元)	0.55	0.72	0.71	0.79	0.80
P/E	25	19	19	17	17
P/B	2.9	2.6	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	12.90	10.90	9.90	9.77	9.68

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22,697.64	26,897.79	25,080.26	25,322.68	25,565.10
营业成本	9,534.64	9,925.85	9,327.26	9,351.38	9,372.65
营业税金及附加	403.23	501.12	531.94	536.89	541.83
营业费用	7.36	7.48	12.54	12.66	12.78
管理费用	542.48	534.13	611.96	597.62	608.45
财务费用	3,787.18	3,404.47	2,197.23	2,113.54	2,053.99
资产减值损失	81.41	41.74	43.33	46.95	46.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,361.48	1,065.88	1,048.46	1,091.09	1,064.40
营业利润	9,702.82	13,548.87	13,404.44	13,754.73	13,993.46
营业外收入	2,060.31	1,899.67	1,933.18	1,943.63	1,939.60
营业外支出	33.05	42.00	38.79	39.01	38.77
利润总额	11,730.07	15,406.54	15,298.84	15,659.35	15,894.29
所得税	2,658.84	3,576.32	3,564.89	2,643.85	2,695.73
净利润	9,071.23	11,830.22	11,733.94	13,015.49	13,198.57
少数股东损益	0.49	0.23	0.23	0.25	0.26
归属母公司净利润	9,070.74	11,829.99	11,733.72	13,015.24	13,198.31
EBITDA	21,859.43	25,091.14	27,644.73	27,995.88	28,253.99
EPS (摊薄)	0.55	0.72	0.71	0.79	0.80

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	18,091.42	21,298.89	23,094.39	24,266.62	24,502.17
净利润	9,071.23	11,830.22	11,733.94	13,015.49	13,198.57
折旧摊销	6,301.58	6,221.46	10,219.63	10,233.63	10,256.79
财务费用	3,827.79	3,463.14	2,126.27	2,102.90	2,102.90
投资损失	-1,361.48	-1,065.88	-1,048.46	-1,091.09	-1,064.40
营运资金变动	168.91	798.07	4.55	-56.66	-51.97
其它	83.40	51.88	58.46	62.34	60.27
投资活动现金流	543.89	-828.76	449.83	493.70	467.72
资本支出	-758.81	-802.59	-598.62	-597.38	-596.68
长期投资	2,337.68	790.62	1,048.46	1,091.09	1,064.40
其他	-1,034.98	-816.78	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-17,919.32	-19,614.52	-9,006.93	-9,671.63	-10,428.51
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-8,453.42	-11,472.38	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	9,407.19	8,086.78	9,006.93	9,671.63	10,428.51
现金净增加额	715.66	849.91	14537.30	15088.69	14541.37

能源化工研究小组简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

杨耀廷，拥有数年股权投资实业操作经验，现致力于清洁能源高效开发、联合开发的研究及推广工作，从事能源行业研究。

刘栋，清华大学工学博士，人民大学经济学硕士，两年民航咨询行业从业经验，2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。