

涪陵电力 (600452)

证券研究报告

2018年11月03日

业绩持续稳健增长，看好国网节能平台价值

事件

公司发布三季报，1-9月公司营业收入 18.11 亿元，同比增长 17.24%；归母净利润 2.11 亿元，同比增长 17.21%；基本每股收益 0.94 元，同比增长 17.5%

Q3 归母净利润同比增长 24.45%，毛利率稳定、前三季度业绩持续增长

1-9月公司营收 18.11 亿元，同比增 17.24%；营业成本 14.86 亿元，同比增 17.45%；归母净利润 2.11 亿元，同比增 17.21%。其中 Q3 公司营收 7.21 亿元，同比增 27.93%；营业成本 5.94 亿元，同比增 27.96%；归母净利润 0.87 亿元，同比增 24.45%。1-9 月和 Q3 单季的毛利率分别为 17.93%、17.63%，同比微降 0.15、0.02 个百分点。为满足配电网节能业务资金需要，公司贷款增加，前三季度财务费用 3719 万元，同比增 58.7%。

在手订单充足、在建项目稳定推进，看好配电网节能业务拉动业绩增长

截止 2017 年底，公司在手节能 EMC 订单共 23 项；6 月公司公告新签宁夏电网和浙江电网两个 EMC 合同，合同额分别为 1.16 亿元、10.46 亿元，建设周期分别为 6 个月、12 个月，分享期分别为 6 年、9 年，公司分享收益共计 11.62 亿元。Q1-Q3 季末在建工程分别为 5.76 亿元、3.11 亿元、1.13 亿元，且前三季度业绩稳定增长，表明项目建成投产进度和订单收益兑现符合预期。目前订单数共 25 项，项目充足，18 年多个项目进入收益分享期，将为公司带来稳定业绩增量。项目详细信息如表 1 所示。

国网资源整合或将助力公司开拓综合能源服务市场

16 年配电网节能业务纳入公司后，涪陵电力成为国家电网旗下唯一的节能业务上市平台。国网承诺 5 年内解决同业竞争问题，其旗下省级电网公司的节能业务有望继续注入涪陵电力，集中力量做大做强。在当前国务院推进国企改革的背景下，国有资产内部资源整合能有效提升国有资产价值，符合国资委“央企要加大资本运作力度，推动资产证券化，盘活上市公司资源”的要求。

国网 2017 年提出“做强做优做大综合能源服务业务”，目前已逐步开展综合能源服务的实施主体，正是各省级电网的节能服务公司。作为国网旗下稀缺的节能上市平台，涪陵电力有望在巩固电网节能业务龙头地位的基础上，依托平台优势通过资源整合开拓新业务，成长为综合能源服务供应商。

盈利预测：基于三季报业绩数据，我们下调 18-19 年的营收增速假设（前三季度营收持续增长，但是低于之前 30% 的增速预期），从而下调 18-19 年归母净利润预测值为 2.89、3.59 亿元（调整前为 3.03、3.72 亿元），对应的 EPS 为 1.29、1.60 元，当前股价对应 18-19 年 PE 为 12.4、10 倍。

风险提示：项目投产进度不及预期，收益兑现不及预期，行业竞争加剧

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,665.24	2,060.33	2,472.40	2,843.26	3,042.29
增长率(%)	33.22	23.73	20.00	15.00	7.00
EBITDA(百万元)	467.40	766.86	502.73	588.10	622.07
净利润(百万元)	167.95	226.42	288.93	359.42	386.42
增长率(%)	(9.76)	34.82	27.61	24.40	7.51
EPS(元/股)	0.75	1.01	1.29	1.60	1.73
市盈率(P/E)	21.35	15.84	12.41	9.98	9.28
市净率(P/B)	4.02	3.16	2.56	2.15	1.82
市销率(P/S)	2.15	1.74	1.45	1.26	1.18
EV/EBITDA	14.70	7.73	5.99	4.38	3.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	224.00
流通 A 股股本(百万股)	224.00
A 股总市值(百万元)	3,586.24
流通 A 股市值(百万元)	3,586.24
每股净资产(元)	5.93
资产负债率(%)	73.90
一年内最高/最低(元)	42.17/13.44

作者

于夕蒙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001	
yuximeng@tfzq.com	
周迪	联系人
zhoudi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《涪陵电力-半年报点评:上半年业绩稳健增长，看好国网节能平台价值》2018-08-03
- 2 《涪陵电力-季报点评:前三季度净利润增加 72%，节能新项目持续投产》2017-10-15
- 3 《涪陵电力-公司点评:节能项目稳步推进，2016 年业绩远超预期》2017-01-12



表 1：公司目前在手项目统计

序号	项目名称	所在地	项目年节约电量 (万千瓦时)	项目年节能量 (吨标准煤)	合同签订日期	预计分享收益期	公司分享节能收益 (万元/年)	公司分享比例	合同金额 (万元)	总投资额 (万元)
1	山东配电网节能与提高电能质量改造项目	山东	28155	92912	2013	2014.1 起, 5 年	15461	0.95	77304	
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服务	甘肃	335	1105	2014	2014.3 起, 5 年	176	0.95	878.5	542
3	重庆市大足供电公司综合降损节能改造项目	重庆	1677	5535	2014	2015.1 起, 4 年	604	0.95	2414	1674
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	江苏	18126	59816	2014	2015.11 起, 8 年	10875	1	87004	53321
5	冀北廊坊配电网节能改造及提高供电可靠性项目	河北	28585	94331	2014	2016.7 起, 7 年	16918	0.95	118425	68792
6	福建配电网综合节能改造及电能质量提高项目	福建	21215	70010	2015	2016.7 起, 8 年	12362		98894	67697
7	山东配电网综合改造项目 (二期)	山东	14584	48127	2015	2016.7 起, 5 年	8314	0.95	41569	25830
8	新疆日吉、乌鲁木齐配电网综合节能改造项目	新疆	306	1011	2015	2016.9 起, 5 年	161	0.98	805	538
9	甘肃配电网节能与提高电能质量改造 (二期)	甘肃	1449.8	4782	2016.7.21	2017.6 起, 5 年	797	0.95	3802	2586
10	青岛配电网综合节能改造与提高电能质量项目	山东	14832.3	48946	2016.10.28	2017.6 起, 6 年	7880	0.95	42277	27514
11	烟台配电网综合节能改造与提高电能质量项目	山东	22625	74662	2016.10.28	2017.6 起, 6 年	10748	0.95	64488	37532
12	浙江配电网综合节能改造及电能质量提高项目	浙江	17762	58615	2015	2017.7 起, 9 年	11306	0.95	101750	52270
13	江西配电网综合节能改造及电能质量提高项目	江西	5909	19501	2015	2017.7 起, 7 年	3467	0.95	24272	14326
14	河南配电网综合节能改造及电能	河南	5722	18883	2015	2017.7 起, 8 年	2990	0.95	23918	16291

质量提高项目										
15	河北正定、宁晋配电网节能与提高电能质量	河北	1240	4092	2016.07.21	2017.8起, 5年	769	0.95	5137	3354
16	湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	湖北	9316	30743	2015	2018起, 7年	5576	0.95	39029	27937
17	安徽省配电网节能改造与提供电能质量项目	安徽	7378	24347	2016	2018.1起, 5年	2725	0.95	29154	19742
18	沈阳配电网综合节能改造及电能质量提高项目	辽宁	3080	10164	2016	2018.1起, 6年	1135	0.95		
19	福建电网节能改造及提高电能质量改造(二期)	福建	19059	62896	2016.7	2018.1起, 8年	11855	1	88844	57175
20	湖北(二期)项目	湖北			2017.6	2018.1起, 7年	7915		55045	31397
21	湖南长沙项目	湖南			2017.6	2018.8起, 8年	3459		27671	14932
22	江西鄱阳湖项目	江西			2017.6	2018.12起, 8年	2098		16780	9552
23	河南(二期)项目	河南			2017.6	2018.12起, 8年	9660		77282	41229
24	宁夏电网综合节能改造项目	宁夏			2018.6	2018.12起, 6年	1926		11554	6955
25	浙江(二期)项目	浙江			2018.6	2019.6起, 9年	11624		104617	57036

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	504.92	587.18	1,876.55	2,322.81	3,009.98
应收账款	5.33	0.78	12.51	6.04	6.73
预付账款	0.34	3.32	1.25	1.56	2.25
存货	0.58	0.56	2.01	0.35	2.68
其他	15.85	4.86	25.51	10.33	21.61
流动资产合计	527.02	596.71	1,917.82	2,341.08	3,043.25
长期股权投资	63.14	68.22	68.22	68.22	68.22
固定资产	2,891.28	2,810.46	2,899.75	2,913.58	2,869.15
在建工程	160.19	550.78	366.47	267.88	190.73
无形资产	83.70	81.42	79.16	76.90	74.65
其他	17.16	11.04	9.83	8.58	7.80
非流动资产合计	3,215.47	3,521.92	3,423.42	3,335.17	3,210.55
资产总计	3,742.49	4,118.63	5,341.24	5,676.25	6,253.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,926.94	1,800.91	2,289.89	2,491.50	2,615.61
其他	238.08	200.78	376.39	240.57	398.09
流动负债合计	2,165.01	2,001.69	2,666.28	2,732.07	3,013.70
长期借款	685.00	981.50	1,273.00	1,273.00	1,273.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.07	0.99	1.07	1.04	1.03
非流动负债合计	686.07	982.49	1,274.07	1,274.04	1,274.03
负债合计	2,851.08	2,984.18	3,940.35	4,006.11	4,287.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	160.00	160.00	224.00	224.00	224.00
资本公积	366.38	408.59	408.59	408.59	408.59
留存收益	731.41	974.44	1,176.90	1,446.14	1,742.06
其他	(366.38)	(408.59)	(408.59)	(408.59)	(408.59)
股东权益合计	891.41	1,134.44	1,400.90	1,670.14	1,966.06
负债和股东权益总	3,742.49	4,118.63	5,341.24	5,676.25	6,253.80

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	167.95	226.42	288.93	359.42	386.42
折旧摊销	287.47	500.99	159.13	168.11	174.50
财务费用	9.27	37.94	52.00	52.00	52.00
投资损失	(13.44)	(13.81)	(26.00)	(26.00)	(26.00)
营运资金变动	(73.54)	(40.68)	668.62	77.02	262.56
其它	(33.51)	(13.75)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	344.19	697.11	1,142.68	630.55	849.48
资本支出	2,816.73	813.35	59.92	80.03	50.01
长期投资	6.84	5.08	0.00	0.00	0.00
其他	(3,834.13)	(1,703.24)	(93.92)	(134.03)	(74.01)
投资活动现金流	(1,010.56)	(884.81)	(34.00)	(54.00)	(24.00)
债权融资	720.00	1,053.50	1,308.67	1,320.56	1,324.74
股权融资	84.31	8.19	12.00	(52.00)	(52.00)
其他	(149.58)	(791.73)	(1,139.98)	(1,398.84)	(1,411.06)
筹资活动现金流	654.73	269.96	180.69	(130.29)	(138.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(11.63)	82.26	1,289.37	446.26	687.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,665.24	2,060.33	2,472.40	2,843.26	3,042.29
营业成本	1,442.76	1,709.60	2,029.84	2,334.32	2,497.72
营业税金及附加	8.93	9.02	7.42	8.53	9.13
营业费用	0.74	0.98	1.31	1.51	1.61
管理费用	73.22	88.98	91.23	104.92	112.26
财务费用	0.86	34.02	52.00	52.00	52.00
资产减值损失	(26.89)	(0.30)	25.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.44	13.81	26.00	26.00	26.00
其他	(26.88)	(28.38)	(52.00)	(52.00)	(52.00)
营业利润	179.07	232.60	291.60	367.99	395.57
营业外收入	2.16	1.66	3.50	3.50	3.50
营业外支出	3.62	1.98	0.00	4.40	4.40
利润总额	177.61	232.27	295.10	367.09	394.67
所得税	9.66	5.85	6.17	7.67	8.25
净利润	167.95	226.42	288.93	359.42	386.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	167.95	226.42	288.93	359.42	386.42
每股收益(元)	0.75	1.01	1.29	1.60	1.73

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.22%	23.73%	20.00%	15.00%	7.00%
营业利润	-7.72%	29.89%	25.37%	26.20%	7.49%
归属于母公司净利润	-9.76%	34.82%	27.61%	24.40%	7.51%
获利能力					
毛利率	13.36%	17.02%	17.90%	17.90%	17.90%
净利率	10.09%	10.99%	11.69%	12.64%	12.70%
ROE	18.84%	19.96%	20.62%	21.52%	19.65%
ROIC	102.96%	23.75%	21.10%	49.79%	66.30%
偿债能力					
资产负债率	76.18%	72.46%	73.77%	70.58%	68.56%
净负债率	2.15%	143.34%	95.90%	45.21%	18.45%
流动比率	0.24	0.30	0.72	0.86	1.01
速动比率	0.24	0.30	0.72	0.86	1.01
营运能力					
应收账款周转率	454.94	674.30	372.14	306.70	476.73
存货周转率	2,115.85	3,614.00	1,925.99	2,417.70	2,007.65
总资产周转率	0.67	0.52	0.52	0.52	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.75	1.01	1.29	1.60	1.73
每股经营现金流	1.54	3.11	5.10	2.81	3.79
每股净资产	3.98	5.06	6.25	7.46	8.78
估值比率					
市盈率	21.35	15.84	12.41	9.98	9.28
市净率	4.02	3.16	2.56	2.15	1.82
EV/EBITDA	14.70	7.73	5.99	4.38	3.04
EV/EBIT	38.19	22.30	8.76	6.14	4.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com