

国网公司节能服务平台浮现

投资要点

- **事件:** 公司2016年半年度报告显示,上半年实现营业收入6.6亿元,同比增长9.6%,归母净利润7384万元,同比减少45.6%,扣非后归母净利润为4775万元,同比增长34.8%。
- **事件点评:** 公司营收同比增长9.6%,主要是本期新增配电网节能业务和售电收入增加所致;归母净利润同比下降45.6%,扣非后归母净利润同比增长34.8%,主要是去年同期处置了参股企业东海证券股份有限公司股权,取得投资收益近1.2亿元,导致去年归母净利润增幅明显,而公司扣非归母净利润由于配电网节能业务利润率较高而提升明显;上半年管理费用同比增加0.87个百分点,主要是今年上半年资产重组中介费增加导致。
- **收购配网节能业务增加新盈利来源:** 公司在今年3月发布公告,现金收购国网节能服务公司的配网节能业务,共计14个项目。其中4个已经建成投产,4个项目在建,6个待建。对于已投产的4个项目,国网节能给出净利预测承诺:2016年、2017年、2018年扣除非经常性损益后的净利润不低于3113.1万元、3273.2万元、3100.2万元,此14个优质项目将增厚公司利润。
- **签订9.78亿能源管理项目合同:** 涪陵电力7月20日发布公告称公司拟与关联方国网下属的福建电力、甘肃电力、河北电力签署配电网综合节能改造及电能质量提升项目及能源管理项目合同,合同总金额约9.78亿元,以节电量收费方式向关联方收回投资费用。收购仅完成3个月,公司就接到9.78亿的大单,将加快公司实现双主业“售电”+“配电网节能”的布局,实现从“单一的电网售电商”向“综合电力服务商”的拓展,拓宽公司的经营渠道。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司2016-2018年的EPS分别为0.77元、0.94元和1.22元,对应的动态PE分别为43倍、36倍和27倍。考虑到公司将成为国网公司旗下的主要配网节能服务平台,未来有广阔的市场空间,我们看好公司发展前景,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 电网络局或出现大幅变化的风险、配网节能工程进度不及预期的风险。

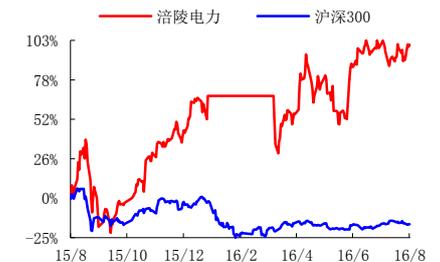
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1249.96	1483.58	1620.90	1809.34
增长率	-1.47%	18.69%	9.26%	11.63%
归属母公司净利润(百万元)	186.10	123.31	149.75	195.71
增长率	158.62%	-33.74%	21.44%	30.70%
每股收益EPS(元)	1.16	0.77	0.94	1.22
净资产收益率ROE	26.80%	16.78%	18.05%	20.41%
PE	29	43	36	27
PB	7.69	7.26	6.43	5.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川
执业证号: S1250512040001
电话: 023-63725713
邮箱: hsc@swsc.com.cn
联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@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)	1.60
流通A股(亿股)	1.60
52周内股价区间(元)	15.28-38.21
总市值(亿元)	53.36
总资产(亿元)	23.57
每股净资产(元)	4.44

相关研究

目 录

1 公司概况：国网旗下优质电企	1
2 业务升级：化身配网节能服务平台	1
2.1 股权结构转变，节能业务注入	1
2.2 节能服务市场空间巨大	2
2.3 国网节能巨头企业浮现	3
3 合同能源管理模式是未来趋势	4
4 盈利预测与投资建议	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司历年收入及成本	1
图 2：公司 2015 年收入结构图	1
图 3：公司股权结构图	2
图 4：合同能源管理流程	4

表 目 录

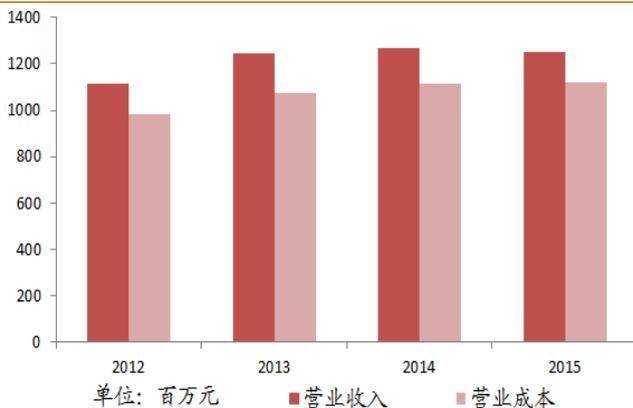
表 1：收购节能业务项目统计	3
表 2：电网节能与客户端节能对比	4
表 3：涪陵电力的配网节能项目节电量。	5
表 4：在建工程盈利模式表	5
表 5：分业务盈利预测表	7
附表：财务预测与估值	9

1 公司概况：国网旗下优质电企

重庆涪陵电力实业股份有限公司成立于 1999 年，2011 年 12 月正式并入国家电网公司，主要从事电力供应、销售、属于电力生产供应行业。2016 年，公司收购国家电网节能项目，成为国家电网公司节能服务的资本平台。

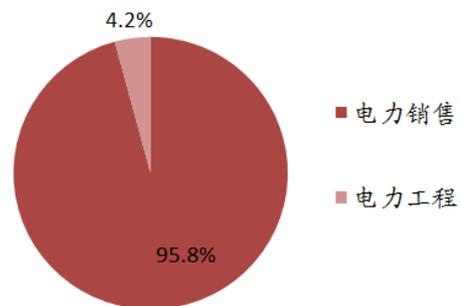
公司主营业务结构：公司过去的营业收入主要来源是电力业务，模式是通过买电、卖电来赚取购销差，上网电价和销售电价均由国家定价。公司 2015 年营业收入约 12.5 亿元，归属于上市公司股东的净利润约 1.9 亿元。电力销售占业务收入比重达 95.8%。

图 1：公司历年收入及成本



数据来源：Wind, 西南证券

图 2：公司 2015 年收入结构图



数据来源：wind, 西南证券

2015 年，公司共完成售电量 22.73 亿千瓦时，相比 2014 年的 22.76 亿千瓦时有小幅下降，实现电费回收率 100%。作为国网旗下优质公司，售电业务将是公司未来营业收入的重要基石。

公司运营状况：由于公司加大对电网维护工作，2015 年营业成本提升近 0.7%。公司成功挂牌处置东海证券股权和重庆市水江发电有限公司资产，并加强资金管理，财务费用利息收入增加明显，带来公司归母净利润提升 158.6%。公司资产负债率约 43.6%，生产经营业绩良好。

2 业务升级：化身配网节能服务平台

涪陵电力在今年以近 3.74 亿元现金收购国网节能服务公司的配网节能服务业务，原母公司川东电力的 100% 股权被无偿划转至国网节能公司。至此，涪陵电力转身成为国家电网公司节能服务平台，电力销售和配网节能业务于一体。

2.1 股权结构转变，节能业务注入

国网节能服务有限公司成立于 2013 年 1 月 30 日，系国家电网公司全资子公司，定位是以节能环保，能源综合利用为主的产业集团，专注于节能服务、能源综合利用、电力环保、国际业务四大板块。截至 2015 年末，年收入约 47 亿元，利润年均增长 56%。

2016 年初，涪陵电力通过现金支付的方式向国网节能公司购买配电网节能业务，金额近 3.74 亿元；4 月 29 日，涪陵电力控股股东川东电力 100% 股权被无偿转让至国网节能公司，公司成为国家电网公司旗下节能服务平台。

图 3：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券

重要承诺增加后续看点：在此次资产购买协议报告书中，公司控股股东川东电力承诺，除涪陵电力外不再通过自身或直接/间接控制其他子公司从事配电网节能业务；**国网节能服务公司同样承诺**，避免同业竞争；**国家电网公司则承诺**，未来 5 年内通过委托涪陵电力经营或出售给无关联第三方或注入涪陵电力的方式解决本公司控制的部分省公司从事少量配电网节能业务而产生的同业竞争问题。

目前国家电网旗下共存在 18 家节能服务公司，按照交易报告书中的重要承诺来看，涪陵电力将确定成为国家电网公司节能服务领域的唯一平台。

2.2 节能服务市场空间巨大

我国想要摆脱过去那种高度依赖出口及高能耗产业的经济增长模式，节能减排将作为经济结构调整和转型的重中之重。根据中国节能服务网（EMCA）统计，“十二五”期间，节能服务产业总产值从 2010 年的 836.29 亿元增长到 3127.34 亿元，年均增长率为 30.19%；合同能源管理投资从 2010 年的 287.51 亿元增长到 1039.56 亿元，年均增长率为 29.31%。

在节能服务业务领域，电网节能不仅是国家关注的要点，也是电网公司未来盈利发展的重要方向。据 Wind 宏观经济数据库显示，我国用电量增速在 2015 年已达近 35 年最低，仅为 0.52%，售电侧已不能发掘新的盈利增长来推动电网公司业绩提升，节能服务将很有可能成为电网企业的新选择。

由于电网节能服务需求过硬的技术背景，完善的管理模式和项目经验，还需对电力行业的深刻理解，所以电网公司旗下的节能服务公司具有天然的优势。在未来用户端节能服务中，仍需考虑项目对电网系统的影响，所以国网节能服务公司在此市场中发展潜力巨大，涪陵电力已成功进入我国节能服务蓝海。

2.3 国网节能巨头企业浮现

本次公司收购的配网节能业务中，共计 14 个项目。其中 4 个已经建成投产，4 个项目在建，6 个待建（3 个已经发生费用）。对于已投产的 4 个项目，国网节能给出净利预测承诺：2016 年、2017 年、2018 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 3113.13 万元、3273.16 万元、3100.21 万元。

表 1：收购节能业务项目统计

序号	项目名称	所在地	项目状态
1	山东配电网节能与提高电能质量改造项目	山东	已投产
2	甘肃兰州地区和白银地区配电网节能与提高电能质量改造节能服务项目	甘肃	已投产
3	重庆大足供电公司综合降损节能改造项目	重庆	已投产
4	江苏徐州、盐城地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目	江苏	已投产
5	冀北廊坊地区配网综合节能改造及提高供电可靠性项目	河北	在建
6	山东配电网综合节能改造项目（二期）	山东	在建
7	江西配电网综合节能改造及电能质量提高项目	江西	在建
8	新疆昌吉、乌鲁木齐配电网综合节能改造项目	新疆	在建
9	浙江配电网综合节能改造及电能质量提高项目	浙江	待建（已发生费用）
10	河南配电网综合节能改造及电能质量提高项目	河南	待建（已发生费用）
11	湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	湖北	待建（已发生费用）
12	福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目	福建	待建
13	安徽省配电网节能改造与提供电能质量项目	安徽	待建
14	辽宁沈阳地区配电网节能改造与提高电能质量项目	辽宁	待建

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.1 降线损利润空间显著

配网节能业务中的重要体现就是降低输电线路的线损率，而公司的盈利业务中即有降低配网线损率带来的收益。我国 2014 年综合线损率约 6.75%，而线损率目标瓶颈可参考配网自动化率高的国家和地区，如日本线损率近 5%。我们预计未来几年，年均线损下降能达到 0.4 个百分点。据 Wind 数据得知，我国 2015 年全社会用电量为 5.55 万亿千瓦时，粗略估算未来年均因降线损而节省的电量有百亿空间，对应配网降线损节能空间保守估计也在 50 亿元以上。

作为国网公司旗下重要的节能服务平台，公司的电网节能服务业务会具有一定的背景优势，我们预计在未来，国网所辖范围的大部分配网节能业务将由国网节能服务公司优先获得。

2.3.2 用户端延伸前景广阔

在用电节能概念中，由于线损率等能耗有最小的理论值，而用户端节能将会占据越来越大的比重。用户端节能服务市场相对来说有多多样性，零散性等特点，如居民生活用电的节电服务改造远不如大型工业用户节电服务受用户欢迎。

由于面向用户端提供节能服务时，单个用户均有自己不同的用电特性，所以在节能改造的过程中，要能结合不同的用电特性设计出不同的改造项目。未来的用户端节能服务中，需

求企业能够提供定制化的整体方案，并能够融合故障诊断、检测及维护等多种服务模式，具备完善的综合一体化能力。

相对于电网节能来说，用户端节能更容易调动市场积极性，企业用电节能会直接影响收益，灵活多样的合作模式将会继续激励行业的发展。

表 2：电网节能与客户端节能对比

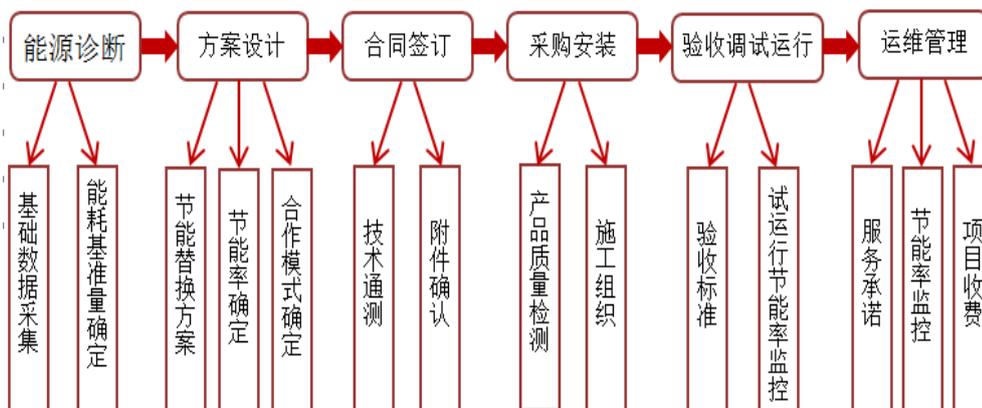
	客户	改造方式	特点
电网节能	电网公司	变压器改造 线路改造 无功优化 电能质量管理 建筑节能	对电力系统深度掌握
用户端节能	工业企业单位等	余热发电 能源替代 设备节能 建筑节能 储能	对客户用电特性及环境背景深度掌握

数据来源：北极星电力，西南证券整理

3 合同能源管理模式是未来趋势

目前，节能服务公司的节能服务项目主要采用合同能源管理（Energy Management Contracting, 简称 EMC）模式。合同能源管理是指节能服务公司与用户签订能源管理合同，为用户提供节能诊断、融资、改造等服务，并以节能效益分享等方式回收投资和获得合理利润，一般情况下按照月度和季度结算。目前情况下，用户（业主方）主要有国家电网公司等，在到达约定年限后，节能项目的财产所有权将转让给业主方。

图 4：合同能源管理流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

EMC 模式以其专业化、客户零投入、确保节能等优势特点，对于客户和服务公司来说是双赢模式，将会在未来我国节能服务体系中有重要的作用。

公司合同能源管理模式优异：由于 EMC 模式下，客户的持续稳定运营是影响成败的关键，所以电力系统下的 EMC 模式更容易获得成功。电网公司有着持续稳定，反应及时等特点，并且节电服务的收益持续可见，是最为理想的 EMC 用户端。公司此次收购的 14 个项目，均能为涪陵电力带来稳定持续的现金流，是公司 EMC 模式优异的体现。

表 3：涪陵电力的配网节能项目节电量。

项目名称	年节电量（万 kWh）	年节能量（吨标准煤）
山东配电网节能与提高电能质量改造项目	28155	92912
甘肃兰州地区和白银地区配电网节能与提高电能质量改造节能服务项目	335	1105
重庆大足供电公司综合降损节能改造项目	1677	5535
江苏徐州、盐城地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目	18126	59618
冀北廊坊地区配网综合节能改造及提高供电可靠性项目	28585	94331
山东配电网综合节能改造项目（二期）	14584	48127
江西配电网综合节能改造及电能质量提高项目	5909	19501
新疆昌吉、乌鲁木齐配电网综合节能改造项目	306	1011
浙江配电网综合节能改造及电能质量提高项目	17762	58615
河南配电网综合节能改造及电能质量提高项目	5722	18883
湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	9316	30743
福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目	21215	70010
安徽省配电网节能改造与提供电能质量项目	7378	24347
辽宁沈阳地区配电网节能改造与提高电能质量项目	3080	10164

数据来源：公司公告，西南证券整理

而其中 7 个在建工程的盈利模式如下（统计数据截止于 2015 年 9 月 30 日，故江苏徐州、盐城地区项目仍按在建工程统计，8 条信息）：

表 4：在建工程盈利模式表

项目	总投资金额（万元）	工程进展	预计完工时间	建成后盈利模式	收益期
冀北廊坊地区配网综合节能改造及提高供电可靠性项目	68792	已开工，完成总投资额 37.24%	预计 2016 年 6 月	通过相关技术手段对配电网实施综合节能改造，改造完成后可降低电能传输损耗。按照合同约定的电价和项目产生的年节电量，节能分享比例 95%，效益分享期 7 年。	预计 2016 年 7 月 -2023 年 6 月
江苏徐州、盐城地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目	53321	已完工，完成总投资额 90.14%	2015 年 10 月	通过相关技术手段对配电网实施综合节能改造，改造完成后可降低电能传输损耗。按照合同约定的电价和项目产生的年节电量，节能分享比例 100%，效益分享期 8 年。	2015 年 11 月 -2023 年 10 月
河南配电网综合节能改造及电能质量提高项目	16291	已立项，正在签订合同能源管理合同，完成总投资额 0.41%	预计 2017 年 6 月	合同暂未签订，收益模式预计为：通过相关技术手段对配电网实施综合节能改造，改造完成后可降低电能传输损耗。按照合同约定的电价和项目产生的年节电量，节能分	预计 2017 年 7 月 -2025 年 6 月

项目	总投资金额 (万元)	工程进展	预计完工时间	建成后盈利模式	收益期
				享比例 95%，效益分享期 8 年。	
湖北鄂东地区 配电网综合节 能改造项目	27937	已签订合同能源管 理合同，正在开展 设计工作，完成总 投资额 0.37%	预计 2017 年 3 月	通过相关技术手段对配电网实施综合节能改 造，改造完成后可降低电能传输损耗。按照 合同双方商议的电价和项目产生的年节电 量，节能分享比例 95%，效益分享期 7 年。	预计 2017 年 4 月 -2024 年 3 月
浙江配电网综 合节能改造及 电能质量提高 项目	52270	项目设计完成，正 在开展施工、监理、 综合服务等招标工 作，完成总投资 0.19%	预计 2016 年 12 月	通过相关技术手段对配电网实施综合节能改 造，改造完成后可降低电能传输损耗。按照 合同双方商议的电价和项目产生的年节电 量，节能分享比例 95%，效益分享期 9 年。	预计 2017 年 1 月 -2025 年 12 月
山东配电网综 合节能改造项 目（二期）	25830	已开工，完成总投 资额 54.81%	预计 2016 年 6 月	通过相关技术手段对配电网实施综合节能改 造，改造完成后可降低电能传输损耗。按照 合同双方商议的电价和项目产生的年节电 量，节能分享比例 95%，效益分享期 5 年。	预计 2016 年 7 月 -2021 年 6 月
江西配电网综 合节能改造及 电能质量提高 项目	14326	完成设备、监理、 首批施工招标和设 备监造采购，正在 开展二批施工评标 工作，完成总投资 额 1.02%	预计 2016 年 12 月	通过相关技术手段对配电网的实施综合节能 改造，改造完成后可降低电能传输损耗。按 照合同双方商议的电价和项目产生的年节电 量，节能分享比例 95%，效益分享期 7 年。	预计 2017 年 1 月 -2023 年 6 月
新疆昌吉、乌鲁 木齐配电网综 合节能改造项 目	538	签订设计、监理合 同，正在推进施工 总包合同签订工 作，完成总投资额 2.43%	预计 2016 年 8 月	通过相关技术手段对配电网的实施综合节能 改造，改造完成后可降低电能传输损耗。按 照合同双方商议的电价和项目产生的年节电 量，节能分享比例 98%，效益分享期 5 年。	预计 2016 年 9 月 -2021 年 8 月

数据来源：公司公告，西南证券整理

我们可以看出，在这几项在建工程中，公司的节能分享比例均在 95% 以上，效益分享期均多于 5 年，空间巨大。

除此之外，随着国家对节能环保的重视，碳资产等一系列新型节能环保资产化产品的出现，公司的盈利模式及盈利能力也将逐步提升，作为国网公司旗下重要的节能服务平台，未来发展充满想象。

4 盈利预测与投资建议

假设 1：我国的全社会用电量增长率已是历史低点，公司的电力销售业务也顺应趋势，预计未来三年公司所辖范围内的电力消费增长率约为 3%，公司此业务营业收入增速与此相匹配。

假设 2：电力工程安装业务趋于稳定，变化幅度不大。

假设 3：配网节能业务因有盈利承诺保证及节能利润共享的存在，今年起约 2 亿元以上收入，随着节能项目的陆续完工，2017、2018 年的营业收入增速可达到约 50%；根据公司今年 3 月 10 日公告的《重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》（修订稿）中对配网节能业务的介绍，此业务 2014 年毛利率为 36.3%，2015 年 1-9 月为 32.9%，考虑到电网项目的收获确认期大部分时间发生在第四季度，综合以上因素我们预计公司 2016 年此业务毛利率为 36%，2017、2018 年分别是 37%、38%。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入情况如下：

表 5：分业务盈利预测表

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
电力销售	收入	1184.33	1219.86	1256.46	1294.15
	增速	2.44%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	1083.08	1116.17	1143.38	1177.68
	毛利率	8.55%	9.00%	9.00%	9.00%
电力工程安装	收入	51.95	49.35	49.35	49.35
	增速	-24.05%	-5.00%	0.00%	0.00%
	成本	26.36	29.61	30.60	32.08
	毛利率	49.26%	45.00%	45.00%	45.00%
配网节能	收入	-	150.00	225.00	337.50
	增速	-	-	50.00%	50.00%
	成本	-	75.00	112.50	168.75
	毛利率	-	36.00%	37.00%	38.00%
其他	收入	13.69	14.37	15.09	15.84
	增速	-68.94%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	10.01	11.50	12.07	12.67
	毛利率	26.88%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	1249.96	1483.58	1620.90	1809.34
	增速	-1.47%	18.69%	9.26%	11.63%
	成本	1119.45	1276.71	1371.59	1496.49
	毛利率	10.44%	13.94%	15.38%	17.29%

数据来源：西南证券

预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.77 元、0.94 元和 1.22 元，对应的动态 PE 分别为 43 倍、36 倍和 27 倍。考虑到公司将成为国网公司旗下的主要配网节能服务平台，未来有广阔的市场空间，我们看好公司发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

电网络局或出现大幅变化的风险、配网节能工程进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1249.96	1483.58	1620.90	1809.34	净利润	186.10	123.31	149.75	195.71
营业成本	1119.45	1276.71	1371.59	1496.49	折旧与摊销	75.01	98.43	137.06	167.82
营业税金及附加	7.75	9.94	10.86	12.12	财务费用	-4.65	1.18	7.73	9.17
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-0.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	58.73	71.93	77.27	86.54	经营营运资本变动	209.96	42.53	47.55	60.64
财务费用	-4.65	1.18	7.73	9.17	其他	-295.89	0.09	-0.04	0.01
资产减值损失	-0.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	169.96	265.53	342.05	433.36
投资收益	124.81	0.00	0.00	0.00	资本支出	-63.84	-640.00	-440.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	274.62	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	210.78	-640.00	-440.00	-240.00
营业利润	194.06	123.83	153.44	205.02	短期借款	0.00	100.00	164.46	-98.75
其他非经营损益	3.81	15.54	14.61	13.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	197.87	139.37	168.06	218.14	股权融资	14.68	0.00	0.00	0.00
所得税	11.76	16.06	18.31	22.43	支付股利	-32.00	-82.76	-54.83	-66.59
净利润	186.10	123.31	149.75	195.71	其他	-14.68	-1.18	-7.73	-9.17
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-32.00	16.07	101.89	-174.52
归属母公司股东净利润	186.10	123.31	149.75	195.71	现金流量净额	348.74	-358.40	3.94	18.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	516.55	158.15	162.09	180.93	成长能力				
应收和预付款项	9.99	15.75	16.65	18.17	销售收入增长率	-1.47%	18.69%	9.26%	11.63%
存货	1.00	1.05	1.18	1.28	营业利润增长率	250.95%	-36.19%	23.92%	33.61%
其他流动资产	15.99	18.98	20.73	23.14	净利润增长率	158.62%	-33.74%	21.44%	30.70%
长期股权投资	56.30	56.30	56.30	56.30	EBITDA 增长率	170.71%	-15.50%	33.48%	28.09%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	524.82	1049.51	1338.43	1399.44	毛利率	10.44%	13.94%	15.38%	17.29%
无形资产和开发支出	86.02	102.90	116.92	128.09	三费率	4.33%	4.93%	5.24%	5.29%
其他非流动资产	19.36	19.36	19.36	19.36	净利率	14.89%	8.31%	9.24%	10.82%
资产总计	1230.03	1422.00	1731.67	1826.72	ROE	26.80%	16.78%	18.05%	20.41%
短期借款	0.00	100.00	264.46	165.71	ROA	15.13%	8.67%	8.65%	10.71%
应付和预收款项	260.49	273.40	300.47	334.56	ROIC	58.84%	22.65%	16.25%	18.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.15%	15.06%	18.40%	21.11%
其他负债	275.25	313.76	336.99	367.57	营运能力				
负债合计	535.74	687.16	901.92	867.84	总资产周转率	1.21	1.12	1.03	1.02
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	2.75	2.21	1.59	1.46
资本公积	281.21	281.21	281.21	281.21	应收账款周转率	350.39	691.74	474.64	510.40
留存收益	253.08	293.63	388.55	517.67	存货周转率	982.05	1197.40	1163.91	1172.59
归属母公司股东权益	694.29	734.84	829.75	958.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	694.29	734.84	829.75	958.88	资产负债率	43.56%	48.32%	52.08%	47.51%
负债和股东权益合计	1230.03	1422.00	1731.67	1826.72	带息债务/总负债	0.00%	14.55%	29.32%	19.09%
					流动比率	1.02	0.28	0.22	0.26
					速动比率	1.01	0.28	0.22	0.26
					股利支付率	17.19%	67.12%	36.62%	34.02%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	264.41	223.44	298.23	382.01	每股收益	1.16	0.77	0.94	1.22
PE	28.67	43.27	35.63	27.26	每股净资产	4.34	4.59	5.19	5.99
PB	7.69	7.26	6.43	5.56	每股经营现金	1.06	1.66	2.14	2.71
PS	4.27	3.60	3.29	2.95	每股股利	0.20	0.52	0.34	0.42
EV/EBITDA	18.15	23.53	18.17	13.88					
股息率	0.60%	1.55%	1.03%	1.25%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn