

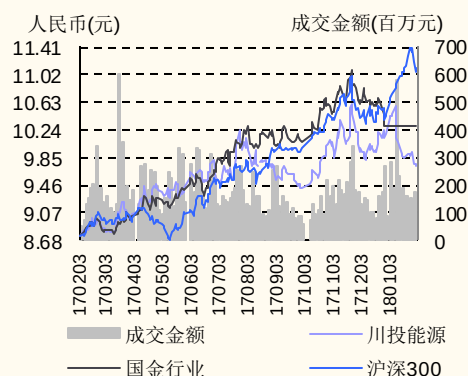
川投能源 (600674.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.73 元
目标价格 (人民币): 12.80-13.60 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 4,402.14
总市值(百万元) 42,832.83
年内股价最高最低(元) 10.61/8.75
沪深 300 指数 4275.90
上证指数 3480.83



雅砻江水电独享丰沛水能，稀缺蓝筹护城河坚固

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.880	0.799	0.736	0.797	0.800
每股净资产(元)	4.219	4.749	5.128	5.552	5.973
每股经营性现金流(元)	0.136	0.084	0.098	0.106	0.107
市盈率(倍)	11.060	12.181	13.216	12.212	12.168
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	11.32%	-9.42%	-7.84%	8.22%	0.36%
净资产收益率(%)	23.30%	18.16%	15.18%	15.20%	14.16%
总股本(百万股)	4,402.14	4,402.14	4,402.14	4,402.14	4,402.14

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **四川水电龙头，高分红重视投资者回报。**公司是四川注册最大水电上市公司，大股东川投集团 2009 年注入核心水电资产，参控股装机容量 2769.7 万千瓦，权益装机容量 898.37 万千瓦，参控股锦屏、官地、二滩等 15 座水电站。2017 年，公司归母净利润 32.4 亿元，同比降低 7.8%。公司上市以来整体分红率 21%，股利支付率稳步增长，2016 年高达 38%。
- **川投能源份额位居四川前列，雅砻江水电投资收益贡献业绩超 95%。**四川水能资源丰富，近年水电利用小时稳定在 4200 小时左右，大幅领先省内火电。公司权益装机 898 万千瓦位居四川前列，权益投资年回报率约 16%，水电板块表现突出，参股 48%雅砻江水电，贡献近 3 年业绩超 95%。
- **雅砻江水电流域垄断，积极布局售电市场。**雅砻江规划装机 2971 万千瓦，全国十三大水电基地位列第三。雅砻江水电装机 1470 万千瓦，垄断雅砻江流域经营权，具备坚实护城河。雅砻江水电 2016 年投资回报率为 17.19%，其中锦屏水电站为 17.80%。雅砻江流域四阶段开发战略执行到三阶段，雅砻江水电计划 2021 年前后建设包括两河口水电站在内的 3-4 个中游电站，新增装机 800 万，预计两河口和杨房沟电站 2021 年实现首台投产发电。
- **大股东川投集团实力雄厚，优质资产持续注入。**大股东川投集团资产规模超 500 亿，控股公司以来先后注入嘉阳电力、雅砻江水电、川投电力等资产，促进川投能源业绩增长。大股东旗下仍有较多优质参控股项目，包括神华四川能源 49%股权、中电福溪 49%股权、亭子口水利枢纽工程 20%股权、川投售电公司 45%股权等，多个年营收超 10 亿元项目。大股东承诺避免同业竞争，公司作为大股东唯一上市平台，将充分享受大股东优质资产红利。

投资建议

- **四川水电龙头地位稳固，雅砻江水电流域垄断具备坚实护城河，梯级协同增强盈利能力，大股东优质资产持续注入。**根据测算，预计 17/18/19 年，公司归母净利润 32/35/35 亿元，EPS 0.74/0.80/0.80 元，对应 PE 为 13/12/12 倍，结合绝对估值与相对估值，目标价 12.8-13.6 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 水电来水偏枯风险，下游电力需求增速放缓风险，建设进度不及预期风险

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

邓晖 联系人
(8610)66216739
denghui@gjzq.com.cn

内容目录

一、四川水电龙头，高分红重视投资者回报.....	4
四川水电龙头，电力收入占比 78%.....	4
2009 年注入核心水电资产.....	4
背靠四川省国资委，控股股东实力雄厚.....	5
雅砻江水电利润贡献超 94%，上市以来整体分红率 21%.....	7
二、四川水电利用小时大幅领先火电，川投能源份额位居前列.....	8
水电投资市场空间 3900 亿，川投能源份额位居前列.....	8
四川水电利用小时大幅领先火电，外送调度空间巨大.....	10
公司权益投资年回报率 16.26%，水电板块表现突出.....	11
三、雅砻江水电流域垄断，积极布局售电市场.....	14
雅砻江水电流域垄断，未来开发空间仍有 50%.....	14
雅砻江外送电需求旺盛，积极布局售电市场.....	17
四、大股东川投集团实力雄厚，优质资产注入可期.....	19
五、盈利预测及投资建议.....	21
公司 DCF 估值.....	21
盈利预测及投资建议.....	21
六、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：川投能源业务布局.....	4
图表 2：川投能源电力收入占比 77.97%，主业突出.....	4
图表 3：川投能源省内收入占比 83.30%，地域性强.....	4
图表 4：川投能源发展历程.....	5
图表 5：川投能源前十大股东持股情况（2017 年三季报）.....	6
图表 6：川投能源股权结构图.....	6
图表 7：电力板块营收有所下滑（单位：亿元）.....	7
图表 8：2017 年前三季度归母净利润有所回升.....	7
图表 9：雅砻江水电利润贡献超 94%.....	8
图表 10：川投能源上市以来整体分红率 21%，重视投资者回报.....	8
图表 11：水电行业上市公司.....	9
图表 12：上市公司地域分布.....	9
图表 13：水电市场集中度高，川投能源位居前列.....	9
图表 14：我国水电上市公司市占率前四名.....	10
图表 15：川投能源权益装机市场份额位居前列.....	10
图表 16：近年水电利用小时稳定在 3600 小时左右.....	10
图表 17：四川省水电利用小时大幅领先火电.....	10
图表 18：新增水电站处于低位支撑利用小时保持稳定.....	11

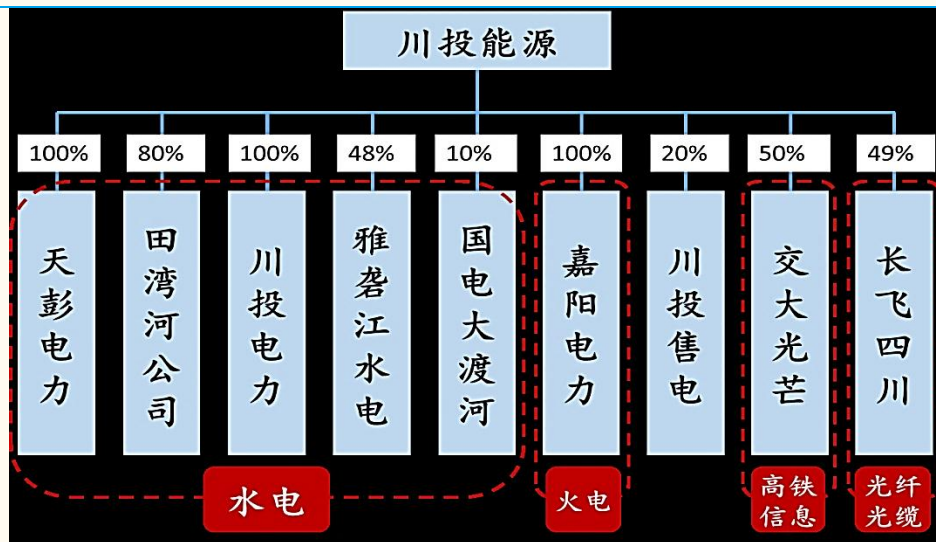
图表 19: 水电利用小时依托降水量.....	11
图表 20: 川内连年弃水, 市场需求偏弱.....	11
图表 21: 川投能源经营布局扎根川内.....	12
图表 22: 川投能源经营布局版图.....	12
图表 23: 川投能源权益投资年回报率测算 (2016 年)	13
图表 24: 国电大渡河年回报率 33.79%贡献可观.....	14
图表 25: 水电板块表现突出.....	14
图表 26: 全国十三大水电基地分布.....	15
图表 27: 雅砻江水电基地 (全国规划装机第三大基地)	15
图表 28: 全国规划水电装机占比前五名.....	15
图表 29: 雅砻江水能开发四步走, 自下而上进行到第三阶段.....	16
图表 30: 雅砻江上中下游规划装机 1:4:5.....	17
图表 31: 雅砻江流域开发不及半数.....	17
图表 32: 雅砻江流域各电站上网电价政策.....	18
图表 33: 江苏用电量三年复合增速 3.27%, 总量增速均高于四川.....	18
图表 34: 四级售电资质.....	19
图表 35: 川投集团经营布局版图.....	20
图表 36: 川投集团实力雄厚, 资产注入预期强 (2015 年)	21
图表 37: DCF 模型预测.....	21
图表 38: 公司盈利预测.....	22

一、四川水电龙头，高分红重视投资者回报

四川水电龙头，电力收入占比 78%

- 水电清洁能源为主，高铁信息产业为辅。川投能源核心发展方向是清洁能源，包括雅砻江水电、国电大渡河、天彭电力、川投电力、田湾河公司共 5 家水电企业，参控股装机容量为 2769.7 万千瓦，权益装机容量 898.37 万千瓦，在四川省 6 家电力上市公司中名列前茅。同时公司积极发展传统的交通系统自动化及智能控制和光纤、光缆等业务，逐步确立了以水电清洁能源为主和高铁信息产业为辅的发展格局。

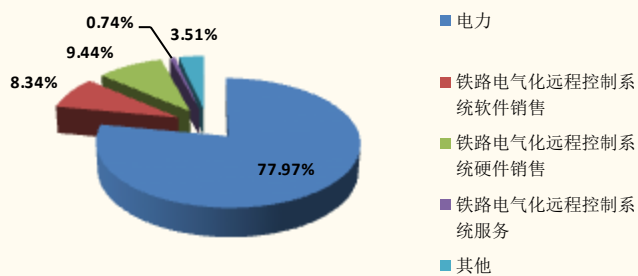
图表 1：川投能源业务布局



来源：WIND、国金证券研究所

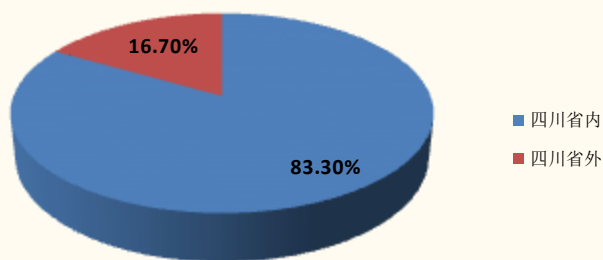
- 川投能源 2016 年实现营收 10.01 亿元，其中电力业务收入 7.81 亿元，占全部营收的 77.97%，电力主业突出。在公司主营业务收入 9.67 亿元中，省内业务贡献 8.05 亿元，占比达 83.30%，呈现较强的地域性。

图表 2：川投能源电力收入占比 77.97%，主业突出



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 3：川投能源省内收入占比 83.30%，地域性强



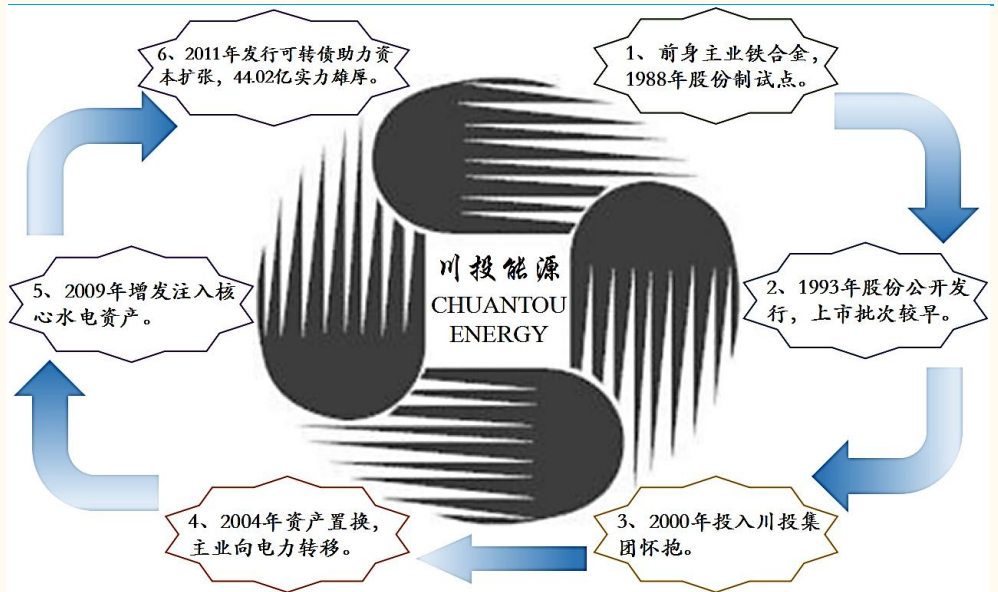
来源：公司年报、国金证券研究所

2009 年注入核心水电资产

- 川投能源的前身是峨眉铁合金厂，1964 年由吉林、锦州两家大型铁合金厂组建而成。1988 年 4 月 18 日，峨眉铁合金厂开展股份制试点，并于 1993 年 9 月 24 日在上交所上市。同年，公司通过合资方式拓展光纤、光缆业务。2000 年 8 月，公司 54.25% 股权划转至川投集团，并于 9 月通过资产重组置入交大光芒 50% 股权，经营高铁信息业务。

- **2004 年收购嘉阳电力，转型为电力能源类公司。**2004 年 12 月，公司以全部铁合金资产置换川投集团持有的四川嘉阳电力有限责任公司 95% 股权，主营业务实现从铁合金向电力的转变。
- **2009 年注入核心水电资产，迈向清洁能源主业。**2009 年 3 月，公司向川投集团非公开发行 2.94 亿股购买川投集团持有的二滩水电开发有限责任公司（如今的雅砻江水电）48% 股权，加上国电大渡河、天彭电力、川投电力、田湾河公司等水电资产，主业迈向水电清洁能源。
- **2011 年发行可转债助力规模扩张，资本近 44 亿实力雄厚。**2011 年 3 月，公司发行 21 亿元可转换债券，以债转股的方式助力资本扩张。随后公司又多次使用资本公积转增股本，目前公司注册资本达 44.02 亿元。

图表 4：川投能源发展历程



来源：WIND、国金证券研究所

背靠四川省国资委，控股股东实力雄厚

- **川投集团绝对控股，实际控制人为四川省国资委。**公司第一大股东为四川省投资集团有限责任公司，实际控制人为四川省国资委。川投集团直接持有公司 50.66% 股权，并通过全资子公司峨眉铁合金综合服务开发公司间接持有公司 0.90% 股权，合计持有公司 51.56% 股权。其余股东持股比例均小于 5%，川投集团对公司具有较强的控制力。

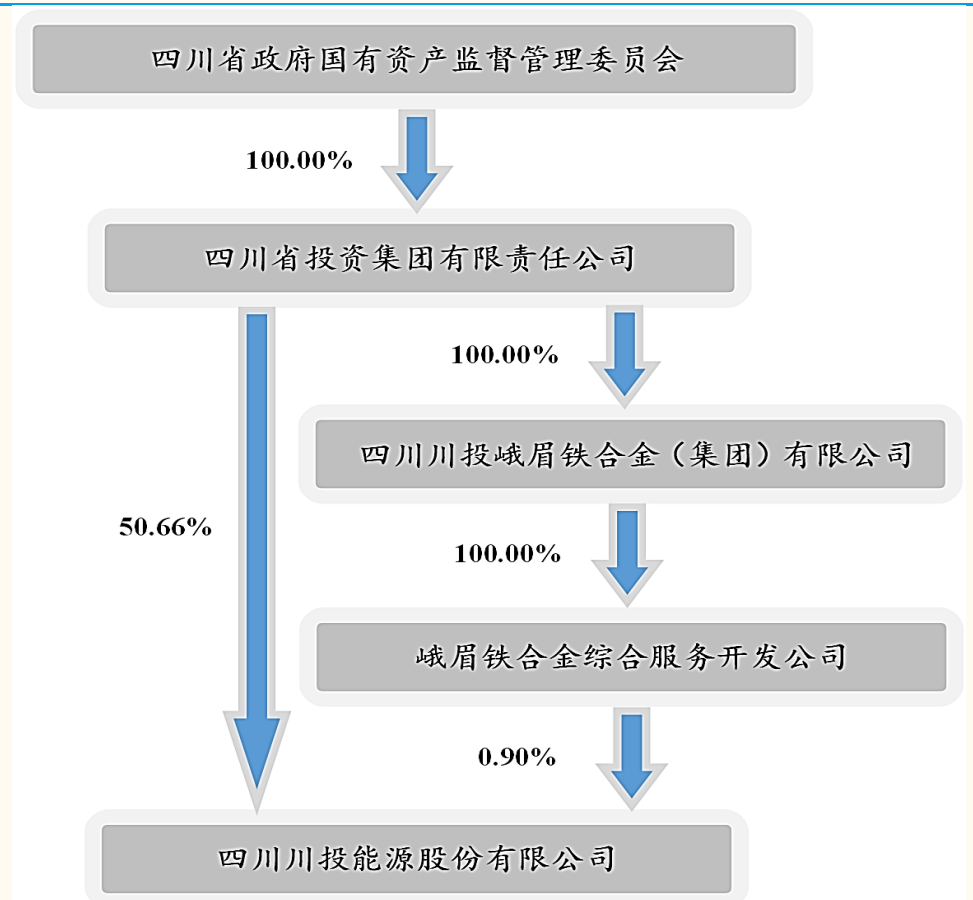
图表 5：川投能源前十大股东持股情况（2017 年三季度）

序号	股东名称	持股比例	持股总数（万股）
1	四川省投资集团有限责任公司	50.66%	223,018.36
2	中国长江电力股份有限公司	4.50%	19,800.01
3	北京大地远通(集团)有限公司	4.28%	18,859.12
4	中国证券金融股份有限公司	3.29%	14,488.03
5	北京远通鑫海商贸有限公司	1.62%	7,123.72
6	中央汇金资产管理有限责任公司	1.08%	4,736.05
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	0.97%	4,259.74
8	峨眉铁合金综合服务开发公司	0.90%	3,966.10
9	上海胤胜资产管理有限公司	0.61%	2,694.46
10	孙惠刚	0.59%	2,609.43
合计		68.50%	301,555.02

来源：WIND、国金证券研究所

- **控股股东实力雄厚，资产规模超 500 亿。**川投集团是地方性的大型国有投资集团，注册资本 55.07 亿元，主营交通、通信、机电、轻纺、农林业及其他非工业经营性固定资产投资和房屋租赁。2016 年川投集团资产总规模 510.90 亿元，实现营收 76.77 亿元，利润总额 37.41 亿元，净利润 36.80 亿元。

图表 6：川投能源股权结构图



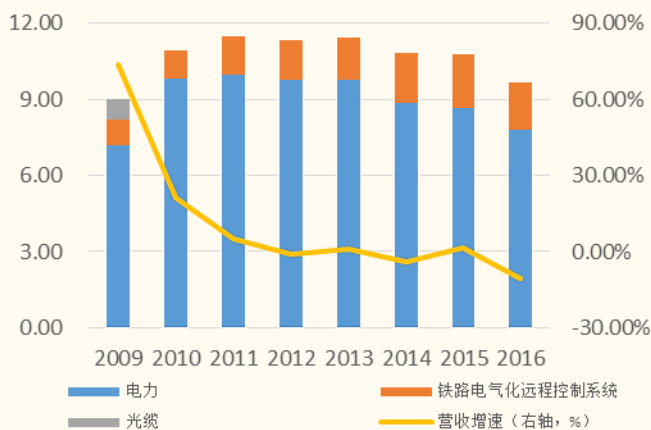
来源：公司公告、国金证券研究所

- **长江电力大幅加仓，国家队继续增持。**2017 年长江电力开始出现在公司的股东榜，二季度加仓 271%至 7440 余万股，三季度再度大幅加仓 166%至 19800 万股，持股比例提升至 4.50%，成为公司第二大股东。同时，国家队证金公司也继续增持公司股份，持股比例从 2016 年末的 2.59%提升至 3.29%。行业龙头和国家队双双增持，反映公司投资价值。

雅砻江水电利润贡献超 94%，上市以来整体分红率 21%

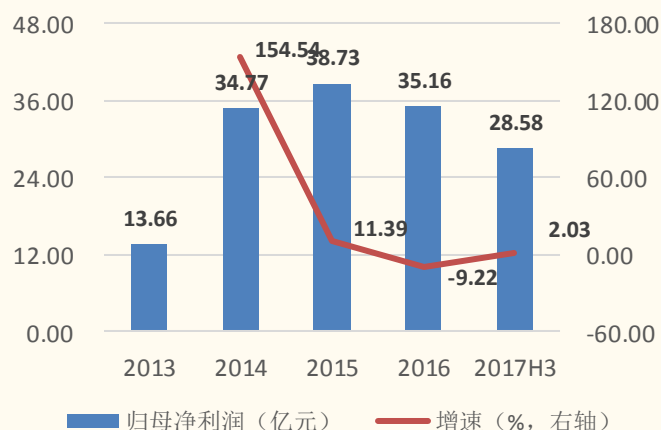
- 川投能源近年营收有所波动，从 2013 年的 11.48 亿元下跌至 2016 年的 10.01 亿元。2017 年前三季度营收同比下降 21%，主要受子公司田湾河水电来水偏枯、嘉阳电力从 2017 年 1 月 1 日起停产影响，高铁信息服务收入保持平稳。
- 2013 年和 2014 年，随着雅砻江水电站相继投入商业运营，公司归母净利润实现两次跨越性的增长。2014 年雅砻江水电开发进入丰收期，共 6 台 60 万千瓦机组先后投产发电，当年公司归母净利润从 2013 年的 13.66 亿元增长 154.54%跃升至 34.77 亿元，奠定公司利润基础。近年公司归母净利润略有波动，受 2016 年四川省弃水影响，公司经营业绩有所下滑，归母净利润同比下降 9.22%。2017 年前三季度，公司经营情况改善，归母净利润较上年同期有 2.03%的回升。

图表 7：电力板块营收有所下滑（单位：亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

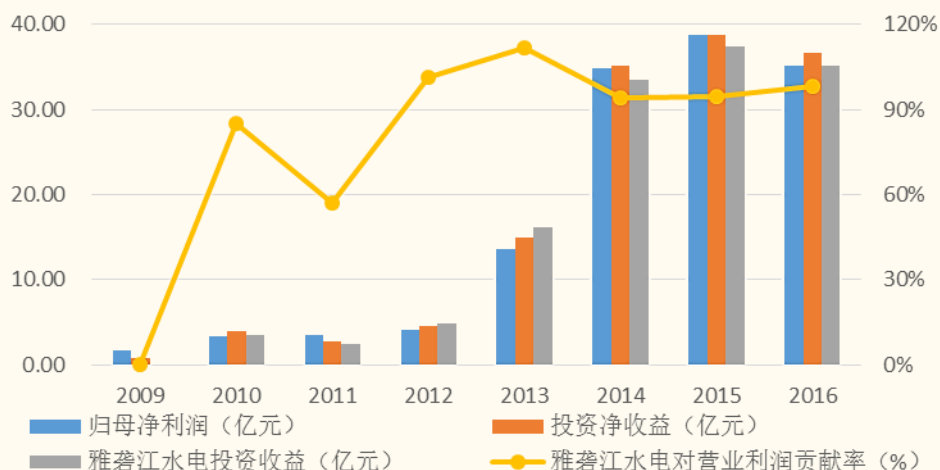
图表 8：2017 年前三季度归母净利润有所回升



来源：公司公告、国金证券研究所

- **雅砻江水电利润贡献超 95%。**公司归母净利润基本来自投资收益，其中参股 48%的雅砻江水电是盈利主要来源。2014-2016 年，雅砻江水电为公司带来投资收益分别为 33.5 亿元、37.3 亿元和 35.2 亿元，贡献公司利润比重超过 95%。

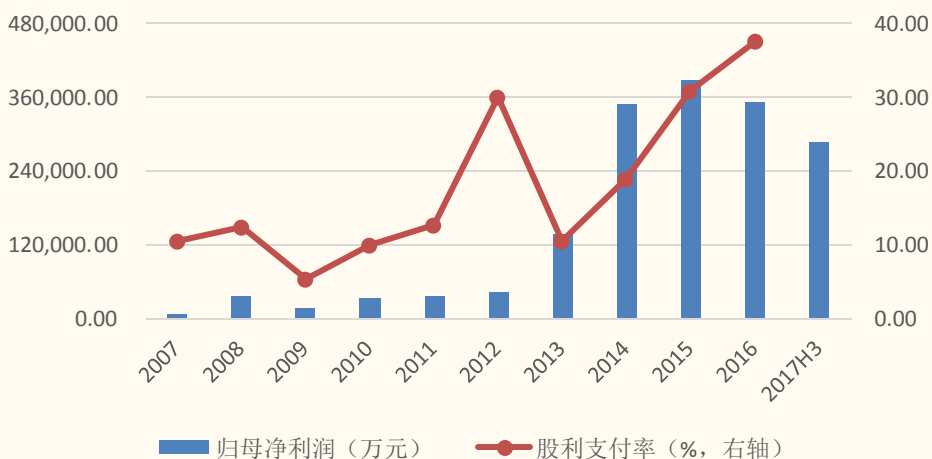
图表 9：雅砻江水电利润贡献超 94%



来源：公司公告、国金证券研究所

- **上市以来整体分红率 21%，重视投资者回报。**公司上市以来累计实现净利润 173.83 亿元，累计现金分红 36.50 亿元，整体分红率达 21.00%。2007 年后，公司每年持续分红。2013 年以来公司股利支付率稳步增长，从 10.59% 增长至 37.56%，重视投资者回报。

图表 10：川投能源上市以来整体分红率 21%，重视投资者回报



来源：WIND、国金证券研究所

二、四川水电利用小时大幅领先火电，川投能源份额位居前列

水电投资市场空间 3900 亿，川投能源份额位居前列

- 据最新统计，我国水能资源可开发装机容量约 6.6 亿千瓦，年发电量约 3 万亿千瓦时。截至 2017 年底，水电装机容量达 3.4 亿千瓦（含抽水蓄能电站约 0.3 亿千瓦），年发电量 1.1 万亿千瓦时。
- **水电投资市场空间近 3900 亿。**根据水电“十三五”规划，全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各 0.6 亿千瓦，其中常规水电单位千瓦投资为 1.3 万元以上，抽水蓄能单位千瓦投资 7000 元左右，结合水电建设周期测算，“十三五”期间水电建设投资需求约 5000 亿元。2016 年和 2017 年 1-11 月，水电投资完成额分别为 612 亿元、492.12 亿元，预计未来三年水电投资市场空间接近 3900 亿元。
- **四川省水电公司云集。**按申万三级行业划分，我国现有水电上市公司 20 家。这 20 家上市公司分布在四川省、广东省、湖南省、北京市、广西壮族自治区

区等 10 个省级行政区，其中四川省独占 6 家，其地理位置在水力发电方面有着天然优势。

图表 11：水电行业上市公司

水力发电 (19 家)	600900 长江电力	000722 湖南发展	000791 甘肃电投	600868 梅雁吉祥
	600101 明星电力	600116 三峡水利	600131 岷江水电	600236 桂冠电力
	000601 韶能股份	600505 西昌电力	600644 乐山电力	600674 川投能源
	600995 文山电力	002039 黔源电力	600310 桂东电力	000993 闽东电力
	600886 国投电力	600979 广安爱众	600969 彬电国际	600025 华能水电

来源：WIND、国金证券研究所

图表 12：上市公司地域分布



来源：WIND、国金证券研究所

- 以 2016 年水力控股发电量计，我国水电上市公司市占率前四名为：长江电力（17.45%）、国投电力（6.82%）、华能水电（5.38%）、桂冠电力（2.76%），川投能源以 0.26% 的市占率排名第九。除前四名外，其余上市公司市占率均小于 1%，我国水电行业市场集中度较高。

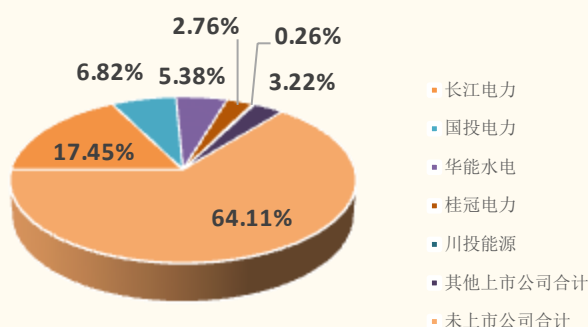
图表 13：水电市场集中度高，川投能源位居前列

公司名称	2016 年总发电量 (万千瓦时)	2016 年水电发电量 (万千瓦时)	水电公司市占率 (%)
长江电力	20,606,000.00	20,606,000.00	17.45
国投电力	12,043,600.00	8,046,900.00	6.82
华能水电	6,397,700.00	6,356,300.00	5.38
桂冠电力	3,613,100.00	3,259,400.00	2.76
湖北能源	2,047,200.00	1,069,900.00	0.91
黔源电力	743,335.00	743,335.00	0.63
甘肃电投	623,617.33	538,200.00	0.46
郴电国际	345,800.00	345,800.00	0.29
川投能源	359,200.00	307,400.00	0.26
桂东电力	227,547.87	227,547.87	0.19
韶能股份	504,400.00	167,822.12	0.14
广安爱众	120,464.89	120,464.89	0.10
湖南发展	101,538.00	101,538.00	0.09
三峡水利	78,000.00	78,000.00	0.07
岷江水电	77,765.03	77,765.03	0.07
梅雁吉祥	70,339.43	70,339.43	0.06
文山电力	65,355.00	65,355.00	0.06
西昌电力	72,926.96	72,926.96	0.06
乐山电力	61,152.00	61,152.00	0.05
明星电力	61,499.07	61,499.07	0.05
上市公司总计	48,220,540.58	42,377,645.37	35.89
全社会总计	598,970,000.00	118,070,000.00	100.00

来源：WIND、中电联、国金证券研究所

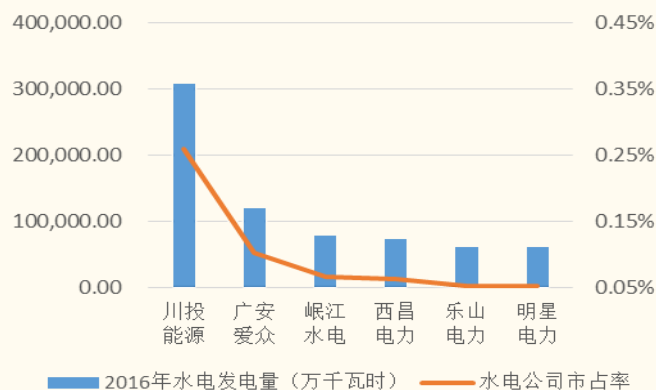
- **川投能源权益装机容量市场份额位居前列。**川内水电公司云集，注册地在四川省的水电上市公司有川投能源、广安爱众、岷江水电、西昌电力、乐山电力和明星电力共 6 家，除川投能源参与“西电东送”外，其余水电公司多为区域性水电公司，扎根川内。川投能源 2016 年水力控股发电量为 30.74 亿千瓦时，市占率为 0.26%，市场份额为广安爱众的 2 倍，是川内水电的绝对龙头。此外，按权益装机容量和权益发电量口径计算，川投能源 2016 年末权益装机容量为 772.8 万千瓦，占比达 2.33%；2016 年权益发电量为 369 亿千瓦时，占比达 3.13%，权益装机容量市场份额位居前列。

图表 14：我国水电上市公司市占率前四名



来源：WIND、中电联、国金证券研究所

图表 15：川投能源权益装机容量市场份额位居前列

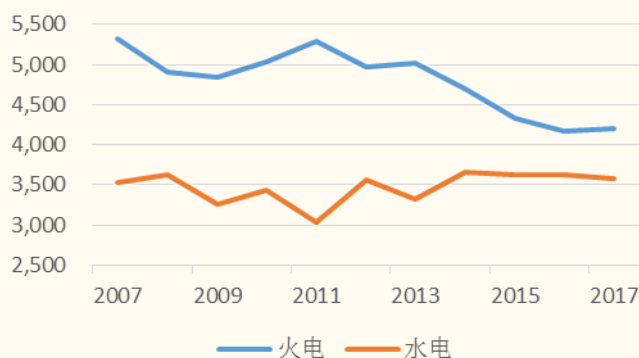


来源：WIND、国金证券研究所

四川水电利用小时大幅领先火电，外送调度空间巨大

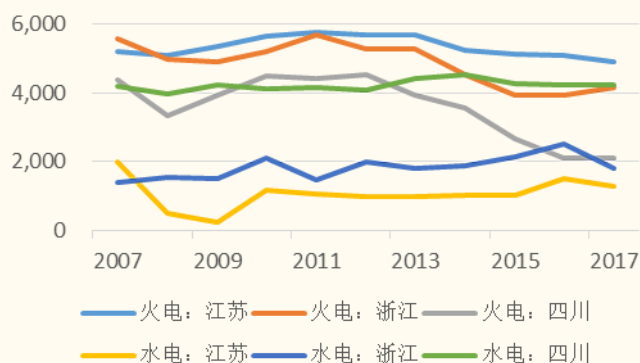
- 2014 年以来，水电利用小时稳定在 3600 小时左右，而同期火电利用小时下滑幅度较大，水电与火电利用率之差收窄至 630 小时，水电在运营成本、上网电价、清洁环保等方面具备显著优势。
- **川内水电利用小时大幅领先火电。**四川省水能资源丰富，近年水电利用小时在 4200 小时附近，远高于全国平均水平，并大幅领先省内火电利用水平（2017 年降至 1790 小时）。

图表 16：近年水电利用小时稳定在 3600 小时左右



来源：WIND、国金证券研究所

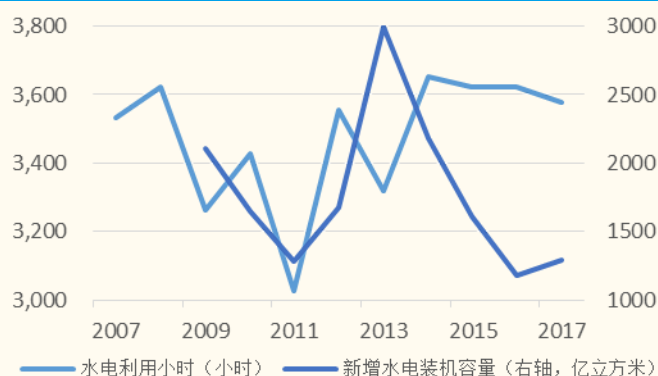
图表 17：四川省水电利用小时大幅领先火电



来源：WIND、国金证券研究所

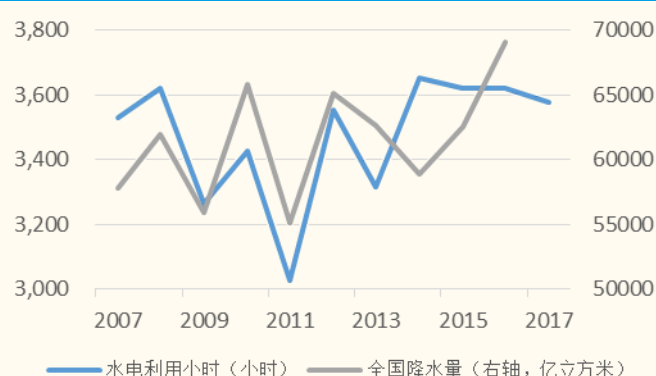
- **利用小时随降水量波动，水电利用率已达高位。**2007-2013 年，水电利用小时随降水量变化在 3000-3600 小时之间波动。2013-2017 年，新增水电装机容量触顶回落，处于历史低位，水电利用小时保持稳定。近 3 年水电利用率不再随降水量增加而提升，特别是 2016 年全国降水量达史上最高的 69,123.7 亿立方米，较 2015 年大增 6,554.3 亿立方米，而 2016 水电利用小时却与 2015 年持平，表明水电利用率已达高位。

图表 18：新增水电站处于低位支撑利用小时保持稳定



来源：WIND、国金证券研究所

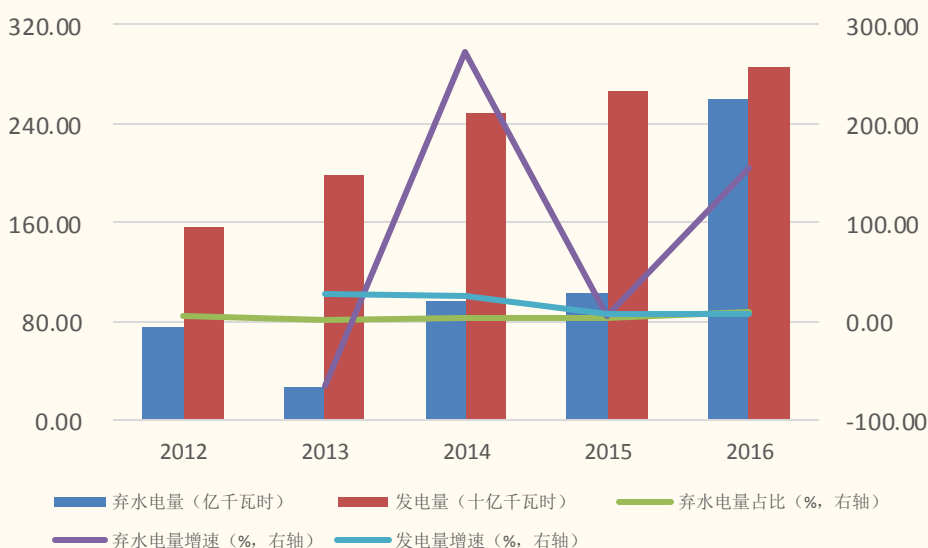
图表 19：水电利用小时依托降水量



来源：WIND、国金证券研究所

- 2012-2015 年，四川省弃水量约为 100 亿千瓦时，2016 年受超强“厄尔尼诺”影响，全国降水量 69,123.7 亿立方米，为 1951 年来最高，引致四川省弃水电量高达 260 亿千瓦时，同比增长 154.90%，外送通道协调和省内调度空间巨大。

图表 20：川内连年弃水，市场需求偏弱



来源：WIND、北极星电力网、国金证券研究所

公司权益投资年回报率 16.26%，水电板块表现突出

- **控股联营领域广、地域集中。**截至 2016 年末，川投能源共有全资子公司 1 家，控股子公司 4 家，重要参股公司和联营企业 5 家，涉及水电、火电、高铁信息技术、光纤生产等多项业务，领域较广；同时无论是其电力主业还是其他板块，公司均扎根川内，所涉地域较集中，区域优势明显。

图表 21：川投能源经营布局扎根川内



来源：公司官网、国金证券研究所

- **经营布局多元化。**川投能源在其他板块所布局的交大光芒、长飞光纤与其电力主业相关性较小，通过多元化的布局分散经营风险。
- 川投能源的联营企业中雅砻江流域水电开发有限公司和国电大渡河流域水电开发有限公司的注册资本均超百亿，实力雄厚。同时雅砻江流域和大渡河流域均为我国重要的水电路域，水能资源丰富，由于联营企业营收并不入母公司报表，该部分盈利以投资收益的形式呈现。

图表 22：川投能源经营布局版图

序号	企业名称	持股比例	注册资本 (万元)	与本公司的关系	业务范围
水电板块					
1	四川川投田湾河开发有限责任公司	80.00%	40,000.00	控股子公司	田湾河流域水电开发；建筑材料、机电设备销售
2	四川天彭电力开发有限公司	95.00%	15,000.00	控股子公司	水力发电；电力项目投资；电力设备检修、安装及租赁
3	四川川投电力开发有限责任公司	100.00%	13,159.00	全资子公司	投资开发和经营；专业技术服务业
4	雅砻江流域水电开发有限公司	48.00%	2,410,000.00	联营企业	水电开发与销售
5	国电大渡河流域水电开发有限公司	10.00%	1,427,523.10	联营企业	水电项目的投资、建设、经营、管理
火电板块					
1	四川嘉阳电力有限责任公司	95.00%	15,000.00	控股子公司	煤矸石火电生产，经营自用设备
售电板块					
1	四川川投售电有限责任公司	20.00%	30,000.00	联营企业	供电营业、电力技术开发、技术咨询；新能源技术开发、技术咨询、技术转让；合同能源管理；市场信息咨询（不含投资咨询）；销售、租赁电力设备；承揽、承修、承试供电设施和受电设施
其他板块					

1	成都交大光芒科技股份有限公司	50.00%	6,600.00	控股子公司	电气自动化相关产品的设计、软硬件开发、生产及服务，行业信息化项目的咨询、设计与系统集成
2	四川新光硅业科技有限责任公司	33.14%	36,209.00	参股公司	生产、销售多晶硅、单晶硅，切、磨、抛片、高纯度金属，及其综合利用产品；承担与多晶硅生产相关的工程与咨询服务
3	长飞光纤光缆四川有限公司	49.00%	5,380.00	联营企业	生产、销售各种类型光纤（含制棒）、光缆及其他通信线缆、光端设备、通信检测设备及上述产品的进出口业务；英特尔网络通讯设备、软件开发与服务；CATV光纤网络的设计、施工及配套生产服务

来源：公司公告、国金证券研究所

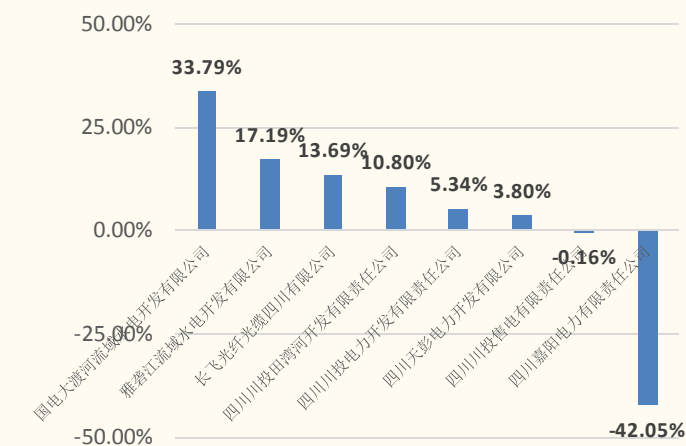
- **权益投资年回报率 16.26%，水电板块表现突出。**投资成本经 CPI 调整后测算，川投能源重要权益投资的总成本为 2,268,865.93 万元，平均年回报率为 16.26%。其中水电板块表现突出，投资年回报率为 16.82%，位居所有板块之首。
- **国电大渡河年回报率 33.79%，公司投资“质”“量”并重。**细化至公司层面，国电大渡河与雅砻江水电分列权益投资年回报率的一二位，分别为 33.79%和 17.19%，均高于公司整体水平 16.26%；同时国电大渡河与雅砻江水电合力贡献公司几乎全部的投资收益，投资数量较大，发挥规模效应。

图表 23：川投能源权益投资年回报率测算（2016 年）

序号	企业名称	长期股权投资 期初余额 (万元)	投资年份	CPI 调整因子	CPI 调整后投资成本 (万元)	净利润 (万元)	持股比例	投资收益 (万元)	年投资回报率
水电板块									
1	四川川投田湾河开发有限责任公司	66,960.00	2007 年	1.2715	85,142.53	11,499.06	80.00%	9,199.25	10.80%
2	四川天彭电力开发有限公司	14,250.00	2004 年	1.3769	19,621.00	785.18	95.00%	745.92	3.80%
3	四川川投电力开发有限责任公司	45,126.59	2015 年	1.0200	46,029.12	2,458.80	100.00%	2,458.80	5.34%
4	雅砻江流域水电开发有限公司	1,692,862.85	2009 年	1.2092	2,047,009.76	732,950.27	48.00%	351,816.13	17.19%
5	国电大渡河流域水电开发有限公司	23,700.00	2004 年	1.3769	32,632.81	110,250.17	10.00%	11,025.02	33.79%
水电板块小计		-	-	-	2,230,435.22	857,943.48	-	375,245.12	16.82%
火电板块									
1	四川嘉阳电力有限责任公司	14,327.87	2004 年	1.3769	19,728.22	-8,731.88	95.00%	-8,295.29	-42.05%
火电板块小计		-	-	-	19,728.22	-8,731.88	-	-8,295.29	-42.05%
售电板块									
1	四川川投售电有限责任公司	3,993.52	2016 年	1.0000	3,993.52	-32.42	20.00%	-6.48	-0.16%
售电板块小计		-	-	-	3,993.52	-32.42	-	-6.48	-0.16%
其他板块									
1	成都交大光芒科技股份有限公司	5,216.02	2000 年	1.4463	7,543.67	2,130.79	50.00%	1,065.40	14.12%
2	四川新光硅业科技有限责任公司（清算中）	25,280.91	2008 年	1.2007	30,354.83	-	33.14%	-	-
3	长飞光纤光缆四川有限公司	5,203.94	2004 年	1.3769	7,165.30	2,001.57	49.00%	980.77	13.69%
其他板块小计		-	-	-	14,708.97	4,132.36	-	2,046.16	13.91%
公司重要权益投资总计		-	-	-	2,268,865.93	853,311.54	-	368,989.51	16.26%

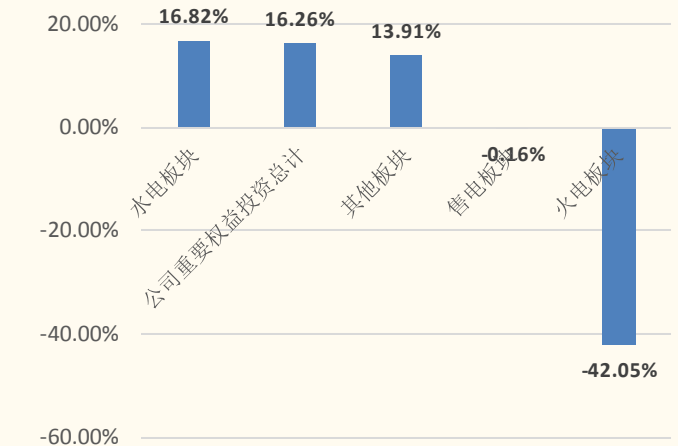
来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

图表 24：国电大渡河年回报率 33.79% 贡献可观



来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

图表 25：水电板块表现突出



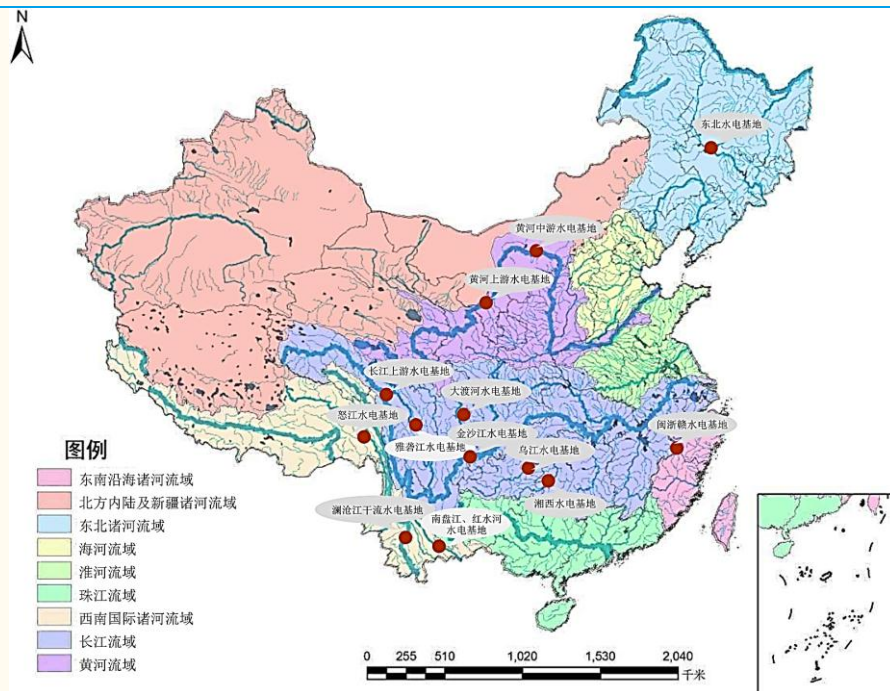
来源：WIND、公司公告、国金证券研究所

三、雅砻江水电流域垄断，积极布局售电市场

雅砻江水电流域垄断，未来开发空间仍有 50%

- **雅砻江流域水能资源丰富，四川省可开发 3344 万千瓦。**雅砻江流域位于四川省西部，除上游少部分在青海境内，其余部分均在四川境内。根据四川省最新一期的水力资源复查统计，雅砻江流域水能理论蕴藏量为 3372 万千瓦，其中四川境内 3344 万千瓦，占全流域的 99.2%。其中干流水能理论蕴藏量 2200 万千瓦，支流 1144 万千瓦，干流技术可开发装机容量占四川省的 24%，省内排名第一，约占全国 5%。
- **雅砻江水电流域垄断。**2003 年 10 月，国家发改委发文同意由二滩水电开发有限责任公司（即现在的雅砻江流域水电开发有限公司）负责实施雅砻江流域水能资源的开发；2012 年 8 月 22 日，国家能源局 257 号文再次明确由国家开发投资公司控股的二滩水电开发有限责任公司统一负责雅砻江干流水能资源的开发，其梯级电站开发范围为呷依寺以下的四川境内干流河段。由此可见，雅砻江流域水电开发有限公司在雅砻江流域具有垄断地位。

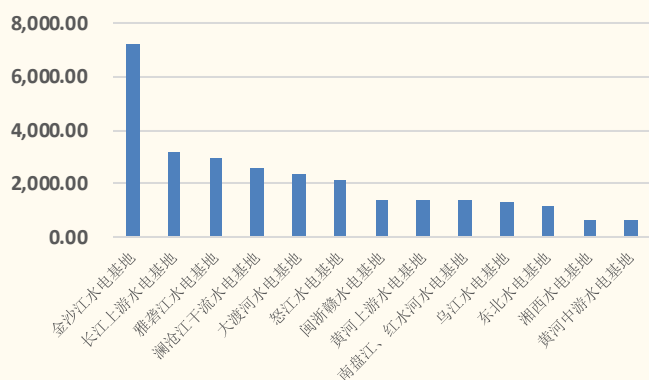
图表 26：全国十三大水电基地分布



来源：公开资料、国金证券研究所

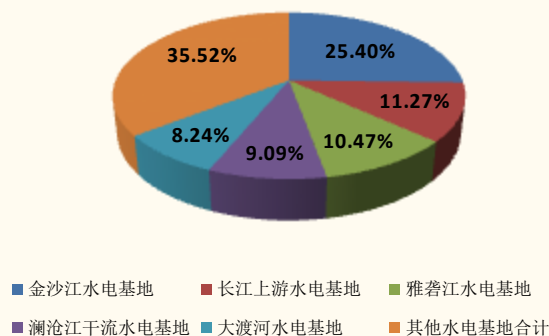
- **雅砻江规划装机 2971 万千瓦，位列全国第三。**在全国的十三大水电基地中，雅砻江水电站的规划装机规模为 2971 万千瓦，位列全国第三，仅次于金沙江和长江上游水电基地，占全国规划水电装机容量 28,383.83 万千瓦的 10.47%。

图表 27：雅砻江水电站（全国规划装机第三大基地）



来源：公司公告、中国知网、国金证券研究所

图表 28：全国规划水电装机占比前五名



来源：公司公告、中国知网、国金证券研究所

- **呷衣寺至江口 21 级开发，上中下游规划装机 1:4:5。**雅砻江干流呷衣寺至江口拟定 21 级开发方案，在雅砻江上游建设包括温波寺水电站在内的 10 座水电站，规划装机容量 325 万千瓦，占比 10.94%；中游建设包括两河口水电站在内的 6 级水电站，规划装机容量 1176 万千瓦，占比 39.58%；下游建设包括二滩水电站在内的 5 级水电站，规划装机容量 1470 万千瓦，占比 49.48%。
- **雅砻江流域水能开发四步走，自下而上进行到第三阶段。**雅砻江流域水能开发实施四阶段发展战略：第一阶段：2000 年前，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 年前，建成锦屏、官地、桐子林水电站，全面完成下游梯级电站开发，投运装机规模提升至 1470 万千瓦；第三阶段：2021 年前后，建设包括两河口水电站在内的 3-4 个中游电站，新增装机 800 万千瓦左右；第四阶段：2025 年前，全流域项目开

发填平补齐，发电能力达到 3000 万千瓦。目前前两阶段任务完成，下游 5 级梯级电站尽数投运，中游的两河口、牙根和杨房沟水电站已开工建设，预计两河口和杨房沟水电站将于 2021 年实现首台投产发电，第三阶段任务进展顺利。

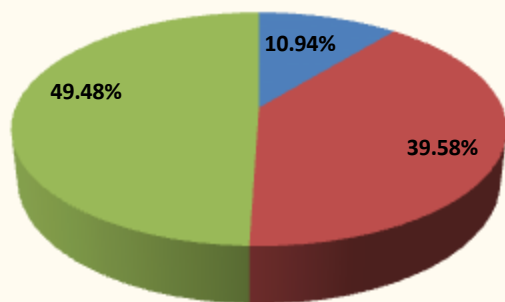
- **雅砻江流域开发不及半数，梯级补偿效益可期。**雅砻江流域已建装机占比为 49.48%，不及半数，并且未建装机均位于中上游，一旦建成可发挥梯级补偿效益。雅砻江干流总调节库容达 157 亿立方米，各梯级电站全部建成后，全流域库容调节系数可达 0.32，无论在川内还是全国均是首屈一指。

图表 29：雅砻江水能开发四步走，自下而上进行到第三阶段

区域	水电站名称	规划装机容量 (万千瓦)	占比 (%)	建设状态
上游	温波寺水电站	15.00	0.50	未建
	仁青岭水电站	30.00	1.01	未建
	热巴水电站	25.00	0.84	未建
	阿达水电站	25.00	0.84	未建
	格尼水电站	20.00	0.67	未建
	通哈水电站	20.00	0.67	未建
	英达水电站	50.00	1.68	未建
	新龙水电站	50.00	1.68	未建
	共科水电站	40.00	1.35	未建
	龚坝沟水电站	50.00	1.68	未建
小计		325.00	10.94	-
中游	两河口水电站	300.00	10.10	在建
	牙根水电站	150.00	5.05	在建
	楞古水电站	230.00	7.74	未建
	孟底沟水电站	170.00	5.72	未建
	杨房沟水电站	220.00	7.40	在建
	卡拉水电站	106.00	3.57	未建
小计		1,176.00	39.58	-
下游	锦屏一级水电站	360.00	12.12	已建
	锦屏二级水电站	480.00	16.16	已建
	官地水电站	240.00	8.08	已建
	二滩水电站	330.00	11.11	已建
	桐子林水电站	60.00	2.02	已建
小计		1,470.00	49.48	-
总计		2,971.00	100.00	-

来源：雅砻江水电公司、国金证券研究所

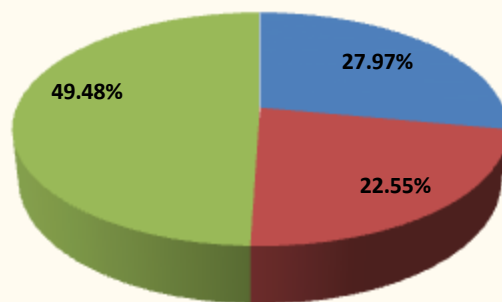
图表 30：雅砻江上中下游规划装机 1:4:5



■ 上游 ■ 中游 ■ 下游

来源：公开资料、国金证券研究所

图表 31：雅砻江流域开发不及半数



■ 未建 ■ 在建 ■ 已建

来源：公开资料、国金证券研究所

- **联合运行提升枯期发电量，丰枯波动收窄。**据测算，两河口水电站以下 10 个梯级电站单独运行时，枯期（11 月-翌年 5 月）发电量为 467.2 亿千瓦时，汛期（6 月-10 月）发电量为 659.5 亿千瓦时，枯期发电量与汛期发电量之比 1:1.41；联合运行时枯期发电量 729.2 亿千瓦时、汛期发电量 560.3 亿千瓦时，枯期发电量与汛期发电量之比大幅提升至 1.3:1，梯级补偿效益大。

雅砻江外送电需求旺盛，积极布局售电市场

- **二滩、桐子林对口川渝，锦屏、官地外送华东。**雅砻江电站的售电区域主要为川渝地区，此外为了平衡地域间电力供需的矛盾，国家实施“西电东送”工程，将西部地区过剩的电力供应向东部地区转移。雅砻江流域的锦屏、官地水电站被纳入工程范围，对口向华东地区的江苏省售电。
- **外送电价呈下降趋势。**二滩水电站的上网电价早在 2008 年被确定为 278 元/兆瓦时，一直沿用至今；桐子林水电站上网电价的政策波动也较小，2015 年被确定为 308 元/兆瓦时。锦屏、官地水电站上网电价政策波动大，2012 年被确定为 320.3 元/兆瓦时，2015 年调低至 308.4 元/兆瓦时。而 2016 年，锦屏、官地水电站上网电价分别受到国家发改委与四川省发改委调控，价格出现区域分化。2016 年 1 月，国家降低煤电价格，锦屏、官地水电站送江苏的上网电价随之调整，按 291.1 元/兆瓦时进行结算。同时受四川省发改委指示，锦屏、官地水电站留川电量自 2016 年起参与四川水电市场化交易，实际结算电价水平也有所降低。

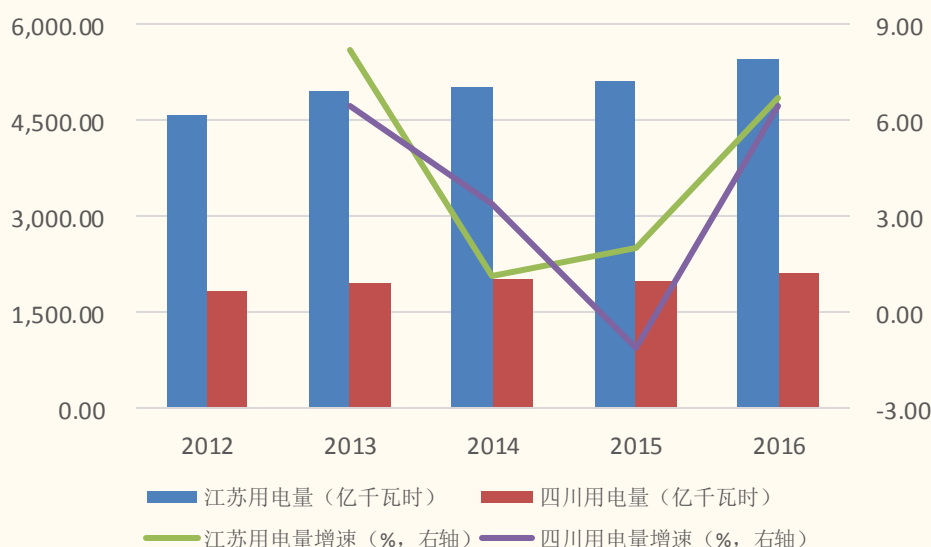
图表 32：雅砻江流域各电站上网电价政策

时间	政策文件名称	涉及水电站名称	影响区域	上网电价 (元/兆瓦时)
2008 年	国家发改委关于提高华中电网电价的通知（【2008】1681 号）	二滩水电站	川渝地区	278.00
2012 年	国家发改委关于四川雅砻江梯级水电站电价有关问题的批复（发改价格【2012】4014 号）	锦屏水电站 官地水电站	川渝地区 华东地区	320.30
2015 年	国家发改委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）	锦屏水电站 官地水电站	川渝地区 华东地区	308.40
2015 年	四川省发改委关于桐子林水电站上网电价的通知（川发改价格函【2015】153 号）	桐子林水电站	川渝地区	308.00
2016 年	国家发改委关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知（发改价格【2015】748 号）	锦屏水电站 官地水电站	华东地区	291.10
2016 年	四川省发改委关于锦官电源组留川电量电价结算有关问题的函（川发改价格函【2016】1441 号）	锦屏水电站 官地水电站	川渝地区	参与四川水电市场化交易，实际结算电价水平有所降低

来源：公司公告、国金证券研究所

- **江苏用电量三年复合增速 3.27%，总量增速均高于四川。**近五年江苏用电量均实现正增长，2016 年达 5458.95 亿千瓦时，是四川的 2.57 倍；增速于 2014 年小幅回落，此后不断上升，2016 年达 6.73%，三年复合增速 3.27%，高于四川的 2.86%。

图表 33：江苏用电量三年复合增速 3.27%，总量增速均高于四川



来源：WIND、国金证券研究所

- **组建售电公司实现发电侧联动，售电资质无限制。**雅砻江流域水电开发有限公司于 2016 年 9 月出资 3 亿元组建售电公司——雅砻江四川能源有限公司，在售电侧开展投资和经营管理，实现了发电侧市场营销部进行售电与售电侧售电公司进行售电的发电侧联动格局。根据发改委与能源局于 2016 年 10 月 11 日印发的《售电公司准入与退出管理办法》，售电公司的售电量与资产挂钩，当资产总额超过 2 亿元时售电量不受限制，因此只要注册资本及时到位，公司的售电资质无限制。

图表 34：四级售电资质

资产总额	售电空间
低于 2000 万元	无
2 千万元-1 亿元	年售电量 6 至 30 亿千瓦时
1 亿元-2 亿元	年售电量 30 至 60 亿千瓦时
高于 2 亿元	无限制

来源：国家发改委、国家能源局、国金证券研究所

- **售电侧拥抱大数据、云计算与移动互联，售电区域扩张可期。**2017 年 8 月 16 日，雅砻江流域水电开发有限公司发布售电管理平台建设项目招标公告，目标以公司已建成的企业级数据中心为基础，基于云计算、大数据和移动互联网等技术，构建符合电力交易市场化规则的售电管理平台，建设内容包括发电侧售电管理系统（内部售电业务管理平台）、售电侧购售电管理系统（内部售电业务管理平台）和售电服务平台（官方网站、手机 APP、微信）。该举措在很大程度上降低了信息和管理成本，利于售电区域扩张。

四、大股东川投集团实力雄厚，优质资产持续注入

- **四川省重要投资主体，资产规模超 500 亿。**川投能源的控股股东川投集团是四川省政府的主要投资主体、授权的国有资产经营主体和重点建设项目融资主体，前身为四川省能源交通投资公司。截至 2016 年末，川投集团总资产 510.90 亿元，净资产 291.85 亿元；2016 年实现营业收入 76.77 亿元，利润总额 37.41 亿元，净利润 36.80 亿元。
- **川内电力龙头，着力中型流域开发。**川投集团参控股电力装机容量 2,258.58 万千瓦，约占四川省总量的 35%，在川内发电企业中具有领先优势。川投集团着眼于中型河流的开发，如雅砻江、田湾河、力丘河等。川投集团与五大发电集团的竞争与合作并存，五大电力集团掌握了大渡河、金沙江等大型河流的开发权。但同时川投集团也积极与五大电力集团合作，例如与中电国际合作开发福溪项目、与大唐集团合作开发亭子口项目等。
- **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，控股川投能源、紫坪铺、川南发电、川投气电、川投航信、川投珞信、川投国贸、佳友物业、川投售电、川投旅游、川投兴川等 11 家企业，参股神华四川能源、中电福溪、亭子口水利枢纽工程、古叙煤田、交通银行、锦泰财险和四川信托等一大批优质项目，涉足水力发电、火力发电、天然气发电、新能源、金融、原材料工业、交通基础设施、旅游开发、房地产开发、酒店管理、国内外贸易等领域。**

图表 35：川投集团经营布局版图

序号	企业名称	持股比例	注册资本 (万元)	与本公司的关系	业务范围
水电板块					
1	四川川投能源股份有限公司	51.51%	440,214.05	控股子公司	投资开发、经营管理电力生产为主的能源项目；开发和经营新能源项目，电力配套产品及信息、咨询服务；投资经营铁路、交通系统自动化及智能控制产品和光伏、光缆等高新技术产业
2	四川川投康定水电开发有限责任公司	100.00%	10,000.00	全资子公司	水力发电；电力设备检修
3	四川省紫坪铺开发有限责任公司	42.50%	220,000.00	控股子公司	建设经营紫坪铺水利枢纽工程，灌溉、供水、防洪、发电、售电、旅游的综合开发，经营自用的设备、材料和技术开发
4	雅砻江流域水电开发有限公司	48.00%	2,410,000.00	联营企业	水电开发与销售
5	嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司	20.00%	343,228.00	联营企业	从事水电项目投资的建设、运营、管理；水电厂检修、水利水电工程建设咨询和监理
火电板块					
1	四川泸州川南发电有限责任公司	55.00%	86,000.00	控股子公司	火电开发、建设、生产、咨询服务
2	四川中电福溪电力开发有限公司	49.00%	96,800.00	联营企业	燃煤电站的投资开发、建设、经营、生产，销售电站副产品石膏、粉煤灰及灰渣
3	四川川投燃气发电有限责任公司	85.00%	50,000.00	控股子公司	天然气发电项目的投资开发、建设
煤炭板块					
1	四川嘉阳集团有限责任公司	100.00%	21,710.60	全资子公司	煤炭开采
2	四川川投燃料投资公司	100.00%	1,300.00	全资子公司	煤炭、天然气、节能方面的技术服务和投资开发；商务信息咨询
3	神华四川能源有限公司	49.00%	215,222.87	联营企业	煤炭批发经营、电力和电力相关产业的投资、管理、技术咨询；电力生产；电力工程；电力设备安装、检修、调试；招投标代理；废弃资源和废旧材料回收加工；商品批发与零售
房地产板块					
1	四川川投置信房地产开发有限责任公司	51.00%	33,725.49	控股子公司	房地产开发、经营；实业投资及资产经营、管理
2	四川省房地产开发投资有限责任公司	100.00%	22,359.50	全资子公司	项目投资与管理；土地整理；房地产开发经营；房屋建筑工程；建筑装修装饰工程；房屋租赁；停车场服务
3	四川川投国际网球中心开发有限责任公司	100.00%	35,750.00	全资子公司	体育场馆的经营；承办国际国内网球赛事；房地产开发；体育设施开发；体育器材的销售；体育培训
贸易板块					
1	展利国际有限公司	100.00%	100.00	全资子公司	贸易
2	四川川投国际贸易有限公司	91.67%	3,000.00	控股子公司	对外销售铁合金、钢材、化工产品
投资板块					
1	四川川投水务集团有限公司	100.00%	13,600.00	全资子公司	城市自来水行业投资；供排水工程；城镇燃气、供热项目的投资及其他项目投资；批发与零售业
2	四川川投资产管理有限责任公司	100.00%	8,360.20	全资子公司	科技项目投资，科技成果收集、转让，信息服务和咨询，房屋租赁
3	四川省川投航信股权投资基金管理有限公司	45.00%	5,000.00	控股子公司	受托管理股权投资企业，从事投资管理及相关咨询服务
其他板块					

1	四川川投峨眉铁合金（集团）有限责任公司	100.00%	88,507.72	全资子公司	黑色及有色金属冶炼及亚延加工、销售；氧气、氮气气体制造、销售；机械设备、五金产品及电子产品、建材、其他化工产品、金属及金属矿、煤炭及制品销售；企业铁路专用线货运；装卸搬运；仓储
2	四川佳友物业有限责任公司	85.00%	500.00	控股子公司	物业管理；房地产中介服务，商品批发与零售，绿化管理，汽车修理与维护，企业管理服务，居民服务业

来源：公司公告、国金证券研究所

- **合作项目质量过硬，优质资产持续注入。**川投能源是川投集团控股的唯一上市公司平台，2000 年控股以来川投集团大力支持川投能源，先后注入四川嘉阳电力有限责任公司、雅砻江流域水电开发有限公司、四川川投电力开发有限责任公司等资产，促进了川投能源的业绩增长。目前川投集团拥有较多优质项目，例如与大唐集团合作的嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司、与中国神华能源股份有限公司合作的神华四川能源有限公司、与中国电力国际发展有限公司合作的四川中电福溪电力开发有限公司等，上述标的年营收均超 10 亿元。大股东承诺避免同业竞争，公司作为大股东唯一上市平台，将充分享受大股东优质资产红利。

图表 36：川投集团部分参控股公司（2015）

项目	注册资本 (亿元)	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
嘉陵江亭子口水利水电开发有限公司	34.32	154.44	61.86	10.45	2.29
神华四川能源有限公司	21.52	50.13	26.51	15.94	1.93
四川中电福溪电力开发有限公司	9.68	40.17	10.82	11.76	1.14

来源：公司年报、国金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

公司 DCF 估值

- 根据川投能源 DCF 模型，无风险利率按十年期国债复合收益率 3.86% 考虑，市场组合报酬率按五年沪深 300 指数复合收益率 12.02% 考虑；税率按最新实际考虑；永续增长率按 0% 考虑， β 系数 0.81，债务比率 50%，债务资本成本 4.9%。根据永续增长测算，公司企业价值 577 亿元，股权价值 565 亿元，每股价值 12.8 元。

图表 37：DCF 模型预测

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31
β 系数	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
债务资本成本 Kd	4.63%	4.58%	4.56%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%
债务资本比重 Wd	19.36%	20.95%	22.19%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
股权资本成本 Ke	10.44%	10.44%	10.44%	10.44%	10.44%	10.44%	10.44%	10.44%
WACC	9.16%	9.05%	8.96%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
现值系数(Ke)	1.0000	0.9055	0.8199	0.7424	0.6722	0.6087	0.5512	0.4991
现值系数(WACC)	1.0000	0.9324	0.8693	0.8105	0.7557	0.7046	0.6570	0.6126
FCFF	3,763.88	4,020.58	4,129.53	4,129.53	4,129.53	4,129.53	4,129.53	4,129.53
WACC	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
现值系数	1.0000	0.9324	0.8693	0.8105	0.7557	0.7046	0.6570	0.6126
FCFF 现值	3,763.88	3,748.71	3,589.94	3,347.19	3,120.85	2,909.82	2,713.06	2,529.60

来源：WIND、国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 公司是川内最大水电集团地位稳固，水电作为中国最重要可再生能源优先送电，雅砻江流域梯级协同增强盈利能力，超长运营期持续贡献现金流。
- 根据测算，预计 17/18/19 年，公司归母净利润 32/35/35 亿元，EPS 0.74/0.80/0.80 元，对应 PE 为 13/12/12 倍，结合绝对估值与相对估值，目标价 12.8-13.6 元，给予“买入”评级。

图表 38：公司盈利预测

收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
整体	1,103	1,117	1,001	793	880	897
增长率	0%	1%	-10%	-21%	11%	2%
毛利率	46%	46%	40%	40%	40%	40%
电力	888	866	781	554	621	615
增长率	0%	-3%	-10%	-29%	12%	-1%
毛利率	47%	45%	38%	38%	38%	38%
铁路电气化远程控制 系统	197	211	185	204	224	247
增长率	0%	7%	-12%	10%	10%	10%
毛利率	33%	40%	42%	42%	42%	42%
其他业务	17	40	35	35	35	35
增长率	0%	126%	-11%	0%	0%	0%
毛利率	99%	96%	75%	75%	75%	75%

来源：WIND、国金证券研究所

六、风险提示

- 两河口、牙根、杨房沟水电站建设规模庞大，存在建设进度不及预期的风险；水电受来水影响较大，存在来水偏枯，水力发电量下滑，导致年度利润波动风险；下游电力需求增速放缓，电源竞争加剧，核电、光伏、风电容量增加，存在挤占水电发展空间、弃水等风险；来水量波动受气候影响大，影响水电利用小时，而水电边际贡献高，存在盈利波动风险；市场化电力交易加快落地，发用电计划放开加剧市场竞争，存在水电上网电价和直接交易电价下行的风险；环保监管趋严，嘉阳电力存在因环保不达标而继续停产的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,103	1,117	1,001	793	880	897
增长率	-3.9%	1.3%	-10.3%	-20.8%	11.0%	1.8%
主营业务成本	-598	-607	-604	-474	-527	-536
%销售收入	54.2%	54.3%	60.3%	59.7%	59.9%	59.8%
毛利	505	510	397	320	353	360
%销售收入	45.8%	45.7%	39.7%	40.3%	40.1%	40.2%
营业税金及附加	-12	-12	-13	-10	-12	-12
%销售收入	1.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-25	-22	-17	-14	-15	-16
%销售收入	2.3%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-67	-74	-102	-135	-105	-107
%销售收入	6.1%	6.7%	10.2%	17.0%	12.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	400	401	265	161	221	226
%销售收入	36.3%	35.9%	26.5%	20.3%	25.1%	25.2%
财务费用	-365	-318	-276	-293	-358	-417
%销售收入	33.1%	28.4%	27.5%	36.9%	40.6%	46.5%
资产减值损失	-14	-15	-78	-12	-13	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3,518	3,880	3,658	3,437	3,713	3,782
%税前利润	98.9%	98.1%	102.1%	104.0%	103.8%	105.4%
营业利润	3,540	3,949	3,569	3,293	3,563	3,577
营业利润率	321.0%	353.6%	356.5%	415.0%	404.8%	398.9%
营业外收支	17	7	14	11	12	12
税前利润	3,557	3,956	3,583	3,304	3,576	3,589
利润率	322.6%	354.3%	357.9%	416.4%	406.1%	400.3%
所得税	-36	-36	-33	-32	-34	-35
所得税率	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	3,521	3,919	3,550	3,272	3,541	3,554
少数股东损益	44	47	34	31	34	34
归属于母公司的净利润	3,477	3,873	3,516	3,241	3,507	3,520
净利率	315.3%	346.9%	351.2%	408.5%	398.4%	392.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,521	3,919	3,550	3,272	3,541	3,554
少数股东损益	44	47	34	31	34	34
非现金支出	230	236	298	242	265	278
非经营收益	-3,146	-3,562	-3,377	-3,141	-3,352	-3,361
营运资金变动	-50	40	-83	25	-20	-26
经营活动现金净流	539	598	370	433	467	472
资本开支	-49	-36	-26	-18	-20	-20
投资	-548	431	872	1,283	866	1,659
其他	-26	2	0	0	0	0
投资活动现金净流	-624	398	846	1,265	846	1,639
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	756	-502	250	658	-373	-377
其他	-420	-967	-1,525	-1,629	-1,759	-1,777
筹资活动现金净流	335	-1,469	-1,275	-972	-2,133	-2,154
现金净流量	250	-473	-59	726	-819	-43

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	779	333	274	998	179	136
应收账款	377	344	365	292	315	318
存货	80	48	59	65	70	71
其他流动资产	72	136	328	215	232	234
流动资产	1,308	861	1,025	1,569	796	760
%总资产	6.1%	3.6%	3.8%	5.3%	2.6%	2.3%
长期投资	13,795	16,981	19,587	21,588	23,063	25,047
固定资产	3,912	3,731	3,484	3,298	3,562	3,598
%总资产	18.2%	15.4%	13.0%	11.2%	11.6%	11.0%
无形资产	34	33	32	32	34	34
非流动资产	20,175	23,353	25,796	27,994	29,980	32,034
%总资产	93.9%	96.4%	96.2%	94.7%	97.4%	97.7%
资产总计	21,483	24,215	26,821	29,563	30,777	32,793
短期借款	980	660	660	1,914	2,105	2,316
应付款项	152	130	174	138	149	151
其他流动负债	562	608	2,186	1,912	951	888
流动负债	1,693	1,397	3,019	3,964	3,205	3,354
长期贷款	4,382	4,180	2,830	2,963	3,064	3,078
其他长期负债	4	65	65	63	68	68
负债	6,079	5,642	5,914	6,989	6,337	6,500
普通股股东权益	15,037	18,204	20,529	22,170	23,976	25,760
少数股东权益	367	369	378	403	464	534
负债股东权益合计	21,483	24,215	26,821	29,563	30,777	32,793

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.580	0.880	0.799	0.736	0.797	0.800
每股净资产	6.999	4.219	4.749	5.128	5.552	5.973
每股经营现金净流	0.245	0.136	0.084	0.098	0.106	0.107
每股股利	0.066	0.150	0.270	0.300	0.270	0.270
回报率						
净资产收益率	27.24%	23.30%	18.16%	15.18%	15.20%	14.16%
总资产收益率	2.07%	1.76%	1.04%	0.57%	0.73%	0.71%
投入资本收益率	19.48%	18.53%	15.73%	13.87%	14.08%	13.43%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.95%	1.25%	-10.33%	-20.76%	10.95%	1.84%
EBIT增长率	-11.07%	0.24%	-34.00%	-39.21%	37.36%	2.08%
净利润增长率	147.36%	11.32%	-9.42%	-7.84%	8.22%	0.36%
总资产增长率	24.76%	12.71%	10.76%	10.22%	4.11%	6.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	110.7	137.3	143.1	231.9	155.6	165.0
存货周转天数	48.8	29.1	35.8	50.1	48.6	48.3
应付账款周转天数	95.3	78.6	104.9	106.3	103.4	102.5
固定资产周转天数	1,294.9	1,219.6	1,270.1	1,517.2	1,476.8	1,464.6
偿债能力						
净负债/股东权益	10.24%	6.82%	6.05%	8.48%	8.61%	8.81%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.3	1.0	0.5	0.6	0.5
资产负债率	37.03%	28.30%	23.30%	22.05%	23.64%	20.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	3	6	10
增持	1	5	6	7	12
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.88	1.80	1.64	1.61

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH