

评级：买入（首次）

市场价格：20.31

分析师：张绪成

执业证书编号：S0740518050002

Email: zhangxc@r.qlzq.com.cn

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

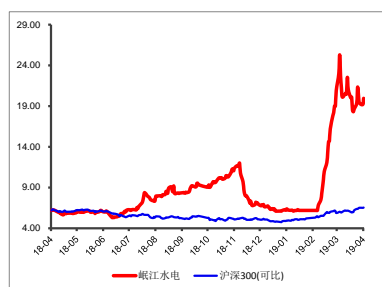
研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	504.1
流通股本(百万股)	407.7
市价(元)	20.31
市值(百万元)	10,238.3
流通市值(百万元)	8,280.4

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	822	1,121	1,125	1,125	1,126
增长率 yoy%	-27.72%	36.47%	0.35%	0.02%	0.02%
净利润	80	103	142	135	137
增长率 yoy%	-51.23%	28.53%	38.45%	-5.28%	1.55%
每股收益(元)	0.16	0.20	0.28	0.27	0.27
净资产收益率	6.95%	8.44%	10.04%	8.81%	8.35%
P/E	127.95	99.55	71.90	75.91	74.75
P/B	8.90	8.40	7.22	6.69	6.24

备注：

投资要点

- 公司简介：**四川阿坝州唯一电力上市公司，拟进行重大资产置换。公司是四川省阿坝州唯一一家电力上市公司，电力业务是公司目前的唯一业务且主要分为水力发电和外购电销售两部分。2019年2月公司首次发布《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，计划与国网信产集团进行资产置换并向信产集团和其它三家公司发行股份购买相关资产差额部分和剩余股权。假设此次重大资产置换及发行股份购买资产完成，公司的主营业务将由原来传统的配电网及发电业务转变为更富有成长性的新型信息通信业务。
- 泛在电力物联网本质一：智能电网向泛在电力物联网的过渡其实就是主网建设向配网建设的过渡。**自2009年国网提出建设“智能电网”以来已经十年过去，按照当时规划，2016-2020年（第三阶段）应建成统一的“坚强智能电网”。目前，主网侧在安全性、稳定性、可靠性等方面已基本已经符合坚强目标，智能电网建设基本进入到尾声阶段。相反，由于分布式能源大规模接入配电网、电动汽车飞速发展、用户用电需求逐渐多样化、用电负荷逐渐多样化等因素，配网侧、尤其是用户端仍有很多亟待解决和优化的问题。过去十年是主网建设为主，配网建设为辅，这导致当前配网侧仍有很大的成长空间。因此，智能电网向泛在电力物联网的过渡其实就是主网建设向配网建设的过渡。
- 泛在电力物联网本质二：智能电网向泛在电力物联网的过渡其实就是国网从单一售电商向综合能源服务商转型的过程。**当前国网每年的利润基本来自售电业务，从电力市场的发展看，在电改背景下假设未来售电侧放开，国网仅收取输电配网过程中的电力过网费，盈利能力大幅下滑是预期内的事情，因此急需挖掘新的业绩增长点。从这一层面看，智能电网向泛在电力物联网的过渡其实就是国网从单一售电商向综合能源服务商转型的过程。
- 拟注入资产：有望随泛在电力物联网发展持续受益。**由于能源行业具有高度专业化的特点，因此新进入者较难形成历史业绩，行业壁垒较为明显。目前国内暂未建设成熟的电力市场化机制，因此电力行业市场的准入标准要更为严格。从过往经验看，国家电网的重点项目建设基本上都由其下属企业（或由下属企业进行招标然后与其他企业合作）完成，而信产集团作为当前国内能源行业最大的信息通信技术、产品及服务提供商，对接了国家电网大部分的信息通信业务。此次拟注入公司的信产集团旗下四家公司主营业务内容与泛在电力物联网建设内容均较为契合。其中，中电普华主营业务内容与泛在电力物联网建设中的应用层和平台层较为契合；中电启明星主营业务内容与泛在电力物联网建设中的应用层、平台层和网络层较为契合；继远软件主营业务内容与泛在电力物联网建设中的网络层较为契合；中电飞华主营业务内容与泛在电力物联网建设中的网络层较为契合。
- 投资策略：给予“买入”评级。**我们预计未来随着泛在电力物联网建设持续深入，公司拟收购资产有望因此受益，业绩预计将迎来持续大幅提升。我们测算公司（重组前）2019-2021年EPS分别为0.28、0.27、0.27元，当前股价对应PE分别为71.9X/75.9X/74.8X，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：资产置换失败风险；泛在电力物联网建设不及预期风险；拟注入资产与泛在电力物联网无关风险。**

内容目录

公司简介：四川阿坝州唯一电力上市公司，拟进行重大资产置换.....	- 4 -
现有业务：水力发电为基，配套配售电业务	- 4 -
拟注入资产：国网信产集团旗下四家公司，主营新型信息通信业务.....	- 5 -
泛在电力物联网本质：电改压力下国网计划转型综合能源服务商	- 7 -
前言：泛在电力物联网背后的深层逻辑.....	- 7 -
本质一：主网建设向配网（用户端）建设的转型	- 7 -
本质二：国网从单一售电商向综合能源服务商的转型	- 11 -
拟注入资产：有望随泛在电力物联网发展持续受益	- 14 -
概述：泛在电力物联网的概念及内容	- 14 -
拟注入资产主营业务匹配泛在电力物联网建设内容.....	- 15 -
投资策略：给予“买入”评级	- 18 -
风险提示.....	- 19 -

图表目录

图表 1：公司现有股权结构图.....	- 4 -
图表 2：2015-2018 公司各业务营业收入占比.....	- 4 -
图表 3：2015-2018 公司各业务营业成本占比.....	- 4 -
图表 4：2015-2018 公司各业务毛利占比.....	- 4 -
图表 5：2014~2018 公司营业收入变化情况	- 5 -
图表 6：2014~2018 公司归母净利润变化情况.....	- 5 -
图表 7：2014~2018 公司盈利能力变化情况.....	- 5 -
图表 8：2014~2018 公司资产负债率变化情况.....	- 5 -
图表 9：重大资产置换及发行股份购买资产详解.....	- 6 -
图表 10：拟注入资产主营业务及经营数据情况（万元）	- 6 -
图表 11：能源互联网架构梳理.....	- 7 -
图表 12：国家电网投资建设完成额情况（亿元）	- 8 -
图表 13：国家电网输电线路长度及并网机组容量情况	- 8 -
图表 14：智能电网三阶段规划.....	- 8 -
图表 15：特高压累计建成“八交十直”工程.....	- 9 -
图表 16：国家电网特高压在运在建线路长度（万千米）	- 9 -
图表 17：国家电网特高压累计输送电量（亿千瓦时）	- 9 -
图表 18：国家电网城市、农村用户供电可靠率（%）	- 10 -
图表 19：国家电网经营区域最高用电负荷（亿千瓦）	- 10 -
图表 20：国家电网累计接入电动桩个数情况.....	- 10 -

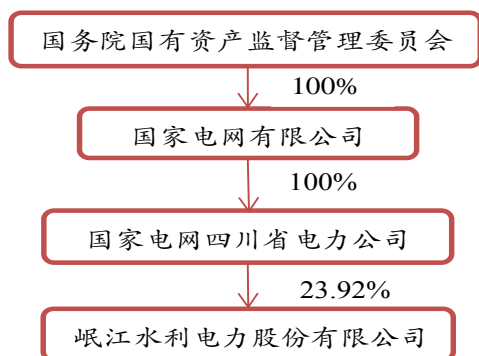
图表 21: 国家电网新能源装机量及发电量情况	- 10 -
图表 22: 国家电网各电压等级变压器容量 (万千瓦) 及变化	- 11 -
图表 23: 2015 年以来电力改革相关政策及文件梳理	- 11 -
图表 24: 2015-2018 国家电网营业收入 (亿元)	- 12 -
图表 25: 2015-2018 国家电网利润总额 (亿元)	- 12 -
图表 26: 2015-2018 国家电网售电量 (万亿千瓦时)	- 12 -
图表 27: 2015-2018 国家电网净资产收益率 (%)	- 12 -
图表 28: 国家电网市场化交易电量情况 (亿千瓦时)	- 13 -
图表 29: 国家电网综合能源业务实现收入额 (亿元)	- 13 -
图表 30: 智能电网、泛在电力物联网分别代表物理端和信息端	- 14 -
图表 31: 泛在电力物联网架构	- 15 -
图表 32: 拟注入资产业务匹配泛在电力物联网建设内容示意图	- 17 -
图表 33: 岷江水电利润表预测 (单位: 百万元)	- 18 -

公司简介：四川阿坝州唯一电力上市公司，拟进行重大资产置换

现有业务：水力发电为基，配套配售电业务

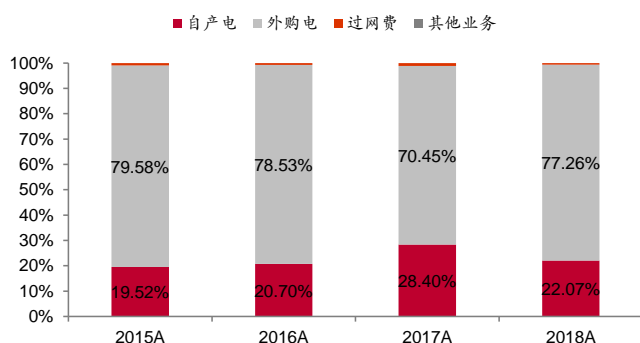
- 岷江水利电力股份有限公司（600131.SH）成立于1997年1月5日，是四川省阿坝州唯一一家电力上市公司。目前，公司控股股东国家电网四川省电力公司持有公司股本比例为23.92%，国家电网有限公司则持有国网四川省电力公司100%股权。
- 水力发电为基，配套配售电业务。从公司近四年经营数据可以看出，电力业务是公司的唯一业务且主要分为水力发电和外购电销售两部分。其中，水力发电主要是公司通过自有水电站发电并通过自有电网销售给终端客户；外购电销售则主要是通过联网线路从国家电网四川省电力公司等单位趸购电量，然后销售给下游终端客户。由于仅收取度电的销售费用，因此尽管外购电每年的规模很大（营收、成本占比均很大），但近两年毛利占比却不及自产电。2018年公司自产电毛利占比为51.97%、外购电毛利占比为48.67%，基本上平分秋色。

图表 1：公司现有股权结构图



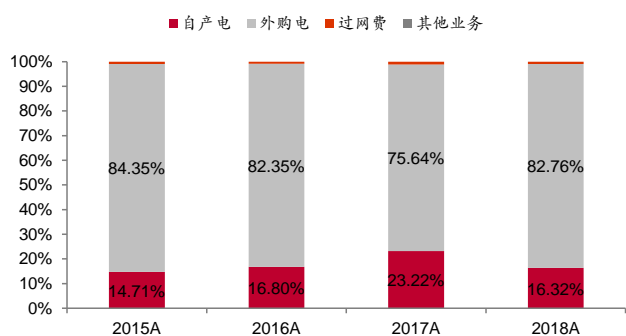
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：2015-2018 公司各业务营业收入占比



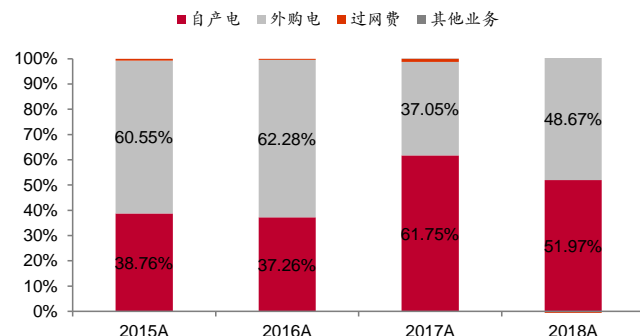
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 3：2015-2018 公司各业务营业成本占比



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 4：2015-2018 公司各业务毛利占比

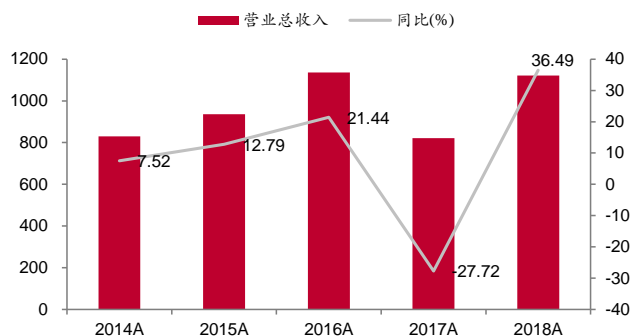


来源：公司年报、中泰证券研究所

- 业绩 2017 年出现断崖式下滑，2018 年企稳回升。通过观察各项经营数据发现，公司近 5 年在 2017 年出现了断崖式下滑，主要原因有二：其一是公司用电客户中钢铁企业因技改、停产因素致使公司销售电量同比大幅减少（-31.65%）；其二是四川省在 2017 年 6 月至 10 月丰水期降低了

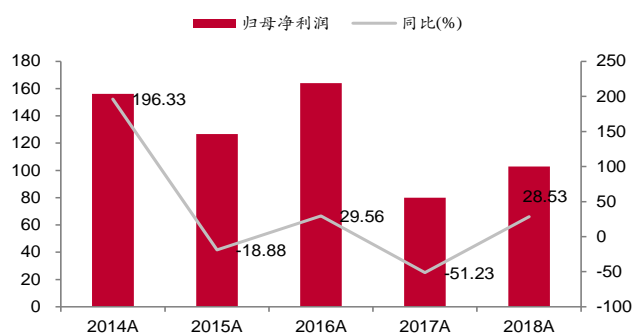
四川电网（含国网四川省电力公司直供区、“子公司改分公司”、全资及控股供电公司）收购合同电量水电标杆上网电价 8 厘/千瓦时。2018 年随着外购电量恢复正常、丰水期电价恢复正常，公司营收、归母净利润分别同比大幅上升 36.49% 和 28.63%，盈利能力得到显著提升。

图表 5：2014~2018 公司营业收入变化情况



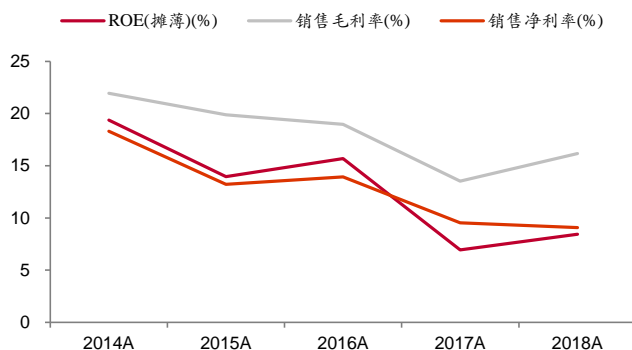
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 6：2014~2018 公司归母净利润变化情况



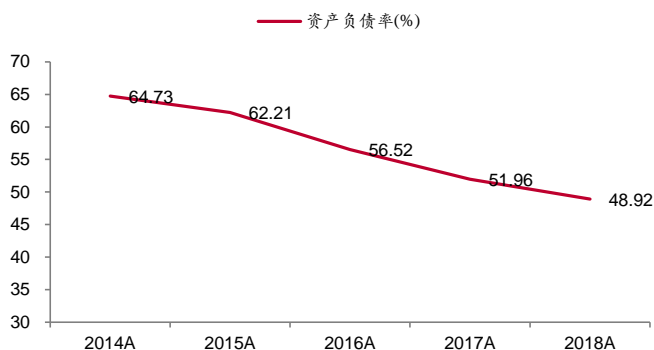
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 7：2014~2018 公司盈利能力变化情况



来源：公司年报、中泰证券研究所

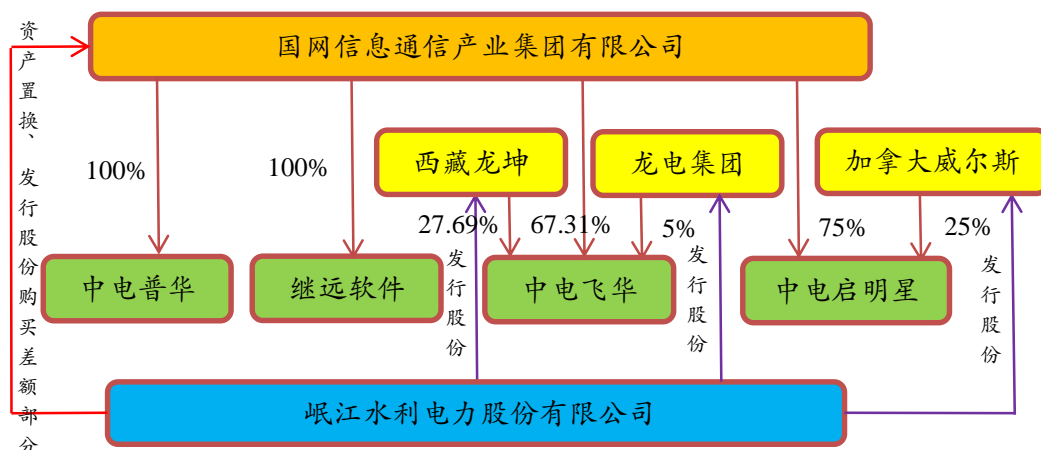
图表 8：2014~2018 公司资产负债率变化情况



来源：公司年报、中泰证券研究所

拟注入资产：国网信产集团旗下四家公司，主营新型信息通信业务

- 拟进行重大资产置换。**2019 年 2 月公司首次发布了《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。本次重大资产置换及发行股份购买资产的具体方式为：岷江水电除保留持有的福堂水电 40% 股权、阳光电力 9% 股权、拟处置整合的企业、相关债权债务及部分货币资金外，剩余资产与国网信息通信产业集团有限公司（下称信产集团）持有的中电普华 100% 股权、继远软件 100% 股权、中电飞华 67.31% 股权和中电启明星 75% 股权进行资产置换并向信产集团发行股份购买上述资产置换的差额部分；此外，公司还将向西藏龙坤信息科技合伙企业（下称西藏龙坤）、龙电集团有限公司、加拿大威尔斯科技有限公司分别发行股份购买其分别持有的中电飞华 27.69% 股权、中电飞华 5% 股权以及中电启明星 25% 股权。

图表 9：重大资产置换及发行股份购买资产详解


来源：岷江水电重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）、中泰证券研究所

- 新资产主营业务均为信息通信业务。**从目前披露的信息看，拟注入公司的四家公司主营业务均与信息通信业务有关。其中，中电普华主营业务为云平台、电力营销、ERP（企业管理系统）等业务产品开发及市场推广；继远软件主营业务为云网基础设施建设、企业运营支撑服务和企业运营可视化；中电飞华主营业务为增值电信运营服务、通信网络建设业务；中电启明星主营业务为云平台组件、企业门户、能源交易等业务产品开发及市场推广。假设此次重大资产置换及发行股份购买资产完成，公司的主营业务将由原来传统的配电及发电业务转变为更富有成长性的新型信息通信业务。

图表 10：拟注入资产主营业务及经营数据情况（万元）

名称	主营业务	2018 年 1-11 月营收	2018 年 1-11 月归母净利润
中电普华	云平台、电力营销、ERP（企业管理系统）等业务产品开发及市场推广	242165.34（全年）	15707.38（全年）
继远软件	(1) 云网基础设施建设 (2) 企业运营支撑服务 (3) 企业运营可视化	112775.38	8877.81
中电飞华	(1) 增值电信运营服务 (2) 通信网络建设业务	93 96.1	4 53.05
中电启明星	云平台组件、企业门户、能源交易等业务产品开发及市场推广	50020.19	3362.43

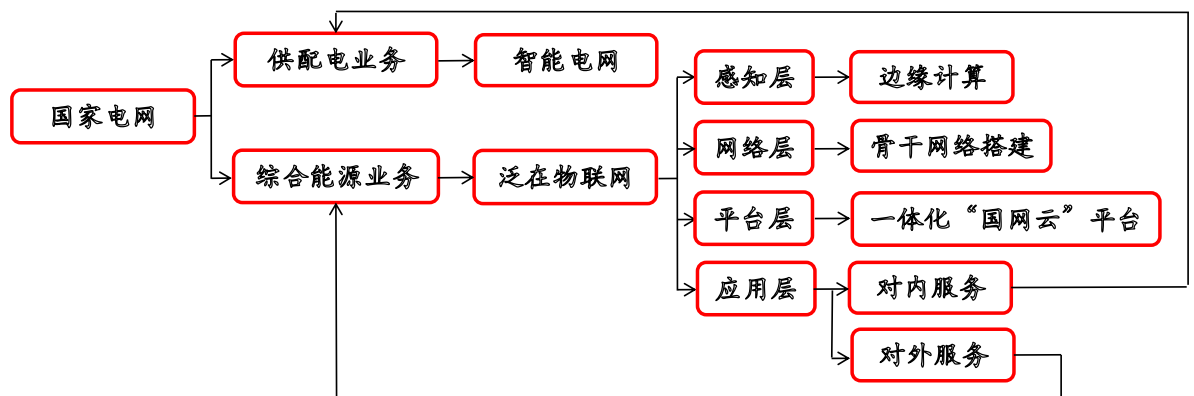
来源：岷江水电重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）、中泰证券研究所

泛在电力物联网本质：电改压力下国网计划转型综合能源服务商

前言：泛在电力物联网背后的深层逻辑

- 2019年3月，国家电网有限公司在“两会上”做出推进“三型两网”建设，加快打造具有全球竞争力的世界一流能源互联网企业的战略部署。其中，两网（智能电网、泛在电力物联网）共同构成能源互联网。透过各类文件纷繁复杂的内容，我们认为国网公司发展泛在电力物联网的本质有二：
 - 主网建设已基本符合坚强目标，而配网侧成长空间仍很大。自2009年国网提出建设“智能电网”以来已经十年过去，按照当时规划，2016-2020年（第三阶段）应建成统一的“坚强智能电网”。目前，主网侧在安全性、稳定性、可靠性等方面已基本已经符合坚强目标，智能电网建设基本进入到尾声阶段。相反，由于分布式能源大规模接入配电网、电动汽车飞速发展、用户用电需求逐渐多样化、用电负荷逐渐多样化等因素，配网侧、尤其是用户端仍有很多亟待解决和优化的问题。过去十年是主网建设为主，配网建设为辅，这导致当前配网侧仍有很大的成长空间。从这一层面看，智能电网向泛在电力物联网的过渡其实就是主网建设向配网建设的过渡。
 - 电改背景下国网输配电业务盈利能力预计大幅下滑，急需挖掘新的业绩增长点。当前国网每年的利润基本来自售电业务，从电力市场的发展看，在电改背景下假设未来售电侧放开，国网仅可收取输配电过程中的电力过网费，盈利能力大幅下滑是预期内的事情，因此急需挖掘新的业绩增长点。从这一层面看，智能电网向泛在电力物联网的过渡其实就是国网从单一售电商向综合能源服务商转型的过程。

图表 11：能源互联网架构梳理

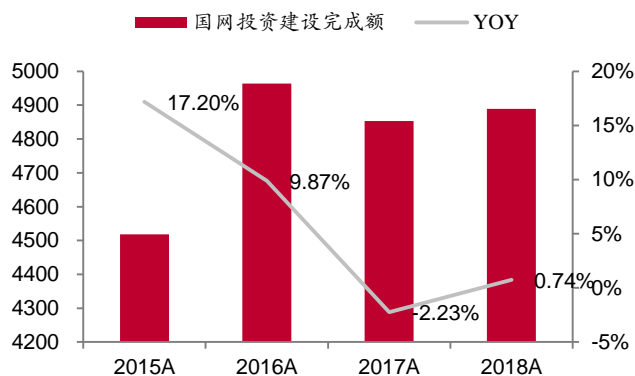


来源：中泰证券研究所

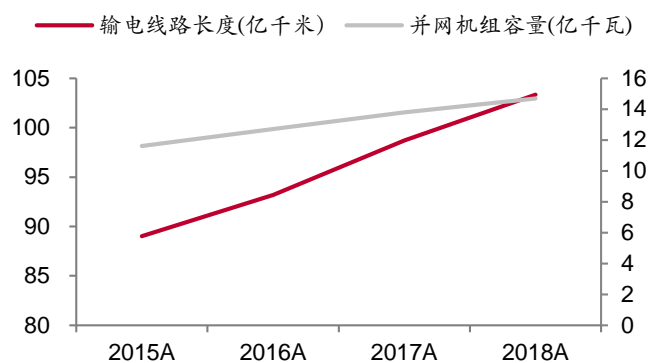
本质一：主网建设向配网（用户端）建设的转型

- 近年来电力建设持续稳步推进。随着社会用电需求稳步提升，国家电网自2016年以来近三年投资建设完成额基本稳定在4900亿元左右。在高额投资的驱动下，国网输电线路长度、并网机组容量均呈现稳步上升态

势。其中，输电线路长度从 2015 年的 89 亿千米上升至 2018 年的 103.34 亿千米，年复合增长率 3.8%；并网机组容量从 2015 年的 11.61 亿千瓦上升至 2018 年的 14.7 亿千瓦，年复合增长率 6.08%。

图表 12：国家电网投资建设完成额情况（亿元）


来源：国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

图表 13：国家电网输电线路长度及并网机组容量情况


来源：国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

■ **作为智能电网建设的核心，特高压建设接近尾声。**2009 年，国家电网第一次提出建设智能电网这一概念，随后国家电网于 2010 年发布了《国家电网智能化规划总报告》，将智能电网建设分为三个阶段：

- 规划试点阶段（2009-2010）：重点开展坚强智能电网发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发、设备研制及各环节的试点工作。
- 全面建设阶段（2011-2015）：**加快建设华北、华东、华中“三华”特高压同步电网**，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用。
- 引领提升阶段（2016-2020）：全面建成统一的坚强智能电网，技术和装备全面达到国际先进水平。

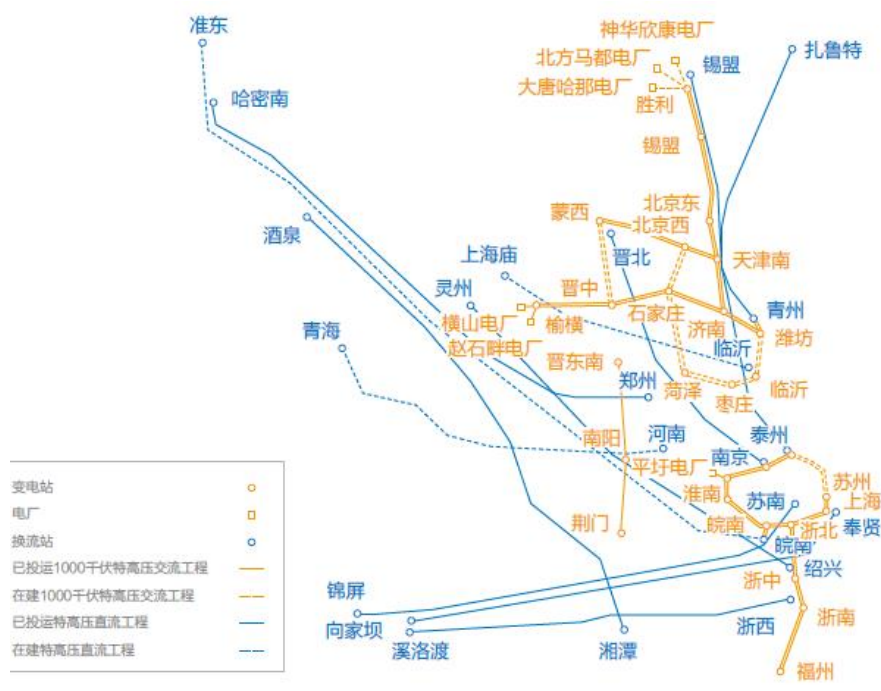
截至 2018 年末，国内已经累计建成“八交十直”特高压工程，在运在建线路长度 3.49 万千米、变电（换流）容量 3.61 亿千伏安（千瓦），跨省跨区输电能力 2.1 亿千瓦，累计输送电量 1.24 万亿千瓦时。目前国网已经成为世界上输电能力最强、新能源并网规模最大、安全运行记录最长的特大型电网。在经过近 10 年的不断发展后，特高压输电建设基本接近尾声，向上发展空间不大。

图表 14：智能电网三阶段规划

阶段	区间跨度	主要内容
规划试点阶段	2009-2010	重点开展坚强智能电网发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发、设备研制及各环节的试点工作
全面建设阶段	2011-2015	加快建设华北、华东、华中“三华”特高压同步电网，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用
引领提升阶段	2016-2020	全面建成统一的坚强智能电网，技术和装备全面达到国际先进水平

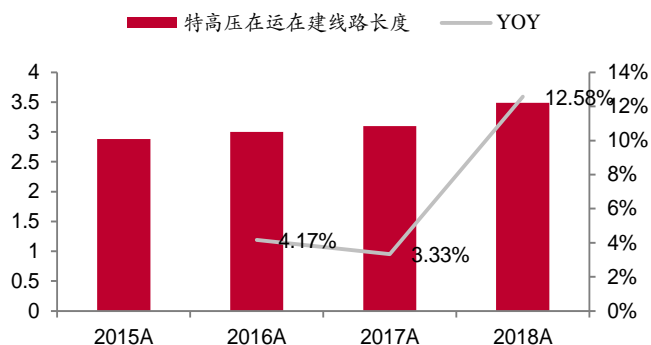
来源：国家电网智能化规划总报告、中泰证券研究所

图表 15: 特高压累计建成“八交十直”工程



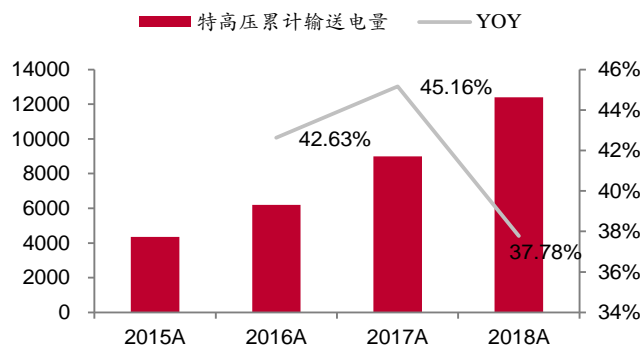
来源: 国家电网 2018 年社会责任报告、中泰证券研究所

图表 16: 国家电网特高压在运在建线路长度 (万千米)



来源: 国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

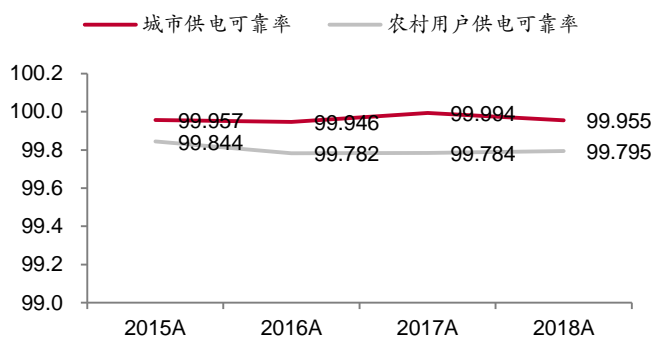
图表 17: 国家电网特高压累计输送电量 (亿千瓦时)



来源: 国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

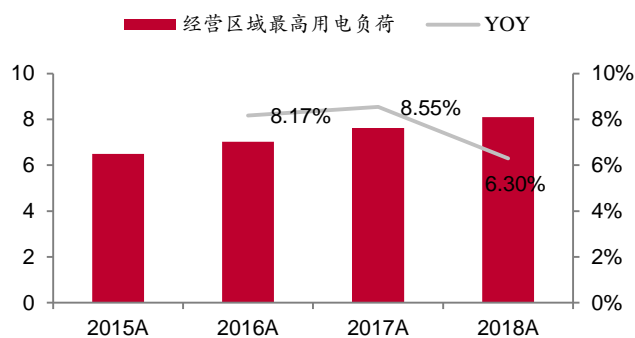
- **当前电网已足够“坚强”，建设“坚强”智能电网基本达标。**从国网社会责任报告中公布的数据看，近四年来国家电网经营区域内城市供电可靠率基本稳定在 99.95% 以上、农村用户供电可靠性基本稳定在 99.75% 以上。此外，国家电网经营区域内最高用电负荷从 2015 年的 6.49 亿千瓦上升至 2018 年的 8.1 亿千瓦，年复合增长率 5.7%。上述数据充分说明当前电网已经足够坚强，基本上达到了 2010 年提出的建设坚强智能电网目标，且无论在技术上还是在装备上均达到了国际先进水平、部分领域已经处于国际领先水平。

图表 18: 国家电网城市、农村用户供电可靠率 (%)



来源: 国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

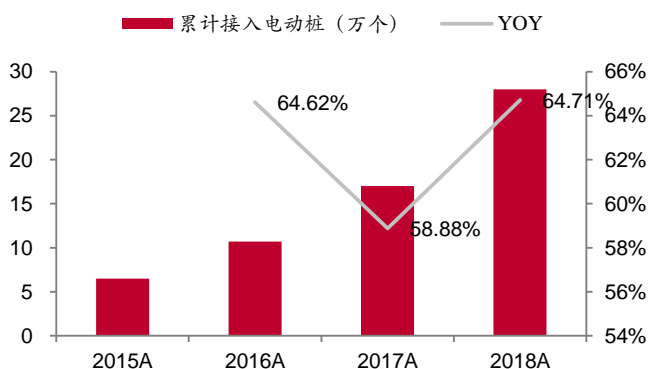
图表 19: 国家电网经营区域最高用电负荷 (亿千瓦)



来源: 国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

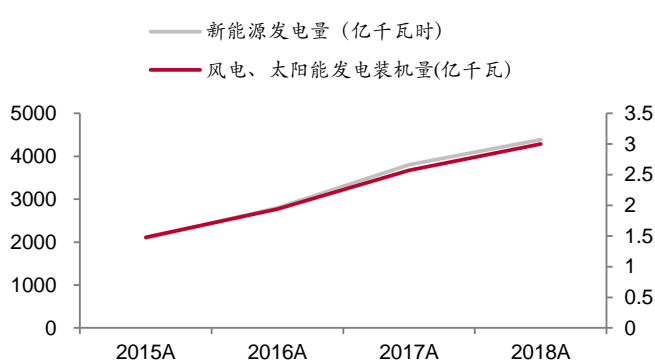
- 配网侧 (用户端) 成长空间很大。**从国家电网近年来各电压等级变压器容量数据看,近 4 年配电侧 (110KV) 复合增长率为 20.94%,增幅虽大于输电高压侧 (220KV、330KV 和 550KV),但远不及特高压侧 750KV (41.88%) 和 1000KV (122.48%) 的增幅,说明国网近年来的主要发展目标是建设特高压,给予配电侧的投资从绝对量上虽然也很多,但并不是发展的首要目标。与之相对应的,是近年来随着电动汽车的飞速发展、新能源装机量和并网发电量的显著上升,配网侧、尤其是用户端的提升变得越来越紧迫。从具体数据看,过去 4 年国网累计接入电动桩个数从 6.5 万个上升至 28 万个,年复合增长率高达 44%;国网风电、太阳能发电装机量从 1.48 亿千瓦上升至 3 亿千瓦,年复合增长率达到 19.32%;新能源发电量从 2088 亿千瓦时上升至 4390 亿千瓦时,年复合增长率达到 20.42%。
- 综上所述,**由于前期并非电网投资建设的主要目标而同期电动汽车、新能源发电的飞速增长却增加了配网侧建设的需求,因此当前配网侧的成长空间很大。在以特高压为建设重点的智能电网建设接近尾声的背景下,建设泛在电力物联网的本质其实就是国家电网从主网建设向配网建设的过渡。

图表 20: 国家电网累计接入电动桩个数情况



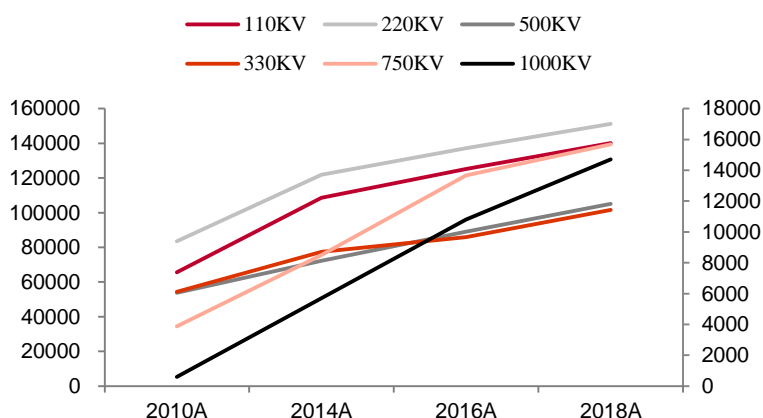
来源: 国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

图表 21: 国家电网新能源装机量及发电量情况



来源: 国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

图表 22：国家电网各电压等级变压器容量（万千瓦）及变化



来源：国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

本质二：国网从单一售电商向综合能源服务商的转型

- **电力市场改革进行时，输配电价改革有望持续深化。**自 2015 年关于进一步深化电力体制改革的若干意见（中发〔2015〕9 号）文下发后，国内电力市场改革开始掀起新一轮高潮，输配电价改革不断进行。截至 2018 年末，国家电网已经配合完成 26 个省级电网（除西藏外）、5 个区域电网输配电价、20 条跨省跨区专项工程输电价格核定并落地实施，全面完成了首轮输配电价改革，建立了覆盖各级电网科学独立的输配电价机制。未来随着电改的继续进行，输配电价改革有望持续深化，输配电价预计将继续朝着准许成本加合理收益的定价方式继续发展。

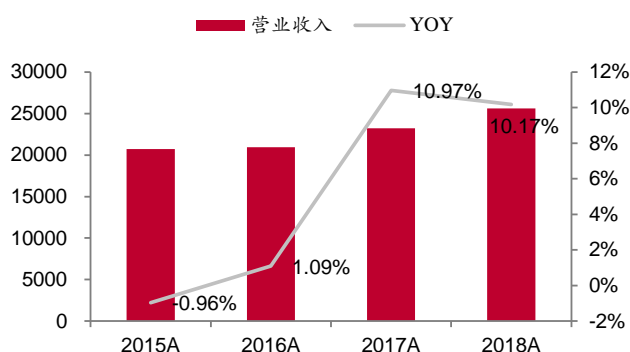
图表 23：2015 年以来电力改革相关政策及文件梳理

时间	文件名称
2015/4/13	《关于贯彻中发[2015]9 号文件精神加快推进输配电价改革的通知》
2015/6/19	《输配电定价成本监审办法（试行）》
2016/3/14	《关于扩大输配电价改革试点范围有关事项的通知》
2016/9/19	《关于全面推进输配电价改革试点有关事项的通知》
2016/12/22	《省级电网输配电价定价办法(试行)》
2017/8/16	《关于全面推进跨省跨区和区域电网输电价格改革工作的通知》
2018/1/3	《区域电网输电价格定价办法（试行）》
2018/1/3	《关于制定地方电网和增量配电网配电价格的指导意见》
2018/1/3	《跨省跨区专项工程输电价格定价办法（试行）》
2018/8/27	《关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知》
2019/1/5	《关于进一步推进增量配电业务改革的通知》
2019/3/27	《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》
2019/3/29	《国家发展改革委部署加快清理规范转供电环节加价，打通降低一般工商业电价“最后一公里”》工作会议

来源：中泰证券研究所

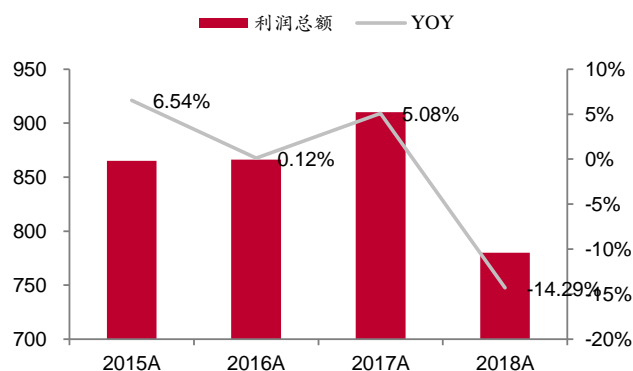
- 受电力改革影响，国网业绩下滑严重，急需寻找新的业绩增长点。国家电网近三年营业收入呈现持续增长态势，尤其 2017、2018 年增幅达到 10% 以上。但从利润总额数据看，国网盈利能力整体呈现下滑态势，2018 年利润总额同比下降了 14.29%。从售电量数据看，2018 年国网售电量不但没有下降，反而增长了 9.43%，因此我们分析造成国网盈利能力下滑的主要原因应该是下调输配电价导致的利润减少。从当前时点看，未来随着输配电价改革不断落地、电力市场改革持续深化，国网的角色将更趋于“管道化”（即仅收取电力过网费），盈利能力持续下滑是预期内的事情，因此急需挖掘新的业绩增长点。

图表 24: 2015-2018 国家电网营业收入 (亿元)



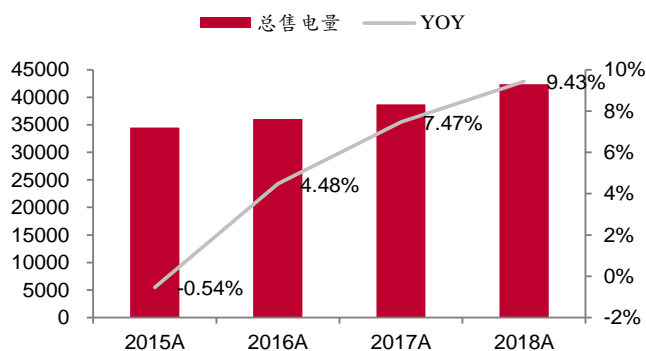
来源：国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

图表 25: 2015-2018 国家电网利润总额 (亿元)



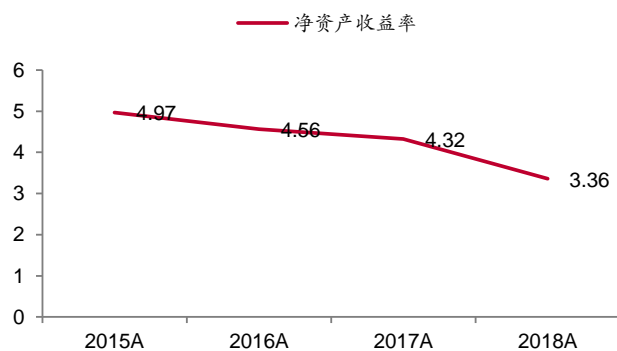
来源：国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

图表 26: 2015-2018 国家电网售电量 (万亿千瓦时)



来源：国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

图表 27: 2015-2018 国家电网净资产收益率 (%)

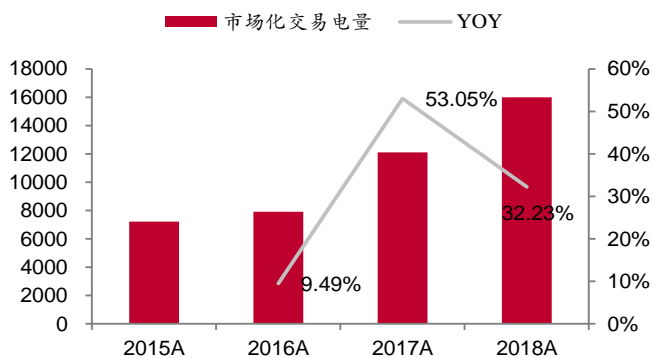


来源：国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

- 布局转型综合能源服务商、未来业务年营收有望持续翻倍增长。在提出泛在电力物联网概念前，国网就针对综合能效服务、供冷供热供电多能服务、分布式清洁能源服务和专属电动汽车服务等四大重点业务领域进行了布局。2018 年国网综合能源业务实现收入 49 亿元，同比大幅上升 133%。根据 2018 年 2 月国网发布的《推进综合能源服务业务发展 2019-2020 年行动计划》，2019、2020 年国网计划实现综合能源业务收入分别为 95 亿元和 190 亿元，将分别同比增长 94% 和 100%，即实现年收入翻倍增长。
- 综上所述，从电力市场的发展看，在电改背景下假设未来售电侧放开，

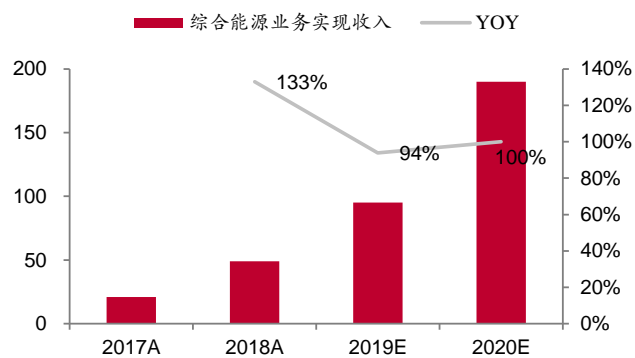
国网仅收取输配电过程中的电力过网费，盈利能力大幅下滑是预期内的事情，因此急需挖掘新的业绩增长点。从这一层面看，智能电网向泛在电力物联网的过渡其实就是国网从单一售电商向综合能源服务商转型的过程。

图表 28: 国家电网市场化交易电量情况 (亿千瓦时)



来源: 国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

图表 29: 国家电网综合能源业务实现收入额 (亿元)



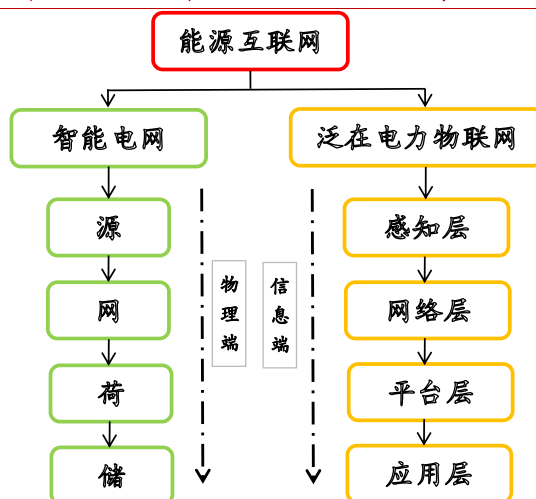
来源: 国家电网社会责任报告、中泰证券研究所

拟注入资产：有望随泛在电力物联网发展持续受益

概述：泛在电力物联网的概念及内容

- 与智能电网共同组成能源互联网。2019年3月，国家电网有限公司在“两会上”做出推进“三型两网”建设，加快打造具有全球竞争力的世界一流能源互联网企业的战略部署。其中，两网分别为坚强智能电网和泛在电力物联网，二者共同构成能源互联网，三型指的则是枢纽型、平台型、共享型。两网是基础、三型是特征。
- 智能电网是物理端，泛在电力物联网是信息端。从内容上看，智能电网是能源互联网的物理端，包括电力系统中的源、网、荷、储等要素；泛在电力物联网是能源互联网的信息端，包括感知层、网络层、平台层和应用层，二者的结合是未来国网公司开展对内业务（企业运营、电网运行、客户服务）和对外业务（综合能源服务、虚拟电厂、能源金融等）的基础。

图表 30：智能电网、泛在电力物联网分别代表物理端和信息端

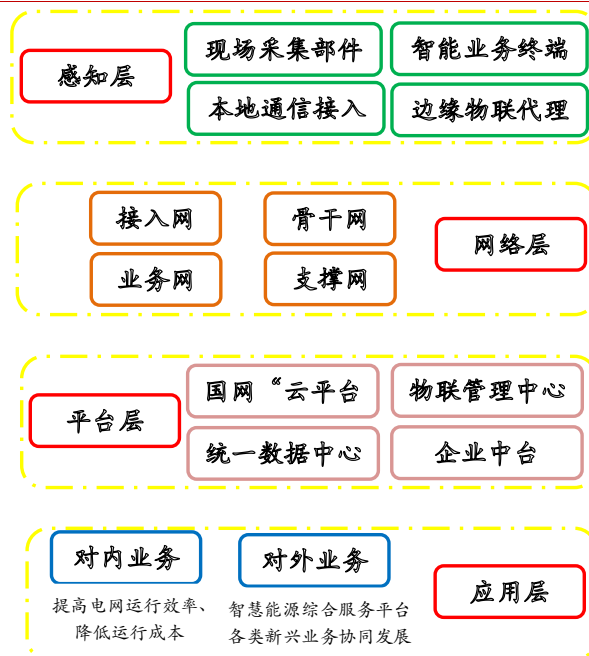


来源：国家电网泛在电力物联网建设大纲、中泰证券研究所

- 所谓泛在物联是指任何时间、任何地点、任何人、任何物之间的信息连接和交互，泛在电力物联网是泛在物联网在电力行业的具体表现形式和应用落地，其主要目的是将电力及其设备、电网企业及其设备、发电企业及其设备、供应商及其设备、以及人和物连接起来，产生共享数据，为用户、电网、发电、供应商和政府社会服务；以电网为枢纽、发挥平台和共享作用，为全行业 and 更多市场主题发展创造更大机遇，提供价值服务。
- 泛在电力物联网的基础支撑包括：感知层、网络层、平台层和应用层，我们详细梳理了各层的主要内容：
 - 感知层：重点是统一终端标准，推动跨专业数据同源采集，实现配电网侧、用电侧采集监控深度覆盖、提升终端智能化和边缘计算水平。主要内容包包括现场采集部件、智能业务终端、本地通信接入、边缘物联代理。
 - 网络层：重点是推进电力无限专网和终端通信建设，增强带宽，实现深度全覆盖、满足新兴业务发展需要。主要内容包包括接入网、骨

- 干网、业务网、支撑网。
- **平台层：**重点是实现超大规模终端统一物联管理，深化全业务统一数据中心建设，推广“国网云”平台建设和应用，提升数据高效处理和云雾协同能力。**主要内容是一体化“国网云”平台、物联管理中心、全业务统一数据中心、企业中台。**
 - **应用层：**重点是全面支撑核心业务智慧化运营，全面服务能源互联网生态，促进管理提升和业务转型。**主要内容包括对内业务和对外业务。**其中，**对内业务**的目标是提升电网的运行效率、降低电网的运行成本；**对外业务**的目标是建成“一站式服务”的**智慧能源综合服务平台**，各类新兴业务协同发展，形成“一体化联动”的能源互联网生态圈；在综合能源服务等领域处于引领位置，新兴业务成为公司主要利润增长点。

图表 31： 泛在电力物联网架构



来源：国家电网泛在电力物联网建设大纲、中泰证券研究所

拟注入资产主营业务匹配泛在电力物联网建设内容

- **能源行业存在壁垒、准入标准较为严格。**由于能源行业具有高度专业化的特点，因此客户一般要求供应商有行业内相关产品销售历史。新进入者较难形成历史业绩，在市场影响力、品牌知名度方面存在一定的劣势，行业壁垒较为明显。由于国内暂未建设成熟的电力市场化机制，因此电力行业相比其他能源行业而言，市场的准入标准要更为严格。从过往经验看，国家电网的重点项目建设基本上都由其下属企业（或由下属企业进行招标然后与其他企业进行合作）完成。
- **国网信产集团对接国家电网信息通信业务。**国网信产集团的主营业务包括智能芯片、信息通信设备、平台及基础软件、企业管理信息化、生产经营信息化、信息安全、系统集成、系统运维以及咨询服务等，打造了芯片及终端设备、通信、云服务、大数据及人工智能、管理信息化、北

斗及地理信息服务、网络及信息安全、综合能源管控等业务领域，构建了涵盖芯片、通信、信息、数据、集成、咨询的信息通信产业链。目前，信产集团已经成为国内能源行业最大的信息通信技术、产品及服务提供商，对接了国家电网大部分的信息通信业务。

- 拟注入资产匹配泛在电力物联网建设内容。拟注入岷江水电的四家公司的主营业务基本均与云网融合有关，而云网融合的体系、架构、内容又与泛在电力物联网建设的体系、架构、内容较为吻合，我们对四家公司的主营业务进行了梳理：

- 中电普华：

- ✓ 电力营销：主要面向最终用户（家庭用户和企事业单位等）提供售电服务，主要销售“互联网+电力营销”系列产品，是国家电网公司电力营销业务信息化建设的主要力量。契合泛在电力物联网应用层建设内容。
- ✓ ERP（企业管理系统）：主要提供ERP咨询、设计、实施服务，是国家电网公司ERP建设的主要力量，全面深度参与国家电网公司ERP项目建设。契合泛在电力物联网应用层建设内容。
- ✓ 云应用平台、分布式服务总线、云操作系统：主要提供标准化或定制化的云平台产品，并提供企业级云的规划设计、集成实施等技术服务。承建的“国家电网一体化云平台”，已覆盖国家电网公司所属各省（市）公司。契合泛在电力物联网平台层建设内容。

- 中电启明星：

- ✓ 企业门户：主要为客户提供企业门户产品及定制化服务，产品主要包括企业门户可视化展示、智能搜索、企业知识库和访问权限管理等产品。契合泛在电力物联网应用层建设内容。
- ✓ 能源交易：面向水、电、气、热等相关能源交易和增值服务的运营平台。主要提供交易撮合、智能合约、交易结算、信息发布等功能和相关增值服务，为长期能源交易、竞价策略研究、偏差考核等业务提供支撑。契合泛在电力物联网应用层建设内容。
- ✓ 云应用中间件：重点提供标准云平台组件产品及定制化服务，基于自主研发的计算虚拟化、存储虚拟化、网络虚拟化等组件产品，为企业提供安全高效的云网基础设施管理整体解决方案。目前相关产品和方案已全面应用于国家电网公司数据中心和各省（市）公司。契合泛在电力物联网平台层建设内容。

- 继远软件：

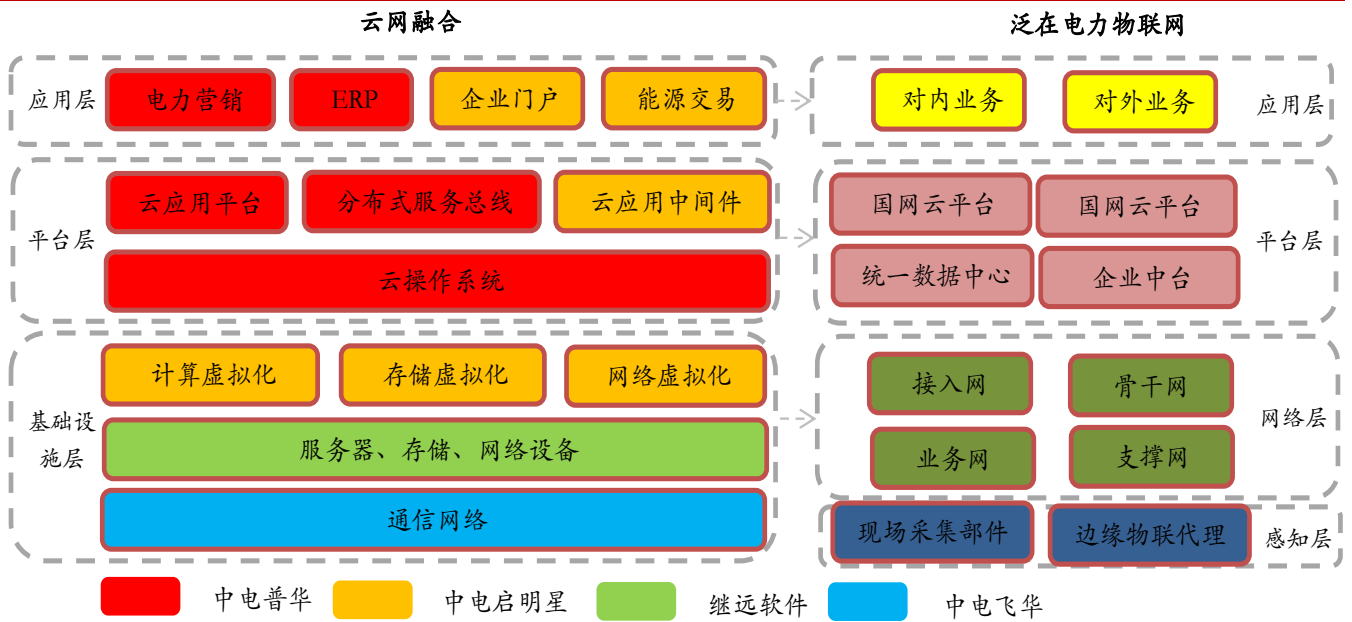
- ✓ 服务器、存储、网络设备：作为电力行业重要的信息通信基础设施建设服务商，重点为行业用户提供包含服务器、网络、存储、安全等底层基础设施的集成和建设，以及IT架构规划设计、IT资源云化等服务。契合泛在电力物联网网络层建设内容。

- 中电飞华：

- ✓ 通信网络：重点提供通信网络集成、电视电话会议系统建设、智能楼宇工程等服务。电力无线专网建设是中电飞华的重点业务，中电飞华牵头承担了国家电网公司电力无线专网顶层设计规划及试点建设工作，向用户提供规划咨询、工程设计、定制

化产品、工程建设、运维等一站式服务，契合泛在电力物联网网络层建设内容。

图表 32：拟注入资产业务匹配泛在电力物联网建设内容示意图



来源：公司公告、国家电网泛在电力物联网建设大纲、中泰证券研究所

投资策略：给予“买入”评级

- 我们预计未来随着泛在电力物联网建设持续深入，公司拟收购资产有望因此受益，业绩预计将迎来持续大幅提升。我们测算公司（重组前）2019-2021年EPS分别为0.28、0.27、0.27元，当前股价对应PE分别为71.9X/75.9X/74.8X，给予公司“买入”评级。

图表 33：岷江水电利润表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	822	1,121	1,125	1,125	1,126
增长率	-27.7%	36.5%	0.4%	0.0%	0.0%
营业成本	-710	-940	-944	-943	-943
%销售收入	86.5%	83.8%	83.9%	83.8%	83.8%
毛利	111	181	181	182	182
%销售收入	13.5%	16.2%	16.1%	16.2%	16.2%
营业税金及附加	-7	-12	-11	-11	-11
%销售收入	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-8	-5	-6	-6	-6
%销售收入	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-65	-77	-79	-77	-75
%销售收入	7.9%	6.8%	7.0%	6.9%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	32	87	86	88	90
%销售收入	3.9%	7.8%	7.6%	7.8%	8.0%
财务费用	-47	-44	-50	-50	-50
%销售收入	5.8%	3.9%	4.4%	4.4%	4.4%
资产减值损失	5	26	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	93	105	105	105	105
%税前利润	108.9%	67.0%	66.6%	70.1%	69.1%
营业利润	82	175	146	148	151
营业利润率	10.0%	15.6%	13.0%	13.2%	13.4%
营业外收支	3	-18	12	2	2
税前利润	85	157	158	150	153
利润率	10.4%	14.0%	14.1%	13.4%	13.6%
所得税	0	-6	-7	-7	-7
所得税率	0.1%	3.9%	4.7%	4.7%	4.7%
净利润	78	102	141	133	135
少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	80	103	142	135	137
净利率	9.7%	9.2%	12.7%	12.0%	12.2%

资产负债表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	144	221	222	222	222
应收款项	6	4	6	5	2
存货	1	1	1	1	1
其他流动资产	5	3	5	3	5
流动资产	156	229	233	231	229
%总资产	6.6%	9.5%	8.9%	8.1%	7.6%
长期投资	467	488	508	528	548
固定资产	1,617	1,333	1,450	1,557	1,652
%总资产	68.0%	55.6%	55.1%	54.9%	54.6%
无形资产	23	22	26	30	34
非流动资产	2,223	2,169	2,398	2,607	2,794
%总资产	93.4%	90.5%	91.1%	91.9%	92.4%
资产总计	2,379	2,398	2,632	2,837	3,023
短期借款	100	0	93	183	274
应付款项	199	241	178	178	157
其他流动负债	152	157	160	164	168
流动负债	451	398	431	525	600
长期贷款	722	692	692	692	692
其他长期负债	63	83	84	86	88
负债	1,236	1,173	1,208	1,303	1,380
普通股股东权益	1,151	1,218	1,419	1,531	1,641
少数股东权益	-8	7	5	4	2
负债股东权益合计	2,379	2,398	2,632	2,837	3,023

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.16	0.20	0.28	0.27	0.27
每股净资产(元)	2.28	2.42	2.81	3.04	3.26
每股经营现金净流(元)	0.30	0.52	0.30	0.46	0.47
每股股利(元)	0.05	0.05	0.08	0.08	0.08
回报率					
净资产收益率	6.95%	8.44%	10.04%	8.81%	8.35%
总资产收益率	3.29%	4.24%	5.35%	4.70%	4.48%
投入资本收益率	6.70%	8.46%	10.01%	8.71%	8.03%
增长率					
营业总收入增长率	-27.72%	36.47%	0.35%	0.02%	0.02%
EBIT增长率	-45.12%	38.91%	12.15%	1.17%	1.16%
净利润增长率	-51.23%	28.53%	38.45%	-5.28%	1.55%
总资产增长率	0.00%	0.79%	9.74%	7.82%	6.55%
资产管理能力					
应收账款周转天数	4.0	1.1	1.0	1.2	0.6
存货周转天数	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应付账款周转天数	57.0	40.7	40.0	38.0	36.0
固定资产周转天数	673.4	473.6	445.2	480.8	513.0
偿债能力					
净负债/股东权益	64.28%	49.25%	48.88%	51.25%	53.40%
EBIT利息保障倍数	2.5	3.8	3.7	3.8	3.8
资产负债率	51.96%	48.92%	45.90%	45.92%	45.65%

现金流量表（人民币百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	78	102	141	133	135
加：折旧和摊销	110	99	128	149	170
资产减值准备	5	26	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	48	44	50	50	50
投资收益	-93	-105	-105	-105	-105
少数股东损益	-2	-1	-2	-2	-2
营运资金的变动	-50	120	-64	5	-15
经营活动现金净流	153	264	150	232	235
固定资本投资	11	69	-350	-350	-350
投资活动现金净流	-25	7	-250	-250	-250
股利分配	-25	-25	-43	-40	-41
其他	-93	-169	143	58	55
筹资活动现金净流	-118	-194	101	18	14
现金净流量	10	77	1	0	0

来源：中泰证券研究所

风险提示

- **（1）资产置换失败风险。**目前，公司重大资产置换及发行股份购买资产预案还未获证监会批准，存在失败可能性。
- **（2）泛在电力物联网建设不及预期风险。**泛在电力物联网概念于 2019 年 3 月刚刚提出，规划 2019-2021 年为初步建设阶段，但目前暂无明确项目落地，后续存在建设不及预期风险。
- **（3）拟注入资产与泛在电力物联网无关风险。**虽然公司拟注入资产为国网信产集团资产，但目前国网并未有文件说明拟注入资产与泛在电力物联网相关，因此存在相关风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。