

看好公司储能转型之路

—文山电力（600995）深度报告

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022 年 6 月 28 日

分析师：贺潇翔宇

执业证书：S1100522040001

联系方式：hexiaoxiangyu@cczq.com

北京：东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 6 层，100005

深圳：福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

上海：陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 公司简介及近期资产重组

公司主要在云南文山州从事电力购售及设计等业务，在供电方面具备完善的技术和服务能力。公司近期开展重大资产重组，拟将主营资产置换为南方电网下属的调峰调频公司 100% 股权。重组后，南方电网将是公司的控股股东，但实控人不变，仍是国务院国资委。

❖ 公司主营及行业分析

文山州近期电力需求伴随经济增长呈稳步上升态势，预计今年下半年稳增长、保就业、促发展的战略方向将为公司业务持稳增长带来动能。重组后，公司主营将转变为水力及电化学等相关储能类业务，公司将拥有 28 座在运营、在建、筹建及规划中电站，其中水力储能可快速有效缓解电网系统的负荷压力诉求。随着风电光伏等新型电力系统构建加速，配套储能设施的需求将逐步扩大以平抑发电侧波动、保障电网安全可靠。

❖ 公司竞争优势分析

重组前，公司在区域内享有稳定的用户合作基础，且与同业公司相比发展趋势向好；重组后，公司将位列国内储能行业头部阵营，兼具上市平台优势及众多电站资源释放优势，未来有望在储能行业市场放量中显著受益。

❖ 盈利预测

预计公司 2022-2024 年实现营业收入 23.16/25.37/28.71 亿元，实现归属母公司净利润 1.19/1.35/1.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.25/0.28/0.33 元，对应 2022 年 6 月 28 日股价 15.86 元/股的 PE 分别为 63.89/56.32/47.52 倍。

❖ 风险提示

储能市场放量进度不及预期、电力购售及设计等业务增长不及预期、重组进度不及预期

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2163.60	2316.20	2537.21	2871.12
+/-%	15.00%	7.05%	9.54%	13.16%
归属母公司净利润(百万)	15.76	118.78	134.75	159.73
+/-%	-85.77%	653.81%	13.44%	18.54%
EPS(元)	0.03	0.25	0.28	0.33
PE	481.63	63.89	56.32	47.52

资料来源：iFind 估值，川财证券研究所 注：预测参考日期为 2022 年 6 月 28 日

正文目录

一、	公司简介及近期资产重组.....	4
二、	公司主营分析.....	4
三、	行业情况分析.....	7
四、	公司竞争优势分析.....	9
五、	盈利预测.....	10
	风险提示.....	13

图表目录

图 1: 抽水蓄能电站工作演示图.....	5
图 2: 调峰水电工作演示图.....	6
图 3: 电网侧独立储能工作演示图.....	6
图 4: 云南省月度发电量的环比变动情况.....	7
图 5: 云南省文山州的季度累计发电量（万千瓦时）及同比增速.....	7
图 6: 云南省水力发电量月度同比变动情况.....	8
图 7: 云南省工业用电量占全社会用电量比重.....	8
图 8: 云南省 GDP（亿元）及同比增速.....	8
图 9: 云南省文山州 GDP（亿元）及同比增速.....	8
图 10: 我国抽水蓄能电站累计装机容量（万千瓦）及同比增速.....	9
图 11: 我国电化学储能累计装机容量（GW）及同比增速.....	9
表 1: 公司重大资产重组前后的股权结构对比图.....	4
表 2: 公司重组后拥有的主要资产.....	5
表 3: 置入资产主营业务的近年收入构成情况.....	7
表 4: 储能技术的主要分类及特点.....	9
表 5: 文山电力与同业公司的 22Q1 财务指标对比.....	10
表 6: 公司资产重组前后的 2021 年财务数据对比.....	10

一、公司简介及近期资产重组

公司目前主要在云南文山州内的文山、砚山、丘北、富宁和西畴等五个市县从事购售电、发电、电力设计及配售电等业务。公司经营装机约11万千瓦的小水电资源，并通过全资子公司文电设计公司 and 文电能投公司开展电力设计、勘察、增量配售电、综合能源服务等业务，在供电服务方面具有完善的技术和服务能力优势。受云南电网委托，公司对文山州内马关、麻栗坡、广南三家县级供电局的资产和业务进行管理；为广西电网百色供电局及广西德保、那坡两县提供趸售电服务。子公司文电设计拥有电力行业（变电工程、送电工程）乙级资质，具有220千伏电压等级电力设计能力和经验，拥有工程勘察（工程测量）丙级资质证书、测绘丙级资质证书、工程咨询丙级资质等证书。

表 1： 公司重大资产重组前后的股权结构对比图

序号	股东名称	本次交易前		本次交易后 (不考虑募集配套资金)		本次交易后 (考虑募集配套资金)	
		持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	云南电网公司	14,671.90	30.66	14,671.90	5.73	14,671.90	4.40
2	南方电网公司	-	-	208,370.34	81.32	208,370.34	62.56
3	配套融资发行对象	-	-	-	-	76,866.89	23.08
4	其他公众股东	33,180.74	69.34	33,180.74	12.95	33,180.74	9.96
	总股本	47,852.64	100.00	256,222.98	100.00	333,089.87	100.00

资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司近期筹划开展重大资产重组，重组后公司控股股东将改变，但实控人不变。公司拟将主要从事购售电、电力设计及配售电业务的相关资产、负债置出上市公司，并与中国南方电网有限责任公司持有的南方电网调峰调频发电有限公司100%股权的等值部分进行置换。同时，上市公司拟向南方电网以发行股份的方式购买置入、置出资产的交易价格差额部分。此次重组后，南方电网公司将直接持有上市公司62.56%的股份，由间接控股股东变更为直接控股股东。但重组后，实际控制人未发生变化，仍是国务院国资委，因此不会导致公司控制权的变更。

二、公司主营分析

重组后，公司主营业务将发生改变，公司在重组前的电力购售及设计等主营业务基本维持持稳增长态势。公司2021年完成供电量611113万千瓦时（+7%），其中自发供电量50282万千瓦时（-5.05%），外购电量560831万千瓦时（+8.23%）；售电量为585166万千瓦时（+7.52%）。2021年公司实现营收21.64亿元，同比增长15.00%；实现归属母公司净利润0.16亿元，同比下降85.77%。公司下游主要用电负荷以高耗能行业为主，2021年受有序限电、能耗双控等因素影响，电力需求及供应市场增长幅度相对较缓，给公司业绩增长带来一定程度的影响，其中售电量比公司预算少3.24亿千瓦时。并且，2021年公司一次性计提了退休人员相关费用和辞退福利9655.96万元，致使成本增加，给利润端带来了进一步缩小的压力。而2022年，国内上半年因突发的奥密克戎疫情及通胀压力等因素，经济发展及相应的电力需求等市场受到一定程度的影响；因此下半年，推动经济稳增长、

保就业、促发展成为首要任务，预计公司现有的主营业务2022全年维持持稳增长态势。同时，2022年去除了退休等人员相关扣费的影响，或将使得利润水平同比恢复明显。

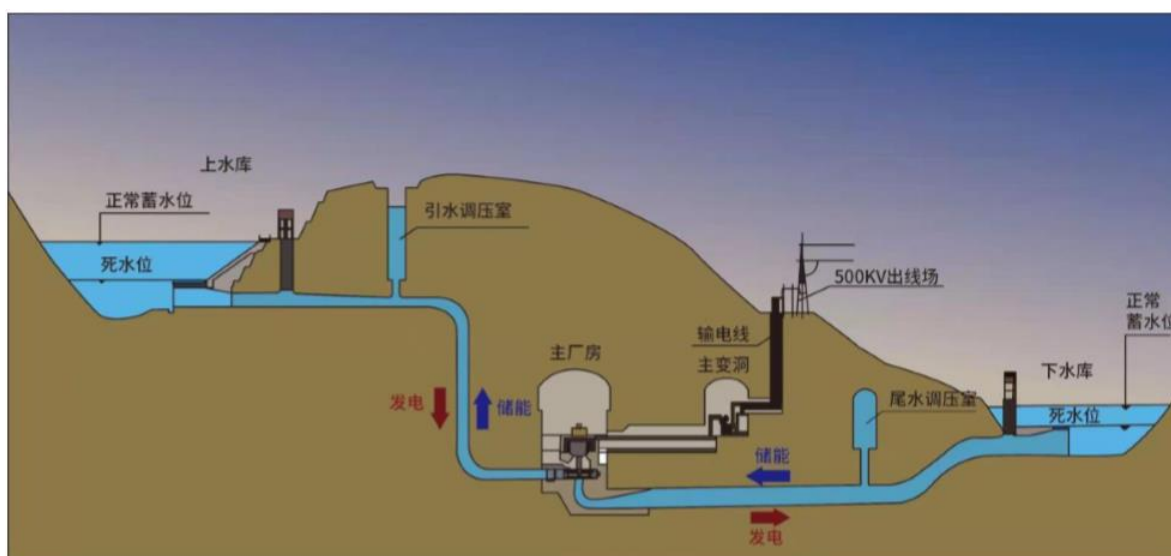
表 2： 公司重组后拥有的主要资产

业务领域	资产类型	数量	合计装机规模
抽水蓄能	在运营电站	5	788万千瓦
	在建电站（将于年内投产运营）	2	240万千瓦
	筹建电站（2025年投产）	1	120万千瓦
	规划电站（未来三个五年计划内陆续投产）	11	1260万千瓦
调峰水电	可发挥调峰调频功能的水电站	2	192万千瓦
独立储能	在运营电站	4	30MW/62MWh
	规划电站（根据系统调节需要于2022、2023年陆续投产）	3	470MW/940MWh

资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司重组后将以水力等储能类业务为主要发展方向。重组完成后，公司主营业务将转变为抽水蓄能、调峰水电和电网侧独立储能（化学储能）业务的开发运营。上市公司在三大新主营业务领域将持有系列电站资产。首先在抽水蓄能方面，公司将拥有5座装机容量合计788万千瓦的在运营电站、2座装机容量合计240万千瓦的在建电站（将于年内投产运营）、1座装机容量为120万千瓦的筹建电站（2025年投产），以及11座装机容量合计1260万千瓦的规划电站（未来三个五年计划内陆续投产）。在调峰水电方面，公司将拥有2座装机容量合计192万千瓦的可发挥调峰调频功能的水电站。最后在独立储能方面，公司将拥有4座装机容量共计30MW/62MWh的已投运电站和3座装机容量合计470MW/940MWh的规划电站（根据系统调节需要于2022、2023年陆续投产）。

图 1： 抽水蓄能电站工作演示图



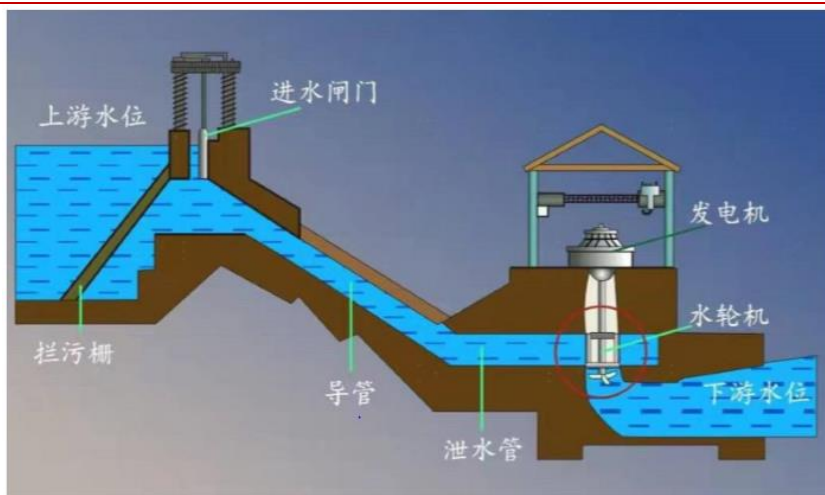
资料来源：公司公告，川财证券研究所

抽水蓄能电站是一种储存水电资源的仓库，用于缓解社会用电高峰期的电网负荷压力。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

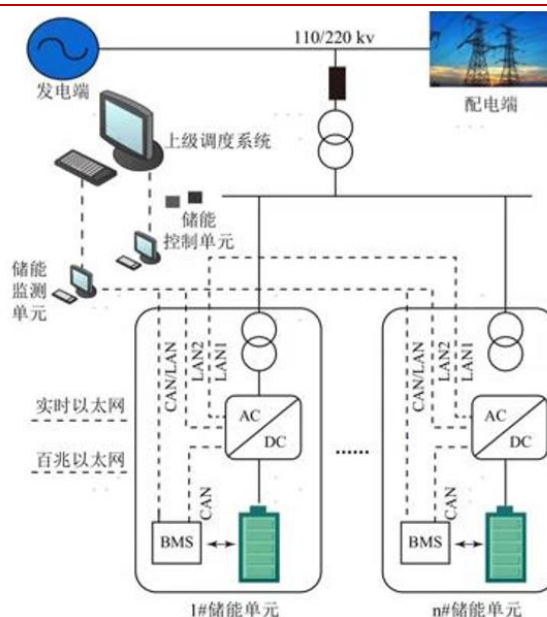
该类电站由上水库、下水库、输水道、厂房及开关站等部分组成，在用电低谷期，社会用电负荷压力较小，但大型火电、水电、核电厂不适宜大幅度停机或少发电，因此电力系统会出现剩余电量。此时抽水蓄能电站可利用这类剩余电量来开动设备，将低处的水抽到高处蓄存起来，等到社会用电负荷高峰期，再把高处的水放下来带动水轮发电机组发电。如此循环往复可保障整个电网运行的灵活可靠、安全经济。同时，电网频率需要控制在 $50 \pm 0.2\text{Hz}$ ，因此电网所选择的调频机组需要快速灵敏，而水电响应速度较火电更快，因此可随电网负荷的瞬时变化而调整出力。

图 2：调峰水电工作演示图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 3：电网侧独立储能工作演示图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

电网侧独立储能同样以服务电网的调峰调频等应急需求为主，通常采用电化学储能的技术

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

术路径。此类电站主要布局在局部电网关键节点，直接接入源网荷系统，将电能以化学能形式进行储存和释放，通过源网荷终端、能量管理系统和储能变流器的紧密配合，实现电网的调峰调频调相和应急响应等功能。

表 3： 置入资产主营业务的近年收入构成情况

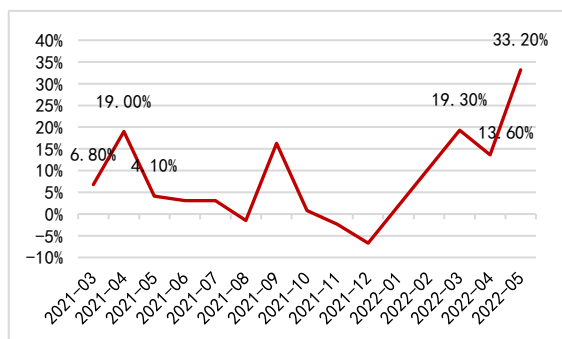
项目	2021年			2020年	
	金额（亿元）	占比	YOY	金额（亿元）	占比
抽水蓄能	33.11	70.58%	2.03%	32.45	70.97%
调峰水电	13.58	28.96%	4.06%	13.05	28.55%
电网侧独立储能	0.22	0.47%	0.00%	0.22	0.48%
合计	46.91	100%	2.60%	45.72	100%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、 行业情况分析

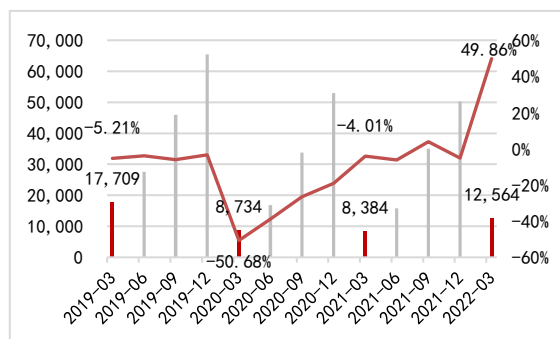
此次重大资产重组将使公司所在的细分行业发生改变，重组前公司主要负责云南省文山州的电力供应及设计等服务，该领域有望随地区产业经济增长及绿色发电事业发展而保持稳步增长。据 iFinD 统计数据，2022 年 3 月、4 月、5 月云南省月度发电量的环比增长态势较去年同期呈现显著上扬趋势，5 月环比增长高达 33.20%。在云南省文山州的季度累计发电量及同比增速方面，系列数据同样反映了今年上半年云南地区发电量的上行趋势，文山州 22Q1 的累计发电量同比增速高达 49.56%。发电量的高速增长反映了 22H1 在摆脱去年有序限电、响应今年保障就业及促进发展等方面的成就。工业用电在全社会用电量中始终占据主导地位，据 iFinD 统计数据，云南省的工业用电量占比基本维持在 67%-70% 的区间，且因工业制造的季节性周期特点在下半年占比尤其较高。工业用电市场有望随地区及全国的产业经济复苏大势而整体逐步向好。并且，数据反映云南省水力发电量的月度同比变动在今年上半年呈明显上升态势，5 月的同比增速甚至高达 61.80%。水力发电在实现“碳达峰 碳中和”国家发展战略中的作用进一步显现，未来有望保持持续上升态势。

图 4： 云南省月度发电量的环比变动情况



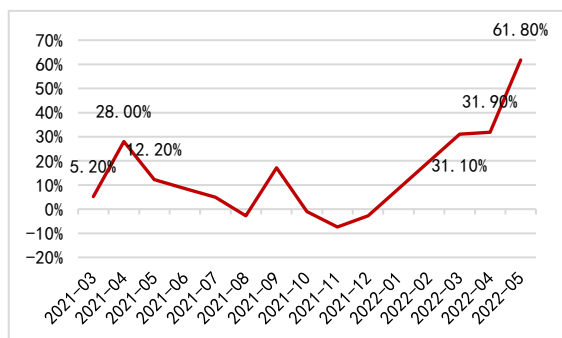
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 5： 云南省文山州的季度累计发电量(万千瓦时)及同比增速



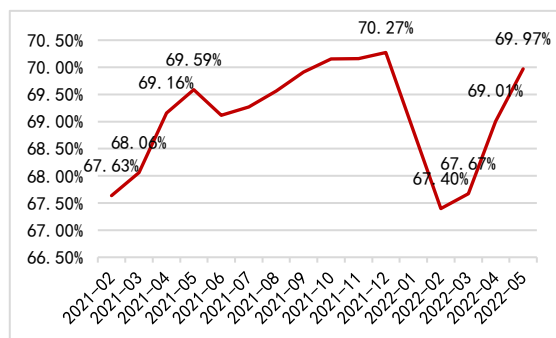
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 6：云南省水力发电量月度同比变动情况



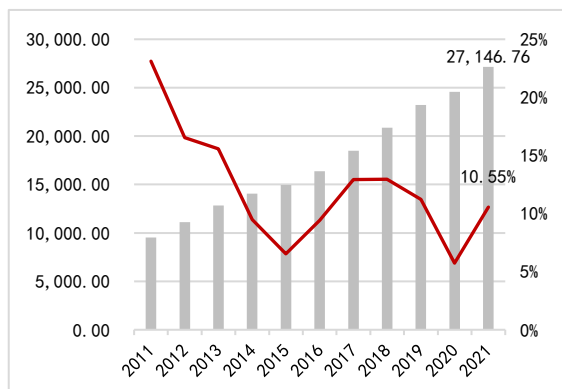
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 7：云南省工业用电量占全社会用电量比重



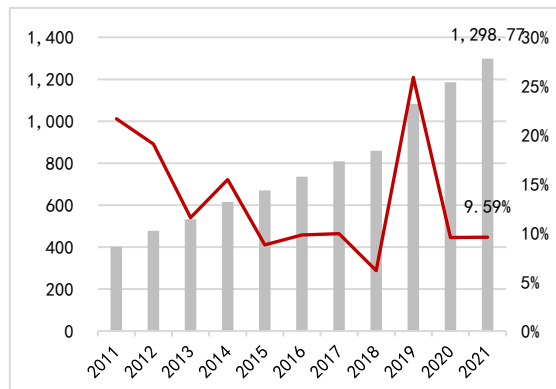
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 8：云南省 GDP（亿元）及同比增速



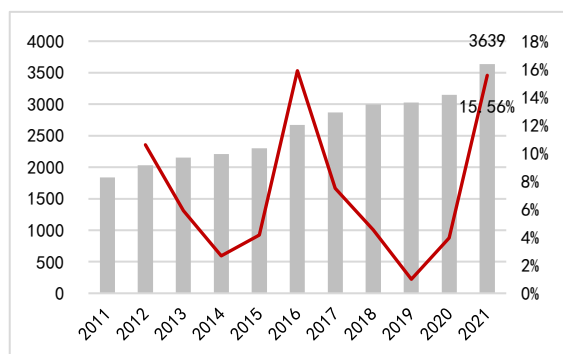
资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 9：云南省文山州 GDP（亿元）及同比增速

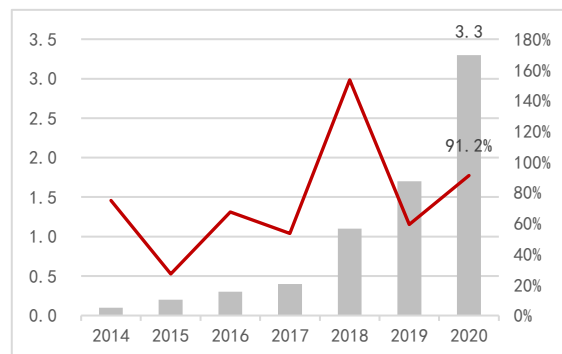


资料来源：iFinD，川财证券研究所

公司重组后所在的储能行业发展前景广阔。近年我国在“双碳”战略目标的推动下，风电、光伏等新能源发电产业快速迅速，但其随机性、波动性、间歇性等特征会给电网系统的稳定性带来冲击，由此对系统的调节能力提出了更高的要求。储能技术的大规模应用是平抑发电侧波动、保障电网安全，进而提升电力系统稳定可靠性的优选之路。随着以风电、光伏等为主的新型电力系统构建加速，储能的需求将逐步扩大，上市公司新增主营业务具有广阔的市场前景。据 iFinD 统计数据，我国抽水蓄能电站累计装机容量到 2021 年增长至 3639 万千瓦，增速高达 15.56%；我国电化学储能累计装机容量到 2020 年增长至 3.3GW，增速高达 91.2%。

图 10：我国抽水蓄能电站累计装机容量（万千瓦）及同比增速


资料来源：iFinD，中电联，国家能源局，川财证券研究所

图 11：我国电化学储能累计装机容量（GW）及同比增速


资料来源：iFinD，CNESA，川财证券研究所

抽水蓄能是储能行业中的主要技术路径。储能技术包含多种机械储能、电化学储能及电磁储能方式，其中机械储能中的抽水蓄能以其可靠性、经济性及使用寿命长等特点已成为我国主要的储能方式。在可靠性方面，抽水蓄能的装机容量较大，通常达到 GW 级别，且相比其他储能技术可持续放电的时间更长、调节范围更广，因此可提高电力系统的稳定性。在经济性方面，抽水蓄能作为技术较为成熟的储能方式，其能源转化效率达 75%-83%，度电成本为 0.21-0.25 元/KWh，性价比优势明显。在寿命周期方面，抽水蓄能设备可用周期达 40 年，和其他储能方式相比，使用寿命更长。因此公司拟置入资产以抽水蓄能为主，电化学储能为辅。

表 4： 储能技术的主要分类及特点

技术分类	储能方式	优点	主要应用
机械储能	抽水蓄能	技术成熟:储能容量大;使用寿命长	电力系统调峰调频
	压缩空气储能	技术成熟:储能容量大	电力系统调峰调频、不间断电源系统
	飞轮储能	技术成熟:无污染;占地面积小	不间断电源系统、石油钻井行业、轨道交通行业
电化学储能	锂离子电池	能量和功率密度高;能量转化效率高;应答时间短	电力系统储能电站、航空航天、动力电池车、电子设备、微电网
	铅酸电池	成本低廉:技术成熟	通信系统、动力电池车、微电网
	钠硫电池	能量和功率密度高;能量转化效率高	不常用
	液流电池	循环次数多:能量转换效率高	配合分布式电源偏远地区为主
	镍氢电池	技术成熟	动力电池汽车、电子设备
电磁储能	超级电容器	使用寿命长:能量转换效率高	军用、不间断供电、轨道交通
	超导储能	使用寿命长:功率密度大:能量转换效率高	不常用

资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、 公司竞争优势分析

重组完成前，公司主要的竞争优势是在区域内享有相对稳定的电力用户合作基础，且与同业公司相比，稳健发展趋势向好。公司多年从事云南省文山区域的电网经营、配售电等业务，能够在电网规划、勘察设计、投资、建设、运营、管理方面提供完整的解决方案，在供电服务方面具有完善的技术和服务能力优势，与广大电力用户建立了长期的供电服务合作关系。2018 年，公司设立子公司文电能投进行独立投资、运营增量配售电、综合能源等业务，进一步夯实了公司参与增量配售电业务的优势。在最新披露的 2022 年

一季度财务表现上，公司在营收增长率、毛利率、资产负债率、速动比率、经营性现金流净额增速等多方面财务发展指标上均处于行业相对领先地位，折射出公司重组前业务发展的稳健性。

表 5： 文山电力与同业公司的 22Q1 财务指标对比

22Q1 财务指标	文山电力	桂东电力	长江电力	西昌电力
营业收入同比增长率 (%)	18.64	-30.18	9.78	10.11
销售毛利率 (%)	24.69	13.70	48.61	8.01
资产负债率 (%)	31.29	80.23	40.50	68.14
速动比率	0.80	0.37	0.27	0.30
经营性现金流净额的同比增长率 (%)	22.54	-988.05	19.11	-504.31

资料来源：iFind，川财证券研究所

重组完成后，公司主要的竞争优势包括储能行业头部企业优势、细分赛道的上市平台优势以及众多规划在建电站的增量释放等优势。公司共拥有已投产运营的电站 11 座、在建电站 2 座、筹建电站 1 座、规划电站 14 座，其中水力领域 21 座、化学能领域 7 座，在目前国内储能行业处于头部企业阵营。公司在两块主要储能领域皆进行布局，有助于公司充分享受储能技术在新型电力系统加速构建中的市场红利。目前我国已投运的抽水蓄能电站行业较为集中，由国家电网下属的国网新源控股有限公司和南方电网下属的调峰调频公司，即文山电力的拟置入资产占据主导地位，但也有其他企业参与，如华电集团投资的福建周宁抽水蓄能电站等。目前我国化学储能的行业集中度也较高，参与企业主要是国家电网、南方电网下属公司（文山电力拟置入资产）、平高集团、国网综合能源服务集团和内蒙古电力集团。重组完成后，公司将是国内少有的专注于多领域储能技术的上市企业，这将为公司在资本市场的品牌价值认定中确立标的稀缺性，有助于充分享受储能行业扩张带来的资本利好。此外，公司规划及在建、筹建的众多电站也有助于公司提前锁定行业上升期的增量业绩。

表 6： 公司资产重组前后的 2021 年财务数据对比

财务数据	重组前（百万元）	重组后（百万元）	变动幅度
资产总额	3196.24	34175.27	969.23%
归属于母公司股东所有者权益	2137.36	11752.58	449.86%
营业收入	2163.60	4865.16	124.86%
净利润	15.76	1412.74	8865.29%
归属于母公司股东净利润	15.76	1048.57	6554.28%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

五、 盈利预测

公司重组前在云南省文山州地区从事电力购售及设计等相关业务多年，发展基础较稳固，今年以来受益于地区电力需求增长等因素，一季度财务表现愈发稳健。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 23.16/25.37/28.71 亿元，实现归属母公司净利润

1.19/1.35/1.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.25/0.28/0.33 元，对应 2022 年 6 月 28 日股价 15.86 元/股的 PE 分别为 63.89/56.32/47.52 倍。

盈利预测

财务报表预测及比率分析

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	162.95	155.94	196.89	231.62	253.72	287.11	营业收入	2319.22	1881.43	2163.60	2316.20	2537.21	2871.12
应收票据及账款	218.21	234.23	355.89	425.17	521.34	660.75	营业成本	1663.48	1651.34	1915.03	2060.30	2251.81	2539.99
预付账款	2.51	2.71	7.54	9.52	12.51	16.52	税金及附加	24.91	15.12	14.10	11.93	15.68	19.22
其他应收款	4.67	6.84	3.37	3.49	3.68	4.01	销售费用	49.82	5.02	5.72	3.46	3.79	4.29
存货	10.31	8.33	17.14	18.63	20.98	24.36	管理费用	146.23	104.91	219.09	124.06	135.89	153.78
其他流动资产	0.29	15.17	12.66	13.90	15.22	17.23	研发费用	0.07	0.01	0.00	0.03	0.03	0.04
流动资产总计	398.93	423.22	593.49	702.32	827.46	1009.98	财务费用	12.88	5.67	5.69	11.55	11.88	12.18
长期股权投资	179.30	188.89	75.31	103.31	136.31	174.31	资产减值损失	-59.59	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1913.28	1979.60	2148.83	1980.55	1991.82	2016.98	信用减值损失	-10.11	1.50	8.43	11.58	12.69	14.36
在建工程	176.08	189.86	297.87	398.23	448.58	398.94	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	67.19	65.66	59.20	82.66	99.46	109.60	投资收益	44.11	21.52	24.80	28.00	33.00	38.00
长期待摊费用	1.06	0.45	0.28	0.14	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	24.63	23.35	21.25	60.00	19.00	58.00	资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2361.53	2447.81	2602.75	2624.89	2695.18	2757.83	其他收益	1.05	1.29	1.26	1.27	1.28	1.29
资产总计	2760.46	2871.04	3196.24	3327.21	3522.64	3767.81	营业利润	397.28	123.68	38.46	145.74	165.09	195.27
短期借款	0.00	90.09	190.18	212.26	245.53	265.96	营业收入	2.28	21.36	1.34	1.64	1.94	2.34
应付票据及账款	120.33	225.74	315.40	338.68	370.16	417.53	营业外收入	3.38	12.85	3.18	3.38	3.68	3.98
应付账款	390.92	222.28	315.36	360.33	431.74	532.82	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	511.25	538.11	820.93	911.27	1047.43	1216.31	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	79.50	81.27	64.89	49.33	33.37	利润总额	396.18	132.19	36.61	144.00	163.35	193.63
其他非流动负债	62.67	61.44	156.67	130.00	110.00	90.00	所得税	64.06	21.47	20.85	25.21	28.60	33.90
非流动负债合计	62.67	140.94	237.94	194.89	159.33	123.37	净利润	332.12	110.72	15.76	118.78	134.75	159.73
负债合计	573.92	679.05	1058.88	1106.15	1206.76	1339.69	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	478.53	478.53	478.53	478.53	478.53	478.53	归母净利润	332.12	110.72	15.76	118.78	134.75	159.73
资本公积	155.61	155.61	118.72	118.72	118.72	118.72	EBITDA	617.71	350.27	288.50	540.15	636.94	760.17
留存收益	1552.41	1557.85	1540.12	1623.82	1718.63	1830.87	NOPLAT	344.02	108.34	20.05	130.05	146.29	171.42
归属母公司权益	2186.54	2191.99	2137.36	2221.06	2315.88	2428.12	EPS(元)	0.69	0.23	0.03	0.25	0.28	0.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率						
股东权益合计	2186.54	2191.99	2137.36	2221.06	2315.88	2428.12	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债和股东权益合计	2760.46	2871.04	3196.24	3327.21	3522.64	3767.81	成长能力						
现金流量表							营收增长率	14.51%	-18.88%	15.00%	7.05%	9.54%	13.16%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营业利润增长率	13.28%	-68.87%	-68.90%	278.92%	13.28%	18.28%
税后经营利润	332.12	110.72	15.76	96.08	107.91	128.67	EBIT增长率	11.86%	-66.30%	-69.32%	267.74%	12.65%	17.45%
折旧与摊销	208.65	212.41	246.20	384.60	461.71	554.35	EBITDA增长率	6.38%	-43.30%	-17.63%	87.23%	17.92%	19.35%
财务费用	12.88	5.67	5.69	11.55	11.88	12.18	归母净利润增长率	12.15%	-66.66%	-85.77%	653.81%	13.44%	18.54%
投资损失	-44.11	-21.52	-24.80	-28.00	-33.00	-38.00	经营现金流增长率	5.56%	-39.56%	14.93%	41.26%	19.55%	19.50%
营运资金变动	-85.01	-12.09	97.47	-5.86	-0.14	-0.67	盈利能力						
其他经营现金流	70.63	4.10	3.65	27.53	32.54	37.65	毛利率	28.27%	12.23%	11.49%	11.05%	11.25%	11.53%
经营性现金净流量	495.15	299.29	343.97	485.90	580.90	694.18	净利率	14.32%	5.88%	0.73%	5.13%	5.31%	5.56%
资本支出	269.09	251.55	287.55	406.67	520.00	600.00	营业利润率	17.13%	6.57%	1.78%	6.29%	6.51%	6.80%
长期投资	0.00	0.00	16.75	0.00	0.00	0.00	ROE	15.19%	5.05%	0.74%	5.35%	5.82%	6.58%
其他投资现金流	-539.98	-485.11	-666.16	-816.91	-1044.70	-1205.59	ROA	12.03%	3.86%	0.49%	3.57%	3.83%	4.24%
投资性现金净流量	-270.89	-233.56	-361.86	-410.24	-524.70	-605.59	ROIC	17.35%	4.95%	0.85%	5.40%	5.86%	6.57%
短期借款	0.00	90.09	100.08	22.08	33.27	20.43	估值倍数						
长期借款	-130.00	79.50	1.77	-16.39	-15.56	-15.95	P/E	22.85	68.54	481.63	63.89	56.32	47.52
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	3.27	4.03	3.51	3.28	2.99	2.64
资本公积增加	0.00	0.00	-36.88	0.00	0.00	0.00	P/B	3.47	3.46	3.55	3.42	3.28	3.13
其他筹资现金流	-231.60	-242.33	-6.13	-46.63	-51.81	-59.67	股息率	1.39%	0.44%	0.06%	0.46%	0.53%	0.63%
筹资性现金净流量	-361.60	-72.74	58.84	-40.94	-34.10	-55.20	EV/EBIT	9.12	29.45	231.21	50.57	44.99	38.33
现金流量净额	-137.35	-7.00	40.95	34.73	22.10	33.39	EV/EBITDA	6.04	11.59	33.90	14.56	12.38	10.38
							EV/NOPLAT	10.85	37.47	487.68	60.49	53.90	46.02

数据来源：同花顺iFind

风险提示

储能市场放量进度不及预期：虽然水力及电化学储能市场正随新型电力系统构建的加速而迅速扩张，但若体现在公司业绩表现上不及预期，或将影响市场对储能行业增长的期待。

电力购售及设计等业务增长不及预期：公司原有的文山州电力购售及设计等业务发展近期虽较稳健，但若后续增长不及预期，或一定程度上影响市场对公司基础资产质量的担忧。

重组进度不及预期：公司已就重大资产重组进行了深入研究部署，但进程推进的速度若不及预期或一定程度上影响资本市场预期。

川财证券

川财证券有限责任公司成立于 1988 年 7 月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。



分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明