

重组完成,十四五规划清晰远大

投资要点

- **事件:**公司2020年实现营业收入52.56亿元,同比增长302%;归母净利润6.20亿元,同比增长223%;基本每股收益0.41元。
- **重大资产重组完成,资产规模大幅增长。**公司以国有企业混合所有制改革和电力体制改革为契机,发行股份及支付现金购买了联合能源88.41%股权以及长兴电力100%股权(长兴电力持有联合能源10.95%股权)。公司资产、业务规模以及盈利能力获得大幅提升。截止2020年底,公司资产总计194.83亿元,同比增长279%,净资产收益率9.35%,同比增长2.86个百分点。公司由万州一隅的地方电力扩张覆盖至重庆及周边区域,乃至全国的综合能源上市企业。
- **电量大增,锰业赋能,收入规模迅速扩大。**公司2020年业绩大增主要是售电收入和新增锰业贸易所致。截至2020年底,公司自有及控股在运水电机组装机容量共746.2MW,同比增长177%。公司2020年完成发电量29.47亿千瓦时,同比增长355%,售电量113.26亿千瓦时,同比增长483%,电力销售收入32.57亿元,同比增长234%,电力销售毛利率20.96%,同比增加3.22个百分点;完成电解锰销售12.97万吨,实现收入12.75亿元,毛利率为7.89%。
- **创新业务模式,延伸产业链两端。**公司深入探索电力产业链两端,包括投资建设热电联产项目开创首单综合能源服务业务;突破原有市场在上海市投资售电公司,在长三角开拓售电业务;整合专业平台,统筹从产业链前端的煤炭供应、中端的电力建设、到末端的运维检修和增值服务,协同配售电业务发展。
- **现金分红创历史新高。**2020年公司分红派发现金红利1.9亿元(含税),创最高金额,占当期归属于上市公司股东净利润的30.84%,中长期高分红可期。
- **“十四五”规划发布,新一轮发展方向明确。**公司提出“打造以配售电为基础的一流综合能源上市公司”目标,明确开展市场化售电、综合能源和新能源三大业务的发展思路。预计到2025年销售电量将超过1000亿千瓦时,其中市场化售电量超800亿千瓦时;总资产超过320亿元;营业收入超过150亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为0.51/0.58/0.64元,对应PE为18x/16x/14x,借助三峡集团支持,公司长期有望打造为综合售电龙头,给予公司2022年19倍估值,首次覆盖,“买入”评级,对应目标价11.1元。
- **风险提示:**外购电占比较高风险;电价波动风险;新业务拓展不及预期风险等。

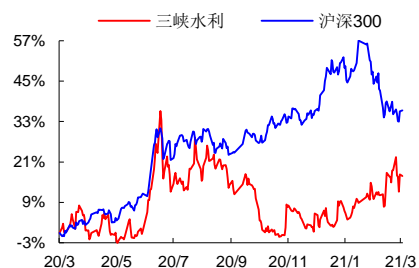
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5255.98	10695.65	11812.18	12877.32
增长率	302.17%	103.49%	10.44%	9.02%
归属母公司净利润(百万元)	619.94	977.33	1104.13	1230.26
增长率	223.43%	57.65%	12.97%	11.42%
每股收益EPS(元)	0.32	0.51	0.58	0.64
净资产收益率ROE	5.96%	8.77%	9.38%	9.86%
PE	29	18	16	14
PB	1.69	1.58	1.49	1.41

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.12
流通A股(亿股)	9.93
52周内股价区间(元)	7.87-11.01
总市值(亿元)	180.89
总资产(亿元)	194.83
每股净资产(元)	5.34

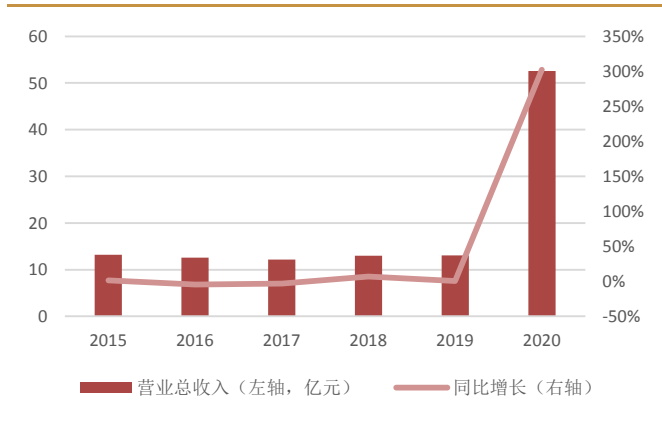
相关研究

1 重组完成，资产规模大幅增长

公司 2017-2019 年分别实现营业收入 12.18 亿元、12.98 亿元、13.07 亿元，同比增长 -3.17%、6.64%、0.65%；实现归母净利润 3.43 亿元、2.14 亿元、1.92 亿元，同比增长 48.45%、-37.80%、-10.26%。2019 年公司营收增速以及盈利能力下降主要是因为自发电水量减少使外购电成本同比增加，农网改造升级资产陆续转固其折旧和利息费用化同比增加，以及重大资产重组开支中介费等因素所致。

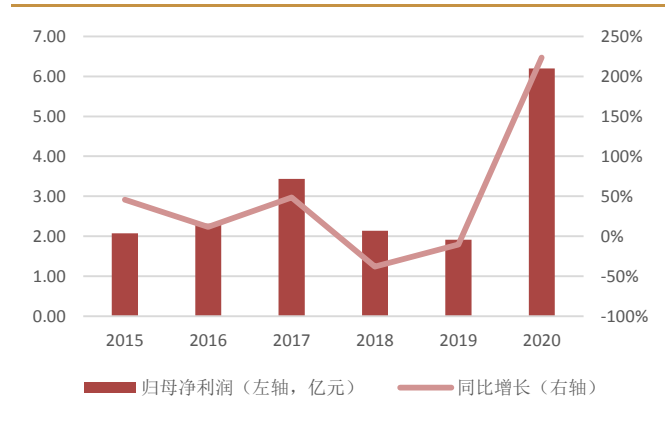
2020 年上半年，经中国证监会核准，公司完成了重大资产重组，收购了联合能源控股股权和长兴电力 100% 股权并非公开发行股份募集配套资金近 5 亿元，公司资产规模、经营区域和盈利能力等方面实现了成倍增长。公司 2020 年实现营业收入 52.56 亿元，同比增长 302%；归属于母公司所有者的净利润 6.20 亿元，同比增长 223%；基本每股收益 0.41 元；净资产收益率 9.35%，同比增长 2.86 个百分点。截至 2020 年底，公司总资产 194.83 亿元，比年初增长 279%；总负债 90.09 亿元，比年初增长 318%；资产负债率 46.24%；股东权益（归属于母公司）102.09 亿元，比年初增长 234%。

图 1：公司 2015 年以来营业总收入及增速



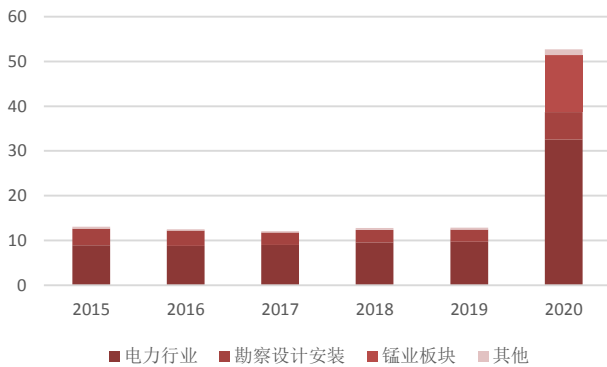
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2015 年以来归母净利润及增速

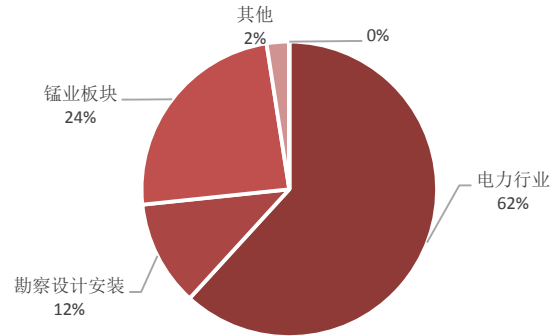


数据来源：公司公告，西南证券整理

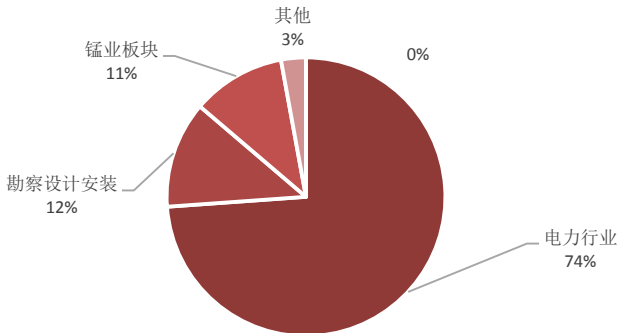
公司重组后业务仍以水电站的投资运营为主，主要产品为电力；同时，公司还从事锰业贸易、勘察设计安装等行业。2020 年公司电力行业收入 32.57 亿元，占公司总收入的 62%，实现毛利 6.83 亿元，贡献总毛利 74%，毛利率 20.96%；勘察设计安装收入 6.09 亿元，占公司总收入的 12%，实现毛利 1.14 亿元，贡献总毛利 12%，毛利率 18.77%；锰业板块实现收入 12.75 亿元，占公司总收入的 24%，实现毛利 1.01 亿元，贡献总毛利 11%，毛利率 7.89%。

图 3：公司 2015-2020 年主营业务分行业收入（亿元）


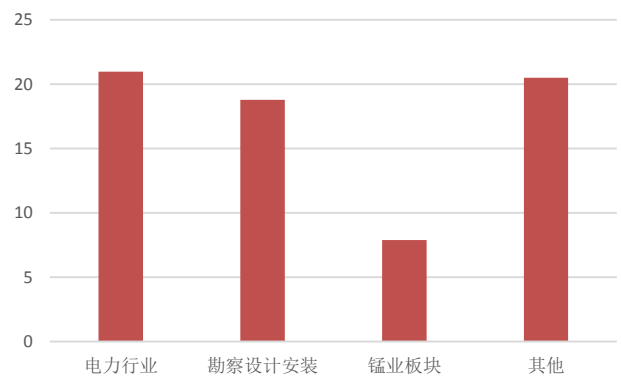
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2020 年主营业务收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2020 年主营业务毛利贡献


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2020 年主营业务分行业毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2020 年底，公司自有及控股在运水电机组装机容量共 74.62 万千瓦，其中接入公司自有电网的机组装机容量为 713.3MW，未接入公司自有电网机组装机容量 32.9MW（云南芒牙河水电站 24.9MW，巫溪县峡门口水电站 8MW）。2020 年上半年重组完成，公司水电总装机容量从 27 万千瓦增长到 75 万千瓦，供电区域在原重庆市万州区的基础上，扩大至重庆市涪陵区、黔江区、秀山县、酉阳县和两江新区的相应供电区域。

表 1：公司 2013-2020 年在运并网装机变化情况

所在地区	在运并网装机容量（兆瓦）							
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
重庆市万州区	101.9	101.9	101.9	101.9	104.3	113.9	113.9	113.9
湖北利川	48	48	48	48	48	48	48	48
重庆市巫溪区	8	8	28	45	50	75	75	75
重庆市黔江区	-	-	-	-	-	-	-	86.5
重庆市酉阳县	-	-	-	-	-	-	-	118.5
重庆市秀山县	-	-	-	-	-	-	-	156.4
重庆市丰都县	-	-	-	-	-	-	-	115
合计	157.9	157.9	177.9	194.9	202.3	236.9	236.9	713.3

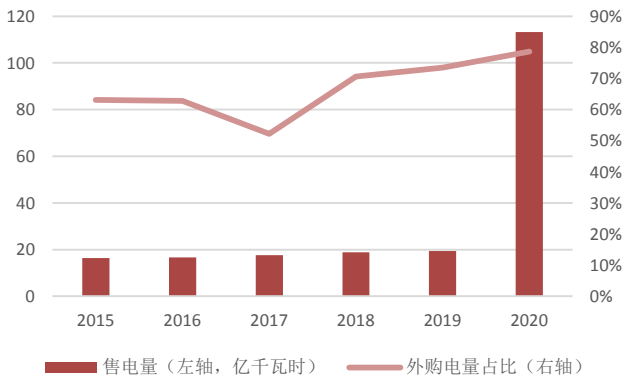
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：2020 年末公司装机详情

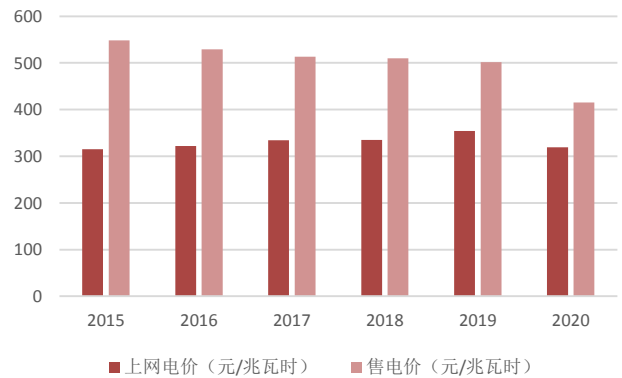
电站名称	装机容量（万千瓦）
鱼背山电厂	1.7
双河电厂	2.83
赶场电厂	3.75
长滩电厂	0.64
滚渡电厂	0.13
重庆市万州区恒丰水电设备工程有限公司	0.12
向家嘴电厂	1.26
杨东河水电站	4.8
峡门口电站	0.8
两会沱水电站	2
镇泉水电站	3
金盆水电站	2.5
新长滩电站	0.96
芒牙河二级电站	2.49
大河口电站	8.25
双泉电站	0.25
梯子洞电站	3.6
宋家电站	1.44
舟白电站	2.4
石堤电站	12
渔滩电站	2.8
箱子岩电站	3.2
三角滩电站	2.2
石板水电站	11.5
合计	74.62

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司电力来源一是所属水电站发电量通过自有电网销售给终端客户，实现网内消纳；二是通过联网线路从国家电网重庆市电力公司、国家电网湖北省电力公司等单位复购电量。2017-2019 年公司售电量分别为 17.57、18.83、19.41 亿千瓦时，其中外购电量占比分别为 52.19%、70.63%、73.45%，售电价格分别为 513、510、502 元/兆瓦时。2020 年公司完成售电量 113.26 亿千瓦时，同比增长 483%，其中外购电占比 78.60%；售电价格 415 元/兆瓦时。

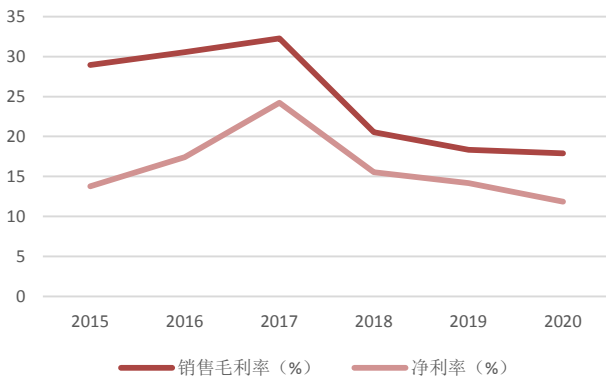
图 7: 公司 2015 年以来售电量及外购电占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

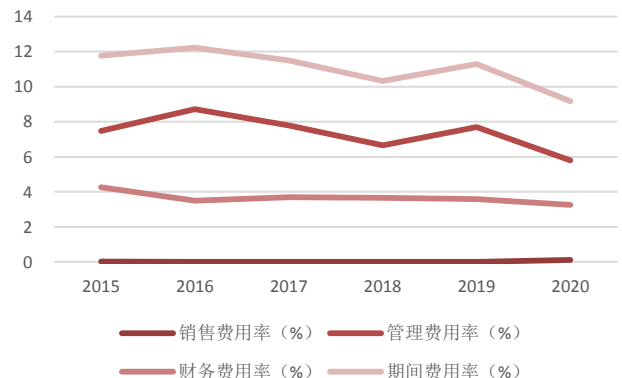
图 8: 公司 2015 年以来上网电价及售电价情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

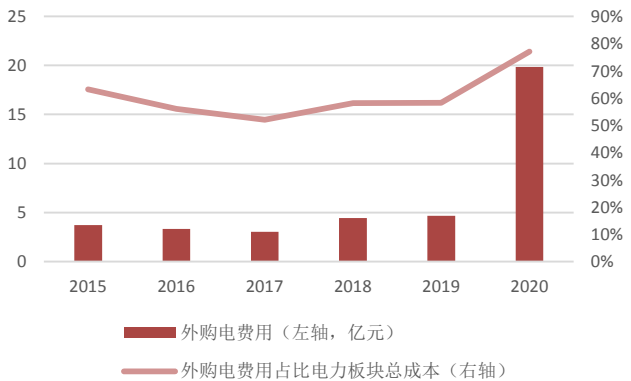
公司 2017-2019 年毛利率分别为 32.26%、20.54%、18.34%，下滑主要原因是自发电量不能满足当地需求，2017-2019 年公司外购电量分别为 9.17、13.30、14.25 亿千瓦时，占比售电量分别为 52.19%、70.63%、73.42%；成本方面，2017-2019 年外购电成本分别为 3.04、4.43、4.67 亿元，占比电力业务总成本分别为 52.06%、58.12%、58.24%，因此外购电量较多、外购电成本较高，是公司电力业务盈利能力较弱的主要原因。期间费用率管控良好，分别为 11.48%、10.32%、11.29%。公司 2020 年外购电占比售电量进一步上升，毛利率略有所下滑 17.91%(-0.43pp)，净利率 11.87%(-2.30%)；期间费用率 9.17%(-2.12%)，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.11% (+0.10pp)、5.80% (-1.90pp)、3.26% (-0.33pp)。

图 9: 公司 2015 年以来毛利率、净利率情况


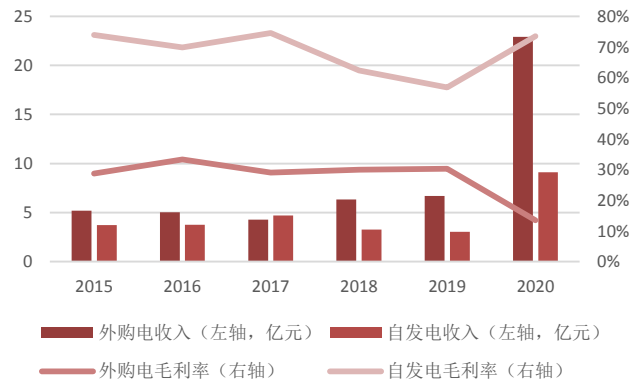
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10: 公司 2015 年以来期间费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

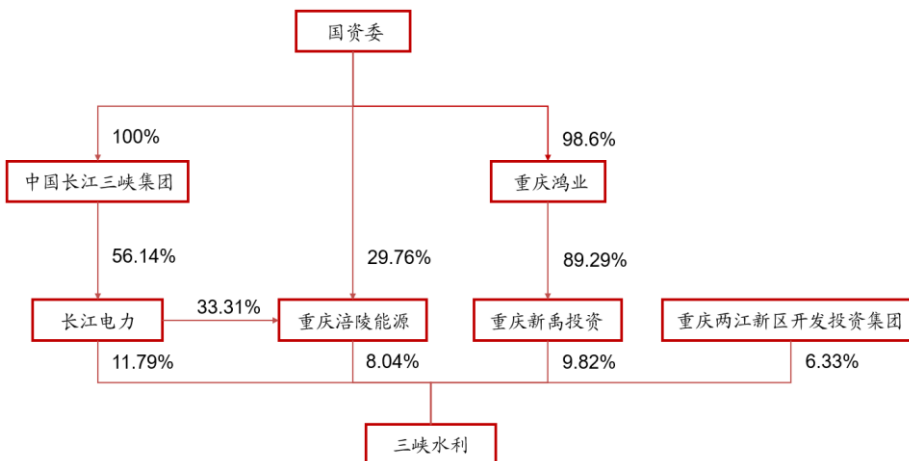
图 11：公司 2015 年以来外购电费用情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司 2015 年以来外购电和自发电收入及毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年重组完成后，公司前三大股东变更为中国长江电力股份有限公司、重庆新禹投资（集团）有限公司、重庆涪陵能源实业集团有限公司，分别持股 11.79%、9.82%、8.04%。

图 13：截止 2020 年末公司股权结构图


数据来源：公司公告，西南证券整理

大股东持续增持，长期协同及支持效益明显

2020 年 2 月 5 日，公司发布《关于股东增持公司股份及后续增持计划的公告》。截至 2021 年 2 月 4 日，公司控股股东长江电力及其一致行动人三峡资本有限责任公司、长电资本、新华水力发电有限公司、三峡电能有限公司、长电投资合计持有公司股份 3.64 亿股，占公司目前总股本的 19.05%，大股东持续增持，彰显对公司长期发展信心及认可。

2020 年 11 月 27 日，公司发布《关于向乌东德电站、白鹤滩电站提供相关运维检修项目服务暨关联交易的公告》，合同金额共计 6,921 万元，计划完工时间为 2021 年 12 月 31 日。运维检修服务项目落地充分彰显大股东对公司的支持力度，长江电力拥有三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝四个存量巨型水电站，围绕水电主业，长江电力近期频频大比例参股湖北能源、广州发展、国投电力、川投能源和上海电力等优质水电企业，若后续运维检修轻资产业务模式能在各地复制拓展，公司凭借自身多年经验及相关技术水平，依托长江电力在资源和业务方面的支持，未来将有望持久受益。

2 四网融合完成区域资产整合，三峡电入渝稳步推进

2020年5月31日重组正式完成，三峡集团通过资产整合、入驻等方式获取公司股权，完成重庆地区四张地方电网的整合，并注入上市公司体内，重组后公司资产规模翻两番，发电量、经营质量和盈利能力取得飞跃。公司经营范围相应进行了调整，新增了配售电系统开发、建设、设计及运营管理，分布式能源等，重组完成后公司的供电区域由重庆万州扩大至重庆涪陵、黔江、秀山、酉阳和两江新区，实现售电量大幅增长，同时未来有望搭建区域内的输配电通道建设，为后续跨省购电，三峡电力入渝奠定良好基础，中长期为进一步扩大配售电业务范围，铺开全国范围内售电业务做好准备。

收购标的：联合能源

联合能源通过子公司聚龙电力、乌江实业主要从事电力生产供应及服务、锰矿开采及电解锰生产加工销售等业务。聚龙电力及乌江电力均为集电力发、配、售为一体的地方电力企业，主要通过自有水力发电机组发电以及向国家电网、南方电网外购电满足自有电网内工业用户的用电需求。其中，聚龙电力的主要客户为重庆市涪陵区白涛化工园区、龙桥工业园区及清溪再生有色金属特色产业园区内的工业客户，乌江电力的主要客户为重庆市黔江区、酉阳县、秀山县等地工业用户。截至2019年9月30日，联合能源合计拥有控股装机容量47.64万千瓦，220kV变电站5座，110kV变电站11座，110kV及以上等级的输电线路超过1,700千米。

表 3：截止 2020 年末联合能源装机情况

子公司	电站名称	机组规格 (万千瓦)	机组数量 (台)	装机容量 (万千瓦)
乌江实业	大河口电站	2.75	3	8.25
	双泉电站	0.125	2	0.25
	梯子洞电站	1.2	3	3.6
	宋农电站	0.48	3	1.44
	舟白电站	1.2	2	2.4
	石堤电站	6	2	12
	渔滩电站	0.3	4	1.2
		0.8	2	1.6
	箱子岩电站	1.6	2	3.2
三角滩电站	1.1	2	2.2	
聚龙电力	涪陵水资源	3.5	3	10.5
		1	1	1

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：2017-2019Q3 联合能源电力板块业务详情

子公司	项目	2017	2018	2019Q1-3
乌江实业	自发电量 (亿千瓦时)	5.51	4.18	2.52
	外购电量 (亿千瓦时)	41.38	45.6	38.43
	售电量 (亿千瓦时)	46.59	49.14	40.45
	售电均价 (元/千瓦)	0.4691	0.4805	0.4832

子公司	项目	2017	2018	2019Q1-3
聚龙电力	自发电量 (亿千瓦时)	14.02	13.81	8.62
	外购电量 (亿千瓦时)	24.29	14.75	8.36
	售电量 (亿千瓦时)	37.63	27.8	16.48
	售电均价 (元/千瓦)	0.4546	0.4786	0.4752

数据来源：公司公告，西南证券整理

锰业板块具备业绩弹性，受益于行业下游复苏。联合能源通过子公司贵州锰业开展锰矿开采及电解锰生产加工业务，并由乌江贸易统一对外销售。以自有锰矿及外购锰矿为主要原料，深加工电解锰、锰基新型材料等产品，下游为钢铁等行业大客户，受益于经济恢复及下游产品价格阶段上涨，公司锰业板块收入实现大幅增长，现有电解锰总产能 10.6 万吨，处于国内行业前列。公司 2020 年电解锰总产量为 8.96 万吨，通过“自产自销+外购销售”的模式，2020 年电解锰产品实现销量 12.97 万吨，实现收入 12.75 亿元，受益于宏观经济复苏及价格上涨，中长期公司电解锰业务弹性良好，业绩复苏增长可期。

表 5：2017-2019Q3 联合能源主营业务收入情况

项目 (亿元)	2017	2018	2019Q1-3
电力板块	33.00	31.07	23.87
锰业板块	7.69	8.77	8.08

数据来源：公司公告，西南证券整理

收购标的：长兴电力

2015 年 8 月 13 日，长兴电力取得重庆两江新区市场和质量技术监督局核发的《营业执照》，由长江电力、两江集团、聚龙电力、中涪南热电出资设立长兴电力。长兴电力通过子公司两江城电、长兴渝、两江综合能源、两江供电主要从事电力工程建筑安装、智慧电力运维、配售电等业务。

长兴电力通过与国家电网合作于 2018 年 3 月分别出资 50% 成立两江供电，两江供电于 2018 年 5 月取得电力业务许可证（供电类），配售电业务以两江供电为主要经营主体开展。

配电业务具有区域垄断性质，两江供电的增量配电业务范围主要处于两江新区的龙兴、水土工业园区内，两江新区增量配电业务试点项目是国家发改委、国家能源局确定的全国第一批 106 个、重庆市第一批 5 个增量配电业务改革试点项目之一。两江新区也是国家级开发新区，经济发展快速，为重庆经济发展的驱动桥头堡之一，未来新区的经济发展和招商引资的增强将有望带动公司售电规模的大幅增长。

表 5：2017-2019Q3 长兴电力主营业务收入情况

项目 (亿元)	2017	2018	2019Q1-3
工程施工	1.12	0.9	1.12
配售电服务	0.07	0.06	0
运维服务	0.01	0.02	0.01
其他	0.03	0.04	0

数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩考核超越重组承诺，盈利质量良性增长。联合能源 2020 年收益法评估归母所有者汇总合计净利润 4.86 亿元，完成业绩承诺的 115%。合并报表扣非后归母净利润 4.13 亿元，完成业绩承诺的 109%，业绩考核超越重组承诺，实现业绩、规模、资产盈利的良性增长。

表 6：收购资产业绩实现情况

项目	归属于母公司净利润①	非经常性损益	调整数	实际完成数
		②	③	④=①-②-③
联合能源母公司	-2.41	251.48	0.00	-253.90
聚龙电力合并	23,234.08	106.55	0.00	23,127.53
乌江实业母公司	-828.29	-22.02	0.00	-806.27
乌江电力合并	31,306.04	4,042.45	0.00	27,263.58
武陵矿业矿业权	-2,349.14	6.34	-1,584.57	-770.90
合计	51,360.27	4,384.80	-1,584.57	48,560.04

数据来源：公司公告，西南证券整理 注：调整数为武陵矿业扣除在构建长期资产过程中占用资金未偿还部分在本期计入费用化的利息支出以及采矿权的摊销。

2020 年 10 月 26 日，公司公告收到重庆市能源局《关于 2020 年新增三峡电入渝分配有关事宜的通知》（渝能源电〔2020〕78 号）：2020 年新增三峡电入渝全部留存三峡库区，在万州等 15 个库区区县分配，价差按 0.0828 元/千瓦时确定，电网企业按照价差传导原则组织实施，全额传导给供区内的企业（项目）。公司供电范围内：万州区分配电量 13.98 亿千瓦时，主要用于降低存量工业企业用电成本和招商引资增量项目；涪陵区分配电量 3.40 亿千瓦时，主要用于存量大数据智能化等战略新兴产业降低电价和增量企业招商引资。

三峡电入渝获批，打开了公司现有售电业务天花板瓶颈，标志着三峡电售电跨省入渝取得重大突破，目前虽然获批售电量较低，但丰富了公司电源来源，有利于吸引用电企业入驻供区，进一步提升公司的售电规模，长期看发展售电业务是重要发展趋势，公司有望凭借丰富的电源吸引获得更多业务，扩大售电业务规模和体量。

长期看，三峡集团明确三峡水利为以配售电为主业的唯一上市平台，也是践行国家电力体制改革和混合所有制改革的试点平台，将通过全力推动落实三峡集团与重庆市政府签订的战略合作协议内容，共同推动“三峡电”入渝等多种方式，积极支持三峡水利后续发展。

3 现金分红创历史新高，发布“十四五”规划

在连续几年较高比例现金分红的基础上，公司 2020 年以公司现有总股本为基数，每 10 股派发现金红利 1 元（含税），共计派发现金红利 19,121 万元（含税），创公司上市以来年度现金分红的最高金额，占当期归属于上市公司股东净利润的 30.84%。未来公司业绩持续提升后，长期分红提升可期。

2021 年 3 月 26 日，公司发布“十四五”战略发展规划。公司将紧扣配售电、综合能源、新能源三大业务，持续夯实存量配售电产业，积极打造四大产业发展平台，稳步推进产业延伸，建成以配售电为基础的一流综合能源上市公司。公司力争到“十四五”末，成为以配售电为基础的一流综合能源上市公司。预计到 2025 年，公司销售电量将超过 1000 亿千瓦时，其中市场化售电量超 800 亿千瓦时；总资产超过 320 亿元；营业收入超过 150 亿元，全面实现战略发展目标。

4 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司电力销售为最主要业务，2020 年重组后并表并购标的 6-12 月的经营成果，2021 考虑全年并表，参考备考盈利预测以及公司 2021 年计划销售 121 亿度电及电价水平，2022-2025 年综合考虑公司十四五规划水平测算，毛利率维持在约 20%；

假设 2：设计安装业务考虑公司新签订单以及综合业务开拓，股东方支持及相关在手订单，预计 2021-2023 年增长率为 100%、15%、15%，毛利率维持约 18%；

假设 3：锰矿业务主要考虑并表，公司产能 10.6 万吨，销售量高于自产量，考虑下游钢铁行业复苏和价格上涨，预计 2021-2023 年增速为 50%、15%和 5%，毛利率维持在 10% 附近。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：万元		2020A	2021E	2022E	2023E
电力销售	收入	325,658.00	716,447.60	766,598.93	820,260.86
	增速	/	120.00%	7.00%	7.00%
	毛利率	20.96%	20.00%	20.00%	20.00%
设计勘察	收入	68,096.00	136,192.00	156,620.80	180,113.92
	增速	/	100.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	17.29%	18.00%	18.00%	18.00%
锰矿	收入	128,361.00	192,541.50	221,422.73	232,493.86
	增速	/	50.00%	15.00%	5.00%
	毛利率	7.93%	10.00%	10.00%	8.00%
其他	收入	3483	24,383.73	36,575.60	54,863.39
	增速	/	600.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	100%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	525,598.39	1,069,564.83	1,181,218.05	1,287,732.03
	增速	302.17%	103.49%	10.44%	9.02%
	毛利率	17.91%	18.40%	18.48%	18.41%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们主要选取大类水电的龙头公司，四家公司平均 PETTM 为 16 倍，20-22 年平均估值为 21 倍、18 倍、16 倍。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.51 元、0.58 元和 0.64 元，对应 PE 为 18X/16X 和 14X。借助三峡集团支持，公司长期有望打造为全国综合售电龙头，综合能源业务的开拓符合国家十四五电网建设和电改方向，公司具备一定估值溢价，给予公司 2022 年 19 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 11.1 元。

表 8：相对估值

序号	代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				市净率 PB(MRQ)
				TTM	20E	21E	22E	
1	600116	三峡水利	181	40	29	18	16	1.6
行业平均			-	16	21	18	16	2.0
2	600900	长江电力	4,876	18	27	19	19	2.6
3	600025	华能水电	1,017	16	19	17	16	1.7
4	600674	川投能源	543	15	17	17	14	1.6

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5255.98	10695.65	11812.18	12877.32	净利润	623.78	983.38	1110.97	1237.88
营业成本	4314.89	8727.53	9685.99	10559.40	折旧与摊销	406.10	912.60	920.32	926.67
营业税金及附加	36.93	85.57	94.50	103.02	财务费用	171.30	232.90	179.51	167.43
销售费用	5.77	11.77	12.99	12.88	资产减值损失	2.87	0.00	0.00	0.00
管理费用	304.68	620.35	673.29	721.13	经营营运资本变动	-355.80	2474.24	-6.23	87.02
财务费用	171.30	232.90	179.51	167.43	其他	59.73	-116.05	-117.65	-117.54
资产减值损失	2.87	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	907.99	4487.08	2086.91	2301.45
投资收益	79.70	80.00	80.00	80.00	资本支出	-8498.65	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	37.42	37.42	37.42	37.42	其他	8180.59	117.42	117.42	117.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-318.06	67.42	67.42	67.42
营业利润	716.52	1134.96	1283.32	1430.88	短期借款	3258.69	-2505.58	-753.11	0.00
其他非经营损益	8.51	8.51	8.51	8.51	长期借款	868.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	725.03	1143.46	1291.82	1439.39	股权融资	6655.00	0.00	0.00	0.00
所得税	101.25	160.08	180.86	201.51	支付股利	-99.30	-289.53	-472.73	-534.25
净利润	623.78	983.38	1110.97	1237.88	其他	-10449.82	-1395.33	-179.51	-167.43
少数股东损益	3.84	6.05	6.84	7.62	筹资活动现金流净额	233.43	-4190.44	-1405.35	-701.68
归属母公司股东净利润	619.94	977.33	1104.13	1230.26	现金流量净额	823.35	364.06	748.98	1667.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1775.07	2139.13	2888.11	4555.31	成长能力				
应收和预付款项	916.29	1492.14	1740.60	1911.76	销售收入增长率	302.17%	103.49%	10.44%	9.02%
存货	264.65	420.02	501.74	567.54	营业利润增长率	224.04%	58.40%	13.07%	11.50%
其他流动资产	698.72	232.86	217.60	230.62	净利润增长率	236.85%	57.65%	12.97%	11.42%
长期股权投资	1001.28	1001.28	1001.28	1001.28	EBITDA 增长率	196.59%	76.24%	4.50%	5.95%
投资性房地产	232.92	232.92	232.92	232.92	获利能力				
固定资产和在建工程	9233.52	8444.98	7648.72	6846.12	毛利率	17.91%	18.40%	18.00%	18.00%
无形资产和开发支出	4329.40	4257.59	4185.78	4113.96	三费率	9.17%	8.09%	7.33%	7.00%
其他非流动资产	1031.28	1029.03	1026.79	1024.54	净利率	11.87%	9.19%	9.41%	9.61%
资产总计	19483.14	19249.95	19443.55	20484.05	ROE	5.96%	8.77%	9.38%	9.86%
短期借款	3258.69	753.11	0.00	0.00	ROA	3.20%	5.11%	5.71%	6.04%
应付和预收款项	1417.41	3705.43	3889.10	4112.27	ROIC	9.10%	9.36%	11.31%	13.18%
长期借款	1697.16	1697.16	1697.16	1697.16	EBITDA/销售收入	24.62%	21.32%	20.18%	19.61%
其他负债	2635.34	1883.72	2008.51	2122.23	营运能力				
负债合计	9008.61	8039.42	7594.77	7931.66	总资产周转率	0.43	0.55	0.61	0.65
股本	1912.14	1912.14	1912.14	1912.14	固定资产周转率	0.84	1.26	1.52	1.84
资本公积	6519.54	6519.54	6519.54	6519.54	应收账款周转率	15.01	13.64	11.40	10.91
留存收益	1807.50	2495.30	3126.70	3822.70	存货周转率	27.49	25.44	20.96	19.71
归属母公司股东权益	10209.02	10938.98	11570.38	12266.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.57%	—	—	—
少数股东权益	265.50	271.56	278.39	286.01	资本结构				
股东权益合计	10474.53	11210.53	11848.77	12552.39	资产负债率	46.24%	41.76%	39.06%	38.72%
负债和股东权益合计	19483.14	19249.95	19443.55	20484.05	带息债务/总负债	55.01%	30.48%	22.35%	21.40%
					流动比率	0.56	0.77	1.04	1.32
					速动比率	0.52	0.69	0.94	1.22
					股利支付率	16.02%	29.62%	42.81%	43.43%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.51	0.58	0.64
					每股净资产	5.48	5.86	6.20	6.56
					每股经营现金	0.47	2.35	1.09	1.20
					每股股利	0.05	0.15	0.25	0.28
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1293.93	2280.47	2383.15	2524.98					
PE	28.53	18.10	16.02	14.38					
PB	1.69	1.58	1.49	1.41					
PS	3.37	1.65	1.50	1.37					
EV/EBITDA	15.76	7.15	6.22	5.21					
股息率	0.56%	1.64%	2.67%	3.02%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn