

强烈推荐-A (维持)

涪陵电力 600452.SH

目标估值: 57-61 元

当前股价: 52.96 元

2017 年 04 月 25 日

节能收入波动与用电量季节性有关, 公司处于高速增长期

基础数据

上证综指	3141
总股本(万股)	16000
已上市流通股(万股)	16000
总市值(亿元)	83
流通市值(亿元)	83
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	20.7
资产负债率	74.7%
主要股东	重庆川东电力集团有
主要股东持股比例	51.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	38	62
相对表现	15	36	54



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《涪陵电力(600452)—1季报业绩符合预期, 快速扩张带来高增长》2017-04-07
- 2、《涪陵电力(600452)—快速扩张带来高增长, 后续空间需要强化资产负债表》2017-03-31
- 3、《涪陵电力(600452)—2016 三季报点评: 业绩超预期, 订单持续兑现助力高增长》2016-10-29

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

公司发布 2017 年 1 季报: 报告期内, 2017 年 1 季度收入 4.78 亿元, 同比增长 60%, 归上净利润 0.55 亿元, 同比增长 130%, 业绩略超市场预期, 高增长主要系电网节能业务贡献。公司资产负债表快速扩张, 根据节能业务盈利能力与资产扩张及项目投运计划, 预计公司经营业绩还将保持高增长。公司负债率快速上升, 中期成长空间需要强化资产负债表。电网公司将节能与服务业务作为新主业是可预见的趋势, 公司在节能领域有优势独特; 未来也有望参与增量配网与综合能源服务业务。

- 业绩略超预期, 节能业务是主要贡献: 报告期公司、净利润分别同比增长 60%、130%, 公司业绩略超预期。公司公用事业盈利情况预计有所下降, 经营增长主要系节能 EMC 的贡献。
- 收入波动可能受用电量的季节特性影响, 节能业务盈利能力得到证明: 我们估算节能业务 1 季度收入约 1.8 亿元, 利润近 0.3 亿元, 节能业务净利润率约 17%, 节能业务盈利能力已得到证明。根据估算, 2016 年 3、4 季度节能业务收入分别接近 1.2、2 亿元。我们分析, 节能业务季节波动可能与用电量的季节特性有关(每年 1 季度用电量大幅低于其余季度)。
- 快速扩张将带来高增长, 继续扩张需要资产负债表的强化: 公司节能业务持续快速扩张, 节能资产规模从 2015 年 10 月到 2016 年 4 月就翻了一番, 本报告期末固定资产净值剧增到 29 亿元, 较上年同期增长 24 亿元。快速扩张将从 2017 年带来高增长。上市公司目前剔除预收款后负债率 74%, 还能支撑节能业务当前的发展, 但后续更大的扩张需要强化资产负债表。
- 节能与服务将是未来电网公司的新主业, 公司也有望参与增量配网或综合能源服务业务: 中国电力行业用电量进入低增速时期, 未来电网企业大概率会将节能、能源服务作为新主营, 公司在节能领域优势独特。理论上讲, 公司未来也有望参加增量配网或综合能源服务业务。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级: 维持强烈推荐评级, 调整目标价为 57-61 元。
- 风险提示: 重资产模式收益率低于预期; 同业竞争未能解决。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1250	1665	2397	2858	3429
同比增长	-1%	33%	44%	19%	20%
营业利润(百万元)	194	179	261	333	380
同比增长	251%	-8%	46%	27%	14%
净利润(百万元)	186	168	242	310	353
同比增长	159%	-10%	44%	28%	14%
每股收益(元)	1.16	1.05	1.51	1.94	2.21
PE	44.7	49.5	34.3	26.8	23.5
PB	12.0	9.3	7.3	5.8	4.7

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

1、季报高增长，略超预期.....	3
2、节能业务收入波动可能是用电量季节性影响.....	4
3、公司仍在高速增长期，继续扩张需要强化资产负债表或通过商业模式创新提高项目周转.....	5
5 公司是国家电网唯一的电网节能运营平台，希望参与增量配网或综合能源服务.....	6

## 图表目录

图 1 涪陵电力原售电主业单季度收入（百万元）.....	4
图 2 全国各季度用电量统计（万 kWh）.....	4
图 3 电网企业发展战略分析.....	7
图 4 国家电网公司金融、直属产业、海外业务占比（%）.....	7
图 5 增量配电网趋势分析.....	7
图 6 未来的综合能源服务模式.....	8
图 7：涪陵电力历史 PE Band.....	8
图 8：涪陵电力历史 PB Band.....	8
表 1：业绩摘要.....	3
表 2：节能业务各季度规模估算.....	4
表 3：上市公司资产结构分析（从 2016 年 4 月并表）.....	5
表 4：2016 年已公告的合同.....	5
表 5：公司已收购项目的进度分析.....	5
表 6：上市公司资产结构分析.....	6
表 7：涪陵电力上市公司负债情况分析（2016 年 3 月份之前不考虑节能业务）.....	6
附：财务预测表.....	9

## 1、季报高增长，略超预期

**业绩要点：**公司实现收入 4.78 亿元，同比增长 60%，归上净利润 0.55 亿元，同比增长 130%；公司业绩略超市场预期。

报告期内，公司的综合毛利率提高 6.1 个百分点，管理费用率提高 0.5 个百分点，主要都是节能业务的影响。另外，公司财务大幅增长超过 200%主要是节能业务的长短期贷款大幅增长的带来的利息支出。

报告期内，公司固定资产净额 29.1 亿元，在建工程 1.03 亿元。固定资产较年初有所增加，较去年同期增长 25 亿元。公司并表负债率达到 74.7%，主要都是司节能业务并表影响。

报告期内，公司所得税率等变化较大，主要系节能业务的影响（公司于配电网节能业务，享受营业税、增值税暂免征收、企业所得税“三免三减半”的优惠政策）。

**增长主要是节能业务贡献：**受行业影响，公司电力类业务的盈利能力可能还有所下降，本报告期的增长主要是配电网节能业务的贡献。

**表 1：业绩摘要**

(人民币, 百万)	2016 年 Q1	2017 年 Q1	同比变动 (%)
营业收入	298.3	478.5	60.4
销售税金	(1.5)	(1.6)	4.5
营业成本	(265.5)	(397.0)	49.5
毛利润	31.2	79.9	155.8
销售费用	0.0	(0.2)	
管理费用	(9.2)	(17.0)	84.7
经营利润	22.0	62.7	184.7
资产减值损失	0.0	0.0	
公允价值变动收益	0.0	0.0	
财务费用	5.5	(6.8)	222.5
投资收益	0.8	0.2	(75.0)
营业外收入	0.1	0.3	104.4
营业外支出	(0.1)	(0.0)	(91.6)
利润总额	28.4	56.4	98.7
所得税	(4.4)	(1.2)	(72.9)
税后净利润	24.0	55.2	130.1
少数股东权益	0.0	0.0	
净利润	24.0	55.2	130.1
扣非净利润	23.8	55.0	131.3
<b>主要比率 (%)</b>			<b>百分比点变动</b>
毛利率	11.0	17.0	6.1
销售费用率	0.0	0.0	0.0
管理费用率	3.1	3.6	0.5
财务费用率	(1.9)	1.4	3.3
经营利润率	7.4	13.1	5.7

资料来源：公司公告，招商证券

## 2、节能业务收入波动可能是用电量季节性影响

根据公司同期数据分析，2017 年 Q1 节能业务收入约 1.8 亿元，估算 2016 年 3、4 季度节能业务收入分别为 1.2 亿元，2 亿元左右。2017 年 1 季度节能业务收入略低于去年 4 季度，可能与全社会用电量特性有关，即，1 季度用电量远低于其余季度。

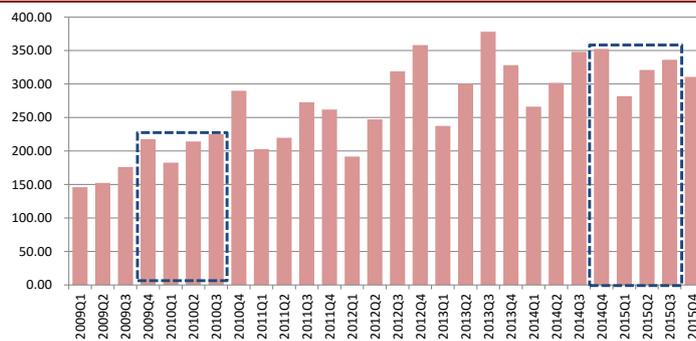
公司的节能 EMC，与用电量有正相关关系，用电量的体量够大，节能的空间才够大。以涪陵电力为例，公司自己原来就是涪陵电力的配售电一体化的公司，从公司过去 8 年的单季度售电业务情况来看，q1 基本是单季度数值最低的季度。

表 2：节能业务各季度规模估算

	2016 年 Q2	2016 年 Q3	2016 年 Q4	2017 年 Q1
收入（百万元）	51.2	120.0	202.0	180.2
净利润（百万元）	10.0	20	30	31.2
净利率（%）	19.5	16.7	14.9	17.3

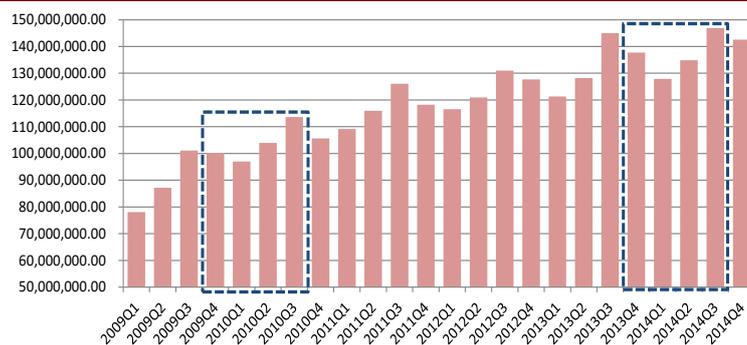
资料来源：公司数据、招商证券

图 1 涪陵电力原售电主业单季度收入（百万元）



资料来源：公司数据，招商证券

图 2 全国各季度用电量统计（万 kWh）



资料来源：中电联，招商证券

### 3、公司仍在高速增长期，继续扩张需要强化资产负债表或通过商业模式创新提高项目周转

**节能项目与节能资产大幅增长：**公司近几年节能服务项目快速增多，投资额也快速增加。2015年10月，节能公司14个项目固定资产与在建工程合计约5.4亿元，而在2016年4月份已经超过12亿元，增长超过一倍。到2017年1季度达到29.1亿元。

2016年4月以后，上市公司的固定资产、在建工程高速扩张，2016年底，固定资产净额达到28.9亿元。公司还计划2017年资产投资14亿元左右，预计公司配网节能业务未来1年都有望保持高速增长。

**经营业绩未来1年内有望保持高增长：**资产规模的快速增长为后续经营表现奠定良好基础，预计随着在建项目的投运，节能业务将出现高增长；在项目陆续投运的过程中，上市公司并表业绩有望出现持续高增长。

需要指出的是，公司2016年现金收购国网节能14个节能项目的过程中，资产评估方案里有4个项目是收益法评估，另外10个还在建设的采用的是资产基础法，因此公司年报中的业绩承诺，是指以上4个项目的业绩承诺。

表 3：上市公司资产结构分析（从 2016 年 4 月并表）

	2015	2016.4.22	2016Q2	2016Q3	2016	2017Q1
固定资产（百万元）	475.4	695.7	1,172.4	1,344.8	2,890.5	2,908.8
在建工程（百万元）	49.4	523.1	583.4	488.5	160.2	102.9

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：2016 年已公告的合同

	规模 (百万)	收益期 (年)	投资 (百万)	建设期 (月)	结算	运维服务	商业模式
福建电力	888.44	8	571.75	16	半年	关联方	分享节能效益的 100%，电价 0.622 元/千瓦时
甘肃电力	38.02	5	25.86	10	季度	公司	公司分享节能效益的 95%，电价 0.55 元/千瓦时
河北电力	51.37	5/6	33.54	12	季度	公司	公司分享节能效益的 95%，电价 0.62 元/千瓦时
合计	977.83		631.16				

资料来源：公司公告，招商证券

表 5：公司已收购项目的进度分析

	项目名称	投运时间	节电量预 计（万度）	业绩承诺
1	山东配电网节能与提高电能质量改造项目	已投运	28,155	2016、2017 年 不低于 0.31、 0.33 亿元
2	甘肃兰州地区和白银地区配电网节能与提高电能质量改造节能服务项目	已投运	335	
3	重庆市大足供电公司综合降损节能改造项目	已投运	1,677	
4	江苏徐州、盐城地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目	已投运	18,126	
5	冀北廊坊地区配网综合节能改造及提高供电可靠性项目	基本完工	28,585	
6	山东配电网综合节能改造项目（二期）	基本完工	14,584	无
7	新疆昌吉、乌鲁木齐配电网综合节能改造项目		306	
8	浙江配电网综合节能改造项目	部分完工	17,762	

9	江西配电网综合节能改造项目	部分完工	5,909
10	湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	预计 2017 年 3 月	9,316
11	河南配电网综合节能改造及电能质量提升项目	预计 2017 年 6 月	5,722
12	福建配电网综合节能改造与提供电能质量提升项目（一期）	基本完工	

资料来源：公司公告，招商证券

依靠自身资产负债表能维持 1 年扩张，继续扩张需要强化资产负债表或通过模式创新提高项目周转：中上市公司平台的负债率达到 75%，剔除预收款后的负债率约 73.8%，由于主业为特许经营性质有一定保障，上市公司负债率还有一定提升空间，依靠上市公司还能支撑公司在 1 年内的扩张。但后续要继续扩张，就需要强化资产负债表，或者通过模式创新提高项目周转（如业主提前回购项目/资产，上市公司收购低负债资产等方式降低负债率）。

表 6：上市公司资产结构分析

	2015	2016.4.22	2016Q2	2016Q3	2016	2017Q1
固定资产(百万元)	475.4	695.7	1,172.4	1,344.8	2,890.5	2,908.8
在建工程(百万元)	49.4	523.1	583.4	488.5	160.2	102.9
资产总额(百万元)	1,230.0	1,290.1	2,356.6	2,713.8	3,742.5	3,978.2
负债率 (%)	43.6	76.0	69.9	70.0	76.2	74.7

资料来源：公司公告，招商证券

表 7：涪陵电力上市公司负债情况分析（2016 年 3 月份之前不考虑节能业务）

	2015	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016	2017Q1
负债率 (%)	43.56	43.75	69.85	70.04	76.18	74.73
剔除预收后负债率 (%)	38.4	37.8	66.68	67.73	75.09	73.84
短期借款(百万元)				240		0.0
长期借款(百万元)			200.00	200	685	685
一年到期非流动负债(百万元)			47.08	47.08	35	35

资料来源：公司公告，招商证券

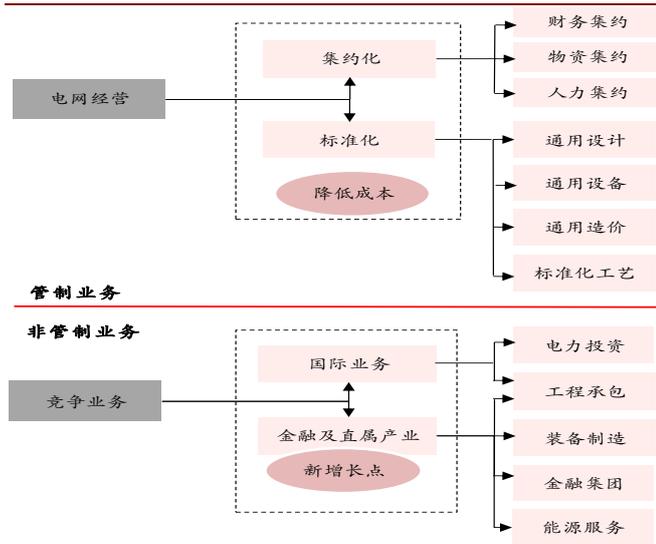
## 5 公司是国家电网唯一的电网节能运营平台，希望参与增量配网或综合能源服务

公司是国网唯一的电网节能运用平台：根据资产购买协议，公司间接控股股东国家电网承诺未来将防止和解决同业竞争；国网节能公司也出具了承诺，根据此承诺可以认为，公司将是间接控股股东唯一的电网节能运营平台。

电力行业进入中低增速阶段，售电量增长挖掘更困难：以 2015 年用电量增速创 35 年低点为标志，我国电力行业历程中的一个时代正在远去。尽管新能源汽车、电取暖等新的用电负荷在快速发展，但难以弥补工业特别是重工业下降的影响，我国能源消费可能进入一个低增速的时期。因此电网企业传统以售电量增长为主要目标的增长挖掘将会更困难。

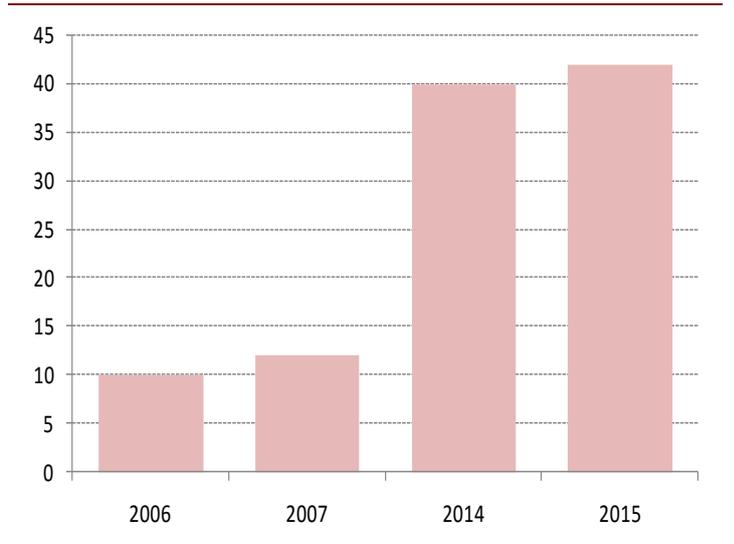
而且，经过过去“三集五大”的集约化管理提升，电网企业的经营效率已经实现一轮提升；后续继续降低成本、提高效率的空间会受到更多的客观限制。

图 3 电网企业发展战略分析



资料来源：招商证券

图 4 国家电网公司金融、直属产业、海外业务占比 (%)



资料来源：国家电网，招商证券

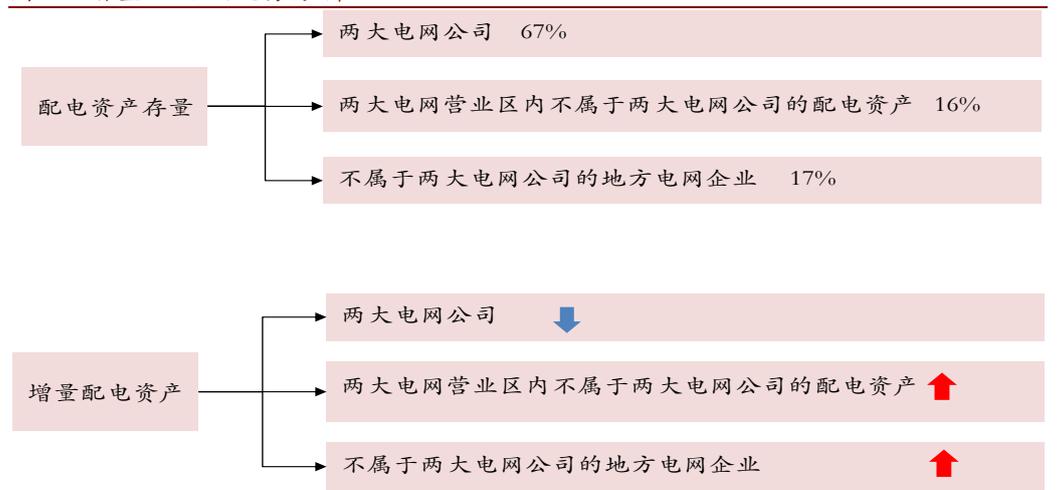
**节能与服务业务可能成为电网企业一项新的主营业务：**在电力体制改革环境下，电网企业的输配电成本将越来越受到管制，因此竞争领域的业务，将是电网等央企实现增值、增长的必然选择。

“十三五”甚至更长的时期，高效、清洁、低碳发展才是行业主旋律。我国电力行业能耗水平高，节能的潜力和压力都比较大，节能服务产业有比较好的外部环境。

在新时期，节能与能源服务业务，很有可能成为电网企业在新时期下的战略选择，节能服务可能作为电网公司的主营业务之一。

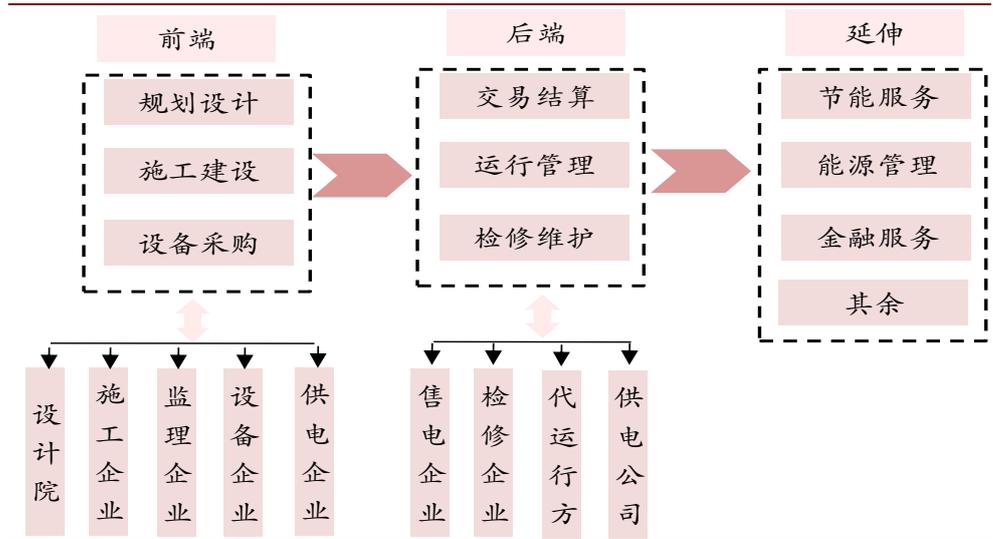
电网经营等公用事业业务是管制业务，在管制业务盈利遇到瓶颈时，让竞争性业务盈利能力与体量做大是大部分公用事业企业的共同选择。

图 5 增量配电网趋势分析



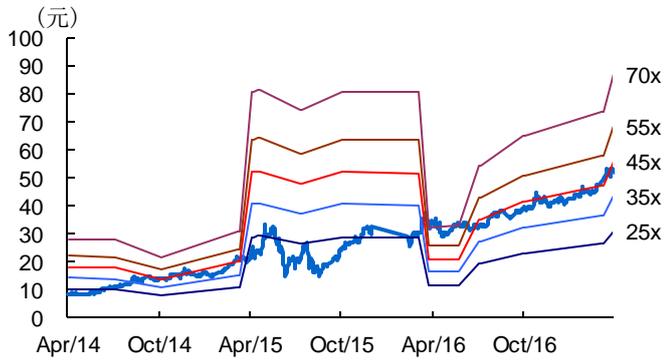
资料来源：国网能源研究院，招商证券

图 6 未来的综合能源服务模式



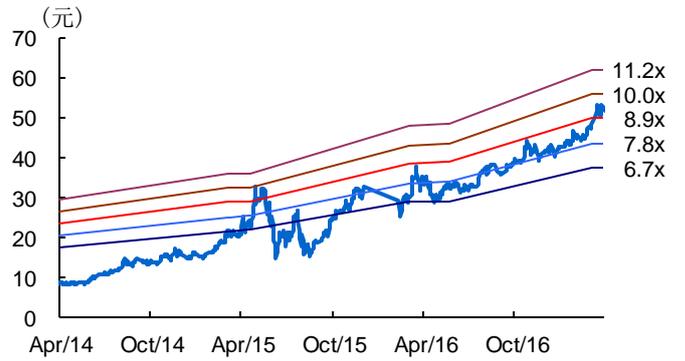
资料来源：招商证券

图 7：涪陵电力历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：涪陵电力历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	544	527	744	859	856
现金	517	505	718	828	821
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8	8	9	14	15
应收款项	1	5	6	6	9
其它应收款	1	0	0	1	1
存货	1	1	2	2	2
其他	16	8	9	9	9
<b>非流动资产</b>	687	3215	3640	4288	5213
长期股权投资	56	63	63	63	63
固定资产	475	2890	3434	4089	5022
无形资产	86	84	75	68	61
其他	69	178	67	67	67
<b>资产总计</b>	<b>1230</b>	<b>3742</b>	<b>4383</b>	<b>5146</b>	<b>6069</b>
<b>流动负债</b>	535	2165	2565	3023	3597
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	94	1475	2014	2379	2874
预收账款	102	164	224	264	319
其他	339	527	327	380	403
<b>长期负债</b>	1	686	686	686	686
长期借款	0	685	685	685	685
其他	1	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>536</b>	<b>2851</b>	<b>3251</b>	<b>3709</b>	<b>4283</b>
股本	160	160	160	160	160
资本公积金	281	366	366	366	366
留存收益	253	365	606	911	1260
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	694	891	1132	1437	1787
<b>负债及权益合计</b>	<b>1230</b>	<b>3742</b>	<b>4383</b>	<b>5146</b>	<b>6069</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	170	344	1232	1409	1679
净利润	186	168	242	310	353
折旧摊销	75	287	528	607	710
财务费用	0	9	46	53	61
投资收益	(125)	(13)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	22	(108)	431	453	569
其它	11	1	0	(0)	0
<b>投资活动现金流</b>	211	(1011)	(953)	(1255)	(1636)
资本支出	(126)	(733)	(953)	(1255)	(1636)
其他投资	337	(277)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(32)	655	(67)	(43)	(50)
借款变动	(173)	559	(35)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	15	85	0	0	0
股利分配	(3)	(2)	(1)	(5)	(4)
其他	129	12	(31)	(38)	(46)
<b>现金净增加额</b>	<b>349</b>	<b>(12)</b>	<b>213</b>	<b>110</b>	<b>(7)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1250	1665	2397	2858	3429
营业成本	1119	1443	1971	2327	2812
营业税金及附加	8	9	13	15	18
营业费用	0	1	11	13	15
管理费用	59	73	110	131	157
财务费用	(5)	1	46	53	61
资产减值损失	(1)	(27)	0	(0)	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	125	13	15	15	15
<b>营业利润</b>	194	179	261	333	380
营业外收入	8	2	3	5	5
营业外支出	4	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	198	178	261	335	382
所得税	12	10	19	25	29
<b>净利润</b>	186	168	242	310	353
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	186	168	242	310	353
<b>EPS (元)</b>	1.16	1.05	1.51	1.94	2.21

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-1%	33%	44%	19%	20%
营业利润	251%	-8%	46%	27%	14%
净利润	159%	-10%	44%	28%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.4%	13.4%	17.8%	18.6%	18.0%
净利率	14.9%	10.1%	10.1%	10.8%	10.3%
ROE	26.8%	18.8%	21.4%	21.6%	19.8%
ROIC	22.9%	10.5%	15.6%	16.8%	16.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.6%	76.2%	74.2%	72.1%	70.6%
净负债比率	0.0%	19.2%	15.6%	13.3%	11.3%
流动比率	1.0	0.2	0.3	0.3	0.2
速动比率	1.0	0.2	0.3	0.3	0.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	982.0	1833.2	1804.8	1436.9	1639.5
应收帐款周转率	350.4	554.0	419.1	461.8	467.2
应付帐款周转率	13.8	1.8	1.1	1.1	1.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.16	1.05	1.51	1.94	2.21
每股经营现金	1.06	2.15	7.70	8.80	10.49
每股净资产	4.34	5.57	7.08	8.98	11.17
每股股利	0.01	0.01	0.03	0.02	0.03
<b>估值比率</b>					
PE	44.7	49.5	34.3	26.8	23.5
PB	12.0	9.3	7.3	5.8	4.7
EV/EBITDA	23.3	13.1	7.3	6.1	5.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**朱纯阳：**中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为环保与电力及公用事业行业首席分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。