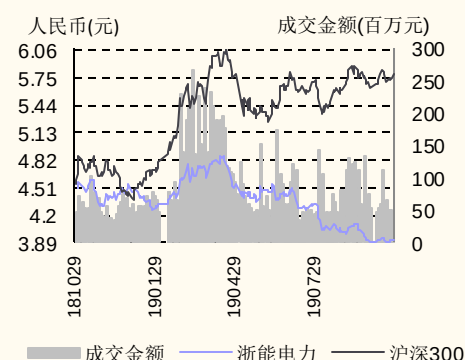


浙能电力 (600023.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 3.93 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	136.01
已上市流通 A 股(亿股)	136.01
总市值(亿元)	534.51
年内股价最高最低(元)	3.95/3.89
沪深 300 指数	3927
上证指数	2980

**低估值高分红，地区火电龙头现业绩拐点****公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.319	0.297	0.330	0.429	0.487
每股净资产(元)	4.47	4.50	4.67	4.88	5.12
每股经营性现金流(元)	0.73	0.50	0.66	0.76	0.83
市盈率(倍)	16.72	15.94	11.89	9.15	8.06
净利润增长率(%)	-30.95%	-6.89%	11.35%	29.97%	13.50%
净资产收益率(%)	7.13%	6.59%	7.08%	8.81%	9.51%
总股本(百万股)	13,600.69	13,600.69	13,600.69	13,600.69	13,600.69

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **浙江省最大发电公司，装机容量占比近半：**公司控股股东浙能集团为全国装机容量最大、资产规模最大、能源产业门类最全、盈利能力最强的省属地方能源企业之一。公司在浙江电力市场占有份额大，管理及控股装机容量约占省统调装机容量的一半左右。公司主业发电业务营收 2018 年占比为 76.5%，其中火力发电量占总发电量的 99.8%。供热业务收入占比持续提升，从 1.09% 提升至 5.86%。
- **能源“双控”影响公司发电量下滑，边际影响逐步减弱：**浙江省“双控”政策目标是到 2020 年，累计腾出用能空间 600 万吨标准煤以上；煤炭消费总量比 2015 年下降 5% 以上、控制在 1.31 亿吨以内。受“双控”政策影响，19 年上半年公司发电量同比下滑 9.71%。我们预计 2019 年全省火电用煤将削减 449 万吨，2020 年将继续削减 416 万吨，且浙江“双控”于 2018 年下半年开始实行，因此我们认为“双控”政策对电量下滑的边际影响将减弱。
- **煤价进入下跌通道，公司业绩有望触底回升：**由于公司火力发电量占总发电量的比例超过 99%，原材料占成本的比重超过 80%，因此公司业绩受煤价影响较大。我们认为在煤价下行阶段，公司发电平均标煤单价下降的幅度将大于其他非全部火电机组的电力公司，业绩弹性较大。随着煤炭去产能工作接近尾声以及置换的先进产能逐步释放，我们认为煤炭供需逐步宽松，煤价进入下跌通道。
- **公司注重分红回报，历年平均分红率近 50%：**公司一贯注重对投资者的分红回报，除 2013 年，其他年份股利支付率均接近或超过 50%。2013 年到 2018 年累计现金分红 167.82 亿元，平均分红率为 46.81%。公司上市以来分红率在 20 家火电企业中排名第七，股息率 TTM 为 4.63，排名第一。我们预计公司在未来将继续保持高比例现金分红政策。

投资建议

- 预测公司 2019~2021 年营收为 569.32、589.39、601.98 亿元，归母净利润为 44.94、58.41 和 66.29 亿元，EPS 为 0.33、0.43 和 0.49 元，对应 19-21 年 PE 为 12、9 和 8 倍。目前公司 PB 估值处于低位，给予 19 年 1 倍 PB，对应目标价 4.69 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 浙江能源“双控”力度进一步加大，煤价下跌幅度不达预期的风险，用电增速不达预期的风险。

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

目录

浙能电力： 区域火电龙头企业	4
浙江省最大发电公司，装机容量占比近半	4
布局核电光伏领域，积极开展对外投资业务	7
能源“双控” 影响公司发电量下滑， 增值税下调冲抵部分电价影响	8
省内能源“双控”，2019 年削减煤炭消费量 600 万吨以上	8
清洁能源占比快速提升，煤电装机不再增加	9
浙江省内电力供需矛盾加大，外购电比重持续增长	10
受能源“双控”影响，预计 2019 年公司火电发电量下滑 5%	11
增值税下调 3%可抵消 60%上网电价降低的影响	12
煤价进入下跌通道，公司业绩有望触底回升	12
作为火电生产企业，业绩与煤价息息相关	12
煤炭供需逐步宽松，煤价进入下跌通道	13
煤价下行带来的业绩弹性大	14
布局供热和核电市场，打造公司业绩增长点	16
供热业务保持高速增长	16
布局核电，开启业绩新增长点	16
注重分红回报，历年平均分红率近 50%	17
盈利预测	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：2013 年公司上市时营业收入构成	4
图表 2：2018 年公司营业收入构成	4
图表 3：2010~2019H1 公司营业收入及增速	5
图表 4：2010~2019H1 公司归母净利及增速	5
图表 5：2010~2019H1 公司毛利率与净利率变动	5
图表 6：2010~2019H1 公司财务费用率变动	5
图表 7：2013~2019H1 公司发电量及增速	6
图表 8：2018 年公司发电量的地域分布	6
图表 9：2013 年~2018 年公司装机容量及增速	6
图表 10：2015~2018 年公司装机容量构成（MW）	6
图表 11：公司发电煤耗和厂用电率	7
图表 12：2018 年控股子公司发电量和上网均价	7
图表 13： 浙江省能源消费表	9
图表 14：2015 年浙江省能源利用结构	9
图表 15：2020 年浙江省能源利用结构目标	9

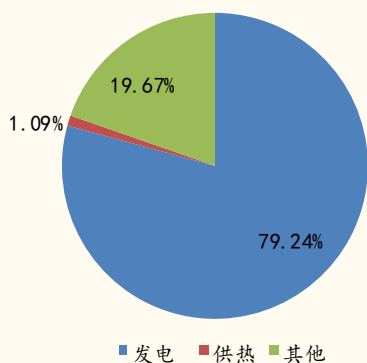
图表 16: 浙江省发电装机容量结构变化 (万千瓦)	10
图表 17: 浙江省发电装机容量比例变化.....	10
图表 18: 浙江省全社会用电量及累计增速.....	10
图表 19: 预计下半年浙江用电量增速提高	10
图表 20: 浙江省全社会用电量及增速.....	11
图表 21: 浙江省发电量及增速.....	11
图表 22: 浙江省用电缺口及其占比	11
图表 23: 浙江省输入电量及同比	11
图表 24: 2019 和 2020 年浙江省削减煤电发电量预测.....	12
图表 25: 公司燃料成本比重与煤价高度相关	13
图表 26: 秦皇岛 Q5500 平仓价与公司毛利率.....	13
图表 27: 煤炭行业固定资产投资完成额累计同比	13
图表 28: 我国原煤产量累计同比增速	13
图表 29: 秦皇岛 Q5500 平仓价走势图	14
图表 30: 公司发电业务毛利率与秦皇岛 Q5500 的关系	14
图表 31: 公司电力业务毛利率预测.....	14
图表 32: 2013~2018 年公司燃料成本和标准煤使用量	15
图表 33: 秦皇岛 Q5500 平均平仓价格和发电标煤单价拟合分析.....	15
图表 34: 公司业绩与煤价、发电量敏感性测算.....	15
图表 35: 公司蒸汽业务营业收入及增速	16
图表 36: 公司蒸汽业务营业收入毛利率.....	16
图表 37: 公司参股的核电企业及投资收益.....	17
图表 38: 公司历年分红情况	17
图表 39: 申万火电行业分红数据对比	18
图表 40: 公司各业务盈利预测情况	19

浙能电力：区域火电龙头企业

浙江省最大发电公司，装机容量占比近半

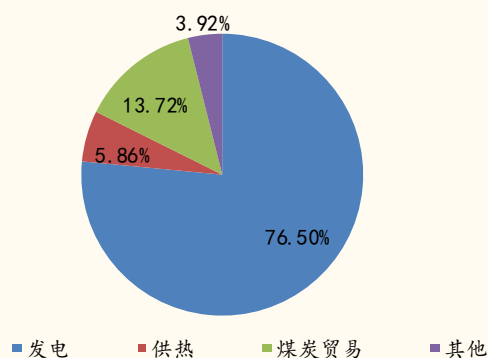
- 浙江浙能电力股份有限公司（简称“浙能电力”，股票代码 600023.SH），作为浙江省能源集团有限公司电力主业资产整体运营平台，主要从事火力发电业务，辅以供热产品，以及对核电投资。
- 浙江省属国有控股，区域能源龙头。公司控股股东为浙江省能源集团有限公司，持股数量占总股本比例为 68.47%，实际控制人为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会。公司控股股东浙能集团为全国装机容量最大、资产规模最大、能源产业门类最全、盈利能力最强的省属地方能源企业之一，为公司发展提供坚强后盾。公司在浙江电力市场占有率大，管理及控股装机容量约占省统调装机容量的一半左右。
- 火电为公司核心主业，供热业务快速增长：从 2013 年 12 月上市至今，公司主营业务未发生变动，包括发电、供热和煤炭贸易。结构上，发电业务营收占比小幅下降，2018 年占比为 76.5%，其中火力发电量占总发电量的 99.8%。供热业务收入占比速提升，从 1.09% 提升至 5.86%，供热业务营收规模从 2013 年的 5.87 亿元提升至 2018 年的 33.2 亿元。

图表 1：2013 年公司上市时营业收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

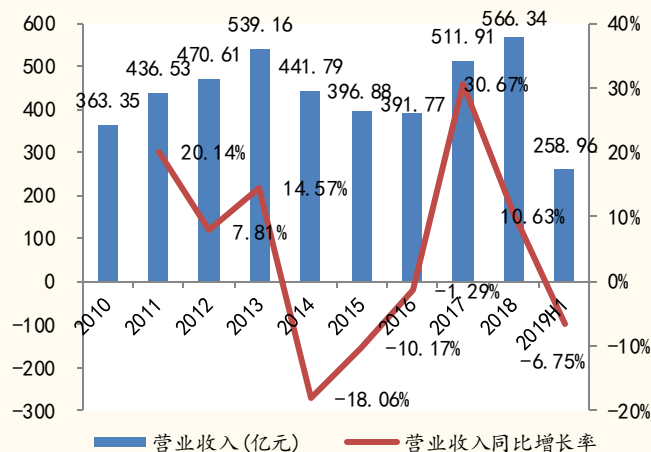
图表 2：2018 年公司营业收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

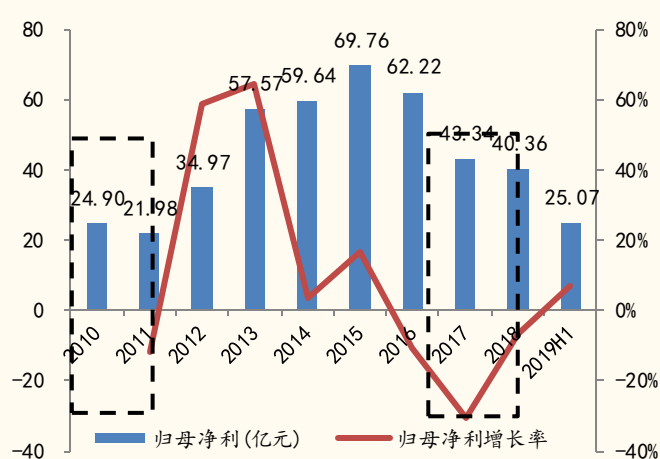
- 营业收入持续增长，业绩受煤价影响较大。2016~2018 年，公司营业收入呈增长态势，增长的主要原因是公司装机容量不断增加，发电量提高。公司归母净利受煤价影响较大，例如 2017 年公司营收增速为 30.67%，但由于煤炭市场价格高企，涨价因素难以有效疏导，公司归母净利大幅下滑 30.34%。
- 2019 年上半年，在省内能源双控和全省用电需求增速放缓的大背景下，全省煤机发电量大幅下降。上半年公司完成发电量 563.95 亿千瓦时，同比下降 9.71%。上半年公司营业收入为 258.96 亿元，同比下降 6.75%，而归母净利同比增加 6.76%，主要系煤价下降及发电量减少导致耗煤量下降所致。

图表 3：2010~2019H1 公司营业收入及增速



来源：wind，国金证券研究所

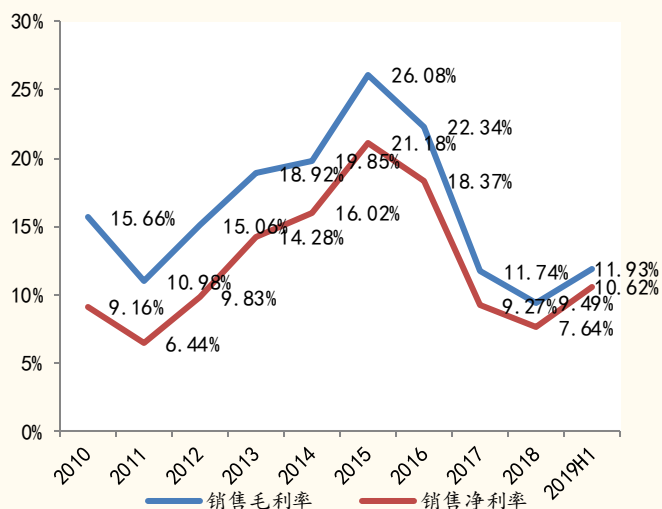
图表 4：2010~2019H1 公司归母净利润及增速



来源：wind，国金证券研究所

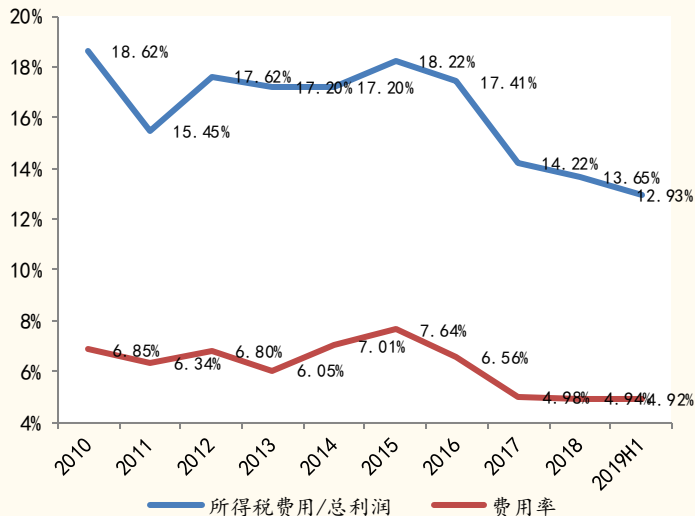
- 2019 上半年公司毛利率和净利率拐点已现。2015 年到 2018 年公司毛利率由 26.08%下降为 9.49%，净利率由 21.18%下降为 7.64%，降幅均超过 60%。2019 年上半年毛利率和净利率扭转下降的趋势，提升至 11.93%和 10.62%。
- 近年来公司毛利率和净利率之间的差值逐步减小。2015 年，毛利率和净利率差值为 4.9 个百分点，到 2019 年上半年，差值降低为 1.3 个百分点。差值减少背后的原因有两点：一是所得税费用/总利润从 18.22%下降为 12.93%；二是公司管理运营效率的提高，费用率从 7.64%下降为 4.92%。

图表 5：2010~2019H1 公司毛利率与净利率变动



来源：wind，国金证券研究所

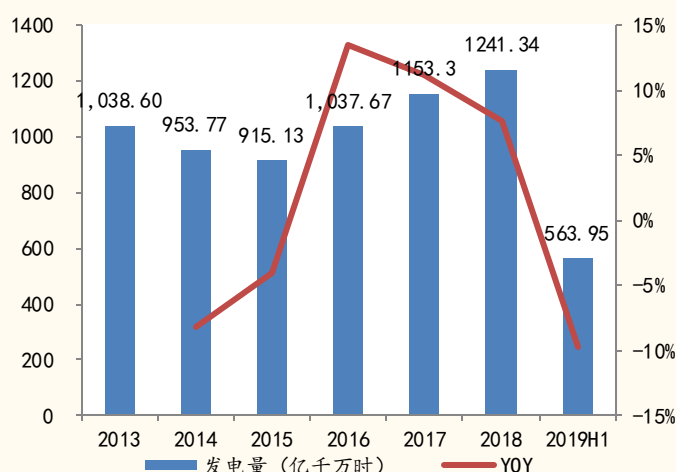
图表 6：2010~2019H1 公司财务费用率变动



来源：wind，国金证券研究所

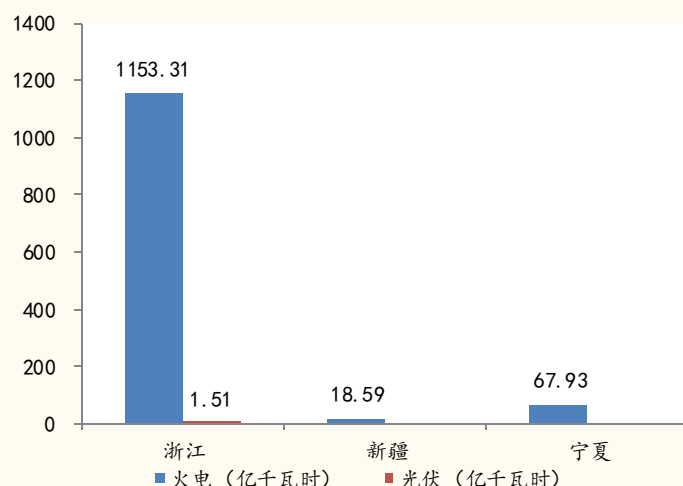
- 2019 年上半年，公司发电量 563.95 亿千瓦时，同比下降 9.71%。这是 2015 年后，公司发电量首次下滑，2015 年~2018 年，公司发电量稳步提高，从 1037 亿千瓦时提高至 1241 亿千瓦时。
- 2018 年，公司全资及控股发电企业累计完成发电量 1241.34 亿千瓦时，同比增长 7.63%。其中绝大部分来自于火力发电，火电发电量为 1239.84 亿千瓦时，占比为 99.88%，光伏发电为 1.5 亿千瓦时，占比仅为 0.12%。从地域上看，公司发电业务主要集中在浙江，2018 年公司在浙江发电量为 1154.84 亿千瓦时，其中火电 1153.31 亿千瓦时，光伏发电 1.51 亿千瓦时。公司在宁夏和新疆也有少量的火电项目，2018 年两处火力发电量分别为 67.93 和 18.59 亿千瓦时。

图表 7：2013~2019H1 公司发电量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

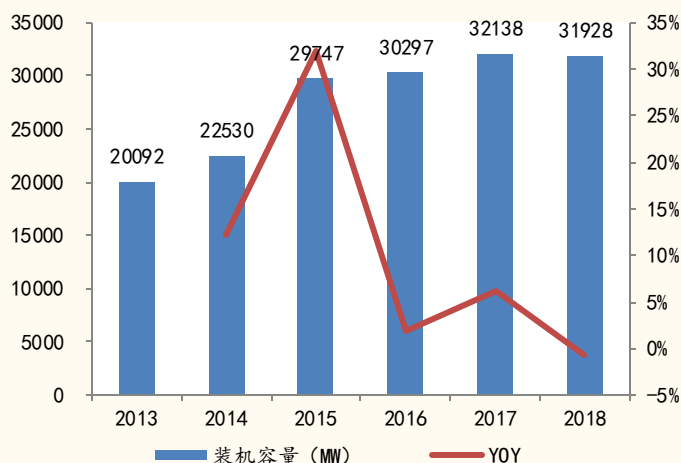
图表 8：2018 年公司发电量的地域分布



来源：公司公告，国金证券研究所

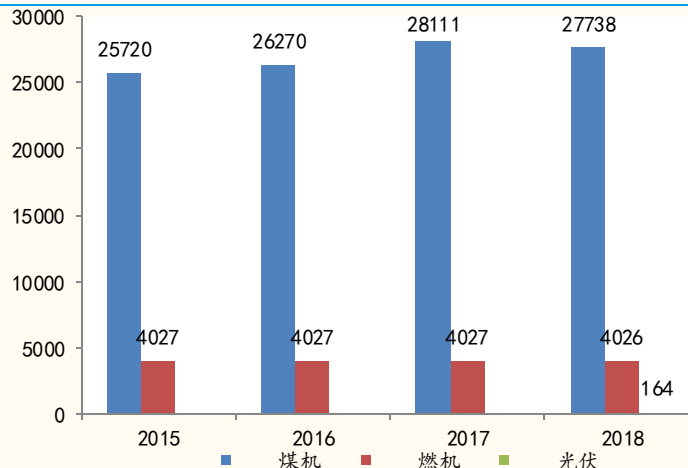
- **公司装机容量稳步增长。**截至 2018 年底，公司管理及控股总装机容量达到 31928MW，其中煤机 53 台共 27738MW，占比为 86.88%；燃机 18 台共 4026MW，占比为 12.61%；光伏发电 13 个项目共 164MW。2018 年新增一台煤机 57MW、光伏发电 47MW，停役两台煤机 430MW。

图表 9：2013 年~2018 年公司装机容量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

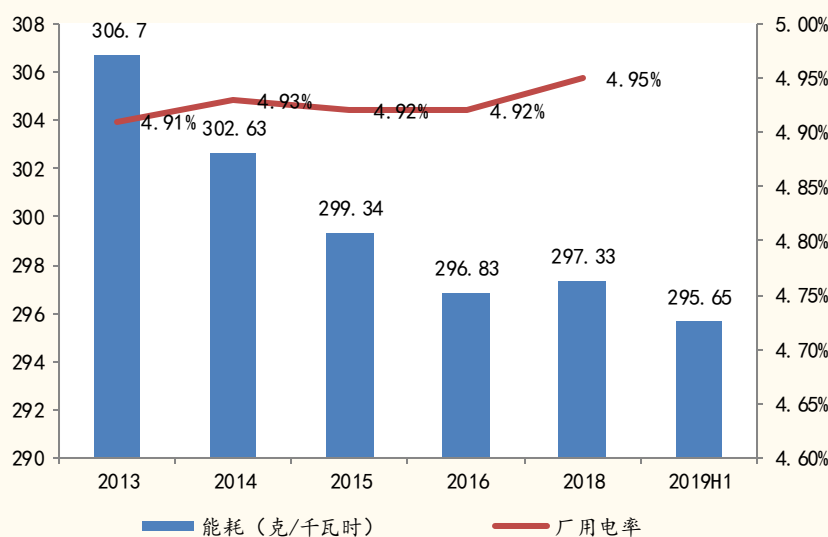
图表 10：2015~2018 年公司装机容量构成 (MW)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **大容量机组占比高，单机容量优势较大。**从煤机装机容量构成情况看，公司 1000MW 及以上燃煤机组构成百分比全国平均水平高 10.15 个百分点；600-699MW 级机组构成百分比全国平均水平高 12.59 个百分点；300-399MW 级机组占比全国平均水平低 15.42 个百分点。
- **公司火电煤耗呈持续下降趋势。**2013 年到 2019H1 公司管理机组供电煤耗从 306.7 克/千瓦时下降到 295.65 克/千瓦时，降幅为 11.05 克/千瓦时。公司厂用电率基本保持在 4.9%~4.95% 的范围内，机组运行可靠性水平保持良好态势。

图表 11: 公司发电煤耗和厂用电率



来源: 公司年报, 国金证券研究所

布局核电光伏领域, 积极开展对外投资业务

- **深度布局核电领域, 推进综合能源服务。**公司为中国核电第三大股东, 并参股秦山核电、核电秦山联营、秦山第三核电、三门核电、中核辽宁核电、中核海洋核动力、国核浙能等核电企业。公司推进项目投资开发和综合能源服务, 参股绿能基金 20% 的基金份额和山西广灵阳高 20 万千瓦风电项目。园区分布式能源示范项目、分布式能源项目前期工作有序推进, 深度挖掘电厂发电以外的价值, 不断推进“电厂+”综合能源系列工作。公司积极引导用热产业往电厂供热范围内聚集, 积极拓展热用户, 供热量大幅提升。
- **积极寻找对外投资机会。**2017 年, 公司收购宁夏“一控五参”电源项目股权, 全部建成后将增加权益装机容量 348.68 万千瓦。

图表 12: 2018 年控股子公司发电量和上网均价

分类	省份	电厂名称	持股比例 (%)	发电量 (亿千瓦时)	上网电量 (亿千瓦时)	上网电价均价 (元/千瓦时)
火电	浙江	台州发电厂	100	66.20	61.06	339.33
		萧山发电厂(天然气机组)	100	9.77	9.54	562.41
		浙江浙能北仑发电有限公司	51	86.71	81.78	330.98
		浙江浙能长兴发电有限公司	95	58.37	54.47	348.33
		浙江浙能嘉华发电有限公司	77	231.67	219.81	324.54
		浙江浙能嘉兴发电有限公司	70	30.42	28.42	360.22
		浙江浙能温州发电有限公司	66.98	91.09	85.82	331.14
		浙江浙能镇海发电有限责任公司	51	38.81	34.64	330.99
		浙江浙能镇海联合发电有限公司	45	5.05	4.92	519.9
		浙江浙能镇海天然气发电有限责任公司	51	17.47	17.15	513.02
		浙江浙能镇海燃气热电有限责任公司	60	6.41	6.04	529.84
		浙江浙能常山天然气发电有限公司	100	4.01	3.94	566.2
		浙江浙能金华燃机发电有限责任公司	76	1.73	1.68	644.85
		浙江浙能台州第二发电有限责任公司	94	103.33	98.31	327.73

		浙江浙能乐清发电有限责任公司	51	131.05	124.43	325.39
		浙江浙能兰溪发电有限责任公司	97	121.99	115.64	348.42
		浙江浙能绍兴滨海热电有限责任公司	88	44.44	39.99	348.6
		浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司	56	104.82	100.12	320.64
	新疆	浙能新疆阿克苏热电有限公司	100	18.59	17.29	179.02
	宁夏	宁夏枣泉发电有限责任公司	51	67.93	64.47	199.6
		火电小计（亿千瓦时）		1239.84	1169.52	
分类	省份	电厂名称	持股比例（%）	发电量（亿千瓦时）	上网电量（亿千瓦时）	上网电价均价（元/千千瓦时）
光伏发电	浙江	浙江浙能嘉兴发电有限公司	70	0.39	0.36	357.11
		台州发电厂	100	0.11	0.11	464.64
		浙江浙能温州发电有限公司	66.98	0.04	0.04	357.06
		浙江浙能长兴发电有限责任公司	95	0.08	0.08	432.87
		浙能乐清发电有限责任公司	51	0.29	0.29	357.18
		浙江浙能中煤舟山煤电有限责任公司	56	0.38	0.37	357.02
		浙江浙能台州第二发电有限责任公司	94	0.16	0.16	358.11
		浙江浙能北仑发电有限公司	51	0.03	0.03	358.02
		浙江浙能兰溪发电有限责任公司	97	0.02	0.02	358.02
		光伏发电小计（亿千瓦时）		1.51	1.46	
		合计（亿千瓦时）		1241.34	1170.98	

来源：公司公告，国金证券研究所

能源“双控”影响公司发电量下滑，增值税下调冲抵部分电价影响

省内能源“双控”，2019年削减煤炭消费量600万吨以上

- 浙江省发展和改革委员会于2018年9月30日印发《浙江省进一步加强能源“双控”推动高质量发展实施方案（2018-2020年）》，该方案主要目标是到2020年，建立能源“双控”倒逼转型升级体系；累计腾出用能空间600万吨标准煤以上；完成“十三五”能源“双控”和煤炭消费总量控制目标任务，全省单位GDP能耗平均下降3.7%，能耗消费总量年均增长2.3%以内，煤炭消费总量比2015年下降5%以上、控制在1.31亿吨以内。
- 2019年煤炭消费量较同期削减600万吨以上。2018年，全省能源消费2.17亿吨标煤，增长3.1%，煤炭消费量为1.42亿吨，2019年目标是将煤炭消费量控制在1.36亿吨，能源“双控”约束加大。2019年浙江部分产业项目投产后将释放能耗690万吨标准煤，用能空间收窄。按照今年煤炭消费总量控制在1.36亿吨的目标测算，需削减煤炭消费量600万吨以上。

图表 13: 浙江省能源消费表

年度	能源消费总量	增速	其中: 清洁能源消费(亿吨标煤)	清洁能源消费占比	电力	增速	煤炭消费量(亿吨)	增速
	(亿吨标煤)				(亿千瓦时)			
2015 年	1.96	4.20%	0.41	20.90%	3554	1.35%	1.38	持平
2016 年	2.03	3.40%	0.445	21.90%	3873	8.98%	1.395	1.50%
2017 年	2.1	3.70%	0.485	23.10%	4193	8.25%	1.426	2.20%
2018 年	2.17	3.10%	0.546	25.20%	4533	8.11%	1.42	-0.42%
2019 年 E	2.22	2.30%	0.648	29.20%	4760	5.00%	1.36	-3.60%

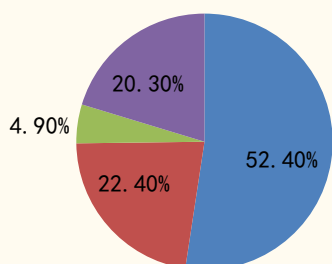
来源: 浙江省发改委, 国金证券研究所

清洁能源占比快速提升, 煤电装机不再增加

- **能源结构调整, 煤炭比重下落。**浙江省推行能源“双控”并进行能源结构调整, 根据《浙江省电力发展“十三五”规划》, 能源结构逐步优化, 清洁能源比重将不断加大。2015 年, 煤炭、油品、天然气、水核风电及其他能源消费量占全省一次能源消费总量比重分别为 52.4%、22.4%、4.9%、20.3%。计划到 2020 年煤炭占一次能源消费比重达到 42.8%, 与 2015 年相比减少 9.6 个百分点。

图表 14: 2015 年浙江省能源利用结构

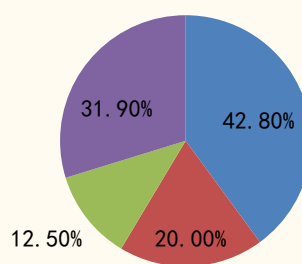
■ 煤炭 ■ 油品 ■ 天然气 ■ 水核风电及其他能源消费量



来源: 《浙江省电力发展“十三五”规划》, 国金证券研究所

图表 15: 2020 年浙江省能源利用结构目标

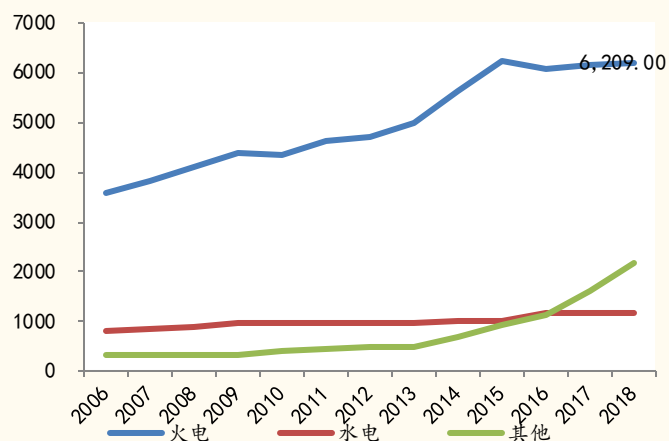
■ 煤炭 ■ 非化石能源 ■ 可再生能源 ■ 清洁能源



来源: 《浙江省电力发展“十三五”规划》, 国金证券研究所

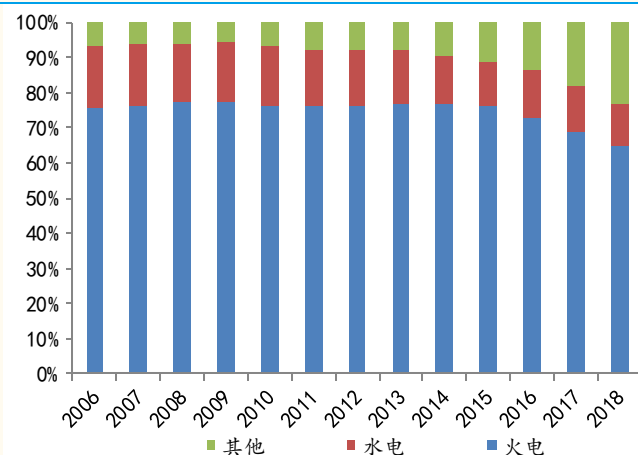
- **浙江省火电装机容量相对平稳, 占比下滑。**2015 年之前, 浙江省发电设备装机结构相对稳定, 火电装机占比维持在 75%左右。2015 年以后, 火电装机容量的增长出现停滞, 基本维持在 6200 万千瓦左右, 占比呈现逐年降低的趋势。2018 年浙江省发电设备装机容量为 9565 万千瓦, 其中火电装机容量为 6209 万千瓦, 占比 65.9%, 火电占比相比上一年降低 4 个百分点, 非化石能源装机容量占比较去年提高 4 个百分点。
- **浙江省电力发展“十三五”规划中提到, 未来浙江省新增装机以非化石能源为主, 煤电装机不再增加。**《浙江省电力发展十三五规划》指出: 清洁能源装机比重从 2015 年的 40.3%逐步提高到 2020 年的 49.6%左右, 其中非化石能源装机比重从 2015 年的 25.4%逐步提高到 2020 年的 36.3%左右; 煤电装机比重从 2015 年的 56.1%持续下降到 2020 年的 49.3%左右。

图表 16: 浙江省发电装机容量结构变化 (万千瓦)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 浙江省发电装机容量比例变化

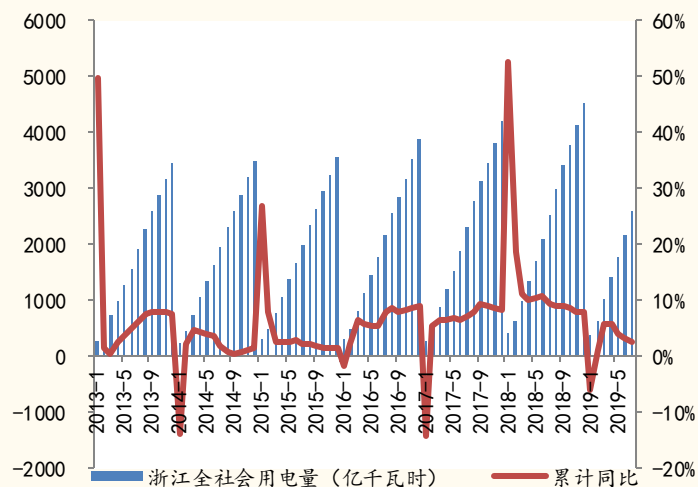


来源: wind, 国金证券研究所

浙江省内电力供需矛盾加大, 外购电比重持续增长

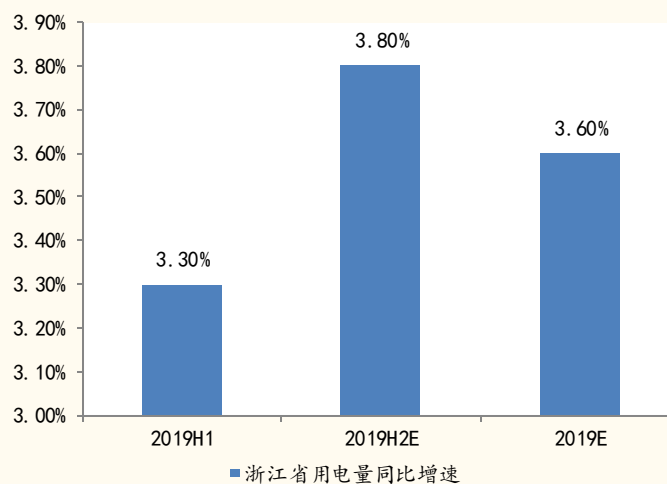
- 浙江省全社会用电量平稳增长, 预计全年增速为 3.6%。受华东夏季低气温影响, 2019 年前 7 个月浙江省全社会用电量累计同比增长 2.5%。2019 年前六个月累计同比增长 3.3%, 我们根据半年比例系数法预计下半年用电量增速将提高到 3.8%, 全年增速为 3.6%。浙江省发改委预计在气候正常情况下, 2019 年全社会用电量 4760 亿千瓦时, 同比增长约 5%。综合而言, 2019 年浙江省全社会用电量将保持在 3%~5% 的增速区间。

图表 18: 浙江省全社会用电量及累计增速



来源: wind, 国金证券研究所

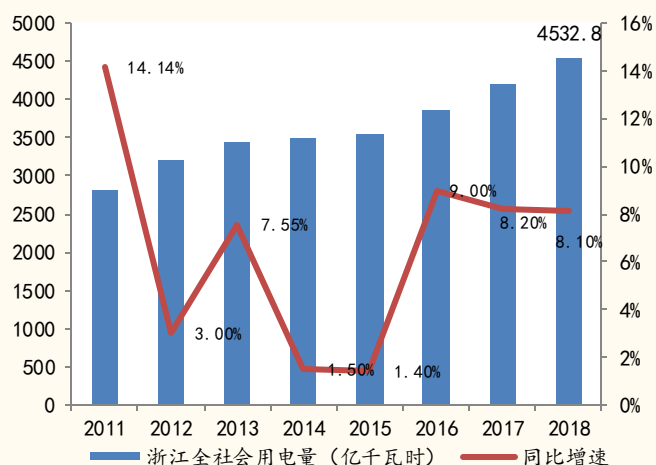
图表 19: 预计下半年浙江用电量增速提高



来源: 中电联, 国金证券研究所

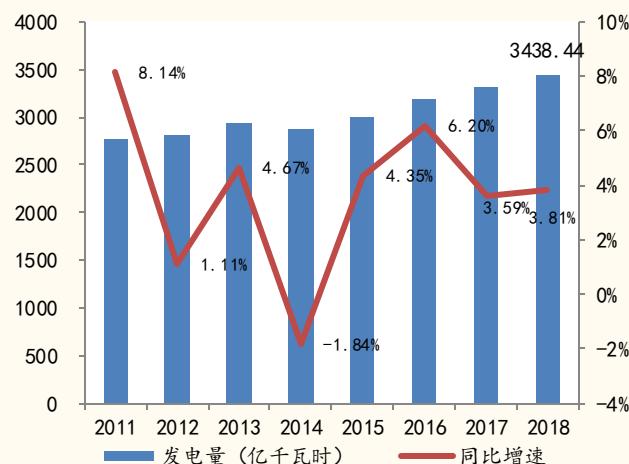
- 发电量增速低于用电量增速, 用电量缺口持续增加。2017 年和 2018 年浙江省全社会用电量增速 8% 以上, 而发电量增速不到 4%。用电量缺口持续扩大, 2018 年浙江省用电量 4532.8 亿千瓦时, 发电量 3438.44 亿千瓦时, 用电缺口为 1094.36 亿千瓦时, 占用电量的 24.14%。

图表 20: 浙江省全社会用电量及增速



来源: wind, 国金证券研究所

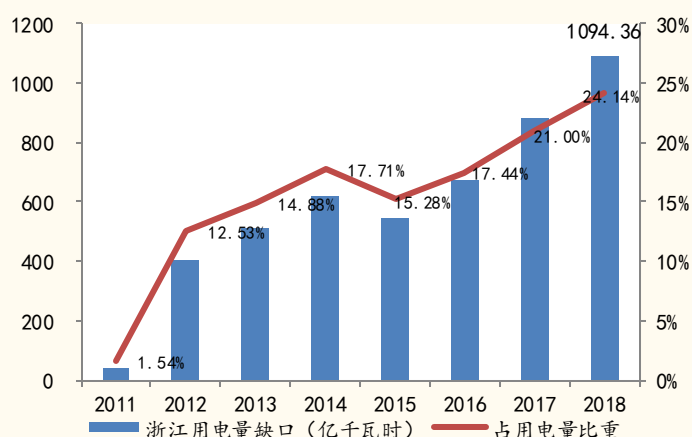
图表 21: 浙江省发电量及增速



来源: wind, 国金证券研究所

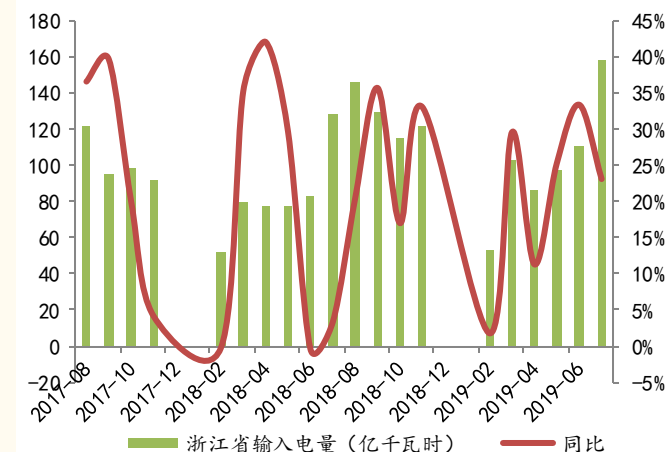
- **省内双控政策实施, 外购电需求加大。**2019 年浙江将继续实施能源“双控”政策, 坚决控制能源消费强度和能源消费总量。在清洁能源方面, 浙江省计划在 2019 年新增非水可再生能源 21 万吨标准煤, 其中, 新增光伏发电 50 万千瓦、风电 5 万千瓦、生物质发电 10 万千瓦。2020 年新增非水可再生能源 24 万吨标准煤, 其中, 新增光伏发电 50 万千瓦、风电 10 万千瓦、生物质发电 10 万千瓦, 相较于全省用电量, 增量有限。在这种情况下, 火电在一定程度受到抑制, 而光伏、风电等可再生能源增长有限, 导致省内电厂电力供应增量有限, 增加外购电成为必然选择。
- 近两年, 浙江省输入电量平均增速达到 20%, 2019 年 2~7 月, 输入电量为 608.6 亿千瓦时, 同比增长 22%。2018 年浙江全年累计外购电 1499 亿千瓦时, 同比增长 15.1%, 相当于全社会用电量 33%。2019 年浙江将继续加大外购电购买力度, 预计 2019 年外购电比例将达 35%左右, 按照 2019 年外购电量 4696 亿千瓦时计算, 预计 2019 年浙江省外购量将达到 1644 亿千瓦时。

图表 22: 浙江省用电缺口及其占比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 23: 浙江省输入电量及同比



来源: wind, 国金证券研究所

受能源“双控”影响, 预计 2019 年公司火电发电量下滑 5%

- 根据浙江省《关于印发 2019 年全省能源保障形势及重点工作的通知》, 2019 年部分产业项目投产后将释放能耗 690 万吨标准煤, 用能空间收窄。按照今年煤炭消费总量控制在 1.36 亿吨的目标测算, 需削减煤炭消费量 600 万吨以上。600 万吨标煤的削减任务需要通过削减发电用煤和淘汰落后锅炉实现, 其中削减发电用煤 449 万吨, 以 300 克/千瓦时的煤耗计算, 煤

电发电量将减少 149.67 亿千瓦时。2018 年浙江省火力发电量为 2583 亿千瓦时，我们计算所得 2019 年煤电发电量同比下降 5.79%，才能腾出用能空间 600 万吨标煤。

图表 24：2019 和 2020 年浙江省削减煤电发电量预测

	浙江控煤目标 (亿吨)	削减煤炭消费量 (万吨)	淘汰落后锅炉腾出用煤空间 (万吨)	发电用煤削减量 (万吨)	煤电发电量削减量 (亿千瓦时)	煤电发电量同比
2019	1.36	600	151	449	149.67	-5.79%
2020	1.31	500	84	416	138.67	-5.70%

来源：《2019 年全省能源保障形势及重点工作》，国金证券研究所（注：2018 年煤电发电量 2585 亿千瓦时）

- 预计 2019-2020 能源双控将影响公司发电量每年下滑 5%左右。浙江“双控”于 2018 年下半年开始实行，2019 年全省火电用煤将削减 449 万吨，煤电发电量同比下降 5.79%，2020 年将继续削减 416 万吨，煤电发电量再次下降 5.70%。公司作为浙江省火电龙头企业，装机容量占统调装机的一半左右，必然承担部分削减用煤量的任务，2019 年上半年公司发电量同比下滑 9.71%。预计公司发电量在 2019 年下半年下滑速度将收窄，预计全年发电量下滑约 5%。

增值税下调 3%可抵消 60%上网电价降低的影响

- 自 2019 年 7 月 1 日起，浙江省统调燃煤机组上网电价每千瓦时降低 1.07 分。2019 年浙江累计降低一般工商业及其他用电价格每千瓦时 7.48 分，已经全面实现今年全国两会提出的“一般工商业平均电价再降低 10%”的目标，预计未来一段时间煤机上网电价保持平稳。
- 《国家发展改革委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》，将电网企业增值税税率由 16%调整为 13%后。省发改委就电力行业增值税税率降低到 13%，相应调整浙江省部分电厂上网电价，下调调燃煤机组上网电价 1.07 分（含税），执行电量不包括当年已参加直接交易电量。
- 公司公告称上网电价 7 月 1 日调整后，按照 2019 年度浙江省统调电厂发电计划进行测算，预计 2019 年公司全资及控股燃煤发电企业将减少营业收入约 3 亿元，若从一年的角度考虑电价下降会减少公司营收 6 亿元左右。
- 降电价的背景是电网增值税下调 3%，部分对冲电价下降的不利影响。2018 年公司营业收入为 466.45 亿元，营业成本为 418.23 亿元，其中 77%是燃料成本，在增值税下降 3 个百分点，预计会增加企业 4.33 亿元，可以抵消 60%以上的下调电价所带来的影响。

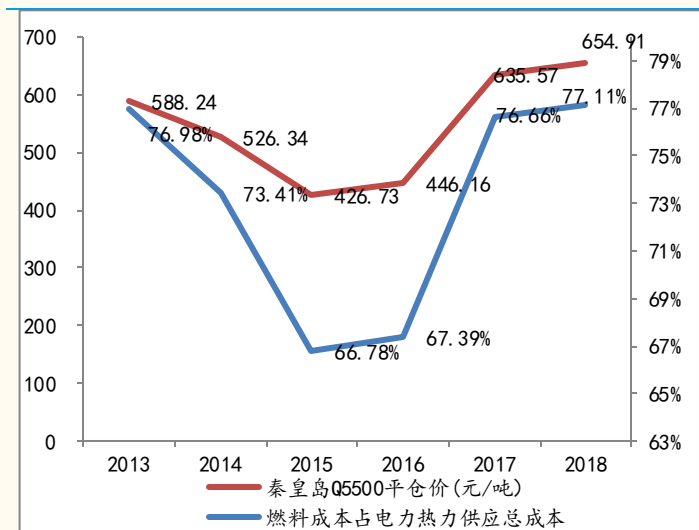
煤价进入下跌通道，公司业绩有望触底回升

作为火电生产企业，业绩与煤价息息相关

- 燃料成本是发电成本的重要变量。公司主要原材料为燃煤和天然气，燃煤以市场化方式向国内外煤炭供应商采购，价格主要由市场供需关系决定。天然气向浙江省天然气的统买统卖方浙江省天然气开发有限公司采购，价格按照浙江省物价局制定的天然气价格执行。公司电力热力供应成本中燃料成本占比一般为 65%~80%，该数值与煤价高度相关。2015 年秦皇岛平仓价动力末煤（Q5500）均价为 426.73 元/吨，煤价处于低位，燃料成本占比为 66.78%，而 2018 年均价提升至 654.91 元/吨，燃料成本占比大幅提高至 77.11%。
- 煤炭价格与公司毛利率呈现高度负相关性。2017、2018 年煤价高位运行，国内煤电企业采购成本居高不，2018 年全年全国火电企业亏损面仍近 50%。

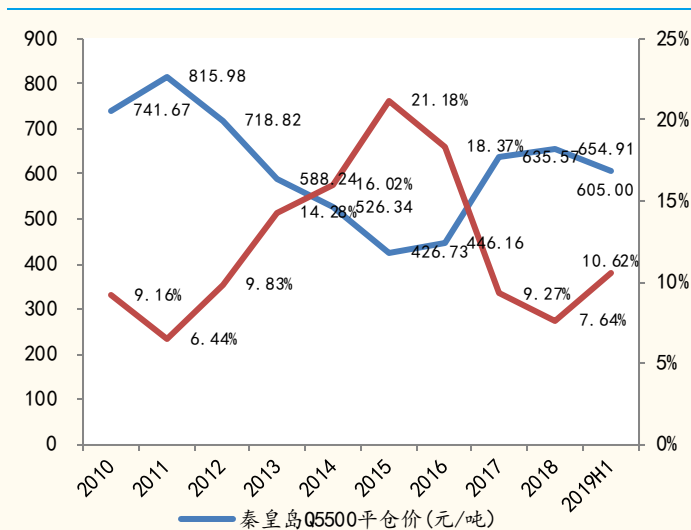
公司毛利率也降至历史低位，2018 年毛利率为 7.64%。2019 年上半年，煤价下跌，公司毛利率随即上涨至 10.62%。

图表 25：公司燃料成本比重与煤价高度相关



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 26：秦皇岛 Q5500 平仓价与公司毛利率

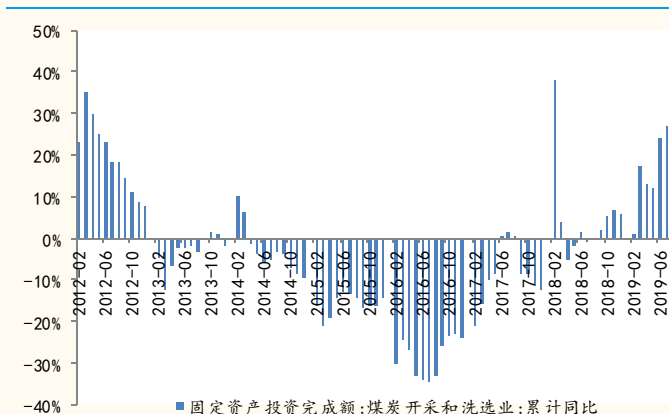


来源：wind，公司公告，国金证券研究所

煤炭供需逐步宽松，煤价进入下跌通道

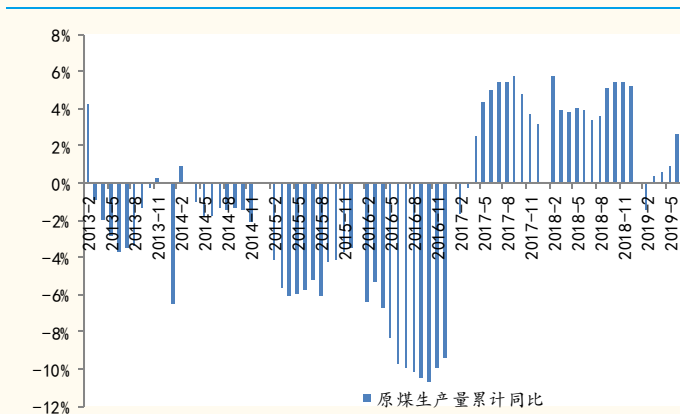
- 煤炭固定资产投资增速由负转正，我国原煤产量保持快速增长。受煤价持续高位影响，2018 年煤炭开采和选洗固定资产投资增速转正，2019 年这一趋势继续延续，2019 年前七个月，我国煤炭开采和选洗行业固定资产投资额增速达到 26.80%。我国原煤产量继续保持快速增长，2019 年前 7 个月同比增长 4.3%，同比去年同期提高了 0.9 个百分点。
- 煤炭产能释放，供给进一步增加。2019 年 3 月 26 日能源局披露，截至 2018 年 12 月底，安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3373 处，产能 35.3 亿吨/年；已核准(审批)、开工建设煤矿 1010 处(含生产煤矿同步改建、改造项目 64 处)、产能 10.3 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 203 处，产能 3.7 亿吨/年，未来还有 6.6 亿吨/年的产能将逐步投产释放。随着去产能工作接近尾声以及置换的先进产能逐步释放，我们预计 2019 年我国原煤产量增速将超过 4%，煤炭行业供给量将进一步增加。

图表 27：煤炭行业固定资产投资完成额累计同比



来源：wind，国金证券研究所

图表 28：我国原煤产量累计同比增速

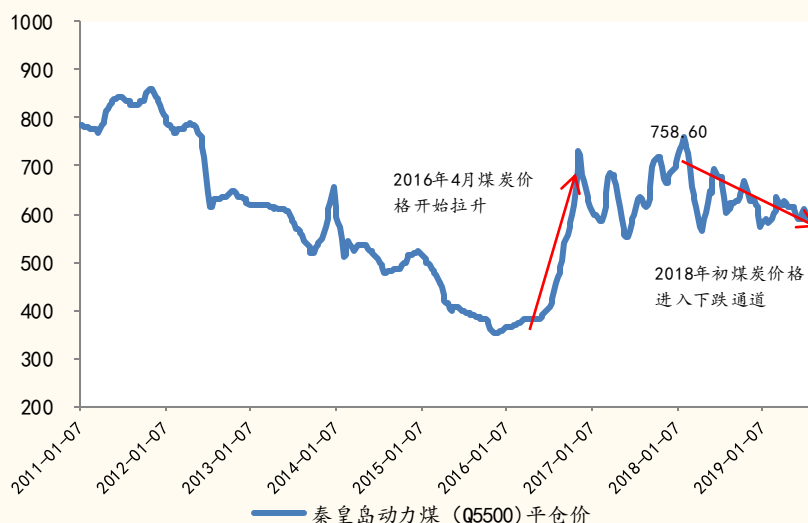


来源：wind，国金证券研究所

- 煤炭供需由紧平衡状态转向阶段性宽松。随着煤炭生产能力的不断提升，煤炭需求增速放缓，预计 2019 年我国煤炭供需形势将由紧平衡状态开始向阶段性宽松转变。2019 年 8 月，中国神华月度长协价格为 583 元/吨，年度长协价格为 555 元/吨，环比分别下跌 16 元/吨、2 元/吨。我们预计

2019 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归，全年平均煤价预计将回落至 580-610 元/吨左右，同比 2018 年下降 50~70 元/吨。

图表 29：秦皇岛 Q5500 平仓价走势图

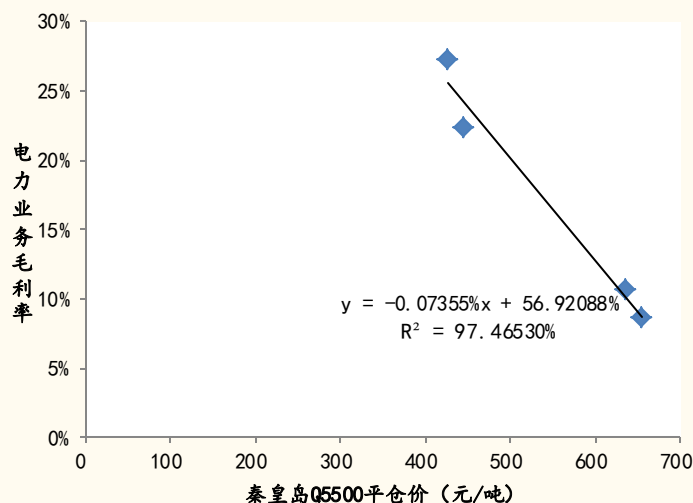


来源：Wind，国金证券研究所

煤价下行带来的业绩弹性大

- 公司采购的煤炭有 80%来自于国内，20%从印尼、澳大利亚等国进口。公司采购的长协煤占比 40%~45%，其中年度长协和月度长协各占 50%左右。整体而言公司年度长协占比较低使得公司发电平均标煤单价受煤价变动影响比较大。
- 电力业务毛利率与煤价存在高度负相关关系。在电价变化不大的情况下，我们选取的 2015~2018 年公司发电业务毛利率与煤价的拟合度比较高， $R^2=0.9746$ ，我们预测当年度平均煤价下降为 570 元/吨时，发电业务的毛利率会达到 14.4%。

图表 30：公司发电业务毛利率与秦皇岛 Q5500 的关系



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 31：公司电力业务毛利率预测

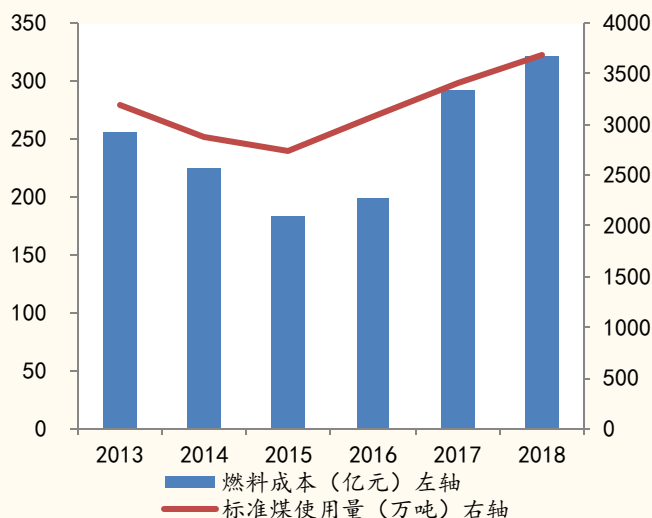
	2015	2016	2017	2018
秦皇岛 Q5500 平仓价 (元/吨)	427	446	636	655
发电业务毛利率	27.17%	22.28%	10.55%	8.56%
预测值				
秦皇岛 Q5500 平仓价 (元/吨)	655	630	605	580
发电业务毛利率	8.39%	10.16%	11.93%	13.69%
秦皇岛 Q5500 平仓价 (元/吨)	570	555	540	500
发电业务毛利率	14.40%	15.46%	16.51%	19.34%

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

- 从公司历年发电平均单价和秦皇岛港动力末煤 (Q5500) 价格幅度来看，变化趋势保持一致。我们将公司历年发电平均标煤单价和秦皇岛港动力末煤 (Q5500) 价格进行拟合分析，拟合度比较高， $R^2=0.9612$ 。因此，我们认

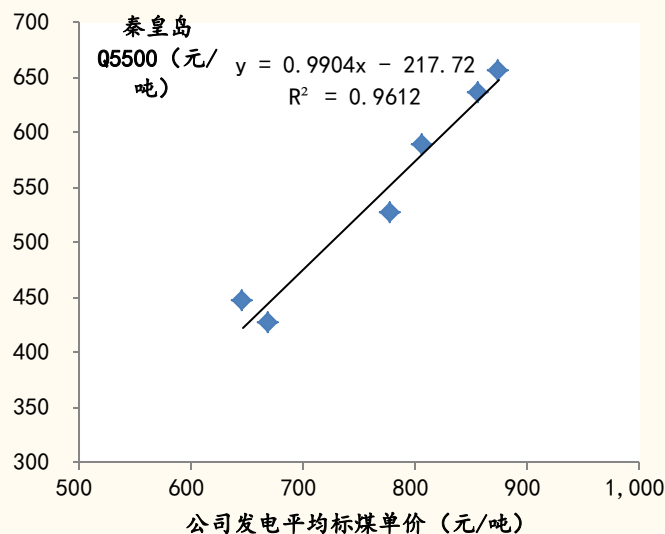
为在煤价下行阶段，公司发电平均标煤单价下降的幅度将大于其他非全部火电机组的电力公司，业绩弹性较大。

图表 32：2013~2018 年公司燃料成本和标准煤使用量



来源：公司公告，国金证券研究所（标准煤使用量=发电量×煤耗）

图表 33：秦皇岛 Q5500 平均平仓价格和发电标煤单价拟合分析



来源：公司公告，国金证券研究所（公司发电平均标煤单价=燃料成本/标准煤使用量）

- 假设公司装机容量、发电小时数以及上网电价等条件不变的情况下，如果年度平均标煤价格相比于 2018 年下降 50 元，我们预计公司的营业成本将降低 18.54 亿，净利润增加 16.13 亿元，增幅为 39.98%。
- 在省内双控的情况下，公司现有煤电装机的发电小时数将会下降，发电量的变动主要取决于煤炭可使用量。类似的，假设煤价以及上网电价等条件不变的情况下，如果公司的发电量相比于 2018 年下降 5%，我们预计公司净利润减少 3.8 亿元，降幅为 9.42%。

图表 34：公司业绩与煤价、发电量敏感性测算

公司业绩与煤价的敏感性分析					
煤价变动 (元)	100	50	0	-50	-100
秦皇岛 Q5500 年平均价格 (元/吨)	755	705	655	605	555
成本变动 (亿元)	37.09	18.54	0	-18.54	-37.09
净利润 (亿元)	8.09	24.23	40.36	56.49	72.63
净利润变动 (亿元)	-32.27	-16.13	0	16.13	32.27
净利润变动幅度	-79.95%	-39.98%	0.00%	39.98%	79.95%
公司业绩与发电量的敏感性分析					
发电量变动比例	0.10	0.05	0.00	-0.05	-0.1
公司发电量(亿千瓦时)	1365.474	1303.407	1241.34	1179.273	1117.206
净利润 (亿元)	46.66	36.56	40.36	44.16	47.96
净利润变动 (亿元)	6.3	3.8	0	-3.8	-7.6
净利润变动幅度	15.61%	9.42%	0.00%	-9.42%	-18.83%

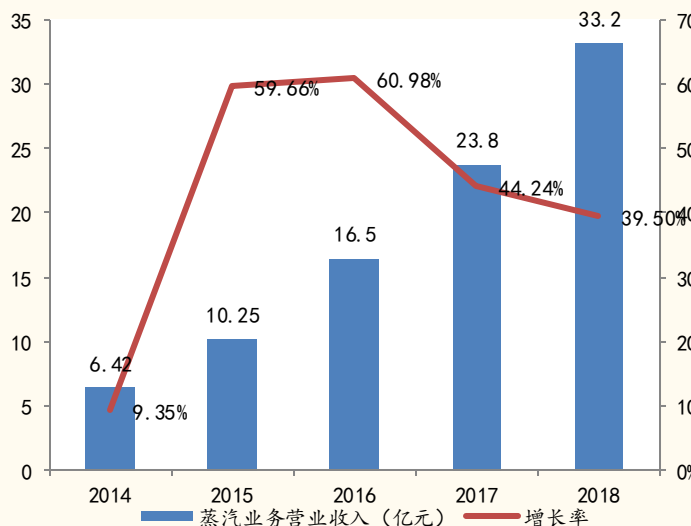
来源：wind，国金证券研究所（初始煤价、发电量和净利润为 2018 年度数据）

布局供热和核电市场，打造公司业绩增长点

供热业务保持高速增长

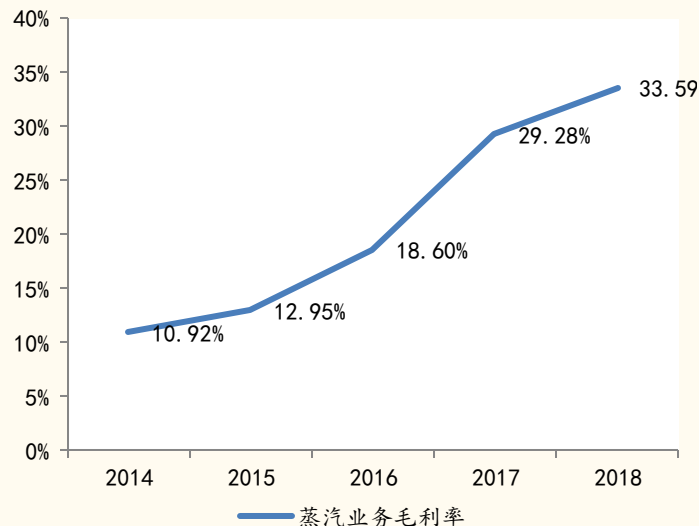
- **淘汰燃煤小锅炉，利好公司供热业务。**国务院于2018年7月发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出“重点削减非电力用煤，提高电力用煤比例；加大燃煤小锅炉淘汰力度”；浙江省能源“双控”政策要求“2020年底前，全省30万千瓦及以上热电联产电厂供热半径15公里范围内的燃煤锅炉实现关停整合”，政策性利好为公司供热发展提供良好的外部条件。
- **供热规模大幅提高，毛利率稳定增长。**2018年公司供热规模进一步提高，供热量大幅提升，供热量突破2000万吨，同比增长35%，营业收入33.2亿元，同比增长39.5%。从2014~2018年，公司供热业务毛利率从10.92%提升至33.59%，在煤炭成本下降的大背景下，毛利率有望继续提高。

图表 35：公司蒸汽业务营业收入及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 36：公司蒸汽业务营业收入毛利率



来源：wind，国金证券研究所

- 公司抓住《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》的契机，引导用热产业往电厂供热范围内聚集，积极拓展热用户，供热量大幅提升。目前公司在筹建项目进展顺利，滨电集中供应压缩空气项目获得核准，嘉电、乐电与长电淤泥耦合项目列入国家燃煤耦合生物质发电技改试点，首个用户侧储能绍兴西密克项目成功投运。

布局核电，开启业绩新增长点

- **公司深度布局核电项目，为中国核电第三大股东。**2018年底，公司参股核电装机容量906.4万千瓦，权益装机容量为186.62万千瓦，权益发电量为117.61亿千瓦时。其中三门核电有限公司计划建设6台125万千瓦的核电机组，2018年1号和2号机组已经投产运营。2017年，公司出资参股浙江三门高温堆电站有限公司、中核河北核电有限公司、中核海洋核动力发展有限公司和中核行波堆科技投资(天津)有限公司。
- **核电投资收益占总投资收益半壁江山。**公司投资的核电企业2018年，公司对联营企业和合营企业的投资收益23.4亿元的，其中核电投资收益为10.9亿元，占比达46.58%。随着未来核电机组的建设投产，核电投资收益有望进一步提高。

图表 37: 公司参股的核电企业及投资收益

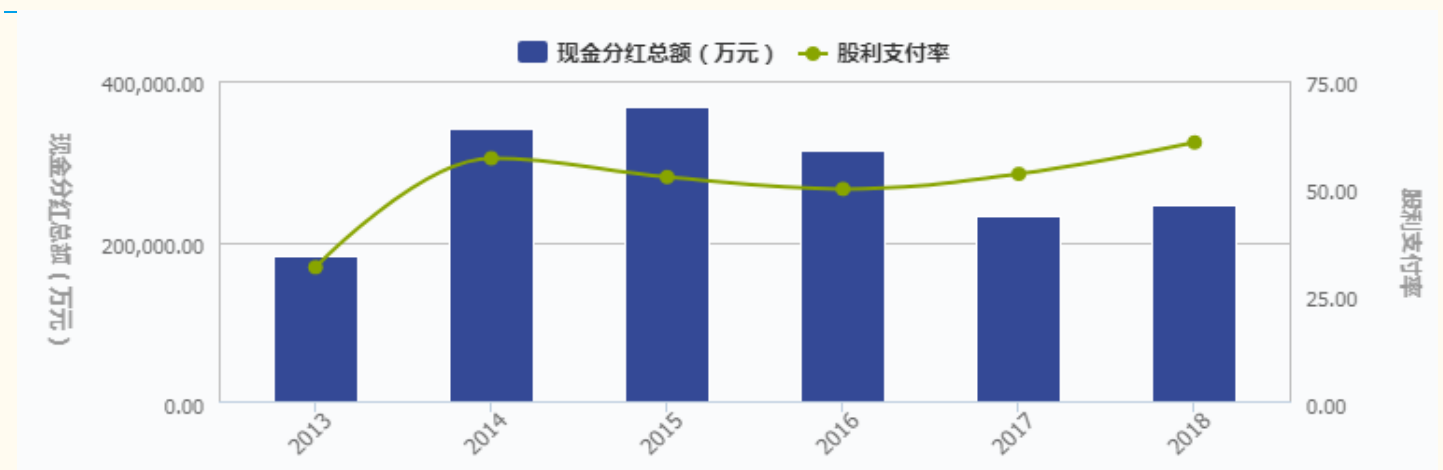
参股公司	持有股份	状态	装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	2018 年权益发电 量 (亿千瓦时)	投资收益 (亿元)		
						2017	2018	2019H1
泰山核电有限公司	28%	运营	248.80	69.66	55.76	5.75	5.94	2.86
核电泰山联营有限公司	20%	运营	262.00	52.40	41.73	3.53	3.44	2.50
泰山第三核电有限公司	10%	运营	145.60	14.56	11.26	1.15	1.12	0.61
三门核电有限公司	20%	运营	250.00	50.00	8.86		0.40	-0.94
中核辽宁核电有限公司	10%	在建						
国核浙能核能有限公司	50%	拟建						
浙江三门高温堆电站有限公司	49%	拟建						
中核海洋核动力发展有限公司	9%	拟建						
中核河北核电有限公司	10%	拟建						
中核行波堆科技投资(天津)有限公司	10%	拟建						
总计			906.40	186.62	117.61	10.43	10.90	5.03

来源: 公司公告, 中国核能行业协会核电运行分会, 中国核电公告, 国金证券研究所 (三门核电设计 6 台发电机组, 装机容量共 750 万千瓦时, 已投产两台)

注重分红回报, 历年平均分红率近 50%

- 公司 2013 年度股东大会审议通过公司的现金分红政策, 公司的利润分配政策保持连续性和稳定性, 同时兼顾公司的长远利益、全体股东的整体利益及公司的可持续发展。分红政策规定各期现金分红最低比例:
- (1) 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在各期利润分配中所占比例最低应达到 80%;
- (2) 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在各期利润分配中所占比例最低应达到 40%;
- (3) 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的, 进行利润分配时, 现金分红在各期利润分配中所占比例最低应达到 20%。
- 公司一贯注重对投资者的分红回报, 历年分红金额占当年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的比率均超过 30%, 除了 2013 年, 其他年份股利支付率均接近或超过 50%。2013 年到 2018 年累计现金分红 167.82 亿元, 平均分红率为 46.81%。

图表 38: 公司历年分红情况



来源：wind，国金证券研究所

- 我们对比了 20 家火电企业（申万指数），公司上市以来分红率排名第七，股息率 TTM 为 4.63，排名第一。我们预计公司在未来将继续保持高比例现金分红政策，充分保护中小投资者的合法权益。

图表 39：申万火电行业分红数据对比

代码	名称	上市以来分红率(%)	股息率TTM
601991.SH	大唐发电	66.81	3.75
000958.SZ	东方能源	60.36	0.79
600011.SH	华能国际	56.66	1.73
600863.SH	内蒙华电	54.68	3.3
000899.SZ	赣能股份	52.14	2.49
001896.SZ	豫能控股	48.08	-
600023.SH	浙能电力	46.81	4.63
600642.SH	申能股份	44.5	3.15
000539.SZ	粤电力A	43.65	1.53
600578.SH	京能电力	43.28	2.66
200539.SZ	粤电力B	42.34	-
000531.SZ	穗恒运A	41.1	3.07
600021.SH	上海电力	41.08	4.11
600795.SH	国电电力	40.43	1.7
600098.SH	广州发展	39.91	1.56
600027.SH	华电国际	38.5	1.82
000600.SZ	建投能源	35.69	1.91
000027.SZ	深圳能源	35.11	0.82
000543.SZ	皖能电力	34.4	0.77
600483.SH	福能股份	30.05	2.46

来源：Wind，国金证券研究所

盈利预测

- **电力业务：**由于浙江省“双控”政策影响，我们预计 2019 年公司发电量将下滑 5%，2020 年和 2021 年将维持稳定。因此我们预计电力业务 2-19-2021 年的营业收入为 411.38 亿、419 亿 421 亿元。我们预计 2019 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归，2019 年平均煤价预计将回落至 605 元/吨左右，2020 年回落至 570 元/吨，2021 年回落至 555 元/吨。因此电力业务毛利率将逐步回升至 2019 年-2021 年的 11.90%、13.40%和 14.44%。
- **供热业务：**公司供热项目进展顺利，2018 年底滨电集中供应压缩空气项目获得核准，嘉电、乐电与长电淤泥耦合项目列入国家燃煤耦合生物质发电技改试点，首个用户侧储能绍兴西密克项目成功投运。我们预计 2019 年供热业务依然保持 20%以上的增速，预计 2019-2021 年营业收入分别为 43.18 亿、52.89 亿和 61.88 亿元，毛利率将维持在 34%左右。
- 预测公司 2019~2021 年营收为 569.32、589.39、601.98 亿元，归母净利润为 44.94、58.41 和 66.29 亿元，EPS 为 0.33、0.43 和 0.49 元，对应 19-21 年 PE 为 12、9 和 8 倍。目前公司 PB 估值处于低位，给予 19 年 1 倍 PB，对应目标价 4.69 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 40：公司各业务盈利预测情况

报 告 期	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
电力						
销售收入（百万元）	36,242.17	40,777.56	43,325.82	41,137.71	41,900.00	42,100.00
增速	-0.51%	12.51%	6.25%	-5.05%	1.85%	0.48%
毛利率	22.28%	10.55%	8.56%	11.90%	13.40%	14.44%
蒸汽						
销售收入（百万元）	1,650.49	2,380.60	3,319.74	4,115.00	4,689.00	5,188.00
增速	60.96%	44.24%	39.45%	23.96%	13.95%	10.64%
毛利率	18.60%	29.28%	33.59%	33.80%	34.50%	34.60%
其他						
销售收入（百万元）	1,283.95	8,032.59	9,988.08	11,680.00	12,350.00	12,910.00
增速	-42.58%	525.62%	24.34%	16.94%	5.74%	4.53%
毛利率	28.85%	12.55%	5.52%	6.00%	6.50%	7.00%
总计						
销售收入（百万元）	39,176.61	51,190.75	56,633.63	56,932.71	58,939.00	60,198.00
增速	-1.29%	30.67%	10.63%	0.53%	3.52%	2.14%
毛利率	22.34%	11.73%	9.49%	12.27%	13.63%	14.58%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 浙江能源“双控”力度进一步加大，超出预期的风险。2019 年浙江省目标是将煤炭消费量控制在 1.36 亿吨，需削减煤炭消费量 600 万吨以上，若未来进一步加大能源“双控”力度，公司发电量和发电收入将下滑。
- 煤价下降幅度不达预期的风险。我们预计 2019 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归，全年平均煤价预计将回落至 600-620 元/吨左右，同比 2018 年下降 30-50 元/吨。如果煤价下降幅度不达预期，则公司盈利将下滑。
- 标杆电价下调的风险。标杆电价下调将直接带来公司盈利的下滑。
- 浙江省外购电大规模上涨带来的风险。外购电的增加将降低公司的发电小时数，带来公司盈利的下滑。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	39,177	51,191	56,634	56,933	58,939	60,198
增长率		30.7%	10.6%	0.5%	3.5%	2.1%
主营业务成本	-30,423	-45,183	-51,261	-50,061	-50,519	-50,896
%销售收入	77.7%	88.3%	90.5%	87.9%	85.7%	84.5%
毛利	8,754	6,007	5,373	6,872	8,420	9,302
%销售收入	22.3%	11.7%	9.5%	12.1%	14.3%	15.5%
营业税金及附加	-390	-443	-454	-484	-501	-512
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1,426	-1,493	-1,410	-1,423	-1,415	-1,445
%销售收入	3.6%	2.9%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
研发费用	0	0	-124	-125	-130	-132
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	6,937	4,071	3,384	4,839	6,375	7,214
%销售收入	17.7%	8.0%	6.0%	8.5%	10.8%	12.0%
财务费用	-1,100	-1,054	-1,262	-1,515	-1,526	-1,487
%销售收入	2.8%	2.1%	2.2%	2.7%	2.6%	2.5%
资产减值损失	-4	-2	-145	-148	-167	-167
公允价值变动收益	0	-5	3	5	21	30
投资收益	2,752	2,478	2,774	2,650	2,750	2,905
%税前利润	31.6%	44.8%	55.4%	47.0%	38.0%	35.2%
营业利润	8,585	5,561	5,184	5,850	7,452	8,495
营业利润率	21.9%	10.9%	9.2%	10.3%	12.6%	14.1%
营业外收支	114	-30	-171	-210	-221	-240
税前利润	8,699	5,531	5,012	5,640	7,231	8,255
利润率	22.2%	10.8%	8.9%	9.9%	12.3%	13.7%
所得税	-1,502	-786	-684	-784	-991	-1,114
所得税率	17.3%	14.2%	13.6%	13.9%	13.7%	13.5%
净利润	7,197	4,745	4,328	4,856	6,241	7,140
少数股东损益	920	410	292	362	400	511
归属于母公司的净利润	6,277	4,334	4,036	4,494	5,841	6,629
净利率	16.0%	8.5%	7.1%	7.9%	9.9%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	7,197	4,745	4,328	4,856	6,241	7,140
少数股东损益	920	410	292	362	400	511
非现金支出	5,616	5,750	6,143	5,063	5,226	5,376
非经营收益	-1,362	-1,026	-1,385	-277	-615	-738
营运资金变动	1,900	518	-2,311	-727	-534	-475
经营活动现金净流	13,351	9,986	6,774	8,914	10,318	11,303
资本开支	-6,612	-6,166	-2,076	-3,168	-3,266	-3,240
投资	-216	-5,221	-2,463	-1,992	-2,379	-2,770
其他	3,139	2,125	2,647	2,650	2,750	2,905
投资活动现金净流	-3,688	-9,261	-1,893	-2,510	-2,895	-3,105
股权募资	65	248	114	490	0	0
债权募资	-806	-1,191	-1,272	199	478	497
其他	-5,612	-5,233	-4,744	-4,492	-4,832	-5,131
筹资活动现金净流	-6,353	-3,794	-5,901	-3,803	-4,354	-4,634
现金净流量	3,310	-3,069	-1,020	2,601	3,070	3,564

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	15,766	12,808	11,788	14,389	17,458	21,022
应收账款	5,445	6,119	6,758	8,220	8,510	8,697
存货	2,378	2,731	3,279	3,155	3,253	3,347
其他流动资产	1,218	1,787	1,645	1,601	1,705	1,759
流动资产	24,808	23,445	23,470	27,364	30,926	34,824
%总资产	23.4%	20.8%	21.4%	24.1%	26.3%	28.5%
长期投资	20,883	28,184	28,948	30,945	33,349	36,156
固定资产	57,377	58,491	54,580	52,647	50,665	48,480
%总资产	54.2%	51.8%	49.8%	46.3%	43.1%	39.7%
无形资产	2,512	2,528	2,430	2,368	2,316	2,271
非流动资产	81,029	89,439	86,226	86,286	86,680	87,287
%总资产	76.6%	79.2%	78.6%	75.9%	73.7%	71.5%
资产总计	105,837	112,883	109,696	113,650	117,606	122,112
短期借款	6,520	8,290	8,220	8,162	8,431	8,608
应付款项	8,266	9,049	7,193	7,849	7,795	7,722
其他流动负债	749	950	1,005	1,212	1,441	1,590
流动负债	15,535	18,289	16,417	17,223	17,667	17,920
长期贷款	22,216	23,583	22,128	22,228	22,378	22,578
其他长期负债	1,778	2,214	1,999	2,570	2,730	2,950
负债	39,529	44,085	40,544	42,021	42,775	43,448
普通股股东权益	58,277	60,778	61,195	63,459	66,312	69,684
其中：股本	13,601	13,601	13,601	13,601	13,601	13,601
未分配利润	16,384	17,373	18,608	20,382	23,230	26,595
少数股东权益	8,031	8,020	7,957	8,319	8,719	9,230
负债股东权益合计	105,837	112,883	109,696	113,650	117,606	122,112

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.462	0.319	0.297	0.330	0.429	0.487
每股净资产	4.285	4.469	4.499	4.666	4.876	5.124
每股经营现金净流	0.982	0.734	0.498	0.655	0.759	0.831
每股股利	0.230	0.170	0.180	0.200	0.220	0.240
回报率						
净资产收益率	10.77%	7.13%	6.59%	7.08%	8.81%	9.51%
总资产收益率	5.93%	3.84%	3.68%	3.95%	4.97%	5.43%
投入资本收益率	5.98%	3.43%	2.91%	4.03%	5.13%	5.60%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.29%	30.67%	10.63%	0.53%	3.52%	2.14%
EBIT增长率	-18.54%	-41.32%	-16.86%	43.00%	31.72%	13.16%
净利润增长率	-10.03%	-30.95%	-6.89%	11.35%	29.97%	13.50%
总资产增长率	2.10%	6.66%	-2.82%	3.60%	3.48%	3.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.0	37.8	36.0	38.0	39.0	40.0
存货周转天数	25.6	20.6	21.4	23.0	23.5	24.0
应付账款周转天数	76.0	53.7	43.6	43.0	42.0	41.0
固定资产周转天数	508.5	410.9	341.0	318.4	287.3	260.4
偿债能力						
净负债/股东权益	19.56%	27.65%	26.84%	22.29%	17.79%	12.88%
EBIT利息保障倍数	6.3	3.9	2.7	3.2	4.2	4.8
资产负债率	37.35%	39.05%	36.96%	36.84%	36.20%	35.38%

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	0	0	0	4	6
增持	0	0	2	3	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.43	1.45

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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