

2017年12月12日

证券研究报告·新股分析报告

华能水电(600025) 公用事业

合理价格区间

2.2-3.08元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 国内第二大水电上市公司，项目储备充足

### 投资要点

- 公司的主营业务为澜沧江干流水力发电项目的开发，主要收入来自于水力发电的销售收入。公司统一负责澜沧江干流水能资源开发，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。
- 公司所处云南省水电市场增速较快，开发潜力巨大。1) 云南省水电装机占比逐步上升，从54%上升到72%。云南省2006年的装机容量为1813.00万千瓦，经过十年的高速发展，2016年已达到8441.58万千瓦，年均复合增长率达到16.63%。其中，水电装机容量从2006年的971.00万千瓦增长到2016年的6095.85万千瓦，年均复合增长率达到20.17%。水电装机容量的占比从2006年的53.56%增长至2016年的72.21%。2) 云南省水能资源储量较大，开发条件优越。水能资源蕴藏量达1.04亿千瓦，居全国第三位；可开发装机容量约0.9亿千瓦，居全国第二位。3) 我国出台了一系列鼓励清洁能源发展的政策。水电作为清洁能源，在全国装机容量的占比稳定在20%以上，且云南省已将澜沧江、金沙江和怒江作为优先重点开发对象，在政策、资金、技术等各方面给予了大力支持。
- 公司在建、筹建机组装机容量1162.5万千瓦，达到投产机组规模的67%，项目储备充足。截至2017年6月30日，公司已投产电站装机容量为1,737.38万千瓦，拥有已核准的在建、筹建电站装机容量约1,162.50万千瓦，保持云南省最大发电企业的地位。公司计划至2020年，运营容量达到2,400万千瓦左右，继续保持国内第二大流域水电公司的地位，各项主要指标进入世界同类能源企业前列，成为综合实力雄厚、价值创造能力突出，具有广泛社会影响力的国内领先的清洁能源上市企业，进入具有国际竞争力的世界一流电力企业行列；到2030年左右，实现再造一条“澜沧江”的宏伟目标。
- 电力体制改革持续推进，公司历年上网电价呈下行趋势。根据2017年3月6日下发的《关于印发2017年云南电力市场化交易实施方案的通知》（云工信电力〔2017〕97号），公司下属的功果桥、小湾、糯扎渡、景洪和龙开口5家水电站参与市场竞争。公司其余下属电站漫湾、瑞丽江及中小水电作为优先电厂，发电量全额保障性收购，不参与市场化交易。
- 盈利预测与估值。预计2017-2019年EPS分别为0.10元、0.11元、0.13元；公司项目储备充足，成长性较好，给予2018年20~28倍合理估值（申万水电指数目前估值处于17倍），对应股价2.20~3.08元。
- 风险提示：水电机组投产进度或低于预期、水电上网电价下降幅度或高于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11552.03	12618.23	13373.80	14174.70
增长率	-10.87%	9.23%	5.99%	5.99%
归属母公司净利润(百万元)	508.17	1723.23	1961.94	2293.24
增长率	-77.78%	239.11%	13.85%	16.89%
每股收益EPS(元)	0.03	0.10	0.11	0.13
净资产收益率ROE	2.08%	4.86%	5.36%	6.05%

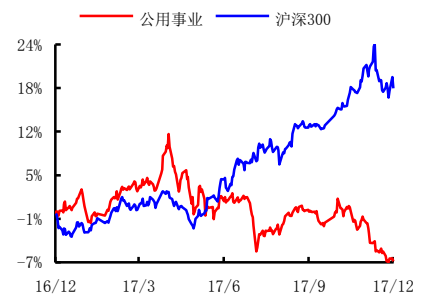
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 濮阳  
 执业证号: S1250517090001  
 邮箱: py@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	1620000
本次发行(万股)	180000
发行后总股本(万股)	1800000
2016年每股收益(摊薄后)(元)	0.028
2016年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.056

### 主要指标(2016)

每股净资产	2.08
毛利率	44.36
流动比	0.06
速动比率	0.06
应收账款周转率	10.30
资产负债率	78.23
净资产收益率	1.49

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 公司概况：国内领先的水电开发主体.....	1
2 云南省水电开发潜力巨大，促进国家绿色发展.....	2
2.1 公司所处地域市场需求稳定，开发潜力巨大 .....	2
2.2 水电规模不断扩大，促进国家绿色发展 .....	3
3 国内第二大水电上市公司，项目储备充足 .....	4
4 盈利预测与估值.....	7
5 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况 .....	1
图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况 .....	1
图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速 .....	1
图 4：公司 2010 年以来净利润及增速 .....	1
图 5：水电上市公司装机容量情况 .....	4

## 表 目 录

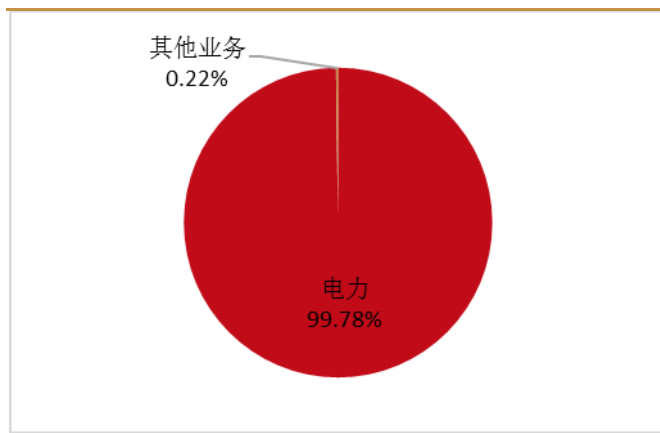
表 1：2006 年以来云南省发电量情况 .....	2
表 2：2006 年以来云南省装机容量情况 .....	3
表 3：截至 2016 年底我国装机容量及电源构成情况 .....	3
表 4：公司发电量和售电量 .....	4
表 5：公司截至 2017 年 6 月 30 日已投产电站情况 .....	5
表 6：公司截至 2017 年 6 月 30 日已核准的在建、筹建、已开展前期工作的主要电站情况 .....	6
表 7：募集资金使用情况及项目情况说明 .....	6
表 8：分业务收入及毛利率 .....	7
附表：财务预测与估值 .....	8

## 1 公司概况：国内领先的水电开发主体

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。公司统一负责澜沧江干流水能资源开发，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。

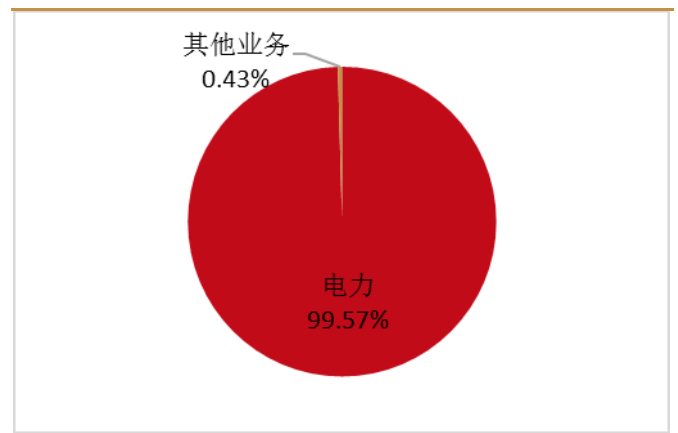
**公司主营业务结构：**2016年公司控股水电站发量为635.63亿千瓦时，约占2016年全国规模以上水电发总量10518.40亿千瓦时的**6.04%**。公司收入主要来自**电力销售**，2016年占比**99.78%**。截至2017年6月30日，公司已投产电站控股装机容量为1737.38万千瓦，公司已核准的在建电站、筹建电站、已开展前期工作的主要电站装机容量为1566.80万千瓦。

图 1：公司 2016 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

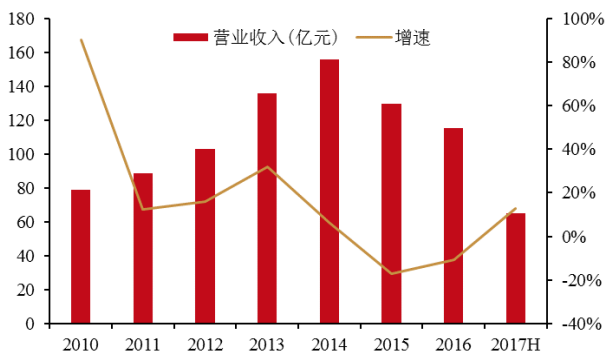
图 2：公司 2016 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

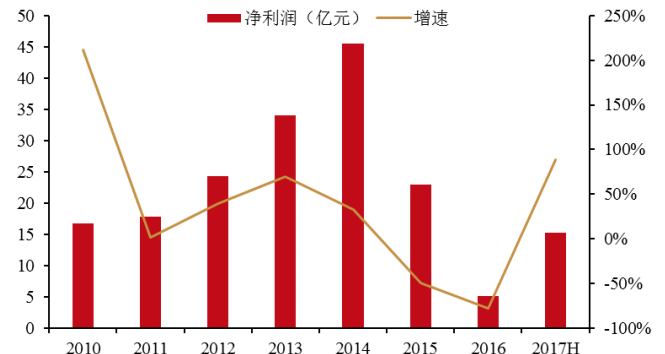
**公司业绩状况：**公司营业收入自2010年90.01%的高增速回落，至2015年和2016年分别达到-16.96%和-10.87%的负增速，截至2017上半年增速回升至12.64%；公司净利润自2010年211.93%的高增速回落，期间虽有反弹，但至2015年和2016年分别达到-49.72%和-77.77%的负增速，截至2017上半年增速回升至88.62%。2015年和2016年出现负增长的原因在于主营业务中电力销售收入大幅下降所致，随着2017上半年公司经营水平的提升，预计未来营业收入和净利润将会转好。

图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2010 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 云南省水电开发潜力巨大，促进国家绿色发展

公司所属行业为电力行业中的水力发电行业。进入 21 世纪之后，水电行业在全球范围内迅猛发展而且对经济增长起到重要推动作用。相关数据显示，中国水能资源的技术可开发量达 5.42 亿千瓦，居世界第一位。无论在水电装机容量、水电发电量还是在水电站建设规模、水电站建造技术水平等方面，目前中国都处于世界领先地位。同时，中国是世界上水电发电量最大的国家，2016 年中国水电消费量为 11628 亿千瓦时，占全球水电消费量的比例为 28.90%。

### 2.1 公司所处地域市场需求稳定，开发潜力巨大

华能水电下属电站主要位于云南省境内，云南省 2006 年的发电量为 692.01 亿千瓦时，经过十年的高速发展，2016 已达到 2469.50 亿千瓦时，年复合增长率达到 13.57%。其中，水电发电量从 2006 年的 294.15 亿千瓦时增长到 2016 年的 2061.50 亿千瓦时，年均复合增长率达到 21.50%。水电发电量占云南省发电量的比重也从 2006 年的 42.51% 增长至 2016 年的 83.48%。

表 1：2006 年以来云南省发电量情况

年份	发电量（亿千瓦时）	水电发电量（亿千瓦时）	占比（%）
2006	692.01	294.15	42.51
2007	851.20	379.11	44.54
2008	934.64	520.35	55.67
2009	1094.02	546.05	49.91
2010	1329.94	778.90	58.57
2011	1375.55	828.19	60.21
2012	1533.94	1038.11	67.68
2013	1954.62	1433.95	73.36
2014	2347.21	1885.77	80.34
2015	2352.40	1978.93	84.12
2016	2469.50	2061.50	83.48

数据来源：公司公告，西南证券整理

云南省水电装机占比逐步上升，从 54% 上升到 72%。云南省 2006 年的装机容量为 1813.00 万千瓦，经过十年的高速发展，2016 年已达到 8441.58 万千瓦，年均复合增长率达到 16.63%。其中，水电装机容量从 2006 年的 971.00 万千瓦增长到 2016 年的 6095.85 万千瓦，年均复合增长率达到 20.17%。水电装机容量的占比从 2006 年的 53.56% 增长至 2016 年的 72.21%。

**表 2：2006 年以来云南省装机容量情况**

年份	装机容量 (万千瓦)	水电装机容量 (万千瓦)	占比 (%)
2006	1813.00	971.00	53.56
2007	2210.00	1144.00	51.76
2008	2577.00	1578.00	61.23
2009	3195.00	2113.00	66.13
2010	3616.00	2457.00	67.95
2011	4059.00	2847.00	70.14
2012	4835.05	3263.98	67.51
2013	6014.82	4439.13	73.80
2014	6796.00	5068.00	74.57
2015	7671.07	5773.56	75.26
2016	8441.58	6095.85	72.21

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司所处云南省市场需求稳定，开发潜力巨大。主要原因有：一、公司下属电站主要位于云南省境内，水能资源蕴藏量达 1.04 亿千瓦，居全国第三位；可开发装机容量约 0.9 亿千瓦，居全国第二位，水能资源储量较大，开发条件优越；二、我国用电需求增速与经济发展呈高度正相关性，2016 年，在基建投资快速增长、房地产和汽车市场回暖等因素综合影响下，实体经济运行稳中趋好迹象明显，全社会发电量和用电量增速亦有所回升，市场用电需求将迎来稳定增长；三、随着节能环保压力与日俱增，我国出台了一系列鼓励清洁能源发展的政策，水电作为清洁能源，在全国装机容量的占比稳定在 20% 以上，且云南省已将澜沧江、金沙江和怒江作为优先重点开发对象，在政策、资金、技术等各方面给予了大力支持。

## 2.2 水电规模不断扩大，促进国家绿色发展

在鼓励清洁能源发展政策实施的背景下，水电行业在全国装机容量的占比稳定在 20% 以上，装机容量从 2006 年的 13,029 万千瓦增长到 2016 年的 33211 万千瓦，年均复合增长率达 9.81%。截至 2016 年底，我国装机容量及发电量的电源构成显示，传统的火电虽处于主要地位，但各类清洁能源的发展势头依然强劲，其中水电的市场份额稳定，市场规模不断扩大，既是社会需求拉动的必然结果，也是响应国家绿色发展的正确道路。

**表 3：截至 2016 年底我国装机容量及电源构成情况**

电源类型	装机容量 (万千瓦)	占比 (%)
水电	33,211	20.2
火电	105,388	64
核电	3,364	2
风电	14,864	9
其他	7,742	4.7
合计	164,575	100

数据来源：中电联，西南证券整理

### 3 国内第二大水电上市公司，项目储备充足

电力体制改革持续推进，历年上网电价呈下行趋势。根据2017年3月6日下发的《关于印发2017年云南电力市场化交易实施方案的通知》（云工信电力〔2017〕97号），公司下属的功果桥、小湾、糯扎渡、景洪和龙开口5家水电站参与市场竞争。公司其余下属电站漫湾、瑞丽江及中小水电作为优先电厂，发电量全额保障性收购，不参与市场化交易。

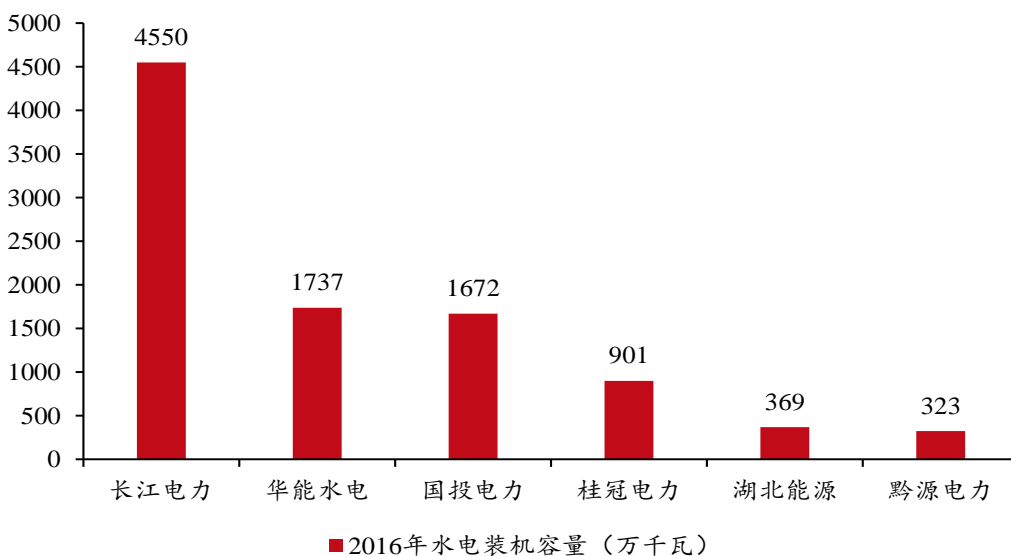
表4：公司发电量和售电量

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1-6月
期末装机容量（万千瓦）	1,702	1,712	1,737	1,737
利用小时（小时）	4,087	3,550	3,707	2,171
发电量（万千瓦时）	6,745	6,051	6,398	3,771
售电量（万千瓦时）	6,698	6,006	6,349	3,744
售电价（不含税）（元/千瓦时）	232.70	215.48	181.56	172.88
售电收入（万元）	1,558,656	1,294,157	1,152,656	647,293

数据来源：公司公告，西南证券整理

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上市公司，仅次于长江电力。下属水电站单机规模大、水头高，单位来水拥有更多的势能，进而能够转换为更多的电能，发电效率高。公司是国家“西电东送”的重要骨干企业和云南省建设以水电为主的电力支柱产业的核心企业，对改善国内电力结构、建立科学合理的能源格局具有重要意义。公司成立以来，投入大量科研资金，取得了多项重大科技成果，已建立专门的水电技术研发体系，为后续水电资源科学有序、可持续的开发提供了科学技术支持。公司积极响应经济全球化趋势、落实“一带一路”战略方针，及时把握云南作为面向东南亚、南亚辐射中心的战略机遇，积极参与与东南亚电力市场的竞争与合作，充分利用国内国际两个市场、两种资源，不断拓展公司在境外的发展空间，由此不断提升自身的行业地位。

图5：水电上市公司装机容量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在建、筹建机组装机容量 1162.5 万千瓦，达到投产机组规模的 67%，项目储备充足。截至 2017 年 6 月 30 日，公司已投产电站装机容量为 1,737.38 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，保持云南省最大发电企业的地位。公司计划至 2020 年，运营容量达到 2,400 万千瓦左右，继续保持国内第二大流域水电公司的地位，各项主要指标进入世界同类能源企业前列，成为综合实力雄厚、价值创造能力突出，具有广泛社会影响力的国内领先的清洁能源上市企业，进入具有国际竞争力的世界一流电力企业行列；到 2030 年左右，实现再造一条“澜沧江”的宏伟目标。

表 5：公司截至 2017 年 6 月 30 日已投产电站情况

电站名称	持股比例	控股装机容量（万千瓦）	权益装机容量（万千瓦）
功果桥水电站	100%	90	90
小湾水电站	100%	420	420
漫湾水电站	100%	167	167
糯扎渡水电站	100%	585	585
景洪水电站	100%	175	175
龙开口水电站	95%	180	171
瑞丽江一级水电站	40%	60	24
徐村水电站	100%	8.58	8.58
南果河水电站	90%	1.6	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	3
觉巴水电站	100%	3	3
果多水电站	66%	16	10.56
金沙江中游	23%	-	128.55
大朝山水电	10%	-	13.5
水电小计	-	1,713.88	1,804.11
野猫山风电站	100%	4.95	4.95
杨家房风电站	100%	3.6	3.6
白鹤厂风电站	100%	4.95	4.95
风电小计	-	13.5	13.5
石林光伏	70%	1	0.7
石林光伏二期	70%	9	6.3
太阳能小计	-	10	7
合计	-	1,737.38	1,824.61

数据来源：公司公告，西南证券整理



**表 6: 公司截至 2017 年 6 月 30 日已核准的在建、筹建、已开展前期工作的主要电站情况**

电站项目	装机容量 (万千瓦)	状态
乌弄龙水电站	99	在建
里底水电站	42	在建
黄登水电站	190	在建
大华桥水电站	92	在建
苗尾水电站	140	在建
桑河二级水电站	40	在建
<b>在建电站装机容量小计</b>	<b>603</b>	-
如美水电站	210	筹建
古水水电站	190	筹建
托巴水电站	140	筹建
橄榄坝水电站	19.5	筹建
<b>筹建电站装机容量小计</b>	<b>559.5</b>	-
在建、筹建电站小计	1162.5	-
侧格水电站	12.9	前期工作
约龙水电站	12.9	前期工作
班达水电站	100	前期工作
邦多水电站	68	前期工作
古学水电站	170	前期工作
曲孜卡水电站	40.5	前期工作
<b>前期工作装机容量小计</b>	<b>404.3</b>	-
<b>合计</b>	<b>1566.8</b>	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司拟公开发行不超过 18 亿股 A 股股票用于水电站建设, 约募集资金 38 亿元。募集资金计划投资于苗尾水电站、乌弄龙水电站、里底水电站项目。其中苗尾水电站拟使用募集资金约 17 亿元, 预计建成机组容量为 4×35 (万千瓦), 于 2008 年 12 月份开展前期筹建工作, 首台机组于 2017 年 10 月投产, 全部机组计划于 2018 年 3 月投产; 乌弄龙水电站拟使用募集资金约 14 亿元, 预计建成后机组容量为 4×24.75 (万千瓦), 于 2010 年 4 月开展前期筹建工作, 首台机组计划于 2018 年 12 月投产, 全部机组计划于 2019 年 9 月投产; 里底水电站拟使用募集资金 6.5 亿元, 预计建成后机组容量为 3×14 (万千瓦), 于 2008 年 12 月开展前期筹建工作, 首台机组计划于 2018 年 6 月投产, 全部机组计划于 2018 年 12 月投产。

**表 7: 募集资金使用情况及项目情况说明**

项目名称	机组容量 (万千瓦)	预计投产时间	项目核准批复投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
苗尾水电站	4×35.00	2018 年 3 月	177.94	171030.66
乌弄龙水电站	4×24.75	2019 年 9 月	121.32	141972.28
里底水电站	3×14.00	2018 年 12 月	54.56	64823.78
合计	281.00		353.82	377826.72

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

假设 1：根据上半年和前三季的业务推进情况，假设今年发电量同比增长 15%，售电价同比下滑 5%；

假设 2：根据在建机组投产进度，预计 2018~2019 年装机容量增速在 6%，发电量同步增长；

假设 3：伴随电力市场化持续推进，电力业务毛利率呈下行趋势。

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
电力	收入	11,526.56	12,592.77	13,348.34	14,149.24
	增速	-10.93%	9.25%	6.00%	6.00%
	毛利率	44.26%	44.00%	42.00%	40.00%
其他	收入	25.46	25.46	25.46	25.46
	增速	32.13%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	86.89%	86.89%	86.89%	86.89%
合计	收入	11,552.03	12,618.23	13,373.80	14,174.70
	增速	-10.87%	9.23%	5.99%	5.99%
	毛利率	44.36%	44.09%	42.09%	40.08%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.10 元、0.11 元、0.13 元；公司项目储备充足，成长性较好，给予 2018 年 20~28 倍合理估值（申万水电指数目前估值处于 17 倍），对应股价 2.20~3.08 元。

## 5 风险提示

水电机组投产进度或低于预期、水电上网电价下降幅度或高于预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11552.03	12618.23	13373.80	14174.70	净利润	732.71	1973.23	2211.94	2543.24
营业成本	6427.99	7055.29	7745.37	8492.88	折旧与摊销	4423.05	5323.15	5739.06	6031.75
营业税金及附加	276.37	301.87	319.95	339.11	财务费用	3445.94	3940.71	3605.65	3210.19
销售费用	9.28	10.13	10.74	11.38	资产减值损失	17.26	0.58	0.00	0.00
管理费用	182.03	198.83	210.73	223.35	经营营运资本变动	6542.10	2724.45	3035.71	3289.94
财务费用	3445.94	3940.71	3605.65	3210.19	其他	-6720.33	-5.58	-5.00	-5.00
资产减值损失	17.26	0.58	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>8440.73</b>	<b>13956.54</b>	<b>14587.37</b>	<b>15070.12</b>
投资收益	-60.58	5.00	5.00	5.00	资本支出	-5497.48	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4004.82	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	1400.00	1400.00	1400.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9502.30</b>	<b>-0.51</b>	<b>-27.27</b>	<b>-56.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>1132.59</b>	<b>2515.82</b>	<b>2886.36</b>	<b>3302.78</b>	短期借款	-5439.73	450.10	-3310.95	-1854.99
其他非经营损益	-117.46	50.00	50.00	50.00	长期借款	7248.24	-6000.00	-6000.00	-6000.00
<b>利润总额</b>	<b>1015.13</b>	<b>2565.82</b>	<b>2936.36</b>	<b>3352.78</b>	股权融资	2158.93	3906.00	0.00	0.00
所得税	282.42	592.59	724.41	809.54	支付股利	-2081.18	-462.37	-1567.94	-1785.13
净利润	732.71	1973.23	2211.94	2543.24	其他	-976.24	-11551.60	-3605.65	-3210.19
少数股东损益	224.55	250.00	250.00	250.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>910.02</b>	<b>-13657.87</b>	<b>-14484.54</b>	<b>-12850.31</b>
归属母公司股东净利润	508.17	1723.23	1961.94	2293.24	<b>现金流量净额</b>	<b>-153.10</b>	<b>298.16</b>	<b>75.56</b>	<b>2163.71</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	963.66	1261.82	1337.38	3501.09	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1415.12	1545.79	1638.86	1737.55	销售收入增长率	-10.87%	9.23%	5.99%	5.99%
存货	45.20	49.61	54.46	59.71	营业利润增长率	-42.46%	122.13%	14.73%	14.43%
其他流动资产	90.38	98.72	104.63	110.90	净利润增长率	-70.98%	169.31%	12.10%	14.98%
长期股权投资	2557.23	2557.23	2557.23	2557.23	EBITDA 增长率	-12.28%	30.86%	3.83%	2.56%
投资性房地产	32.03	32.03	32.03	32.03	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	149772.36	145018.54	139870.64	134451.97	毛利率	44.36%	44.09%	42.09%	40.08%
无形资产和开发支出	5152.62	4594.70	4041.69	3495.60	三费率	31.49%	32.89%	28.62%	24.30%
其他非流动资产	2039.68	2033.79	2027.91	2022.02	净利率	6.34%	15.64%	16.54%	17.94%
<b>资产总计</b>	<b>162068.27</b>	<b>157192.23</b>	<b>151664.82</b>	<b>147968.09</b>	ROE	2.08%	4.86%	5.36%	6.05%
短期借款	4715.84	5165.94	1854.99	0.00	ROA	0.45%	1.26%	1.46%	1.72%
应付和预收款项	681.99	746.29	801.65	860.97	ROIC	2.69%	4.13%	4.37%	4.80%
长期借款	80880.42	74880.42	68880.42	62880.42	EBITDA/销售收入	77.92%	93.35%	91.46%	88.50%
其他负债	40501.43	35764.10	38848.29	42189.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>126779.69</b>	<b>116556.76</b>	<b>110385.35</b>	<b>105930.51</b>	总资产周转率	0.07	0.08	0.09	0.09
股本	16200.00	18000.00	18000.00	18000.00	固定资产周转率	0.11	0.12	0.12	0.12
资本公积	16914.13	19020.13	19020.13	19020.13	应收账款周转率	10.32	11.31	11.15	11.15
留存收益	471.23	1732.09	2126.10	2634.21	存货周转率	136.86	148.84	148.86	148.77
归属母公司股东权益	33655.34	38752.22	39146.23	39654.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.36%	—	—	—
少数股东权益	1633.24	1883.24	2133.24	2383.24	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>35288.59</b>	<b>40635.47</b>	<b>41279.47</b>	<b>42037.58</b>	资产负债率	78.23%	74.15%	72.78%	71.59%
负债和股东权益合计	162068.27	157192.23	151664.82	147968.09	带息债务/总负债	67.52%	68.68%	64.08%	59.36%
					流动比率	0.06	0.08	0.08	0.14
					速动比率	0.06	0.08	0.08	0.14
					股利支付率	409.55%	26.83%	79.92%	77.84%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.03	0.10	0.11	0.13
					每股净资产	1.96	2.26	2.29	2.34
					每股经营现金	0.47	0.78	0.81	0.84
					每股股利	0.12	0.03	0.09	0.10
业绩和估值指标									
EBITDA	9001.57	11779.68	12231.07	12544.73					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	10.01	6.51	5.50	4.57					
股息率	NA	NA	NA	NA					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@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
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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