

国投电力 (600886)

终止配股！公司业绩良好、不配股仍具备雅砻江中游电站建设能力

事件：公司终止为建设雅砻江中游电站募资 70 亿的配股方案

近日，公司发布公告称终止配股方案；本次配股原计划募资人民币 70 亿元，以增资建设雅砻江水电公司的两河口水电站和杨房沟水电站。终止配股后，公司仍需对项目增资；公司具有良好的盈利能力，我们认为公司有望通过自有资金、债券融资等方式配资。

1月5日，公司公告称将发行 18 亿元债券、60 亿元可续期公司债，共计 78 亿债券，本次债券融资将缓解公司资金压力，增强公司对雅砻江中游电站的投资建设能力。

雅砻江中下游水电梯级联动，两河口、杨房沟电站将增加年等效电量 252.65 亿千瓦时，增加公司营收 89.77 亿元，EBIT 41.75 亿元

公司为雅砻江水电控股股东，两河口、杨房沟水电站投产后将明显提高中下游发电量，提升公司业绩。两河口水电站装机 300 万千瓦，2021-2023 年投运，投运后年等效电量 189.20 亿千瓦时，测算将增加公司营收 68.51 亿元，EBIT 32.64 亿元。杨房沟水电站装机容量 150 万千瓦，2021-2022 年投运；投运后年等效电量 64.02 亿千瓦时，测算将增加公司营收 21.27 亿元，EBIT 9.11 亿元。两河口、杨房沟水电站投运后，雅砻江中下游水电梯级联动，将增加年等效电量 252.65 亿千瓦时，测算将增加公司营收 89.77 亿元，EBIT 41.75 亿元，从而显著提升公司业绩。

公司盈利能力良好，在手现金充裕，资产负债率较低，有望通过自有资金、债券融资等方式为项目增资

两河口、杨房沟动态总投资分别为 664.57、200.03 亿元；2018 年中期，两项目建设进度分别达到 41.33%、26.91%。公司持有项目 52% 股权，项目建设需按股比增资，我们测算公司仍需为两项目增资 279.26 亿元，年均增资约 66.88 亿元。目前公司经营情况良好，2018 年前三季度，公司营收 303 亿元，同比增 25.13%；归母净利润 36 亿元，同比增 21.76%。公司现金充裕，2017 年经营活动收到现金 359 亿元，2018 年前三季度累计 329 亿元；2017 年经营活动现金流量净额为 181 亿元，2018 年前三季度累计 144 亿元。公司在手现金充足，资产负债率不断下降，截止到 2018 年三季报，公司货币资金为 94 亿元，未分配利润达到 182 亿元，资产负债率降至 68.77%。公司盈利能力良好，在手现金充裕，资产负债率较低，我们认为公司在不配股的情况下仍具备投资建设雅砻江中游电站能力，公司有望通过自有资金、债券融资等方式为项目增资。

盈利预测：我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 40.10/45.63/53.91 亿元，对应 EPS 为 0.59/0.67/0.79 元。

风险提示：电价下调、煤价上涨、极端天气影响机组发电、宏观经济下行

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,786.02
流通 A 股股本(百万股)	6,786.02
A 股总市值(百万元)	56,527.57
流通 A 股市值(百万元)	56,527.57
每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	68.77
一年内最高/最低(元)	8.50/6.58

作者

于夕蒙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《国投电力-季报点评:电量、电价高增长，火电业绩向好，前三季度归母净利润 35.95 亿元》2018-10-31
- 《国投电力-半年报点评:电力需求旺盛，火电扭亏为盈，上半年业绩增 21.7%》2018-08-15
- 《国投电力-季报点评:前三季度业绩同比减 13.39%，三季度环比二季度改善》2017-10-31

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	29,270.80	31,645.28	39,764.78	42,990.10	46,144.24
增长率(%)	(6.42)	8.11	25.66	8.11	7.34
EBITDA(百万元)	19,593.46	18,063.01	21,640.23	24,257.68	26,558.45
净利润(百万元)	3,916.45	3,232.30	4,009.68	4,563.28	5,391.42
增长率(%)	(27.84)	(17.47)	24.05	13.81	18.15
EPS(元/股)	0.58	0.48	0.59	0.67	0.79
市盈率(P/E)	14.43	17.49	14.10	12.39	10.48
市净率(P/B)	1.97	1.85	1.71	1.57	1.43
市销率(P/S)	1.93	1.79	1.42	1.31	1.23
EV/EBITDA	9.73	11.27	8.69	7.59	6.24

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 事件：公司终止为建设雅砻江中游电站募资 70 亿的配股方案	3
2. 雅砻江中下游水电梯级联动，两河口、杨房沟将增加年等效电量 252.65 亿千瓦时，增加营收 89.77 亿元、EBIT 41.75 亿元	3
2.1. 两河口水库为雅砻江干流中下游控制性水库，水电站装机 300 万千瓦，年等效电量 189.20 亿千瓦时，测算增加营收 68.51 亿元，EBIT 32.64 亿元	4
2.2. 杨房沟水库进一步提高水库调节效益，水电站装机 150 万千瓦，年等价电量 64.02 亿千瓦时，测算增加营收 21.27 亿元，EBIT 9.11 亿元	6
3. 公司盈利能力良好，现金充裕，不配股仍具备投资建设能力	7
3.1. 公司仍需为两项目投资约 273.89 亿元，年均投资约 66.88 亿元	7
3.2. 公司经营情况良好，现金流充裕，不配股的情况下仍具备投资建设雅砻江中游电站能力	7

图表目录

图 1：雅砻江流域梯级水电站规划图	4
图 2：国投电力 2017 年发电利用小时	8
图 3：国投电力 2017 年发电量（单位：亿千瓦时）	8
图 4：国投电力营业收入与同比增长率	8
图 5：国投电力归母净利润与同比增长率	8
图 6：国投电力经营活动收到的现金	9
图 7：国投电力经营活动现金流量净额	9
图 8：国投电力货币资金	9
图 9：国投电力资产负债率	9
表 1：配股募集资金及所投资项目投资总额	3
表 2：雅砻江水电公司已投产项目及在建项目梳理	3
表 3：两河口水电站正常经营期有效电量及等效电量表	5
表 4：正常经营期第一阶段（无楞古）两河口对下游梯级补偿电量及等效电量表	5
表 5：两河口水电站项目收益基准情景测算	5
表 6：两河口水电站上网电价对国投电力经营业绩的敏感性分析	6
表 7：杨房沟水电站项目收益基准情景测算	6
表 8：杨房沟水电站上网电价对国投电力经营业绩的敏感性分析	7
表 9：雅砻江中游水电站建设进度（截止到 2018 年中报）	7

1. 事件：公司终止为建设雅砻江中游电站募资 70 亿的配股方案

近日，公司发布公告称终止配股方案；本次配股原计划募资人民币 70 亿元，以增资建设雅砻江水电公司的两河口水电站和杨房沟水电站。终止配股后，公司仍需对项目增资；公司具有良好的盈利能力，我们认为公司有望通过自有资金、债券融资等方式配资。

1 月 5 日，公司公告称将发行 18 亿元债券、60 亿元可续期公司债，共计 78 亿债券，本次债券融资将缓解公司资金压力，增强公司对雅砻江中游电站的投资建设能力。

表 1：配股募集资金及所投资项目投资总额

项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
两河口水电站项目建设	664.57	47.49
杨房沟水电站项目建设	200.03	22.51
合计	864.59	70.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 雅砻江中下游水电梯级联动，两河口、杨房沟将增加年等效电量 252.65 亿千瓦时，增加营收 89.77 亿元、EBIT 41.75 亿元

目前公司已投运的电力资产共计 3364 万千瓦，包括水电 1672 万千瓦、火电 1575.6 万千瓦、风电 98.6 万千瓦和光伏发电 17.8 万千瓦。其中水电分布在雅砻江水电（1470 万千瓦）、云南大朝山水电（135 万千瓦）和甘肃小三峡水电（67 万千瓦）这 3 个子公司。雅砻江水电为公司最大的水电子公司，公司持有其 52% 股权，川投能源持有其 48% 股份。

雅砻江干流系我国重要的水电基地，水电站规划分为上、中、下游。截止 2016 年 3 月，下游 5 座电站已全部建设完毕；中游河段规划按两河口、牙根一级、牙根二级、楞古、孟底沟、杨房沟和卡拉“一库七级”模式进行开发，目前在建项目有两河口、杨房沟水电站。

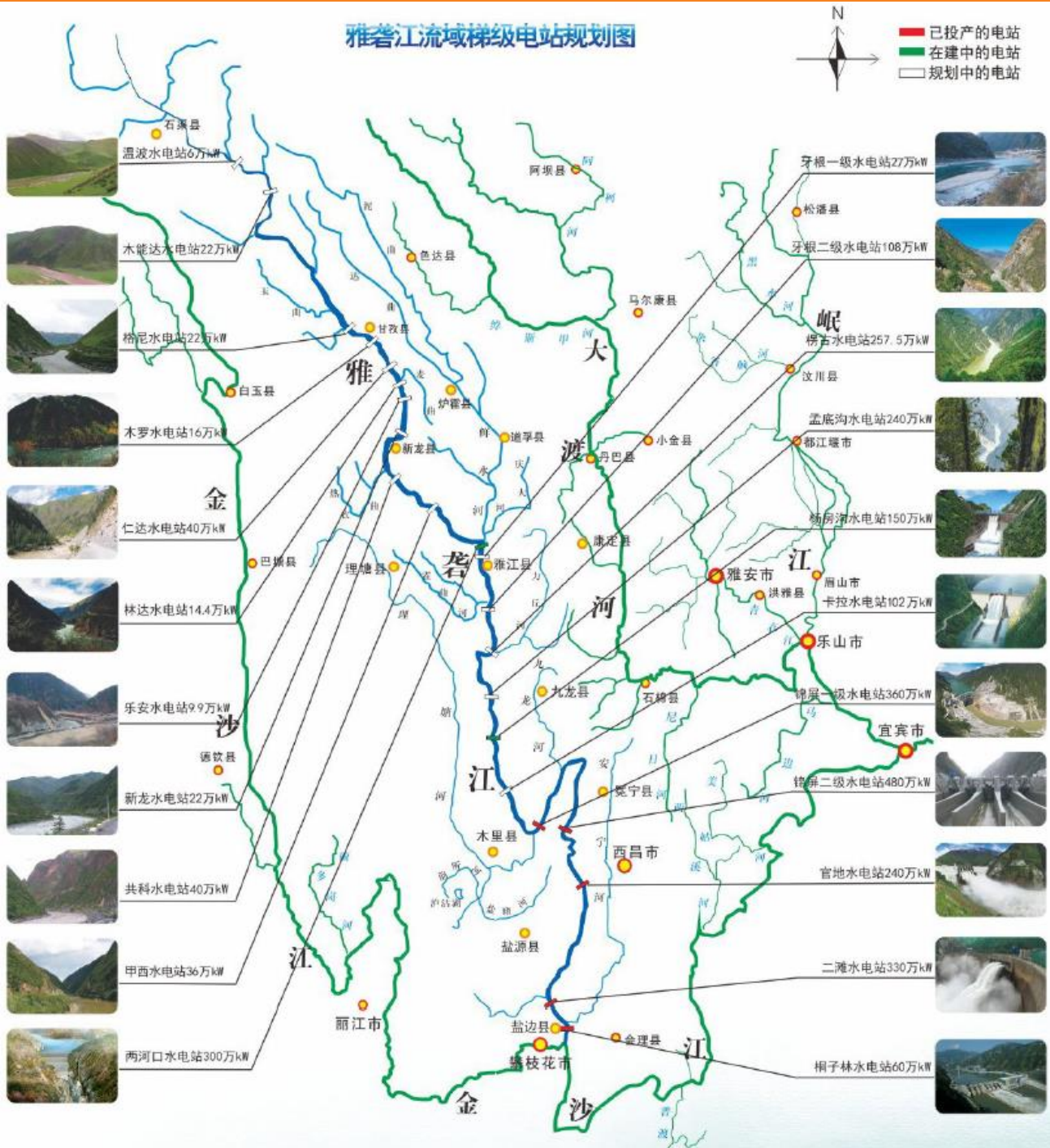
公司为雅砻江水电控股股东，两河口、杨房沟水电站投产后将明显提高中下游发电量，提升公司业绩。两河口水库是雅砻江干流中下游的控制性水库，可实现对下游梯级电站的补偿效益，通过合理调度可实现不弃水，其年发电量均为系统可吸收的有效电量；水电站装机容量 300 万千瓦，预计首台机组 2021 年投入运行，全部机组于 2023 年投入运行。杨房沟水库位于下游水库上方，投运后能进一步提高水库调节效益；杨房沟水电站装机容量 150 万千瓦，预计首台机组 2021 年投入运行，全部机组于 2022 年投入运行。待两河口、杨房沟水电站投运后，雅砻江中下游水电梯级联动，将增加年等效电量 252.65 亿千瓦时，测算增加公司营收 89.77 亿元，EBIT 41.75 亿元，将明显提升公司业绩。

表 2：雅砻江水电公司已投产项目及在建项目梳理

水电站	投产时间	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	机组构成 (万千瓦)	水库总库容 (亿方)	调节库容 (亿方)	调节能力
锦屏一级水电站	2014 年	360	187.2	6×60	77.6	49.1	年调节
锦屏二级水电站	2014 年	480	249.6	8×60	0.192	0.0496	日调价
官地水电站	2013 年	240	124.8	4×60	7.597	0.284	日调节
二滩水电站	2000 年	330	171.6	6×55	58	33.7	季调节
桐子林水电站	2016 年	60	31.2	4×15	-	-	-
已投产电站装机容量（万千瓦）				1470			
两河口水电站	2021-2023 年	300	156	6×50	107.67	65.6	多年调节
杨房沟水电站	2021-2022 年	150	78	4×37.5	5.12	0.5385	日调价（单独）
在建电站装机容量（万千瓦）				450			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：雅砻江流域梯级水电站规划图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 两河口水库为雅砻江干流中下游控制性水库,水电站装机 300 万千瓦,年等效电量 189.20 亿千瓦时, 测算增加营收 68.51 亿元, EBIT 32.64 亿元

两河口水电站总装机容量 300 万千瓦,年发电等效电量 121.73 亿千瓦时。两河口水电站项目于 2014 年 10 月开工建设,预计首台机组 2021 年投入运行,全部机组于 2023 年投入运行;安装 6 台 50 万千瓦混流式水轮发电机组,总装机容量 300 万千瓦,多年平均年发电量 110 亿千瓦时,等效电量 121.73 亿千瓦时(等效电量为按分期分时电价折算至水平期的年有效电量,下同)。

表 3：两河口水电站正常经营期有效电量及等效电量表

项目（单位：亿千瓦时）	年发电量	丰水期	平水期	枯水期
年发电量	110	49.9	18.1	42
实发电量	110	49.9	18.1	42
高峰	47.52	19.2	8.08	20.24
平时段	46.16	19.56	7.27	19.32
低谷	16.32	11.14	2.75	2.43
等效电量	121.73			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

两河口水库是雅砻江干流中下游的控制性水库，可实现与其补偿梯级等效电量 189.20 亿千瓦时。两河口水库调节库容 65.6 亿方，为调节性能极好的多年调节水库，是雅砻江干流中下游的控制性水库，可实现其对下游梯级电站的补偿效益，且多为平枯期电量；通过合理调度可实现无弃水，其年发电量均为系统可吸收的有效电量。根据公司测算，以两河口对雅砻江中下游补偿效益的 50%作为基本方案进行分析，在仅考虑下游电站、不考虑楞古等中游电站的情况下，系统实际吸收两河口补偿电量 44.26 亿千瓦时、相应等效电量 67.46 亿千瓦时。即，两河口与其补偿梯级等效电量合计 189.20 亿千瓦时。

表 4：正常经营期第一阶段（无楞古）两河口对下游梯级补偿电量及等效电量表

项目（单位：亿千瓦时）	年发电量	丰水期	平水期	枯水期
系统吸收补偿电量	44.26	-51.73	18.9	77.09
高峰	18.12	-18.44	6.93	29.63
平时段	18.7	-19.82	7.32	31.2
低谷	7.44	-13.47	4.65	16.26
等效电量	67.46			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

两河口水电站动态总投资为 664.57 亿元，为四川电网供电，测算年发电收入为 68.51 亿元（不含增值税），全部投资内部收益率 6.93%。两河口水电站建成后将为四川电网供电，是电网内实行独立核算的发电项目。根据公司假设，两河口与其补偿梯级等效电量合计 189.20 亿千瓦时，厂用电率取 0.2%，以含税电价 0.4245 元/千瓦时作为经营期基础出厂电价，测算年发电收入为 68.51 亿元（不含增值税），息税前利润为 32.64 亿元。根据项目建设规划，两河口水电站工程固定资产投资为 511.98 亿元，建设期资本化利息为 152.59 亿元，机组全部投产后，形成固定资产价值为 664.57 亿元；建设期 14 年，经营期 30 年；全部投资内部收益率为 6.93%。

表 5：两河口水电站项目收益基准情景测算

项目类型	项目	单位	两河口水电站
收入测算	发电销售收入	亿元，含税	80.15
	发电销售收入	亿元，不含税	68.51
	出厂电量	亿千瓦时	188.82
	出厂电价	元/千瓦时，含税	0.4245
	出厂电价	元/千瓦时，不含税	0.3628
成本测算	营业成本	万元	34.94
利润情况	毛利率	%	49.00%
	息税前利润（EBIT）	亿元	32.64
经济指标	工程总投资	亿元	664.57
	工程静态投资	亿元	478.25
	单位总投资	万元/千瓦	2.22

单位静态投资	万元/千瓦	1.59
全部投资内部收益率	%	6.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

两河口水电站盈利能力主要受上网电价影响，针对未来电价变化，就两河口水电站全部投产后，上网电价对公司经营业绩的影响进行敏感性分析，**当含税上网电价区间为 0.3-0.45 元/千瓦时，每年息税前利润为 12.82-36.69 亿元。**

表 6：两河口水电站上网电价对国投电力经营业绩的敏感性分析

情景	电价（元/千瓦时，含税）	电价（元/千瓦时，不含税）	两河口水电站年度效益指标（无楞古）		
			毛利（亿元）	毛利率（%）	息税前利润（亿元）
基准情况	0.4245	0.3628	33.57	49.00%	32.64
	0.3	0.2564	13.47	27.83%	12.82
敏感性分析	0.35	0.2991	21.54	38.14%	20.78
	0.4	0.3419	29.61	45.87%	28.74
	0.45	0.3846	37.68	51.89%	36.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 杨房沟水库进一步提高水库调节效益，水电站装机 150 万千瓦，年等价电量 64.02 亿千瓦时，测算增加营收 21.27 亿元，EBIT 9.11 亿元

杨房沟水库投运后能进一步提高水库调节效益，水电站装机容量 150 万千瓦，年等价电量为 64.02 亿千瓦时。杨房沟水电站是雅砻江中游河段继龙头水库两河口水电站后的后续建设项目，其投入有利于更充分发挥龙头水库作用，提高水库调节效益；项目于 2015 年 7 月开工建设，预计首台机组 2021 年投入运行，全部机组于 2022 年投入运行；水电站安装 4 台 37.5 万千瓦混流式水轮发电机组，总装机容量 150 万千瓦。电站单独运行时，多年平均发电量 59.623 亿千瓦时，有效电量为 58.223 亿千瓦时，折合为平水期平时段的等价电量为 55.312 亿千瓦时；与两河口水电站联合运行时，多年平均发电量 68.557 亿千瓦时，有效电量为 67.654 亿千瓦时，折合为平水期平时段的等价电量为 72.728 亿千瓦时；公共效益部分折合等价电量为 17.417 亿千瓦时，**杨房沟水电站返还两河口水电站 50%公共效益之后的年等价电量为 64.020 亿千瓦时。**

杨房沟水电站动态总投资 200.03 亿元，主要参与西电东送，测算年发电收入 21.27 亿元（不含税），EBIT 9.11 亿元。杨房沟水电站主要参与西电东送，预计可能外送区域主要为江西省、华中地区和清洁能源需求的东部省份。根据公司假设，杨房沟水电站经营期基础出厂电价 0.3898 元/千瓦时，厂用电率采用 0.3%，测算年发电收入为 21.27 亿元（不含税），息税前利润为 9.11 亿元。根据项目规划，杨房沟水电站工程固定资产投资为 159.33 亿元，建设期资本化利息为 40.70 亿元，机组全部投产后，形成固定资产价值为 200.03 亿元；项目建设期 10 年（含筹建期 2 年），经营期 30 年，全部投资内部收益率为 6.75%。

表 7：杨房沟水电站项目收益基准情景测算

项目类型	项目	单位	杨房沟水电站
收入测算	发电销售收入	亿元，含税	24.88
	发电销售收入	亿元，不含税	21.27
	出厂电量	亿千瓦时	63.83
	出厂电价	元/千瓦时，含税	0.3898
	出厂电价	元/千瓦时，不含税	0.3332
成本测算	营业成本	万元	11.86
利润情况	毛利率	%	44.22%
	息税前利润（EBIT）	亿元	9.11
经济指标	工程总投资	亿元	200.03

工程静态投资	亿元	148.94
单位总投资	万元/千瓦	1.33
单位静态投资	万元/千瓦	0.99
全部投资内部收益率	%	6.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

杨房沟水电站盈利能力主要受上网电价影响，针对未来电价变化，就杨房沟水电站全部投产后，上网电价对公司经营业绩的影响进行敏感性分析，**当含税上网电价区间为 0.3-0.45 元/千瓦时，每年息税前利润为 4.28-12.35 亿元。**

表 8：杨房沟水电站上网电价对国投电力经营业绩的敏感性分析

情景	电价（元/千瓦时，含税）	电价（元/千瓦时，不含税）	杨房沟水电站年度效益指标		
			毛利(亿元)	毛利率(%)	息税前利润(亿元)
基准情况	0.3898	0.3332	9.40	44.22%	9.11
敏感性分析	0.3	0.2564	4.51	27.53%	4.28
	0.35	0.2991	7.23	37.88%	6.97
	0.4	0.3419	9.96	45.64%	9.66
	0.45	0.3846	12.69	51.68%	12.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 公司盈利能力良好，现金充裕，不配股仍具备投资建设能力

3.1. 公司仍需为两项目投资约 273.89 亿元，年均投资约 66.88 亿元

公司仍需为两项目投资约 279.26 亿元。截止到 2018 年中报期，两河口水电站建设进度已经达到 41.33%，杨房沟水电站建设进度达到 26.91%，建设资金来源为自筹和借款。目前两河口剩余工程需投入约 390.83 亿元，杨房沟剩余工程需投入约 146.20 亿元；**国投电力与川投能源将按照股比增资，我们测算国投电力需在两河口项目继续投入约 203.23 亿元，在杨房沟项目继续投入约 76.02 亿元，共计约 279.26 亿元。**

公司需为两项目年均投资约 66.88 亿元。按照建设规划，两河口项目预计 2021 年底实现首台机组发电，2023 年全部建成投产；杨房沟项目预计 2021 投产。**假设两河口项目在 2023 年底全部投产，则从 2018 年下半年至 2023 年底，该项目仍有 4.5 年的建设期，项目年均投资约为 45.16 亿元；假设杨房沟项目在 2022 年底全部投产，则从 2018 年下半年至 2021 年底，则该项目仍有 3.5 年的建设期，项目年均投资约为 21.72 亿元；两项目年均投资约为 66.88 亿元。**

表 9：雅砻江中游水电站建设进度（截止到 2018 年中报）

项目名称	预算数 (亿元)	已投入金额 (亿元)	剩余需投入 (亿元)	国投电力需投入 (亿元)	工程累计投入占预算比例	工程进度	利息资本化累计金额 (亿元)	资金来源
两河口	664.57	273.74	390.83	203.23	41.33%	41.33%	31.48	自筹、借款
杨房沟	200.03	53.83	146.20	76.02	26.91%	26.91%	3.48	自筹、借款
共计	864.60	327.57	537.03	279.26	-	-	34.96	自筹、借款

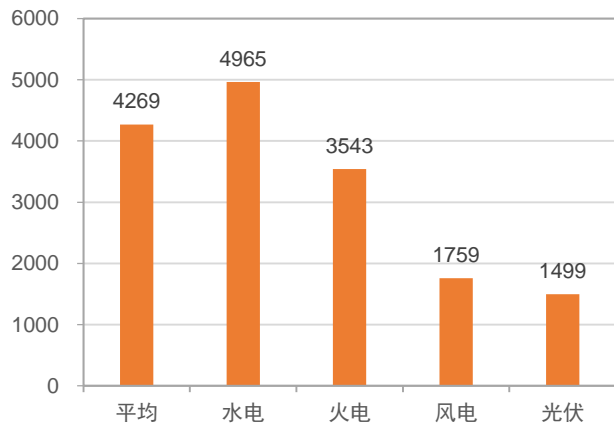
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 公司经营情况良好，现金流充裕，不配股的情况下仍具备投资建设雅砻江中游电站能力

公司是国内规模较大的发电企业，经营状态良好。目前已经投运的电力资产共计 3364 万千瓦，包括 1672 万千瓦水电、1575.6 万千瓦火电、98.6 万千瓦风电和 17.8 万千瓦光伏发电

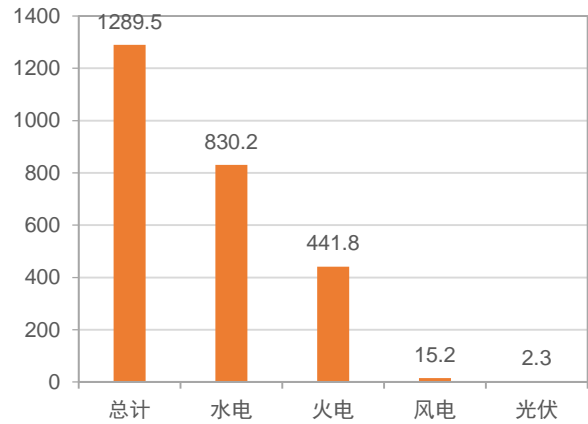
电项目；公司机组具有较高的利用小时，2017 年发电机组利用小时为 4269 小时，其中水电机组利用小时为 4965 小时；公司发电量较高，2017 年全年发电量 1289.5 亿千瓦时；公司上网电价较高，2017 年全年平均上网电价，水电为 0.251 元/千瓦时，火电为 0.357 元/千瓦时，风电为 0.473 元/千瓦时，光伏为 0.998 元/千瓦时。

图 2：国投电力 2017 年发电利用小时



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：国投电力 2017 年发电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

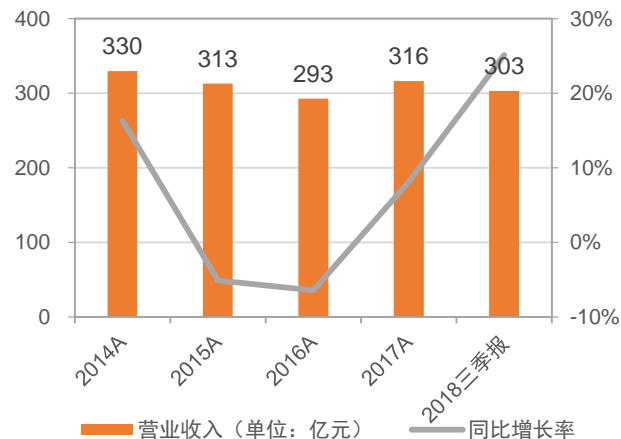
公司业绩较为稳定，2018 年前三季度归母净利润同比增长 21.76%。2017 年营业收入为 316 亿元，同比增加 8.11%；归母净利润 32 亿元，同比降低 17.47%；主要因为 2017 年煤价同比大幅提升，公司火电业绩较差，拖累整体业绩。2018 年前三季度公司营业收入 303 亿元，同比增加 25.13%；归母净利润 36 亿元，增加 21.76%；主要因为 2018 年前三季度公司发电量明显增长，上网电价亦有所提升。

公司现金流良好。2017 年经营活动收到的现金为 359 亿元，2018 年前三季度累计 329 亿元；2017 年经营活动现金流量净额为 181 亿元，2018 年前三季度累计 144 亿元。

公司在手现金充足，资产负债率不断下降。截止到 2018 年三季报，公司货币资金为 94 亿元，未分配利润达到 182 亿元，资产负债率降至 69%。

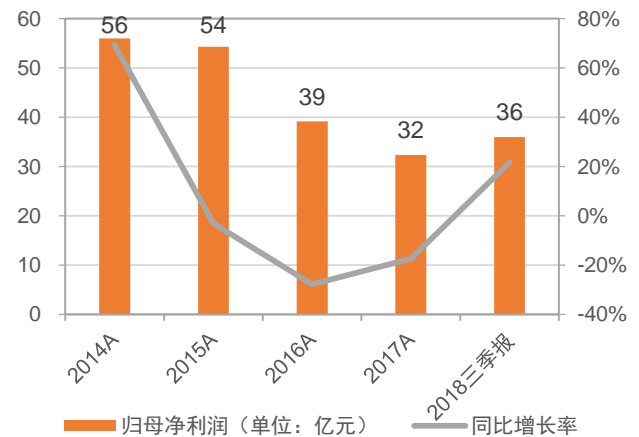
公司经营情况良好，在手现金充裕，因此我们认为公司在不配股的情况下仍具备投资建设雅砻江中游电站能力，公司有望通过自有资金、债券融资等融资方式为项目提供资金支持。

图 4：国投电力营业收入与同比增长率



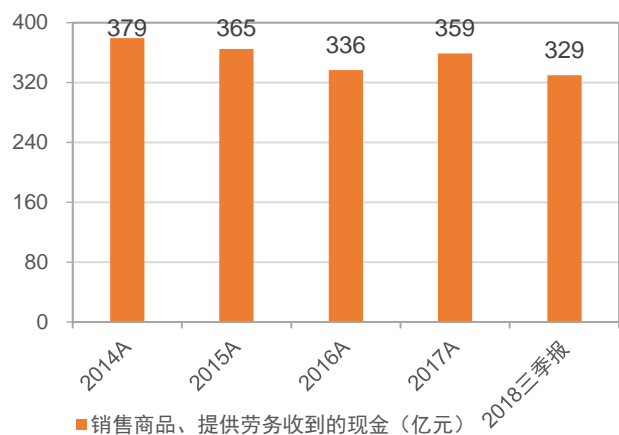
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：国投电力归母净利润与同比增长率



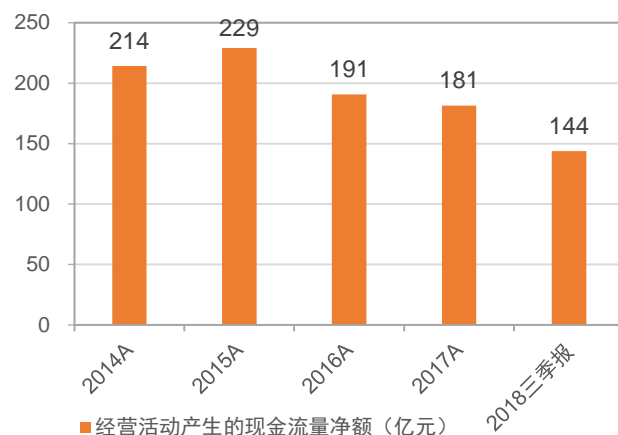
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：国投电力经营活动收到的现金



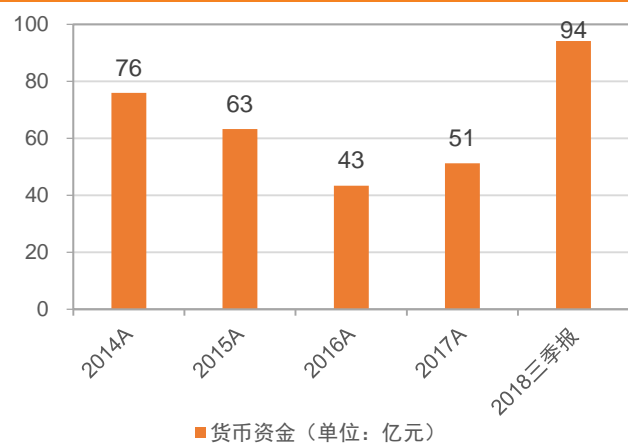
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：国投电力经营活动现金流量净额



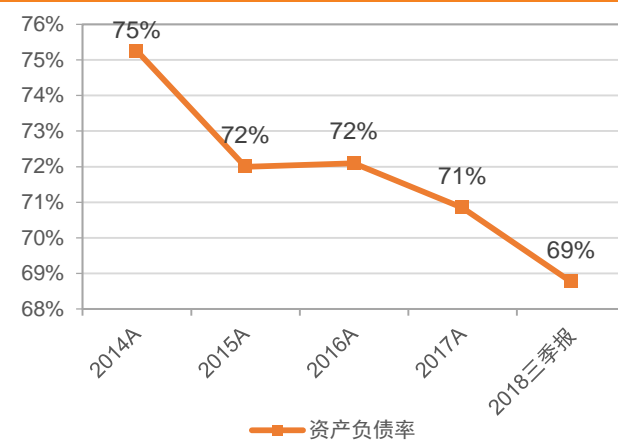
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：国投电力货币资金



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：国投电力资产负债率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,340.63	5,130.68	3,181.18	3,439.21	3,691.54
应收账款	2,642.31	3,709.82	3,694.91	1,985.58	4,111.68
预付账款	380.49	369.99	2,486.80	1,211.11	993.26
存货	1,068.06	1,183.17	1,858.06	1,254.45	2,000.29
其他	2,188.68	1,881.47	1,496.43	2,048.92	1,834.75
流动资产合计	10,620.17	12,275.13	12,717.39	9,939.27	12,631.52
长期股权投资	8,846.82	8,729.61	8,729.61	8,729.61	8,729.61
固定资产	126,890.97	134,498.22	145,667.07	148,939.21	147,460.32
在建工程	49,891.19	46,023.60	27,650.16	16,638.09	10,012.86
无形资产	4,736.83	4,494.32	4,174.51	3,854.70	3,534.88
其他	2,305.05	2,267.13	1,662.24	1,869.73	1,880.04
非流动资产合计	192,670.86	196,012.88	187,883.59	180,031.34	171,617.70
资产总计	203,291.03	208,288.00	200,600.99	189,970.61	184,249.23
短期借款	7,917.90	4,741.27	14,599.46	21,663.19	28,664.21
应付账款	12,520.14	11,200.72	21,655.09	13,015.84	21,652.26
其他	16,375.16	18,113.87	18,485.02	17,155.08	18,624.57
流动负债合计	36,813.20	34,055.86	54,739.57	51,834.11	68,941.04
长期借款	103,535.50	108,886.78	73,610.46	58,391.55	27,075.59
应付债券	3,000.00	3,000.00	2,600.00	2,866.67	2,822.22
其他	3,224.55	1,637.80	2,765.69	2,542.68	2,315.39
非流动负债合计	109,760.05	113,524.58	78,976.14	63,800.90	32,213.20
负债合计	146,573.25	147,580.44	133,715.71	115,635.01	101,154.24
少数股东权益	28,037.36	30,152.33	33,820.42	38,304.62	43,559.59
股本	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02	6,786.02
资本公积	6,471.13	6,471.15	6,471.15	6,471.15	6,471.15
留存收益	21,811.00	23,672.55	26,278.84	29,244.96	32,749.37
其他	(6,387.74)	(6,374.50)	(6,471.15)	(6,471.15)	(6,471.15)
股东权益合计	56,717.78	60,707.56	66,885.27	74,335.60	83,094.99
负债和股东权益总	203,291.03	208,288.00	200,600.99	189,970.61	184,249.23

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	7,859.61	6,559.49	4,009.68	4,563.28	5,391.42
折旧摊销	6,082.67	6,589.99	7,586.12	8,140.78	8,474.57
财务费用	5,000.11	4,903.20	5,130.00	5,700.00	5,800.00
投资损失	(807.78)	(345.54)	(450.00)	(300.00)	(200.00)
营运资金变动	320.79	(4,847.45)	12,799.90	(7,407.33)	6,577.91
其它	611.12	5,281.36	3,861.14	4,560.21	5,374.40
经营活动现金流	19,066.54	18,141.04	32,936.83	15,256.93	31,418.29
资本支出	26,384.57	11,044.04	(1,067.88)	303.00	277.29
长期投资	6,207.80	(117.21)	0.00	0.00	0.00
其他	(56,074.18)	(22,103.27)	1,457.88	(83.00)	(127.29)
投资活动现金流	(23,481.81)	(11,176.44)	390.00	220.00	150.00
债权融资	123,130.47	130,610.39	102,056.79	94,223.50	70,739.12
股权融资	(4,788.53)	(4,859.32)	(5,121.11)	(5,606.91)	(5,732.07)
其他	(115,900.16)	(131,889.39)	(132,212.00)	(103,835.49)	(96,323.01)
筹资活动现金流	2,441.78	(6,138.32)	(35,276.32)	(15,218.91)	(31,315.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,973.49)	826.28	(1,949.49)	258.03	252.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	29,270.80	31,645.28	39,764.78	42,990.10	46,144.24
营业成本	15,100.63	18,802.81	24,264.87	25,116.07	26,026.87
营业税金及附加	457.55	563.63	795.30	859.80	922.88
营业费用	6.00	7.56	10.00	11.00	12.00
管理费用	935.50	999.06	1,000.01	1,100.01	1,200.01
财务费用	5,042.20	4,877.77	5,130.00	5,700.00	5,800.00
资产减值损失	49.46	118.98	90.50	86.31	98.60
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	807.78	345.54	450.00	300.00	200.00
其他	(1,615.55)	(1,624.65)	(900.00)	(600.00)	(400.00)
营业利润	8,487.24	7,554.58	8,924.11	10,416.90	12,283.88
营业外收入	1,038.94	54.79	50.00	50.70	50.00
营业外支出	609.08	95.04	30.00	100.00	100.00
利润总额	8,917.10	7,514.33	8,944.11	10,367.60	12,233.88
所得税	1,057.49	954.84	1,073.29	1,244.11	1,468.07
净利润	7,859.61	6,559.49	7,870.82	9,123.49	10,765.81
少数股东损益	3,943.16	3,327.19	3,861.14	4,560.21	5,374.40
归属于母公司净利润	3,916.45	3,232.30	4,009.68	4,563.28	5,391.42
每股收益(元)	0.58	0.48	0.59	0.67	0.79

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-6.42%	8.11%	25.66%	8.11%	7.34%
营业利润	-11.26%	-10.99%	18.13%	16.73%	17.92%
归属于母公司净利润	-27.84%	-17.47%	24.05%	13.81%	18.15%
获利能力					
毛利率	48.41%	40.58%	38.98%	41.58%	43.60%
净利率	13.38%	10.21%	10.08%	10.61%	11.68%
ROE	13.66%	10.58%	12.13%	12.66%	13.64%
ROIC	7.61%	6.23%	6.71%	8.62%	9.72%
偿债能力					
资产负债率	72.10%	70.85%	66.66%	60.87%	54.90%
净负债率	23.44%	31.47%	17.70%	38.31%	21.63%
流动比率	0.29	0.36	0.23	0.19	0.18
速动比率	0.26	0.33	0.20	0.17	0.15
营运能力					
应收账款周转率	11.36	9.96	10.74	15.14	15.14
存货周转率	30.60	28.11	26.15	27.62	28.36
总资产周转率	0.15	0.15	0.19	0.22	0.25
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.48	0.59	0.67	0.79
每股经营现金流	2.81	2.67	4.85	2.25	4.63
每股净资产	4.23	4.50	4.87	5.31	5.83
估值比率					
市盈率	14.43	17.49	14.10	12.39	10.48
市净率	1.97	1.85	1.71	1.57	1.43
EV/EBITDA	9.73	11.27	8.69	7.59	6.24
EV/EBIT	14.09	17.71	13.38	11.43	9.16

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com