

2017年06月30日

证券研究报告·动态跟踪报告

川投能源 (600674) 公用事业

增持 (首次)

当前价: 9.85 元

目标价: 11.34 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

水电资产优质，长期潜力大

投资要点

- **公司水电资产优质，雅砻江水电构成公司盈利最主要来源。**公司以水电为核心业务，目前权益装机 889.83 万千瓦，为四川省内最大的水电上市公司。2014-2016 年公司分别营收 11.03、11.17 和 10.01 亿元，主要由并表的田湾河等水电（占比约 78%）和主营铁路电气化控制工程的交大光芒（占比约 18%）构成。2014-2016 年公司归母净利润分别为 34.77、38.73 和 35.16 亿元，其中雅砻江水电投资收益占公司利润总额的约 98%，构成公司盈利最主要来源。
- **雅砻江流域开发潜力巨大，2021 年前后有望迎来投产小高峰。**雅砻江流域水量丰沛、落差集中，规模优势突出，在我国 13 大水电基地中排名第 3。全流域可开发装机容量约 3000 万千瓦，目前下游 1470 万千瓦水电站已全部开发完毕，装机 1470 万千瓦。中游装机合计约 1200 万千瓦，目前两河口和杨房沟水电站已开工建设，其他水电站如牙根、楞古、孟底沟、卡拉等电站的前期勘测设计工作、对外交通建设工作目前正全面推进，预计 2019 年有望首投，2021 年前后完全投产装机有望翻倍，带动公司业绩再次腾飞。
- **优先发电权计划促进电力消纳，煤电价格上调将降低公司电价下行压力，量价存在正面效益。**2017 年 2 月发改委下发关于征求 2017 年重点水电跨省区消纳工作方案意见的函，要求 2017 年锦官机组和二滩电站分别送出优先发电权计划电量 538.9 和 146 亿千瓦时（2016 年实际发电量分别为 537.1 和 155.7 亿千瓦时）政策，优先发电权计划电量将助力雅砻江等的弃水减少，促进公司电力消纳。上网电价方面，近日煤电上网电价上调约 1 分/千瓦时，公司下游输出地主要为江苏、四川和重庆，江苏占比最大，下游江苏火电价格上调将有望减轻雅砻江水电电价下行风险，量价存在正面效益。
- **集团资产优质，或存在资产整合可能性。**公司是川投集团旗下唯一上市公司平台，自 2000 年川投集团成为大股东以来公司得到集团的大力支持，先后注入了嘉阳电力、二滩水电、川投电力等资产，促进了公司业绩和规模快速增长。目前集团拥有康定水电、川南发电、川投气电、华西牙科等众多优质项目，存在资产整合可能性。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.81、0.83、0.84 元，对应 PE 分别为 12.13、11.93 和 11.71 倍。目前公司 PE 估值较低处于历史低位，PB 估值合理，股息率在大类水电资产中名列前茅，近年持续增高（2016 年为 3.1%），长期业绩在 2021 年前后存在爆发点。同时，电改推进后公司作为清洁能源龙头企业有望受益，看好公司中长期发展。给予 2017 年 14 倍估值，对应目标价 11.34 元。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**水电消纳不良风险、电价下滑风险、电站建设不及预期风险等。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1001.30	1021.33	1041.75	1062.59
增长率	-10.33%	2.00%	2.00%	2.00%
归属母公司净利润 (百万元)	3516.49	3574.60	3635.06	3702.96
增长率	-9.20%	1.65%	1.69%	1.87%
每股收益 EPS (元)	0.80	0.81	0.83	0.84
净资产收益率 ROE	16.98%	15.62%	14.48%	13.53%
PE	12	12	12	12
PB	2.07	1.88	1.71	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

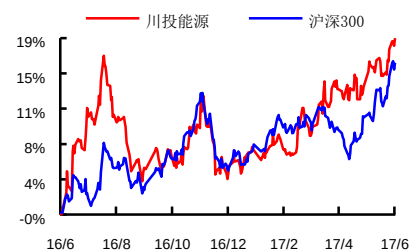
分析师: 王颖婷

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)	44.02
流通 A 股(亿股)	44.02
52 周内股价区间(元)	8.26-9.85
总市值(亿元)	433.61
总资产(亿元)	276.56
每股净资产(元)	4.85

相关研究

1 四川水电龙头，雅砻江水电为公司业绩主力

水电清洁能源为主业，四川水电龙头

公司以清洁能源为核心主业，直接投资控、参股 4 家水电企业，分别为雅砻江水电（参股 48%）、国电大渡河水电（参股 10%）、田湾河水电（控股 80%）和天彭电力（控股 95%）。目前参控股的电力总装机达 2684.32 万千瓦，权益装机 889.83 万千瓦，清洁能源合计占公司利润、资产的 98% 以上，为四川省内最大的清洁能源电力上市公司。

公司其他资产还包括火电公司嘉阳电力（95% 控股）、掌管投资与资产管理的川投电力（控股 100%）、铁路远动控制系统开发、生产、销售企业交大光芒（控股 50%）；光纤生产企业长飞四川公司（参股 49%）等，但营收和利润占比较小，对公司业绩影响有限。

表 1：截至 2016 年底主要控股、参股电力公司明细

资产名称	股权比例	发电类型	总装机（万千瓦）	权益装机（万千瓦）	2016 年发电量（亿度）	2016 年净利润（亿元）
雅砻江水电	48%	水电	1470.0	705.6	709.91（+8.21%）	73.29（-5.77%）
大渡河水电	10%	水电	968.4	96.8	316.77（+13.72%）	11.03（-19.27%）
田湾河公司	80%	水电	72.0	57.6	29.35（-7.59%）	1.15（-37.77%）
天彭电力	95%	水电	3.2	3.2	1.39（+15.83%）	0.08（+20.20%）
嘉阳电力	95%	火电	11.0	10.5	5.18（+9.51%）	-0.87（上年同期-0.12）
合计	-	-	2524.6	873.7	-	-

注：除上述直接控参股电力企业外，公司还间接少量参股华能东西关、华能宝兴河、槽渔滩水电、明珠电力、雅安电力和大渡河电力等，合计权益装机约 16 万千瓦。数据来源：公司公告，西南证券整理

雅砻江水电为公司业绩主力

上述众多资产中纳入公司合并报表范围的有 5 家一级子公司，包括田湾河水电、交大光芒、嘉阳电力、天彭电力和川投电力，雅砻江水电和国电大渡河水电利润计入投资收益。其中核心主业主要依托具有独特资源优势的雅砻江流域进行开发建设运营，公司持 48% 的雅砻江水电业绩贡献突出。2013 和 2014 年雅砻江新增装机容量投产，带动公司归母净利润分别大幅增长 233.0% 和 154.5%，2014-2016 年雅砻江水电投资收益分别为 33.5 亿元、37.3 亿元和 35.2 亿元，分别占公司利润总额的 94.3%、94.4% 和 98.2%，成为公司利润的最主要来源。

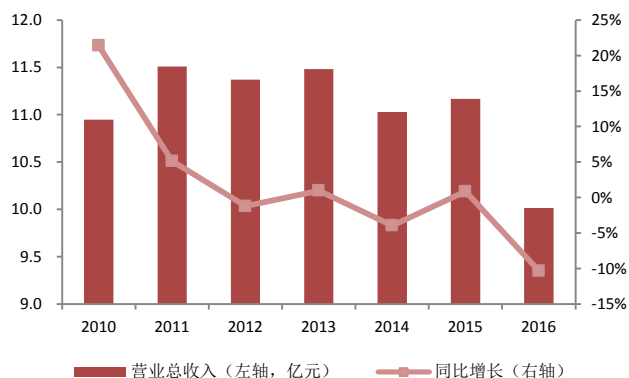
2016 年公司实现营收 10.01 亿元，同比下降 10.33%，主要系田湾河水电发电量及电价双双下降所致。同时受雅砻江水电综合平均电价下滑影响，2016 年公司实现归母净利润 35.16 亿元，同比下降 9.2%，主要系当期雅砻江水电电价同比下滑、增值税退税减少等所致。2016 年雅砻江增值税退税金额 9.4 亿元，同比下降 5.4 亿元，影响公司投资收益约 2.6 亿元。根据雅砻江水电目前增值税优惠情况，预计 2017 年增值税退税稳定，2018 年、2019 年和 2021 年增值税退税预计陆续减少。

2017 年一季度公司实现营收 2.13 亿元，同比下降 2.37%；实现归母净利润 8.07 亿元，同比下降 12.3%。一季度雅砻江水电公司发电量增加而综合平均电价同比下降影响营收，同时导致增值税退税额度下降，致雅砻江公司利润总额、净利润同比减少。

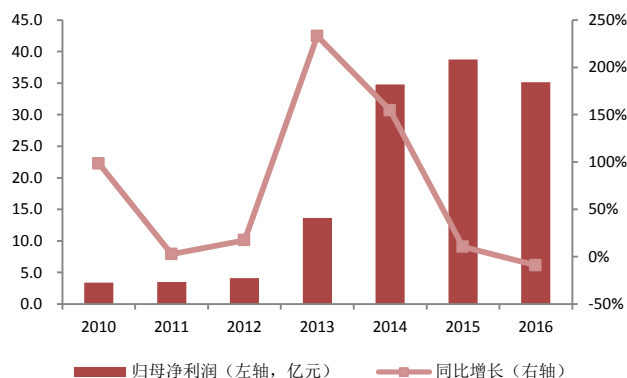
表 2：雅砻江水电增值税优惠情况

机组	税收优惠情况
官地电站	2012年至2014年免征企业所得税，2015年至2017年减半征收企业所得税
锦屏一、二级电站	2013年至2015年免征企业所得税，2016年至2018年减半征收企业所得税
攀枝花桐子林	2015年至2017年免征企业所得税，2018年至2020年减半征收企业所得税

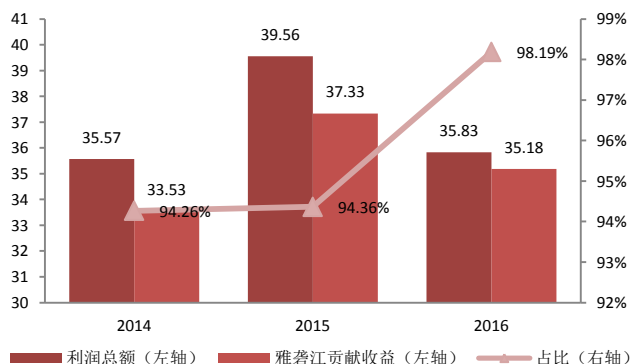
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 1：公司营收情况


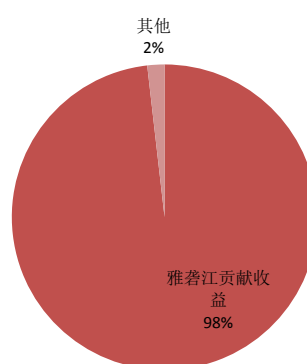
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：雅砻江水电投资收益占利润总额比例情况（单位：亿元）


数据来源：远大中国招股说明书，西南证券

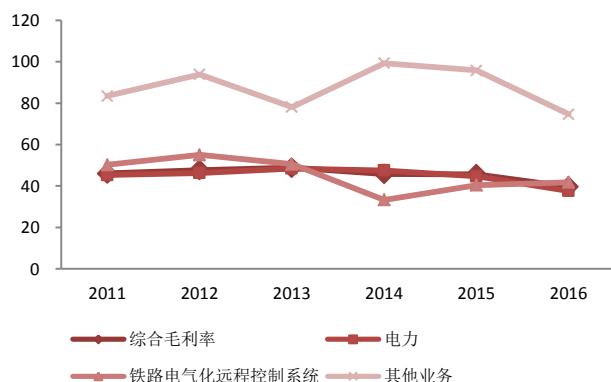
图 4：2016 年雅砻江水电投资收益占利润总额比例


数据来源：远大中国招股说明书，西南证券

电价下调导致并表业务毛利率下滑，期间费用有所下降

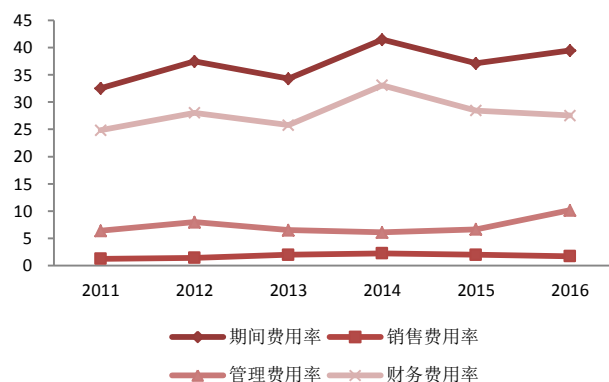
2014-2016 年并表业务综合毛利率为 45.79%、45.66%和 39.67%，2016 年出现显著下滑主要系是田湾河公司电量电价双双下降导致整体电力收入减少 9.83%，而成本同比微增 1.64%所致。2014-2016 年公司的期间费用率为 41.45%、37.10%和 39.44%，费用率较高主要系公司存在投资雅砻江建设的借款利息支出，而未并表雅砻江水电导致总营收基数较低所致。

图 5: 公司毛利率情况 (单位: %)



数据来源: wind, 西南证券整理

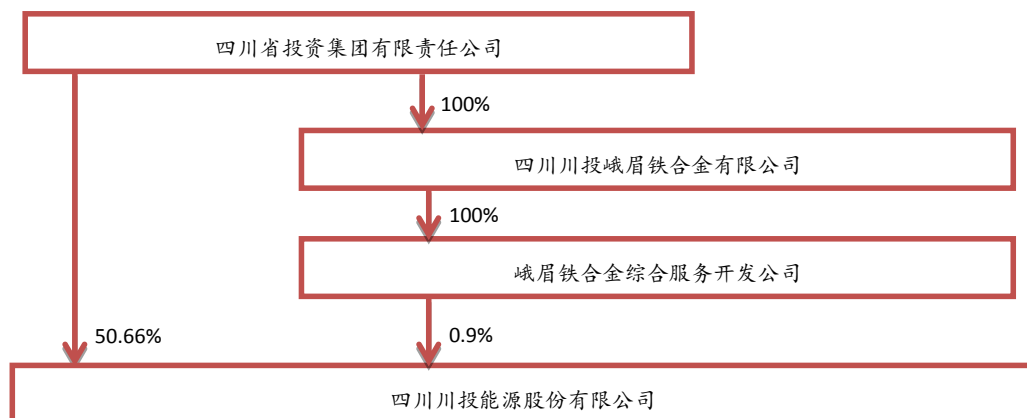
图 6: 公司期间费用率情况 (单位: %)



数据来源: wind, 西南证券整理

股权结构看,截至 2017 年 3 月末,公司注册资本和实收资本仍为 44 亿元,控股股东为四川省投资集团有限责任公司,持股比例为 50.66%,公司实际控制人为四川国资委。

图 7: 截止 2016 年底公司股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 3: 截止 2017Q1 公司前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	四川省投资集团有限责任公司	223018.36	50.66
2	北京大地远通(集团)有限公司	18859.12	4.28
3	中国证券金融股份有限公司	9604.16	2.18
4	北京远通鑫海商贸有限公司	7123.72	1.62
5	中央汇金资产管理有限责任公司	4736.05	1.08
6	峨眉铁合金综合服务开发公司	3966.10	0.90
7	中国工商银行股份有限公司-景顺长城沪港深精选股票型证券投资基金	2909.43	0.66
8	上海胤胜资产管理有限公司	2683.55	0.61
9	孙惠刚	2520.59	0.57
10	中国长江电力股份有限公司	2007.60	0.46
	合 计	277428.69	63.02

数据来源: wind, 西南证券整理

2 雅砻江水电潜力巨大，2020 年前后有望迎来投产小高峰

雅砻江流域水量丰沛、落差集中、水电淹没损失小，规模优势突出，梯级补偿效益显著，兼具消纳和移民优势，经济技术指标优越，运营效率突出，在我国 13 大水电基地中排名第 3。全流域可开发装机容量约 3000 万千瓦，计划分四个战略阶段开发，即：

- 第一阶段：2000 年以前，开发建设二滩水电站，实现投运装机规模 330 万千瓦。
- 第二阶段：2015 年以前，建设锦屏一级、锦屏二级、官地、桐子林水电站，全面完成雅砻江下游梯级水电开发，发电能力提升至 1470 万千瓦。
- 第三阶段：2025 年前后，继续深入推进雅砻江流域水电开发，建设包括两河口水电站在内的 4-5 个雅砻江中游主要梯级电站，实现新增装机 800 万千瓦左右，发电能力达到 2300 万千瓦以上。
- 第四阶段：全流域项目开发填平补齐，雅砻江流域水电开发全面完成，发电能力达到 3000 万千瓦左右。

目前下游（包括锦屏一级、二级水电站、官地水电站、桐子林水电站和二滩水电站）水电站已全部开发完毕，装机 1470 万千瓦。

中游装机合计约 1185 万千瓦，中游流域落差较大，若全部投产后对应实际装机与下游装机水平接近。目前两河口水电站和杨房沟水电站已分别于 2014 年 9 月和 2015 年 6 月开工建设，其中杨房沟水电站于 2016 年 11 月实现大江截流，工程全面进入主体工程施工阶段；两河口水电站于 2016 年 11 月开始大坝心墙填筑，工程全面进入主体工程建设新阶段。中游其他水电站如牙根、楞古、孟底沟、卡拉等电站的前期勘测设计工作、对外交通建设工作目前正全面推进，2020 年前后有望再次迎来投产小高峰，投产装机有望翻倍，带动公司业绩再次腾飞。

在持续投资雅砻江、大渡河流域的同时，公司顺应改革趋势，密切跟踪电力体制改革的进展和动态，积极参与售电业务，投资 6000 万元，与川投集团、成都兴城集团共同投资组建了川投售电，若电改启动公司将具有先发优势。

表 4：雅砻江流域水电开发情况

位置	电站名称	装机规模（万千瓦）	建设日期	投产/预计投产时间
下游	二滩水电站	330	1991	1999.12
	官地水电站	240	2005.2	2013.3
	锦屏一级水电站	360	2005.11	2014.7
	锦屏二级水电站	480	2007.1	2014.11
	桐子林水电站	60	2010.10	2015.10
	下游合计	1470	-	-
中游	两河口水电站	300	2014.9	2023
	杨房沟水电站	150	2015.6	2021
	卡拉水电站	102	-	2019
	牙根一级水电站	27	-	2020

位置	电站名称	装机规模（万千瓦）	建设日期	投产/预计投产时间
	牙根二级水电站	108	-	2020
	楞古水电站	257.5	-	2023
	孟底沟水电站	240	-	2024
	中游合计	1184.5	-	-
上游	上游合计	240.3	未定	未定

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

3 计划电量保证电力消纳，政策支持助力弃水减少

目前雅砻江流域下游所有电站的全面投产发电，整个雅砻江下游五级电站实现年调节，其中锦屏、官地电源组 1080 万千瓦中的 640 万千瓦按照国家“西电东送”战略送电江苏，计划用电占比公司最大，计划用电量将保证公司用电量，其余用电客户主要为四川及重庆。

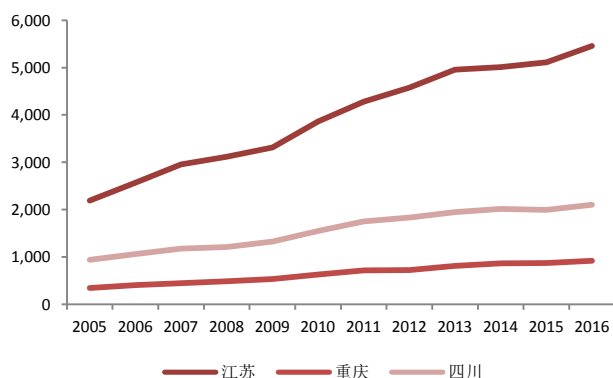
2016 年，公司平均销售电价较上年有所下降，下降的主要原因一是四川水电弃水严重，年弃水达 102 亿千瓦时，二是下达的计划电量大幅削减，水电企业不得不寻求计划外电量，再加上地方采取强制性措施，迫使企业让利，致使水电实际平均销售电价下降。

值得注意的是，2017 年 2 月 15 日发改委下发了关于征求 2017 年重点水电跨省区消纳工作方案意见的函。政策要求 2017 年重点水电优先发电权计划电量原则上不低于上年实际水平或多年平均水平。其中雅砻江锦屏梯级电站（锦官机组）送出优先发电权计划安排 538.9 亿千瓦时（2016 年实际发电量 537.13 亿千瓦时），由江苏、四川、重庆按国家规定消纳；二滩电站送出优先发电权计划 146 亿千瓦时（2016 年实际发电量 155.69 亿千瓦时），由四川、重庆按国家规定消纳。江苏、四川、重庆地区用电量稳定增长，雅砻江流域来水丰沛，历年弃水较多，优先发电权计划电量将助力弃水减少，保证 2017 年的部分电力消纳。

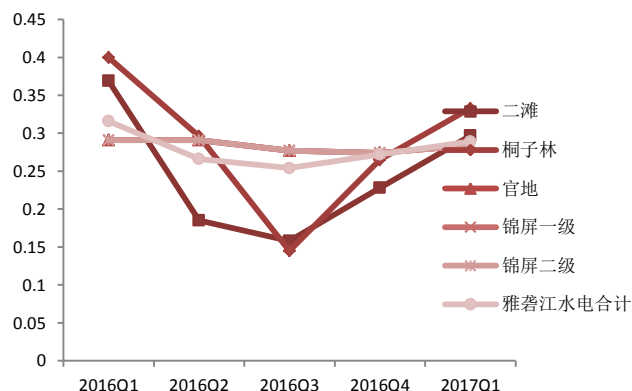
表 5：雅砻江水电发电量和优先发电计划电量情况

水电站	发电量（亿千瓦时）						2017 优先发电计划电量 （亿千瓦时）
	2017 年 Q1	2016 年 Q1	同比增减	2016 年	2015 年	同比增减	
二滩	41.91	41.2	1.72%	155.69	135.54	14.87%	146
桐子林	5.61	5.49	2.25%	17.09	2.79	512.54%	-
官地	23.17	22.12	4.73%	121.22	116.86	3.73%	538.9
锦屏一级	37.22	36.68	1.47%	175.69	168.43	4.31%	
锦屏二级	53.47	49.12	8.84%	240.22	232.45	3.34%	
合计	161.37	154.61	4.37%	709.91	656.07	8.21%	684.9

数据来源：公司公告，发改委，西南证券整理

图 8：雅砻江水电消纳地用电量情况（单位：亿千瓦时）


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司季度上网电价变动情况（单位：%）


数据来源：国投电力公告，西南证券整理

上网电价方面，2016 年雅砻江综合上网电价 0.272 元/千瓦时，同比下降 9.1%。2017 年一季度雅砻江综合上网电价 0.289 元/度，同比 2016 年一季度的 0.316 元/度下降 8.6%。由于目前火电业绩惨淡，近日发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难，根据文件来看各省火电上网电价普遍上调约 1 分/千瓦时，较大幅度缓解火电企业盈利。从发改委 2015 年的《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》（发改价格〔2015〕962 号）文件可见，锦屏一级、锦屏二级、官地梯级水电站送电到江苏的落地价格，按 2015 年 4 月 20 日落地省燃煤发电标杆上网电价降低标准同步下调，即雅砻江水电锦屏一级、锦屏二级、官地梯级水电站送江苏落地电价为每千瓦时 0.4236 元，价格高于江苏省 2016 年调整燃煤电价后燃煤发电的标杆上网电价 0.378 元，因此此前雅砻江电价存在一定下行压力和风险，但新文件下发后，我们认为江苏煤电价格有望企稳回升，缓解火电企业压力的同时，带动雅砻江落地水电价格联动，价格下行风险得到缓解，公司电价有望稳住，因此从电量和电价来看，均存在利好。

表 6：雅砻江水电季度上网电价情况（单位：元/千瓦时）

水电站	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
二滩	0.369	0.185	0.158	0.228	0.297
桐子林	0.4	0.296	0.145	0.265	0.333
官地	0.291	0.291	0.277	0.274	0.284
锦屏一级	0.291	0.291	0.277	0.274	0.284
锦屏二级	0.291	0.291	0.277	0.274	0.284
雅砻江水电合计	0.316	0.266	0.254	0.272	0.289

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：雅砻江水电年上网电量和上网电价情况

项目	上网电量（亿千瓦时）			平均上网电价（元/千瓦时，含税）		
	2016 年	2015 年	同比增减	2016 年	2015 年	同比增减
雅砻江水电	706.42	652.82	8.21%	0.272	0.299	-9.08%
其中						
二滩	154.97	134.86	14.91%	0.236	0.253	-6.69%
桐子林	17.01	2.78	511.87%	0.296	0.323	-8.46%
官地	120.65	116.32	3.72%	0.282	0.311	-9.52%
锦屏一级	175.16	167.92	4.31%	0.282	0.311	-9.52%
锦屏二级	238.63	230.94	3.33%	0.282	0.311	-9.52%
并表的天河湾水电、天彭电力、嘉阳电力	34.5	36.54	-5.58%	0.227	0.233	-2.58%

数据来源：国投电力公告、公司公告，西南证券整理

4 集团尚存较多优质资源，存在整合可能性

公司是川投集团旗下唯一一家上市公司平台，自 2000 年川投集团成为大股东以来公司得到了川投集团的大力支持。先后注入了嘉阳电力、二滩水电、川投电力等资产，促进了公司业绩和规模的快速提升。目前川投集团下辖嘉阳集团、康定水电、川投峨铁、川投水务、燃料公司、房地产、展利国际、网球中心、资产公司等 9 家全资企业，控股紫坪铺、川南发电、川投气电、川投航信、川投置信、川投国贸、佳友物业、兴川建设、川投峨旅、川投售电、华西牙科等 12 家企业，参股神华四川能源、中电福溪、亭子口水利枢纽工程、交通银行和锦泰财险等一大批优质项目。

在集团众多资产中，康定水电、川南发电、川投气电、川投售电、中电福溪、亭子口水电等电力资产与公司业务相似，存在较多重合。同时近期整合进入集团的华西医科大学口腔科是国家首批三级甲等口腔专科医院，在 2015 年中国医院排行榜的口腔科排名中位于全国第二，资产优质，后续国企改革推进后，集团资产或将实现证券化。

表 8：川投集团历史资产注入情况

时间	注入资产
2005 年	嘉阳电力 95%股权
2007 年	江油燃煤 12.6%股权
2007 年	新光硅业 38.9%股权
2006、2007 年	分别注入天河湾水电 20%和 60%股权
2009 年	二滩水电 48%股权
2015 年	川投电力 100%股权

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 9：川投集团旗下电力资产情况

川投子公司	持股比例	类型	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)	2015年营收 (亿元)	2015年利润 (亿元)
四川泸州川南发电	55%	火电	240	132	54	11.59	0.87
四川中电福溪电力	49%	水电	120	58.8	60	11.76	1.14
川投康定水电	100%	水电	56	56	26.32	-	-
四川川投燃气发电	85%	火电	140	119	-	5.84	-0.73
嘉陵江亭子口水电	19%	水电	110	21.15	-	10.45	2.29
神华四川能源 (原名巴蜀电力)	49%	火电 126 万千瓦, 水电 12.5 万千瓦	138.5	67.87	-	15.94	1.93
合计	-	-	804.5	454.82	-	-	-

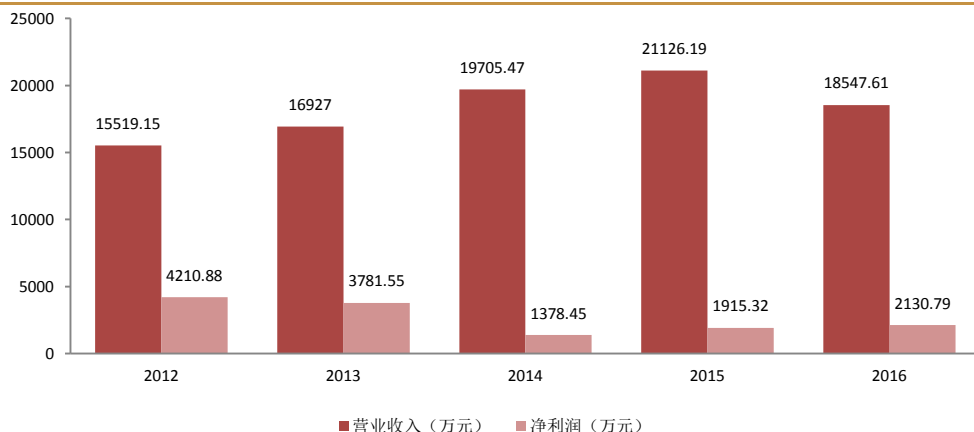
数据来源：公司官网、天眼查、启信宝，西南证券整理

5 交大光芒铁路领域自动化业务较好，业绩占比不大

公司控股的交大光芒于 1998 年由中国工程院院士钱清泉创立，是由四川省投资集团、西南交通大学共同投资组建，是“国家轨道交通自动化与电气化工程技术研究中心”的产业基地，主要从事铁路及轨道交通自动化、电网自动化、系统集成、政府及铁路信息化等相关产品及系统的设计开发、生产制造及服务，公司持股 50%。

交大光芒主导产品包括：客专调度所系统、视频监控系统、机电设备监控系统等，已装备武广、郑西、石太、武合、合武、京沪、哈大、京石、兰新等**全国主要干线高铁线路**。

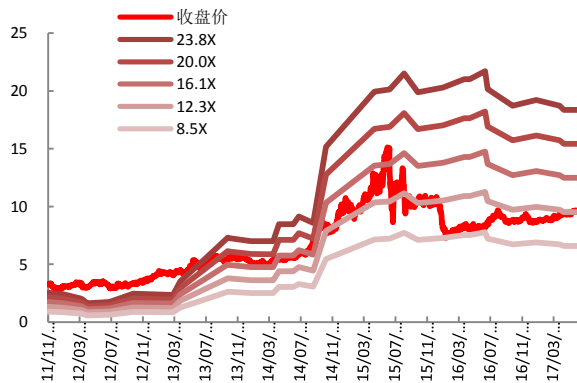
2016 年，交大光芒新增订单 136 个，新增订单金额 2.5 亿元，当年共完成订单 109 个，实现收入 1.9 亿元，同比下降 12.2%，主要系当年订单项目周期较长，部分项目尚未完工所致。由于交大光芒提供的业务为非标准化的集成解决方案，而软件产品和硬件产品毛利率有较大差异，因此利润有一定波动性。受市场竞争加剧影响，交大光芒硬件产品收入和毛利率均有所下降。2016 年交大光芒实现净利润 2131 万元，同比增长 11.3%，主要系毛利率较高的软件产品收入增长所致。截至 2016 年末，交大光芒在手订单数量为 48 个，同比增加 27 个，在手订单金额为 7089 万元，同比增长 102.1%，未来仍可为公司带来一定收入，但总体收入规模依然较小，对公司业绩波动有限。

图 10: 公司主要业绩分布图


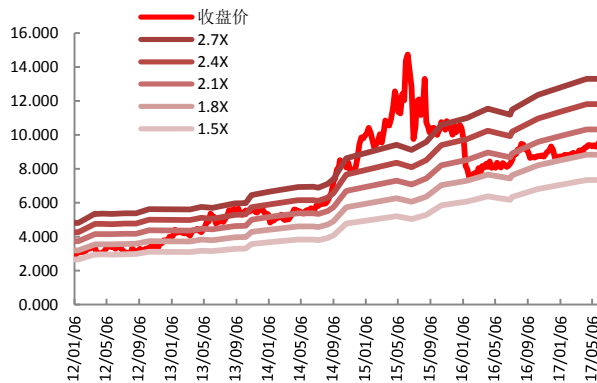
数据来源: 公司公告, 西南证券

6 估值处于历史低位, 分红较丰厚

公司目前 PE 估值仅为 12.7 倍, 为同类水电上市公司中最小值, 处于近 5 年历史估值较低位; PB 估值为 2 倍, 在同类水电上市公司中处于中等水平, 位于公司近 5 年历史平均水平。合理的 PB 估值和同类公司中最低的 PE 估值为公司股价提供较强支撑, 存在较大安全边际。

图 11: 公司历史 PE


数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 公司历史 PB


数据来源: wind, 西南证券整理

表 10: 水电可比公司估值指标对比

股票代码	公司名称	装机规模 (万千瓦)	市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2017E)	PE (2018E)	PE (2019E)	PB
600674	川投能源	889.83	433.61	12.74	12.13	11.92	11.68	2.03
600886	国投电力	2928.45	532.02	14.76	12.58	11.55	12.98	1.80
600900	长江电力	4549.5	3,341.80	15.47	16.40	16.17	15.79	2.55
600236	桂冠电力	1062.05	343.19	15.70	11.54	11.15	11.53	2.54
000883	湖北能源	678.97	324.72	16.63	15.63	13.96	12.02	1.34

股票代码	公司名称	装机规模 (万千瓦)	市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2017E)	PE (2018E)	PE (2019E)	PB
000601	韶能股份	103.22	77.26	19.15	18.12	14.77	14.57	1.78
600644	乐山电力	10.75	40.86	19.56	22.70	20.96	19.84	3.27
600979	广安爱众	38.19	54.79	22.90	0.00	0.00	0.00	1.65
600995	文山电力	11.11	46.99	27.79	30.92	28.83	27.01	2.87
600131	岷江水电	20.29	41.44	33.72	0.00	0.00	18.46	4.05
600969	郴电国际	132.8	37.22	36.86	27.77	24.81	22.15	1.15
600101	明星电力	12.94	32.13	41.41	0.00	0.00	0.00	1.60
000722	湖南发展	22	58.34	43.97	43.26	38.88	31.21	2.14
600116	三峡水利	22.78	111.42	47.74	39.31	32.98	30.02	4.58
600505	西昌电力	14.52	30.33	49.50	0.00	0.00	28.94	2.94
600310	桂东电力	38.26	56.62	49.73	26.16	14.90	9.30	2.37
002039	黔源电力	323.05	43.46	64.50	17.37	15.63	13.76	2.14
000791	甘肃电投	266.88	86.14	-164.17	0.00	0.00	0.00	1.78

注：除川投能源外盈利预测为wind一致预期。数据来源：公司公告、西南证券整理

同时，公司近年来分红持续增多，2016年度公司计划每10股派发红利3元（含税），目前股价对应股息率3.1%，位于同类可比公司第二，分红丰厚。

综合来看，公司水电资产优质，政策助力水电消纳，减少弃水。未来随雅砻江中游水电站投产，公司业绩未来存在爆点。此外，公司作为川投集团旗下唯一上市平台，集团尚存大量优质资产，存在资产整合预期。在目前市场环境下公司估值低、业绩稳，股价存在上行空间。

表 11：电力行业上市公司股息率情况

股票代码	公司名称	总装机规模 (万千瓦)	股息率(%)				
			2012	2013	2014	2015	2016
600900	长江电力	4549.5	2.18	1.85	2.50	2.63	4.77
600674	川投能源	889.83	0.63	0.71	3.05	2.74	3.05
000601	韶能股份	103.22	0.35	1.12	1.40	2.10	2.80
600886	国投电力	2928.45	1.08	1.86	3.68	3.57	2.58
600236	桂冠电力	1062.05	0.71	0.88	2.30	5.30	2.30
002039	黔源电力	323.05	0.84	0.00	2.81	3.51	2.11
000883	湖北能源	678.97	0.80	3.81	1.08	2.33	1.82
600310	桂东电力	38.26	5.85	3.65	4.09	4.39	1.17
600995	文山电力	11.11	1.02	0.87	0.67	0.71	1.02
600116	三峡水利	22.78	1.78	1.07	1.34	1.34	0.62
600131	岷江水电	20.29	0.61	0.00	0.61	0.61	0.61
600101	明星电力	12.94	0.50	0.55	0.50	0.50	0.50
600969	郴电国际	132.8	1.18	1.28	0.88	0.54	0.47
600505	西昌电力	14.52	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
000791	甘肃电投	266.88	1.03	1.03	0.62	0.23	0.23

数据来源：公司公告、西南证券整理

7 盈利预测与估值

1) 假设公司主营业务收入增速和毛利率保持稳定；

2) 假设占公司利润总额 98%的雅砻江水电投资收益在 2017 年随弃水率下降、水电消纳情况转好以及电价企稳并稳定增长。

表 12：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

项目	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	1,102.77	1,116.59	1,001.30	1,021.33	1,041.75	1,062.59
yoy	-3.95%	1.25%	-10.33%	2.00%	2.00%	2.00%
营业成本	597.87	606.75	604.05	612.49	624.74	637.24
毛利率	45.79%	45.66%	39.67%	40.03%	40.03%	40.03%
电力						
收入	888.24	865.82	780.68	796.29	812.22	828.46
yoy	-	-2.52%	-9.83%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	466.38	479.25	487.12	493.70	503.58	513.65
毛利率	47.49%	44.65%	37.60%	38.00%	38.00%	38.00%
铁路电气化远程控制系统						
收入	197.05	211.26	185.48	189.19	192.97	196.83
yoy	-	7.2%	-12.2%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	131.37	125.83	108.01	111.62	113.85	116.13
毛利率	33.33%	40.44%	41.77%	41.00%	41.00%	41.00%
其他						
收入	17.48	39.51	35.14	35.84	36.56	37.29
yoy	-	126.0%	-11.1%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	0.12	1.67	8.92	7.17	7.31	7.46
毛利率	99.31%	95.77%	74.62%	80.00%	80.00%	80.00%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.81、0.83、0.84 元，对应 PE 分别为 12.13、11.93 和 11.71 倍。目前公司 PE 估值较低处于历史较低位，PB 估值合理，现金流良好，股息率在大类水电资产中名列前茅，近年持续增高（2016 年为 3.1%），长期业绩在 2021 年前后存在爆发点。同时，电改推进后公司作为清洁能源龙头企业有望受益，看好公司中长期发展。给予 2017 年 14 倍估值，对应目标价 11.34 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

8 风险提示

水电消纳不良风险、电价下滑风险、雅砻江中游电站建设不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1001.30	1021.33	1041.75	1062.59	净利润	3550.23	3608.89	3669.93	3738.48
营业成本	604.05	612.49	624.74	637.24	折旧与摊销	220.09	264.74	264.82	264.89
营业税金及附加	13.13	11.85	12.29	12.93	财务费用	275.68	324.43	318.58	315.68
销售费用	17.44	19.54	19.48	19.80	资产减值损失	77.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.78	102.13	104.18	95.63	经营营运资本变动	301.27	16.19	2.01	5.65
财务费用	275.68	324.43	318.58	315.68	其他	-4055.14	-3680.00	-3730.00	-3780.00
资产减值损失	77.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	370.10	534.25	525.34	544.69
投资收益	3658.18	3680.00	3730.00	3780.00	资本支出	246.29	-1.50	-1.50	-1.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	600.15	1480.00	1530.00	1580.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	846.44	1478.50	1528.50	1578.50
营业利润	3569.41	3630.88	3692.48	3761.31	短期借款	0.00	-660.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.98	12.18	11.90	12.34	长期借款	-1350.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3583.39	3643.06	3704.39	3773.65	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	33.16	34.17	34.46	35.17	支付股利	-1188.58	-1406.60	-1429.84	-1454.02
净利润	3550.23	3608.89	3669.93	3738.48	其他	1263.45	376.47	-318.58	-315.68
少数股东损益	33.73	34.29	34.87	35.52	筹资活动现金流净额	-1275.13	-1690.13	-1748.42	-1769.70
归属母公司股东净利润	3516.49	3574.60	3635.06	3702.96	现金流量净额	-58.59	322.62	305.42	353.49
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	273.62	596.25	901.66	1255.16	成长能力				
应收和预付款项	585.03	562.07	580.41	594.52	销售收入增长率	-10.33%	2.00%	2.00%	2.00%
存货	59.17	60.13	61.53	62.95	营业利润增长率	-9.61%	1.72%	1.70%	1.86%
其他流动资产	107.13	109.27	111.46	113.69	净利润增长率	-9.42%	1.65%	1.69%	1.87%
长期股权投资	19586.88	21786.88	23986.88	26186.88	EBITDA 增长率	-9.42%	3.81%	1.32%	1.54%
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	3484.19	3223.37	2962.48	2701.52	毛利率	39.67%	40.03%	40.03%	40.03%
无形资产和开发支出	32.22	29.98	27.74	25.49	三费率	39.44%	43.68%	42.45%	40.57%
其他非流动资产	2692.89	2692.70	2692.52	2692.33	净利率	354.56%	353.35%	352.28%	351.83%
资产总计	26821.13	29060.65	31324.67	33632.54	ROE	16.98%	15.62%	14.48%	13.53%
短期借款	660.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.24%	12.42%	11.72%	11.12%
应付和预收款项	274.56	259.93	267.95	275.13	ROIC	107.83%	185.78%	473.68%	703.69%
长期借款	1130.00	1130.00	1130.00	1130.00	EBITDA/销售收入	405.99%	413.19%	410.45%	408.61%
其他负债	3849.34	4560.30	4576.21	4592.44	营运能力				
负债合计	5913.90	5950.23	5974.16	5997.57	总资产周转率	0.04	0.04	0.03	0.03
股本	4402.14	4402.14	4402.14	4402.14	固定资产周转率	0.28	0.30	0.34	0.38
资本公积	4051.93	4051.93	4051.93	4051.93	应收账款周转率	2.83	2.86	2.95	2.93
留存收益	12049.30	14217.30	16422.52	18671.46	存货周转率	10.33	8.86	8.88	8.88
归属母公司股东权益	20529.48	22698.38	24903.59	27152.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.02%	—	—	—
少数股东权益	377.75	412.05	446.92	482.44	资本结构				
股东权益合计	20907.23	23110.42	25350.51	27634.97	资产负债率	22.05%	20.48%	19.07%	17.83%
负债和股东权益合计	26821.13	29060.65	31324.67	33632.54	带息债务/总负债	59.01%	47.56%	47.37%	47.19%
					流动比率	0.34	1.26	1.53	1.84
					速动比率	0.32	1.20	1.48	1.78
					股利支付率	33.80%	39.35%	39.33%	39.27%
					每股指标				
					每股收益	0.80	0.81	0.83	0.84
					每股净资产	4.75	5.25	5.76	6.28
					每股经营现金	0.08	0.12	0.12	0.12
					每股股利	0.27	0.32	0.32	0.33
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	4065.18	4220.05	4275.88	4341.87					
PE	12.33	12.13	11.93	11.71					
PB	2.07	1.88	1.71	1.57					
PS	43.30	42.46	41.62	40.81					
EV/EBITDA	11.12	10.17	9.96	9.73					
股息率	2.74%	3.24%	3.30%	3.35%					

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn