

文山发售电一体化公司, 积极开展配售电业务

投资要点

- **云南文山发售电一体化公司。**公司2004年上市, 具备地方电网资源, 主营发售电业务, 拥有约11万千瓦的小水电装机, 以售电业务为主, 实现对云南省文山州内文山、砚山、丘北、富宁和西畴等五个市县直供电; 受云南电网委托管理文山州内马关、麻栗坡供电局的资产, 开展对州内广南县, 对外省的广西电网百色供电局、广西德保、那坡两县的趸售电服务。公司2016-2018年实现供电量为49.7、55.0和59.8亿千瓦时, 公司自发电利用率高, 量较为稳定约6-7亿千瓦时/年, 约85%以上供电来自外购省网及地方水电, 外购电占比较高。
- **2018年业绩创近年来新高。**公司2016-2018年营收18.4、20.4和20.3亿元, 同比增长-6.0%、10.8%和-0.5%; 归母净利润1.6、1.6和3.0亿元, 同比增长54.5%、-1.7%和89.0%。2019Q1实现营收5.6亿元(+0.47%), 实现归母净利润1.7亿元(-7.2%), 虽略有所下滑, 但由于2018年基数高, 整体看来水及发电情况1季度业绩仍处于高位, 公司总体业绩稳中有升。2016-2018年毛利率分别为23.0%、26.2%和30.0%, 逐年有所提高; 费用率管控良好, 平均约12%。
- **积极开展配售电业务。**除发售电业务外, 公司积极开展相关的电力勘察设计及配售电服务等业务。控股文山文电开展电力设计、勘察等业务; 控股文电能源开展增量配售电及综合能源服务等业务; 参股深圳前海蛇口自贸区供电有限公司。配售电业务已成为公司重要的业务构成及增长点。
- **随着国改电改推进, 有望受益。**公司实际控制人为南方电网, 是南网旗下唯一上市公司平台, 集团下辖资产包括云南国际等优质资产, 在国企改革及电力改革推进下, 公司或有望受益。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.58、0.60和0.62元, 对应PE分别为14X、13X和13X; 公司业绩表现较好, 且为南网旗下唯一上市平台; 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 电价下行风险; 来水波动风险; 国改电改低于预期风险等。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2025.33	2117.08	2197.02	2270.15
增长率	-0.46%	4.53%	3.78%	3.33%
归属母公司净利润(百万元)	296.15	277.41	287.98	297.28
增长率	88.99%	-6.33%	3.81%	3.23%
每股收益EPS(元)	0.62	0.58	0.60	0.62
净资产收益率ROE	15.19%	12.79%	12.00%	11.26%
PE	13	14	13	13
PB	1.95	1.75	1.58	1.44

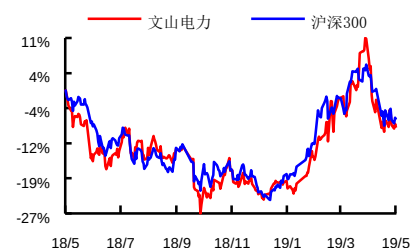
数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 沈猛
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.79
流通A股(亿股)	4.79
52周内股价区间(元)	6.26-9.55
总市值(亿元)	37.66
总资产(亿元)	29.01
每股净资产(元)	4.44

相关研究

目 录

1 云南发售电一体化公司，南网为实控人.....	1
2 盈利能力创历史新高	2
3 聚焦主业，售电量有望持续增长	3
4 积极拓展配售电业务	8
5 分红率稳定，股息率持续增长	8
6 盈利预测与估值.....	9
7 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (2018 年年报披露)	1
图 2: 公司营收情况 (单位: 亿元)	2
图 3: 公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	2
图 4: 公司毛利率情况 (%)	3
图 5: 公司费用率情况	3
图 6: 公司主营业务情况 (单位: 百万元)	3
图 7: 2018 年公司主营业务占比	3
图 8: 公司各项业务毛利占比情况 (单位: 万元)	4
图 9: 2018 年公司毛利构成占比	4
图 10: 公司直供电和趸售电量详情 (亿千瓦时)	5
图 11: 2018 年直供电和趸售电量占比	5
图 12: 趸售电中供广西和供省内电量详情 (亿度)	5
图 13: 2018 年趸售电中供广西和供省内电量占比	5
图 14: 电源结构详细情况 (亿度)	7
图 15: 2018 年电源结构占比	7
图 16: 外购电量中来源情况 (亿度)	7
图 17: 外购电量来源占比	7

表 目 录

表 1: 公司股东情况	1
表 2: 公司业务毛利率情况 (%)	4
表 3: 公司售电量情况 (单位: 亿千瓦时)	4
表 4: 公司售电业务细分客户情况	5
表 5: 公司自有电站装机情况	6
表 6: 公司电源拆分	7
表 7: 公司售电成本、单价等拆分测算	8
表 8: 公司股息率情况	8
表 9: 分业务收入及毛利率	9
表 10: 同行业估值对比	10
附表: 财务预测与估值	11

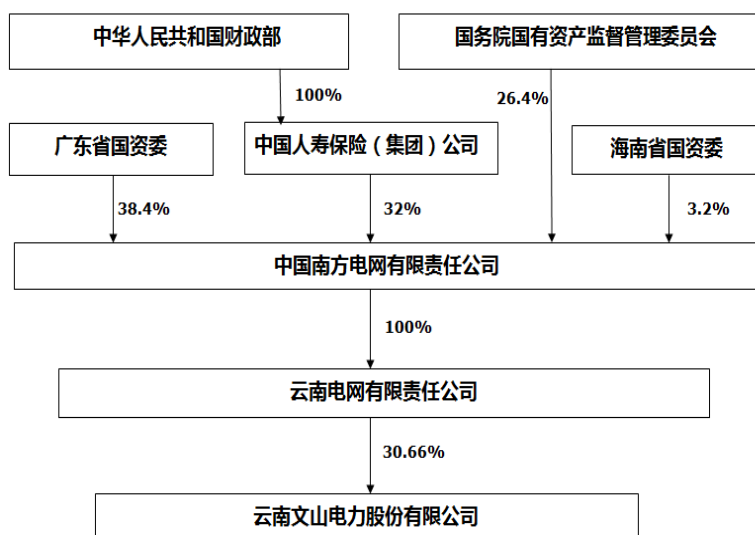
1 云南发售电一体化公司，南网为实控人

公司创立于 1997 年，2004 年上市，主要负责文山州内文山、砚山、丘北、富宁和西畴等五个市县的直供电服务；同时受云南电网委托，对文山州内马关、麻栗坡两家县级供电局的资产和业务进行管理，负责州内广南县的趸售电服务，开展对广西电网百色供电局、广西德保、那坡两县的趸售电服务，总共经营约 11 万千瓦的小水电发电业务。

公司盈利模式以自发电及赚取趸售电力供销价差；此外，全资控股文山文电设计公司，开展电力设计、勘察等业务；全资控股云南文电能源公司，开展增量配售电、综合能源服务等业务获取部分电力配套业务利润。

截止 2019 年一季度公司总股本 4.79 亿股，公司控股股东为云南电网，持股比例 30.66%，实际控制人为南方电网，是南网旗下唯一上市公司平台，下辖资产包括云南国际等优质资产，在国企改革推进下，公司或有望受益于南网的国企改革。

图 1：公司股权结构（2018 年年报披露）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	云南电网有限责任公司	146,719,000	0	30.66
2	云南省地方电力实业开发公司	6,480,000	0	1.35
3	东方电气投资管理有限公司	5,649,100	0	1.18
4	左军	2,324,900	0	0.49
5	施皓天	2,294,636	0	0.48
6	苏晋滨	2,073,500	-92,700	0.43
7	魏玉芳	1,788,000	-342,100	0.37
8	赵丽萍	1,544,261	0	0.32
9	中国工商银行股份有限公司-银河现代服务主题灵活配置混合型证券投资基金	1,500,000	0	0.31

排名	股东名称	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
10	刁金良	1,456,200	0	0.30
	合 计	171,829,597		35.89

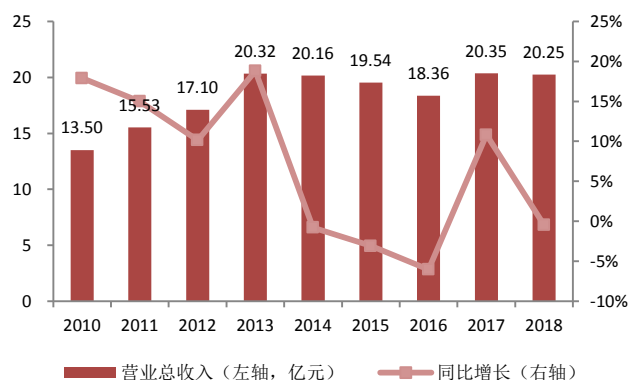
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利能力创历史新高

公司 2016-2018 年营收 18.4、20.4 和 20.3 亿元，同比增长-6.0%、10.8%和-0.5%。实现归母净利润 1.6、1.6 和 3.0 亿元，同比增长 54.5%、-1.7%和 89.0%。2018 年利润大幅增长主要系自发电量处于历史高位增长较多、利用小时数高以及外购电成本下降较大等综合因素所致，出现了近几年来利润最高点。

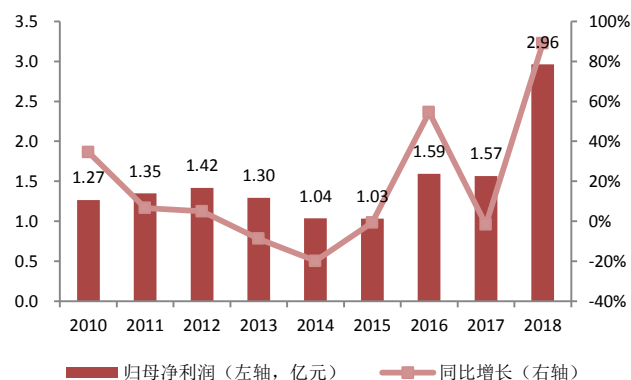
2019 年 1 季度，公司实现营收 5.6 亿元，同比增长 0.5%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比下滑 7.2%，虽有所下滑，但由 2018 年基数高，整体看来水及发电情况，公司 1 季度业绩仍处于高位。

图 2：公司营收情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司归母净利润情况（单位：亿元）

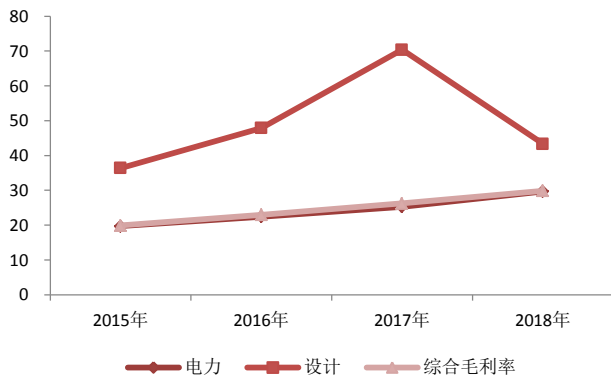


数据来源：公司公告，西南证券整理

2016-2018 年公司毛利率分别为 23.0%、26.2%和 30.0%，逐年有一定提高；其中电力业务毛利率影响占比最大，2016-2018 年毛利率为 22.4%、25.3%和 29.7%，电力勘察业务面临较激烈市场竞争，与获取项目质量有关，呈现一定波动，2016-2018 年毛利率为 47.9%、70.4%和 43.3%。

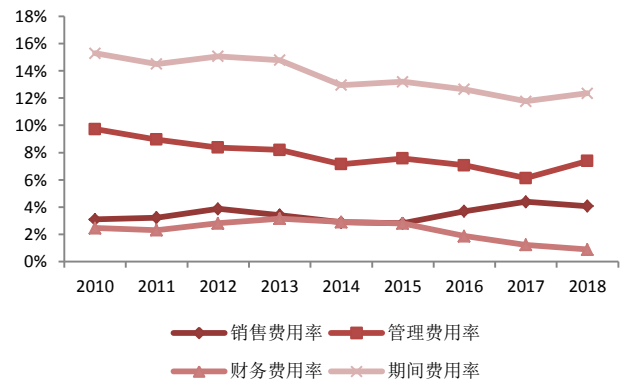
从费用看，公司 2016-2018 年期间费用率分别为 12.7%、11.8%和 12.4%，费用管控良好，基本稳定。

图 4：公司毛利率情况 (%)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司费用率情况

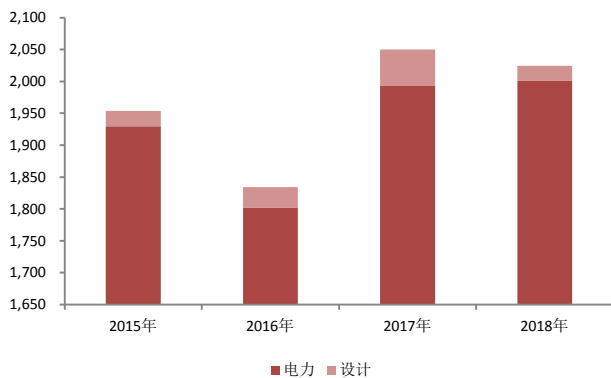


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 聚焦主业，售电量有望持续增长

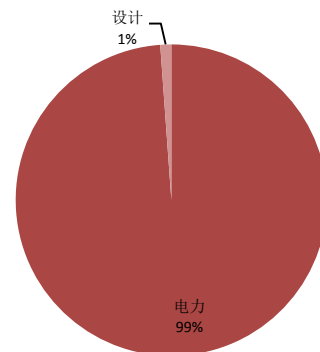
公司主营业务为发售电和勘察设计，2018 年发售电业务实现营收 20 亿元，同比增长 0.4%，占总营收的 99%，实现毛利 5.9 亿元，占总毛利 98%；勘察设计业务实现营收 2311 万元，同比下滑 59.8%，占总营收的 1%，实现毛利 1002 万元，占比总毛利 2%。发售电业务是公司最主要收入及利润来源。

图 6：公司主营业务情况 (单位：百万元)



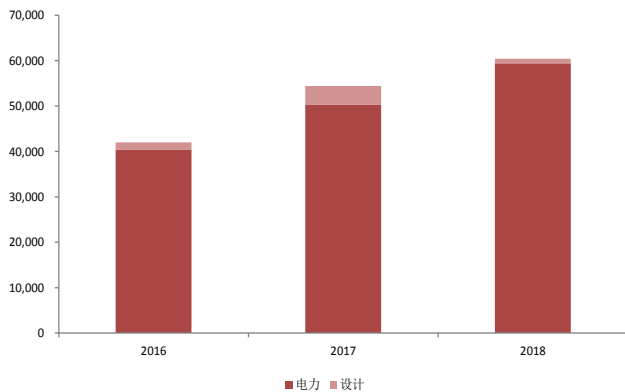
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2018 年公司主营业务占比



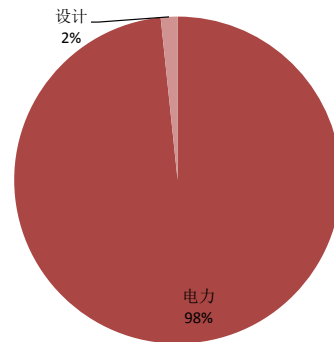
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司各项业务毛利占比情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2018 年公司毛利构成占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司业务毛利率情况(%)

毛利率	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
电力	19.70	22.43	25.26	29.69
设计	36.39	47.92	70.38	43.34
综合毛利率	19.91	22.98	26.24	29.88

数据来源：公司公告，西南证券整理

售电量稳健增长

2016-2018 年公司发售电规模稳步增长，2018 年完成供电量 59.8 亿千瓦时，同比增加 4.8 亿千瓦时，增长 8.7%；售电量 57.2 亿千瓦时，同比增加 4.6 亿千瓦时，增长 8.8%。2019 年 1 季度自发电量 1.8 亿千瓦时（-5.2%），售电量 14.4 亿千瓦时（1.8%）。公司计划 2019 年完成售电量 59.0 亿千瓦时，发电量 6.1 亿千瓦。发售电业务计划保持稳健增长。

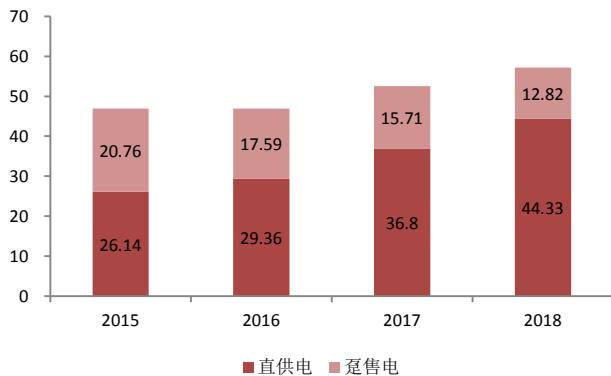
表 3：公司售电量情况（单位：亿千瓦时）

项目	2015	2016	2017	2018
供电量	48.55	49.71	55.03	59.83
售电量	46.9	46.95	52.51	57.16

数据来源：公司公告，西南证券整理

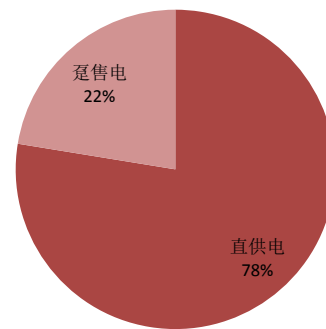
拆分售电业务结构来看，公司售电业务分为直供电和趸售电，其中直供文山州内文山、砚山、丘北、富宁和西畴等五个市县；趸售电包含趸售马关、麻栗坡、广南三县；趸售广西；通过省网售平远；趸售省网四种方式。**具体量来看**，2018 年直供电量 44.3 亿千瓦时，同比增加 7.5 亿千瓦时，增长 20.5%；趸售电量 12.8 亿千瓦时，同比减少 2.9 亿千瓦时，下降 18.4%。

图 10: 公司直供电和复售电量详情 (亿千瓦时)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 2018 年直供电和复售电量占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

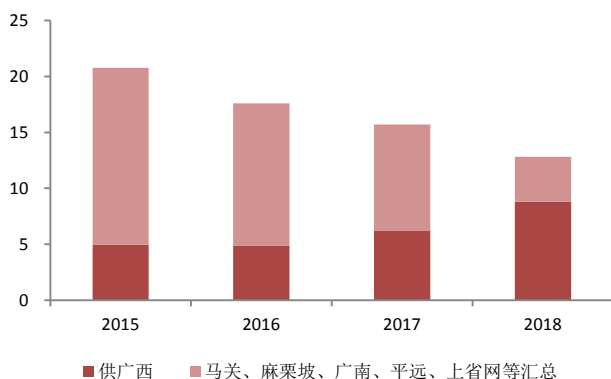
进一步细分来看, 直供电中, 2018 年城乡居民生活用电占总售电量的 16.4%, 一般工商业用电占比 10.9%, 大工业客户用电占比 49.7%, 大工业客户为主要售电客户。复售电中, 2018 年供广西占比 15.4%, 供马关、麻栗坡、广南三县以及供平远和供省网三块占比 7.0%。同时, 供广西的复售电量 2016-2018 年分别为 4.9、6.2 和 8.8 亿千瓦时, 呈现逐年递增的趋势。马关、麻栗坡、广南、平远和供省网等省内复售电量 2016-2018 年分别为 12.7、9.5 和 4.0 亿千瓦时, 呈现减少趋势。

表 4: 公司售电业务细分客户情况

用电类别	2018 年占比 (%)	2017 年占比 (%)	备注
城乡居民生活用电	16.36	14.56	
一般工商业	10.90	9.52	含原非居民照明、商业、非工业、普通工业类用电
大工业	49.69	39.37	含铁合金、电石及其他大工业
复售	22.43	35.92	含复售马关、麻栗坡、广南三县; 复售广西; 通过省网售平远; 复售省网
其他类用电	0.62	0.63	含农业生产、农排等
合计	100	100	

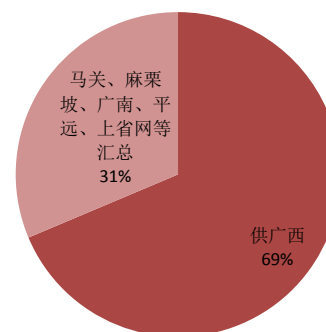
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 复售电中供广西和供省内电量详情 (亿度)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 2018 年复售电中供广西和供省内电量占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

根据《2018 年文山州能源生产消费报告》，文山州 2018 年累计发电量 99.0 亿千瓦时，同比增长 12.18%，全州全社会用电量 73.1 亿千瓦时，同比增长 15.6%，电力市场处于供过于求的状态，当地水电需要外送，电源充足。

文山州经济发展稳中向好，工业发展较快，全社会用电及工业用电保持 15% 左右的快速增长。2018 年全社会用电量 73.09 亿千瓦时，同比增长 15.6%，其中第一产业用电 0.67 亿千瓦时，同比增长 2.9%；第二产业用电 50.7 亿千瓦时，同比增长 14.8%；第二产业中工业用电量 49.4 亿千瓦时，同比增长 14.5%；第三产业用电 8.9 亿千瓦时，同比增长 22.5%；城乡居民用电 12.8 亿千瓦时，同比增长 15.3%。文山州用电量增长有望带动公司售电业务稳定发展。

公司电源拆分：发电端稳定，售电增量电源主要靠外购电

截至 2018 年末，公司小水电装机 11.0 万千瓦，2018 年自发供电量 6.8 亿千瓦时，占售电量的约 11%，同比增加 7187 万千瓦时，增长 11.86%；外购电 53.1 亿千瓦时，占售电量的约 89%，同比增加 4.1 亿千瓦时，增长 8.4%。外购电中，外购地方小水电量 26.5 亿千瓦时，同比减少 2.4 亿千瓦时，下降 8.4%；外购省网电量 26.6 亿千瓦时，同比增加 6.5 亿千瓦时，增长 32.5%。

表 5：公司自有电站装机情况

序号	电站名称	台数×单机容量（千瓦）	容量合计（千瓦）
1	小河沟电站	3×7000	21000
2	落水洞电站	2×10000	20000
3	南汀河电站	2×17000	34000
4	二河沟二站	2×800	1600
5	二河沟三站	2×200+1×320	720
6	格雷一站	3×2500	7500
7	格雷二站	2×8000	16000
8	官寨电站	2×1000	2000
9	小秧补电站	2×320	640
10	碧松就电站	2×160	320
11	木垢电站	2×2400	4800
12	鸡街电站	2×250+200+400	1100
合 计	29 台	109680	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司自有装机规模较小，自发电总量较稳定，历史数据看，云南来水较好综合利用小时数在 5000 小时以上（2018 年处于较高水平达到了 6179 小时），年发电量在 6-7 亿千瓦时之间。未来预计年自发电量保持在 6-7 亿千瓦时，但向上突破已有瓶颈。因此售电量的增长主要靠外购电量满足。

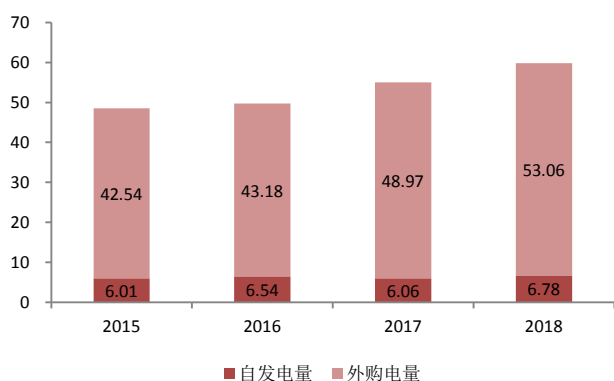
表 6: 公司电源拆分

供电量来源	2018 年	2017 年	同比增减
自发电电量 (亿千瓦时)	6.78	6.06	0.72
外购省电 (亿千瓦时)	26.57	20.04	6.52
外购地方小水电 (亿千瓦时)	26.49	28.92	-2.43
供电量 (亿千瓦时)	59.83	55.03	4.81

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

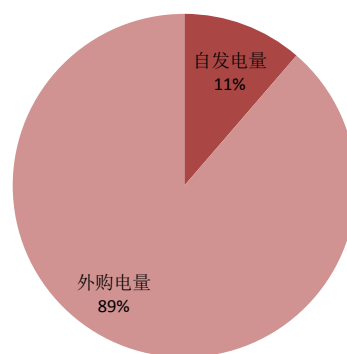
公司的外购电量主要来源于外购地方小水电和外购省电, 外购地方小水电的电量基本稳定, 于公司当年来水程度挂钩, 增量和波动情况下主要来自外购省网电量。公司 2016-2018 年外购电占比 87% 以上, 外购电成本和规模对公司盈利造成一定波动, 公司优先采购成本较低的地方小水电。

图 14: 电源结构详细情况 (亿度)



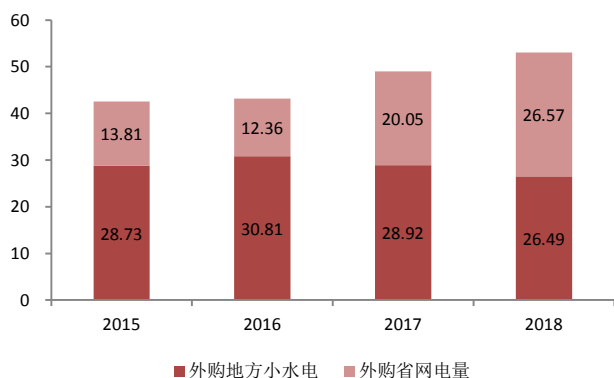
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 2018 年电源结构占比



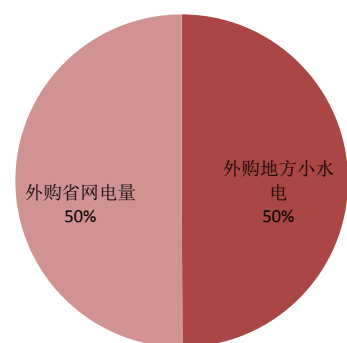
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 外购电量中来源情况 (亿度)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 外购电量来源占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

根据公司自发电量、自发电成本; 外购电量、外购电成本; 售电收入、售电量等数据倒推测出公司 2018 年平均外购电价约 0.15 元/度, 平均发电成本约 0.07 元/度, 平均售电价为 0.325 元/度, 公司盈利能力有望持续。

表 7：公司售电成本、单价等拆分测算

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
售电量 (亿千瓦时)	46.9	46.95	52.51	57.16
自发电量 (亿千瓦时)	6.01	6.54	6.06	6.78
外购电量 (亿千瓦时)	42.54	43.18	48.97	53.06
售电总成本 (亿元)	15.49	13.97	14.89	14.07
外购电成本 (亿元)	11.24	9.51	9.89	8.08
自发电成本 (亿元)	0.59	0.45	0.49	0.48
电网等其他成本 (亿元)	3.66	4.01	4.51	5.51
平均外购电价预计 (元/度)	0.26	0.22	0.20	0.15
平均发电成本预计 (元/度)	0.10	0.07	0.08	0.07
售电收入 (亿元)	19.30	18.02	19.93	20.01
平均售电价 (元/度)	0.37	0.33	0.32	0.32

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 积极拓展配售电业务

2018 年 1 月，公司设立全资配售电子公司文电能投，注册资本 20060 万元。力图以新的思路模式参与文山州内、州外配售电市场竞争，发挥配售电优势，向文山州外谋求新的发展机遇，拓展发展空间。2018 年文电能投公司积极开拓竞争性售电市场，推进市场化售电业务整合，完成代理交易电量 3.8 亿千瓦时，实现主营业务收入 398 万元。

此外，早在 2015 年公司签署《深圳前海蛇口自贸区供电有限公司股东合作协议》，与深圳供电局等五家股东共同出资设立蛇口自贸区供电有限公司，公司可在深圳蛇口，前海等区域开展电力供应业务。2018 年公司向深圳前海公司增资 4400 万元，增资后公司对深圳前海公司的出资由 800 万元增加到 5200 万元，持股比例维持 8%。前海蛇口供电公司已纳入广东省售电公司目录中，与其合作合资的深圳供电局（在前海桂湾和前海片区开展供电业务）、深圳招商供电公司（蛇口区及前海妈湾区开展电力业务）几家公司后续盈利企稳，快速增长后资产后续有望注入其中，带来较大增量空间。

5 分红率稳定，股息率持续增长

2018 年公司每 10 股派发现金红利 2 元(含税)，分红比例 32.3%，按照当前股价 7.94 元/股计算，股息率 2.5%，稳健提升。

表 8：公司股息率情况

年度	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	期末未分配利润(万元)	股利支付率	每股股利(元)	股息率(%)
2018-12-31	29,614.64	9,570.53	111,045.86	32.3%	0.20	2.52
2017-12-31	15,669.63	4,785.26	89,165.04	30.54%	0.10	1.10
2016-12-31	15,937.56	4,785.26	79,742.71	30.03%	0.10	0.75
2015-12-31	10,315.96	3,349.68	68,630.31	32.47%	0.07	0.76
2014-12-31	10,379.72	3,158.27	62,319.78	30.43%	0.07	0.86

数据来源：WIND，西南证券整理

6 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 文山州直供电和广西趸售电量有持续增长, 参考此前年均电力增速及公司发电计划, 假设 2019-2021 年售电业务增速为 4.5%、3.8%、3.3%。

假设 2: 公司力拓州外设计业务, 2018 年收到大订单较 17 年度少因此有所下降, 假设订单取得恢复, 深圳及州外等市场开拓良好, 订单业务量 2019-2021 年有所恢复, 增速为 50%、20%和 20%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计				
营业收入	2025.3	2117.1	2197.0	2270.2
yoy	-0.5%	4.5%	3.8%	3.3%
营业成本	1420.2	1549.1	1606.5	1669.7
毛利率	29.9%	26.8%	26.9%	26.5%
发售电业务				
收入	2001.29	2081.3	2154.2	2218.8
yoy	0.4%	4.0%	3.5%	3.0%
成本	1407.07	1529.8	1583.3	1641.9
毛利率	29.7%	26.5%	26.5%	26.0%
设计业务				
收入	23.11	34.7	41.6	49.9
yoy	-59.8%	50.0%	20.0%	20.0%
成本	13.09	19.1	22.9	27.5
毛利率	43.4%	45.0%	45.0%	45.0%
其他				
收入	0.9	1.1	1.2	1.4
yoy	106.0%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	0.0	0.2	0.2	0.3
毛利率	99.9%	80.0%	80.0%	80.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.58、0.60 和 0.62 元, 对应 PE 分别为 14X、13X 和 13X; 公司业绩表现较好, 且为南网旗下唯一上市平台; 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 10：同行业估值对比

代码	证券简称	总市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	19E	20E	
600995.SH	文山电力	37.99	13.44	14	13	1.79
中位值		40.56	27.09	32.41	28.62	2.17
600116.SH	三峡水利	84.11	39.31	32.41	28.62	2.92
600131.SH	岷江水电	78.24	75.13	55.63	49.52	6.23
600452.SH	涪陵电力	52.12	13.60	12.58	10.41	3.33
600310.SH	桂东电力	44.29	10.74	--	--	2.04
600979.SH	广安爱众	43.13	16.66	--	--	1.14
600644.SH	乐山电力	33.27	28.29	--	--	2.36
600101.SH	明星电力	27.04	25.90	--	--	1.19
600969.SH	郴电国际	26.75	67.85	--	--	0.77
600505.SH	西昌电力	25.63	40.66	--	--	2.30

数据来源：WIND，西南证券整理

7 风险提示

电价下行风险；来水波动风险；国改电改低于预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2025.33	2117.08	2197.02	2270.15	净利润	296.15	277.41	287.98	297.28
营业成本	1420.16	1549.07	1606.45	1669.66	折旧与摊销	214.95	182.43	196.73	212.87
营业税金及附加	26.23	26.37	27.80	28.69	财务费用	18.02	18.42	20.72	25.71
销售费用	82.58	83.62	86.78	88.54	资产减值损失	-1.22	-0.05	-0.05	-0.05
管理费用	149.52	137.61	142.81	136.21	经营营运资本变动	-21.45	28.86	9.85	10.75
财务费用	18.02	18.42	20.72	25.71	其他	-37.39	-24.95	-24.98	-29.93
资产减值损失	-1.22	-0.05	-0.05	-0.05	经营活动现金流净额	469.05	482.13	490.25	516.63
投资收益	18.67	25.00	27.00	29.00	资本支出	-34.66	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-230.45	25.00	27.00	29.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-265.12	-375.00	-373.00	-371.00
营业利润	350.72	327.04	339.50	350.40	短期借款	-100.00	133.44	-33.05	-55.01
其他非经营损益	-3.03	-2.58	-2.68	-2.70	长期借款	-297.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	347.69	324.46	336.82	347.69	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	51.55	47.05	48.84	50.42	支付股利	-47.85	-59.23	-55.48	-57.60
净利润	296.15	277.41	287.98	297.28	其他	231.69	-269.92	-20.72	-25.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-213.16	-195.71	-109.26	-138.32
归属母公司股东净利润	296.15	277.41	287.98	297.28	现金流量净额	-9.23	-88.58	7.99	7.31
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	300.29	211.71	219.70	227.02	成长能力				
应收和预付款项	66.23	53.23	59.36	62.16	销售收入增长率	-0.46%	4.53%	3.78%	3.33%
存货	9.29	10.13	8.54	9.94	营业利润增长率	74.48%	-6.75%	3.81%	3.21%
其他流动资产	11.36	11.87	12.32	12.73	净利润增长率	88.99%	-6.33%	3.81%	3.23%
长期股权投资	137.61	137.61	137.61	137.61	EBITDA 增长率	33.45%	-9.56%	5.51%	5.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2121.31	2342.18	2548.75	2739.17	毛利率	29.88%	26.83%	26.88%	26.45%
无形资产和开发支出	65.40	62.17	58.94	55.71	三费率	12.35%	11.32%	11.39%	11.03%
其他非流动资产	35.30	35.23	35.17	35.10	净利率	14.62%	13.10%	13.11%	13.10%
资产总计	2746.79	2864.13	3080.39	3279.44	ROE	15.19%	12.79%	12.00%	11.26%
短期借款	0.00	133.44	100.38	45.37	ROA	10.78%	9.69%	9.35%	9.06%
应付和预收款项	196.52	199.42	209.85	217.22	ROIC	15.43%	13.67%	13.05%	12.60%
长期借款	130.00	130.00	130.00	130.00	EBITDA/销售收入	28.82%	24.93%	25.35%	25.94%
其他负债	470.14	232.96	239.34	246.36	营运能力				
负债合计	796.66	695.82	679.58	638.95	总资产周转率	0.75	0.75	0.74	0.71
股本	478.53	478.53	478.53	478.53	固定资产周转率	1.04	1.06	1.03	0.99
资本公积	155.61	155.61	155.61	155.61	应收账款周转率	55.67	52.00	60.00	56.31
留存收益	1315.99	1534.18	1766.68	2006.36	存货周转率	137.08	158.99	155.14	155.31
归属母公司股东权益	1950.13	2168.31	2400.81	2640.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.40%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1950.13	2168.31	2400.81	2640.49	资产负债率	29.00%	24.29%	22.06%	19.48%
负债和股东权益合计	2746.79	2864.13	3080.39	3279.44	带息债务/总负债	16.32%	37.86%	33.90%	27.45%
					流动比率	0.64	0.57	0.61	0.70
					速动比率	0.62	0.55	0.60	0.67
					股利支付率	16.16%	21.35%	19.27%	19.37%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	583.68	527.89	556.95	588.98	每股收益	0.62	0.58	0.60	0.62
PE	12.83	13.70	13.19	12.78	每股净资产	4.08	4.53	5.02	5.52
PB	1.95	1.75	1.58	1.44	每股经营现金	0.98	1.01	1.02	1.08
PS	1.88	1.79	1.73	1.67	每股股利	0.10	0.12	0.12	0.12
EV/EBITDA	6.59	7.23	6.78	6.30					
股息率	1.26%	1.56%	1.46%	1.52%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn