

日期: 2017年12月5日  
行业: 电力、热力生产和供应业



分析师: 冀丽俊  
Tel: 021-53686156  
E-mail: jilijun@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870510120017

## 澜沧江流域水电企业

IPO 价格 RMB2.17 元  
上市合理定价 RMB4.33-5.30 元

### 基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 1800.00  
发行后总股本 (百万股) 18000.00  
发行数量占发行后总股本 10.00%  
保荐机构 中信证券、长城证券、国泰君安

### 主要股东 (发行前)

华能集团 (SS) 56.00%  
云能投集团 (SS) 31.40%  
合和集团 (SS) 12.60%

### 收入结构 (2017H1)

电力 99.78%

报告编号: JLI17-NSP16

首次报告日期: 2017年12月5日

### ■ 投资要点:

#### 澜沧江流域水电企业

公司的主营业务为水力发电项目的开发、投资、建设、运营与管理, 主要收入来自于水力发电的销售收入。公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权, 是目前国内领先的大型流域、梯级、滚动、综合水电开发主体, 公司已投产电站控股装机容量为 1,737.38 万千瓦, 其中水电装机容量为 1,713.88 万千瓦, 拥有已核准的在建、筹建电站装机容量约 1,162.50 万千瓦。随着公司水电开发业务向澜沧江上游不断延伸, 公司装机规模将进一步扩大。

#### 募投项目提高装机规模

本次募集资金主要投资于苗尾水电站、乌弄龙水电站、里底水电站。募集资金投资项目建成之后, 将增加装机容量 281 万千瓦, 占公司 2015 年年底装机容量比例达 16.42%, 公司的装机规模将进一步提高, 公司的市场占有率将进一步上升, 有助于提高公司核心业务竞争能力, 增强公司盈利能力。

#### 盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2017、2018 年归属于母公司的净利润分别为 17.34 亿元和 16.87 亿元, 同比增速分别为 241.21% 和 -2.73%, 相应的稀释后每股收益为 0.10 元和 0.09 元。

#### 定价结论

本次发行前, 公司总股本为 1,620,000 万股, 本次拟发行股票的数量不超过 180,000 万股, 占公司发行后总股本的比例不低于 10%。公司发行价格为 2.17 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 4.33-5.30 元, 对应 2017 年每股收益的 45-55 倍市盈率。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	12960.84	11552.03	12764.99	13977.66
年增长率	-16.96%	-10.87%	10.50%	9.50%
归属于母公司的净利润	2287.31	508.17	1733.94	1686.64
年增长率	-49.77%	-77.78%	241.21%	-2.73%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.13	0.03	0.10	0.09

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司的主营业务为水力发电项目的开发、投资、建设、运营与管理，主要收入来自于水力发电的销售收入。公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权，是目前国内领先的大型流域、梯级、滚动、综合水电开发主体，是科学化建设、集控化运营水平较高的水力发电公司之一。

公司的主要产品是电力。公司是目前澜沧江流域梯级水电开发的主要投资方。根据中电联《2016年全国电力工业统计快报一览表》，2016年公司控股水电站发电量为635.63亿千瓦时，约占2016年全国规模以上水电发电总量10,518.40亿千瓦时的6.04%。

公司已取得国内澜沧江流域水电资源开发权（包括西藏境内流域），目前公司主要对云南省内的澜沧江流域水电站实行滚动开发。截至2017年6月30日，公司已投产电站控股装机容量为1,737.38万千瓦，其中水电装机容量为1,713.88万千瓦，拥有已核准的在建、筹建电站装机容量约1,162.50万千瓦。随着公司水电开发业务向澜沧江上游不断延伸，公司装机规模将进一步扩大。

表1 公司电力生产情况 发电量（亿千瓦时）

	2017年上半年	2016年	2015年	2014年
功果桥水电站	13.08	25.21	32.56	37.90
小湾水电站	91.65	174.27	145.06	173.17
漫湾水电站	39.21	68.33	60.03	69.07
糯扎渡水电站	140.00	215.00	205.66	223.17
景洪水电站	44.65	70.00	69.29	73.80
龙开口水电站	22.08	36.56	50.57	57.55
瑞丽江一级水电站	18.66	35.62	35.02	34.43
其他	7.80	14.78	6.91	5.43
合计	<b>377.12</b>	<b>639.77</b>	<b>605.11</b>	<b>674.53</b>

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

表2 公司已投产电站情况（2017.6.30） 单位：万千瓦

电站	持股比例	控股装机容量	权益装机容量
功果桥	100%	90.00	90.00
小湾水电站	100%	420.00	420.00
漫湾水电站	100%	167.00	167.00
糯扎渡水电站	100%	585.00	585.00
景洪水电站	100%	175.00	175.00
龙开口水电站	95%	180.00	171.00
瑞丽江一级水电站	40%	60.00	24.00
徐村水电站	100%	8.58	8.58
南果河水电站	90%	1.60	1.44

老王庄水电站	100%	0.96	0.96
牛栏沟水电站	51%	2.48	1.26
丰甸河水电站	100%	1.26	1.26
妥洛河水电站	100%	3.00	3.00
觉巴水电站	100%	3.00	3.00
果多水电站	66%	16.00	10.56
金沙江中游	23%	-	128.55
大朝山水电	10%	-	13.50
水电小计	-	<b>1,713.88</b>	<b>1,804.11</b>
野猫山风电站	100%	4.95	4.95
杨家房风电站	100%	3.60	3.60
白鹤厂风电站	100%	4.95	4.95
风电小计	-	<b>13.50</b>	<b>13.50</b>
石林光伏	70%	1.00	0.70
石林光伏二期	70%	9.00	6.30
太阳能小计	-	<b>10.00</b>	<b>7.00</b>
合计	-	<b>1,737.38</b>	<b>1,824.61</b>

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### 行业增长前景

随着我国经济的快速发展，电力行业发展迅速，装机容量、发电量持续增长。我国电力行业总装机容量由2006年末的62,370万千瓦增加至2016年末的164,575万千瓦，年均复合增长率为10.19%；发电量由2006年度的28,499亿千瓦时增长至2016年度的59,897亿千瓦时，年均复合增长率为7.71%；用电量由2006年度的28,248亿千瓦时增加至2016年度的59,198亿千瓦时，年均复合增长率为7.68%。

国务院于2014年6月7日印发了《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》，指出大力发展可再生能源必要性，将按照输出与就地消纳利用并重、集中式与分布式发展并举的原则，加快发展可再生能源。对于水电行业，该计划提出积极开发水电，要求在做好生态环境保护和移民安置的前提下，以西南地区金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江等河流为重点，积极有序推进大型水电基地建设；提出因地制宜发展中小型电站，开展抽水蓄能电站规划和建设，加强水资源综合利用。到2020年非化石能源占一次能源消费比重达到15%，力争常规水电装机达到3.5亿千瓦左右。

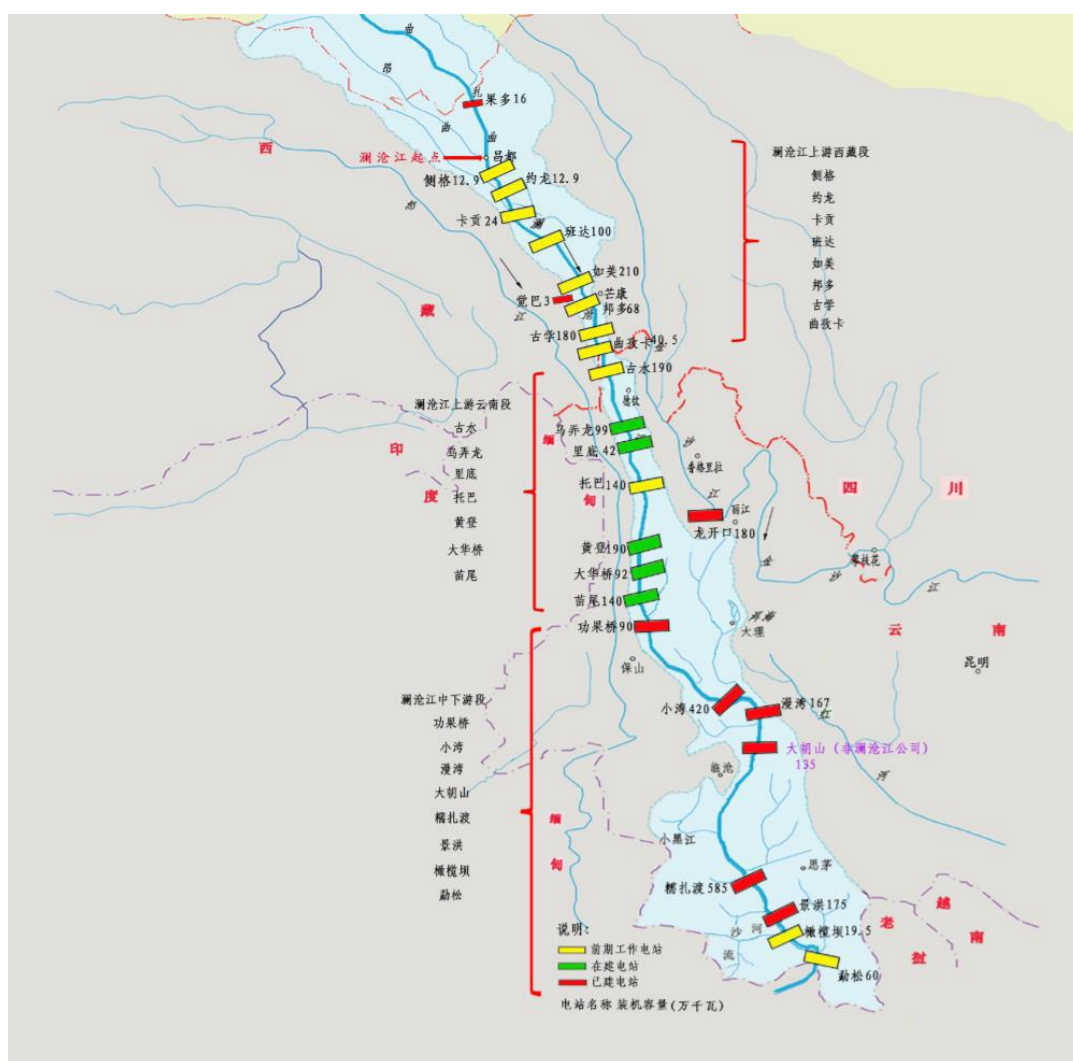
国家能源局于2016年11月30日印发《水电发展“十三五”规划（2016-2020年）》，“十三五”将加快抽水蓄能电站建设，以适应新能源大规模开发需要，保障电力系统安全运行。加快建设清洁低碳、安全高效现代能源体系，进一步转变水电发展思路为主线。

华能水电下属电站主要位于云南省境内。云南省水能资源储量较大，

开发条件优越，有金沙江、澜沧江、怒江、珠江、红河和伊洛瓦底江六大水系，水能资源蕴藏量达 1.04 亿千瓦，居全国第三位，水能资源主要集中于滇西北的金沙江、澜沧江、怒江三大水系；可开发装机容量约 0.9 亿千瓦，仅次于四川，居全国第二位。云南省已将澜沧江、金沙江和怒江三大水系作为优先、重点开发的对象，在政策、资金、技术等各方面给予了大力支持。

随着国家深入实施西部大开发、节能减排应对气候变化、“西电东送”等战略机遇，为把资源优势转化为经济优势，发挥中国面向西南开放的“桥头堡”作用，云南省将以建设澜沧江、金沙江和怒江三江干流水电为主的国家级电力基地为中心，将云南打造成为国家“西电东送”清洁能源基地和国家西南境内外电力调配枢纽的能源强省，并提出把以水电为主的电力产业培育成继烟草之后的云南第二大支柱产业的发展思路，水电行业将在云南省得到极大发展。

图 1 澜沧江流域梯级电站开发概况图



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## ● 行业竞争结构及公司的地位

### 水电行业的竞争格局

我国水电行业已经基本实现市场主体多元化，主要包括三峡集团、五大发电集团、其他中央企业、地方发电集团以及民营和外资发电企业等。

三峡集团是我国最大的水电企业，截至 2016 年底，拥有已投产水电装机规模 5,064 万千瓦；五大发电集团是指华能集团、大唐集团、国电集团、华电集团和国家电投，各家均有相当规模的水电装机容量；其他中央企业如国投集团也拥有较大规模水电装机；地方发电集团包括湖北能源集团股份有限公司、甘肃省电力投资集团有限责任公司、四川省投资集团等拥有一定的地方区域资源优势的企业。

截至 2016 年底，全国水电装机容量达到 3.32 亿千瓦，其中，三峡集团、五大发电集团、国投集团占据总体的一半以上（约 53%），其他公司占据了剩余的 47%。

表 3 国内水电机组装机容量排名（2016 年底）

排名	公司名称	装机容量（万千瓦）
1	三峡集团	5,064
2	华电集团	2,681
3	大唐集团	2,380
4	国家电投	2,160
5	华能集团	2,104
6	国电集团	1,693
7	国投集团	1,672

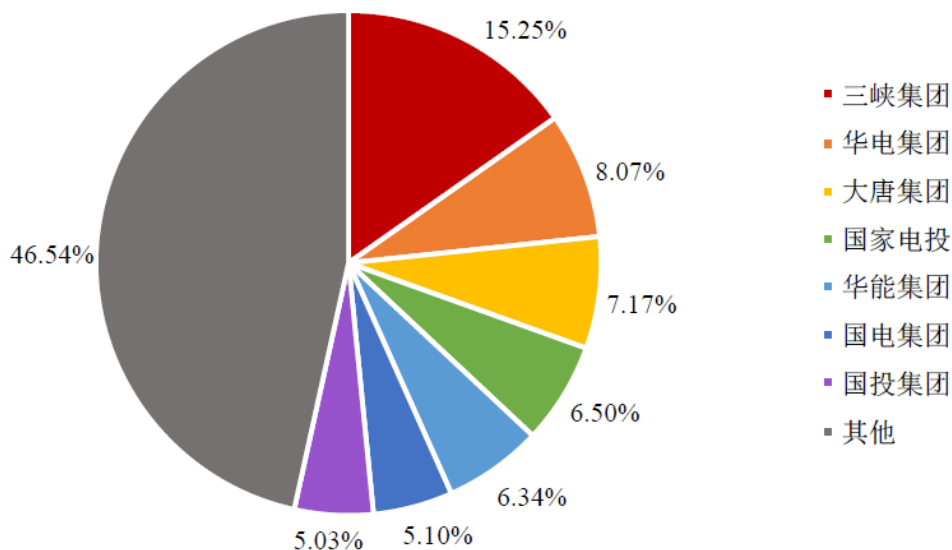
资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

表 4 装机容量排名前十位的水电站（2016.12.31） 单位：万千瓦

序号	项目名称	已投产装机容量	总装机容量	机组台数×容量	控股管理方
1	三峡水电站	2,250	2,250	2×5+32×70	三峡集团
2	溪洛渡水电站	1,386	1,386	18×77	三峡集团
3	向家坝水电站	640	640	8×80	三峡集团
4	糯扎渡水电站	585	585	9×65	华能集团
5	龙滩水电站	490	630	9×70	大唐集团
6	锦屏二级水电站	480	480	8×60	国投集团
7	小湾水电站	420	420	6×70	华能集团
8	瀑布沟水电站	360	360	6×60	国电集团
9	锦屏一级水电站	360	360	6×60	国投集团
10	拉西瓦水电站	350	420	6×70	国家电投

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图2 全国水电行业市场份额情况



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

根据我国电力体制的运行特点，并结合《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(中发〔2015〕9号)及《国家发展改革委、国家能源局关于印发电力体制改革配套文件的通知》(发改经体〔2015〕2752号)，电网运行实行统一调度、分级管理。在目前全国尚未联网的监管体制下，发电主体各自与所处电网签订购售电合同，由电网公司根据国家政策和公平调度原则以及当地区域电力需求等情况决定各电力企业上网电量的分配与调度。因此，发电行业的竞争主要表现为省网内发电企业之间的竞争。

云南省水能资源丰富，近十年来，随着小湾、糯扎渡、溪洛渡等水电站逐渐建成投产，云南省的水电装机大幅增加，年均复合增长率达到20.17%。

相比火电，水力发电享有优先调度权，且在竞价上网中水电与火电相比具有价格优势，2016年云南省水电发电量的占比已增长至83.48%。与此同时，云南省的火电发电量从2014年至2016年逐年递减，分别为390.51亿千瓦时、264.84亿千瓦时、236.30亿千瓦时，累计减幅达39.49%；云南省的风电、光伏发电近年来增长较快，但由于基数较小，不构成对水电的竞争，2016年云南省风电发电量147.84亿千瓦时，仅为水电发电量的7.17%。因此，公司的主要竞争对手为云南省内其它发电集团控股的水电公司。

在云南省内，现有主要竞争对手为三峡集团、华电集团、大唐集团、国投集团、国家电投、国电集团及云南省内中小水电开发运营主体。受澜

沧江流域大型水电站的逐步投产发电和国内经济增速下滑影响，主要竞争对手各大水电站利用小时数呈逐年降低趋势，中小水电受自身调节能力和电网送出受阻等影响，汛期弃水较为严重，因而其盈利能力较差，在市场竞争中劣势较为明显。因而，各主要竞争对手将以增加发电量、提高现有各电站盈利能力和盈利水平作为主要竞争策略。

澜沧江在我国境内水能资源可开发量达 3,200 万千瓦以上，其中云南省内为 2,534.50 万千瓦。公司拥有澜沧江全流域的水电开发权，是国内规模第二的水电公司，仅次于长江电力。目前的主要业务是对云南省境内澜沧江流域的水电项目投资建设和经营管理，对云南省境内澜沧江流域的水电资源实施流域、梯级、滚动、综合开发。其中，小湾水电站是“西电东送”的标志性工程，拥有目前世界第二高的双曲拱坝，具有多年调节能力，是澜沧江中下游的“龙头水库”；糯扎渡水电站拥有最大坝高达 261.5 米的黏土心墙堆石坝，高度居同类坝型亚洲第一，世界第三，泄洪功率和流速均居世界第一。上述两个电站建站装机规模大、建设难度高，其开发直至全面投产，为公司的行业地位带来了巨大的提升。

截至 2016 年末，公司总装机容量为 1,737.38 万千瓦，占云南省电力总装机容量的 20.58%，占云南省水电装机容量的 28.12%。2016 年发电量 639.77 亿千瓦时，占云南电力市场总发电量的 25.91%，占水电总发电量的 31.03%，继续保持云南省内发电量第一。

表 5 云南境内纳入统调的装机容量前十名水电站 (2016.12.31)

排名	电站名	统调装机容量 (万千瓦)	控制人
1	溪洛渡水电站	630.00	长江电力
2	糯扎渡水电站	585.00	华能水电
3	小湾水电站	420.00	华能水电
4	观音岩水电站	300.00	大唐发电集团
5	金安桥水电站	240.00	汉能控股集团
6	梨园水电站	240.00	华电集团
7	鲁地拉水电站	216.00	华电集团
8	阿海水电站	200.00	华电集团
9	龙开口水电站	180.00	华能水电
10	景洪水电站	175.00	华能水电

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

华能集团为公司的控股股东和实际控制人，发行前持有公司 56.00% 的股权。

本次发行前，公司总股本为 1,620,000 万股，本次拟发行股票的数量不

超过 180,000 万股，占公司发行后总股本的比例不低于 10%。公司发行价格为 2.17 元/股。

表 6 公司的股东结构情况

	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	华能集团 (SS)	907200	56.00%	897120	49.84%
2	云能投集团 (SS)	508680	31.40%	503028	27.95%
3	合和集团 (SS)	204120	12.60%	201852	11.21%
4	社保基金理事会	-	-	18000	1.00%
5	其他 A 股投资者	-	-	180000	10.00%
6	合计	1620000	100.00%	1800000	100.00%

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 7 公司营业收入和营业成本情况

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
主营业务收入	647,293.46	1,152,656.35	1,294,157.16	1,558,655.56
其他业务收入	832.83	2,546.43	1,927.28	2,188.08
营业收入合计	648,126.29	1,155,202.78	1,296,084.44	1,560,843.64
主营业务成本	321,837.08	642,465.53	659,870.45	646,354.55
其他业务成本	153.58	333.93	443.22	440.81
营业成本合计	321,990.66	642,799.46	660,313.67	646,795.36

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 8 公司售电量和售电价情况

项目	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年	2014 年
期末装机容量 (万千瓦)	1,737.38	1,737.38	1,711.78	1,702.38
利用小时 (小时)	2,170.65	3,707.17	3,550.28	4,086.72
发电量 (万兆瓦时)	3,771.24	6,397.69	6,051.09	6,745.27
售电量 (万兆瓦时)	3,744.28	6,348.80	6,006.03	6,698.27
售电价 (不含税) (元/兆瓦时)	172.88	181.56	215.48	232.70
售电收入 (万元)	647,293.46	1,152,656.35	1,294,157.16	1,558,655.56

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 9 公司各项目毛利率情况%

项目	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年度	2014 年度
主营业务	50.28%	44.26%	49.01%	58.53%
其他业务	81.56%	86.89%	77.00%	79.85%
综合毛利率	50.32%	44.36%	49.05%	58.56%



资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

● **募投项目**

本次募集资金主要投资于苗尾水电站、乌弄龙水电站、里底水电站。募集资金投资项目建成之后，将增加装机容量 281 万千瓦，占公司 2015 年年底装机容量比例达 16.42%，公司的装机规模将进一步提高，公司的市场占有率将进一步上升，有助于提高公司核心业务竞争能力，增强公司盈利能力。

表 10 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	机组容量	计划投资 (亿元)	拟投入募集资金(万元)
1	苗尾水电站	4×35.00	177.94	171,030.66
2	乌弄龙水电站	4×24.75	121.32	141,972.28
3	里底水电站	3×14.00	54.56	64,823.78
	合计	281.00	353.82	377826.72

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

**三、公司盈利预测**

● **业绩预测**

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2017、2018 年归母公司的净利润分别为 17.34 亿元和 16.87 亿元，同比增速分别为 241.21%和-2.73%，相应的稀释后每股收益为 0.10 元和 0.09 元。

**四、风险因素**

宏观经济风险

电力行业发展及盈利水平与经济周期的相关性较为显著。近年来，在全球经济不景气的大背景下，受国内经济结构调整、投资增速放缓等众多因素影响，我国经济增速放缓，全社会电力需求增速疲软。2015 年以来，国家先后出台一系列稳增长、促改革的政策，宏观经济运行缓中趋稳、稳中向好，但未来仍存在经济增速进一步放缓的可能性，并且，虽然水电为清洁能源，国家政策支持清洁能源优先上网，但若电力需求总量大幅下降，可能会对公司的生产经营产生不利影响。

电力体制改革风险

公司主营业务为电力生产和销售，上网电价和上网电量是影响公司盈利水平的重要因素。目前，我国发电企业上网电价受到政府的严格监管，上网电量受电力需求及调度影响。未来随着电力体制改革的推进，如果云南省电力市场化交易实施方案进行调整，取消或者部分取消上述调节电量，取消或者调整上述全额保障性收购政策，可能导致公司的上网电价和上网电量进一步发生不利变化；此外，如果未来电力供应增速高于用电需求增

速，市场竞争将进一步加剧。上述变化可能导致公司业绩进一步下滑的风险。随着电力直接交易的推进，公司与用电企业之间的直接交易比重将有所提升，从而带来应收账款回款风险。

#### 税收优惠政策变动风险

目前，公司税收优惠金额占公司利润总额的比重较高，并且公司企业所得税有效税率较低。自 2016 年起，增值税返还比例下降，将导致税收返还收益的减少；并且，报告期内公司按照收付实现制确认增值税返还，2014 年、2015 年、2016 年及 2017 年 1-6 月确认金额分别为 6.26 亿元、9.28 亿元、3.98 亿元及 8.38 亿元，较同期按照权责发生制计算的增值税返还金额（约 9.63 亿元、9.50 亿元、3.89 亿元及 2.48 亿元）分别低 3.37 亿元、0.22 亿元、-0.09 亿元及 -5.90 亿元，未来公司实际收到增值税返还的时点和金额存在不确定性，如未来无法及时收到增值税返还款项，公司的盈利水平将可能受到影响或者发生波动。同时，糯扎渡水电厂和功果桥水电厂所享受的国家重点扶持的公共基础设施所得税“三免三减半”优惠政策预计将于 2017 年到期，龙开口水电站所享受的国家重点扶持的公共基础设施所得税“三免三减半”优惠政策预计将于 2018 年到期，公司所享受的西部大开发所得税优惠政策预计于 2020 年到期，公司企业所得税有效税率将很有可能有所上升。此外，如未来前述增值税和企业所得税优惠政策到期或政策变化导致公司不能继续享受上述税收优惠，可能导致公司业绩进一步下滑的风险。

#### 电价下滑风险

公司主营业务为电力生产和销售，上网电价和上网电量是影响公司盈利水平的重要因素。从当前面临的内外部环境看，云南省作为我国首批电力体制改革综合试点省份，2015 年以来，电力体制改革实施市场化竞价上网导致公司上网电价出现下降。如未来上网电价持续下降，公司业绩存在进一步下滑的风险。

#### 澜沧江流域来水风险

水电站的发电量和经营业绩受所在流域的来水情况影响明显。澜沧江流域来水以降水补给为主，地下水和融雪补给为辅，河川径流年内、年际分布不均，丰枯季节、丰枯时段流量相差悬殊，一定程度上影响水电站的发电情况。作为大型的水电企业，公司已具备“两库多级”式水电站群，可通过优化、完善水库调度系统和发电生产调度系统统一流域联合调度管理，对来水具备多年调节能力，但无法完全避免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的影响。

#### 供电区域和客户单一风险

公司所发电力主要供应云南电网，公司供电区域相对集中。2014 年、2015 年、2016 年及 2017 年 1-6 月公司对第一大客户云南电网实现的营业收入占总营业收入的比例为 95.08%、94.05%、92.16%及 91.70%，客户较为单一。云南省水能资源丰富，区域内竞争激烈，若未来云南等地区经济发展速度减缓，工业企业用电量及居民生活用电量下降，电力市场供过于求，则有可能对公司的生产经营带来不利影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

同行业重点上市公司来看，2017 年和 2018 年行业平均 PE 分别为 20 倍和 16 倍；基于 2017 年、2018 年预测业绩的均值，最近上市的十家主板企业中，2017 年、2018 年平均市盈率为 42 倍和 33 倍。

表 11 同行业上市公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
600674.SH	川投能源	9.98	0.88	0.80	0.81	0.82	11.34	12.49	12.31	12.20
600900.SH	长江电力	16.47	0.52	0.94	0.99	0.97	31.45	17.44	16.60	17.00
600886.SH	国投电力	7.47	0.80	0.58	0.56	0.68	9.34	12.94	13.24	11.03
600236.SH	桂冠电力	5.68	0.42	0.43	0.44	0.49	13.40	13.27	13.05	11.68
000883.SZ	湖北能源	4.68	0.24	0.29	0.33	0.35	19.30	15.95	14.30	13.19
600116.SH	三峡水利	8.18	0.21	0.23	0.28	0.32	39.21	35.12	29.44	25.95
600310.SH	桂东电力	5.34	0.45	0.25	0.18	0.54	11.76	21.11	29.28	9.87
000722.SZ	湖南发展	9.85	0.28	0.30	0.29	0.31	35.54	32.54	34.38	31.75
002039.SZ	黔源电力	15.86	1.18	0.42	1.02	1.18	13.47	37.37	15.59	13.43
	平均						20.54	22.03	19.80	16.23

资料来源：Wind 上海证券研究所

表 12 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
603809.SH	豪能股份	39.69	1.00	1.18	1.38	1.60	39.72	33.53	28.80	24.76
601019.SH	山东出版	13.63	0.47	0.50	0.55	0.62	28.90	27.16	24.65	21.85
603365.SH	水星家纺	22.94	0.51	0.74	0.96	1.14	45.39	30.94	23.79	20.18
603619.SH	中曼石油	32.94	0.47	0.99	1.21	1.48	69.88	33.43	27.34	22.22
603605.SH	珀莱雅	28.24	0.72	0.77	0.99	1.11	39.29	36.77	28.67	25.56
600903.SH	贵州燃气	10.19	0.06	0.12	0.16	0.18	181.06	83.20	62.21	58.03
601108.SH	财通证券	17.51	0.86	0.50	0.47	0.52	20.43	35.19	37.36	33.48

603922.SH	金鸿顺	26.77	0.64	0.83	0.93	1.05	42.09	32.21	28.79	25.57
603466.SH	风语筑	50.93	0.46	0.78	1.54	2.06	111.55	65.13	33.03	24.78
603396.SH	金辰股份	39.22	0.86	0.87	1.10	1.47	45.84	45.32	35.70	26.70
	平均						62.41	42.29	33.03	62.41

资料来源: Wind 上海证券研究所

#### ● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 4.33-5.30 元, 对应 2017 年每股收益的 45-55 倍市盈率。

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	指标	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	426.32	142.73	127.65	428.67	营业收入	12960.8	11552.0	12764.9	13977.6
应收和预付款项	1786.90	1415.12	2464.63	1789.50		4	3	9	6
存货	48.74	45.20	22.47	61.73	营业成本	6603.14	6427.99	5616.60	6988.83
其他流动资产	174.07	90.38	90.38	90.38	营业税金及附加	293.81	276.37	305.38	334.40
长期股权投资	2679.72	2557.23	2557.23	2557.23	营业费用	20.42	9.28	10.25	11.22
投资性房地产	35.09	32.03	24.46	16.90	管理费用	196.30	182.03	201.14	220.25
	145301.7	149788.5	145482.0	139624.5	财务费用	3978.96	3445.94	4756.42	4628.00
固定资产和在建工程	4	4	2	5	资产减值损失	12.35	17.26	8.62	8.62
无形资产和开发支出	3867.41	5152.62	4965.00	4777.37	投资收益	112.46	-60.58	0.00	0.00
其他非流动资产	1568.22	2023.50	2021.54	2019.58	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
	155888.2	161247.3	157755.3	151365.8	<b>营业利润</b>	1968.33	1132.59	1866.58	1786.35
<b>资产总计</b>	2	4	8	9	营业外收支净额	955.27	-117.46	1074.74	1074.74
短期借款	10155.57	4715.84	1982.13	0.00	<b>利润总额</b>	2923.60	1015.13	2941.32	2861.09
应付和预收款项	13087.07	12099.31	12164.21	12232.50	所得税	398.92	282.42	441.20	429.16
长期借款	73632.18	80880.42	80880.42	80880.42	净利润	2524.68	732.71	2500.12	2431.93
其他负债	24474.52	28263.19	28263.19	28263.19	少数股东损益				
	121349.3	125958.7	123289.9	121376.1		237.37	224.55	766.18	745.28
<b>负债合计</b>	4	6	5	1	<b>归属母公司股东净利</b>				
股本	16200.00	16200.00	16200.00	16200.00	<b>润</b>	2287.31	508.17	1733.94	1686.64
资本公积	14755.20	16914.13	20692.13	20692.13	<b>财务比率分析</b>				
留存收益	2067.94	541.21	-4826.12	-10047.05	<b>指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	33023.14	33655.34	32066.01	26845.08	毛利率	49.05%	44.36%	56.00%	50.00%
少数股东权益	1515.74	1633.24	2399.42	3144.70	EBIT/销售收入	53.81%	39.28%	60.91%	54.13%
<b>股东权益合计</b>	34538.89	35288.59	34465.43	29989.78	销售净利率	19.48%	6.34%	19.59%	17.40%
	155888.2	161247.3	157755.3	151365.8	ROE	6.93%	1.51%	5.41%	6.28%
负债和股东权益合计	2	4	8	9	资产负债率	77.84%	78.12%	78.15%	80.19%
					流动比率	0.06	0.04	0.07	0.07
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>					速动比率	0.05	0.04	0.07	0.06
<b>指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	总资产周转率	0.08	0.07	0.08	0.09
经营活动产生现金流					应收账款周转率	7.42	8.35	5.30	8.02
量	11549.88	8363.65	9961.88	12982.26					
投资活动产生现金流									
量	-11855.94	-9502.30	913.53	913.53					
融资活动产生现金流									
量	99.20	910.02	-10890.49	-13594.78					

现金流量净额	-202.39	-230.18	-15.08	301.02	存货周转率	135.47	142.23	249.91	113.22
--------	---------	---------	--------	--------	-------	--------	--------	--------	--------

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。