

涪陵电力 (600452)

证券研究报告

2019年01月10日

18年业绩预告超预期，看好国网节能平台价值

事件

公司1月9日发布2018年业绩预告，预计全年营业总收入24.48亿元，同比增长18.81%；归母净利3.50亿元，同比增长54.41%；基本每股收益1.56元，同比增长54.45%。

公司趸购电价下调引起18年归母净利预告值超预期

根据公司公告，18年预告业绩同比增长的原因一是参股公司新嘉南公司净利润增加，引起公司投资收益增加；二是新增节能业务竣工项目产生效益；三是公司本期收到资产处置收益。全年营收的预告值基本符合我们的预期（24.72亿元）；归母净利超预期的主要原因是公司趸购电价下调从而减少全年购电成本约7600万元，预计将提升电力业务毛利率至12.41%，16-17年电力业务毛利率分别为9%、8%。

在手合同18年新增3项至26项，看好节能改造业务成长空间

根据公司公告，2018年6月公司新签宁夏电网和浙江电网两个节能EMC合同，合同额分别为1.16亿元、10.46亿元；12月新签新疆二期项目合同，公司分项收益约2.88亿元。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26项，项目充足，18年多个项目开始进入收益分享期，未来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，公司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：我们上调18-20年的归母净利预测值为3.51、4.03、5.12亿元（调整前为2.89、3.59、3.86亿元），18-20年EPS分别为1.57、1.80、2.29元，当前股价对应18-20年PE为12、10、8倍。维持“买入”评级。

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	2,443.67	2,808.13	3,162.28
增长率(%)	33.22	23.73	18.61	14.91	12.61
EBITDA(百万元)	467.40	766.86	582.38	647.59	769.76
净利润(百万元)	167.95	226.42	350.57	402.82	512.15
增长率(%)	(9.76)	34.82	54.83	14.90	27.14
EPS(元/股)	0.75	1.01	1.57	1.80	2.29
市盈率(P/E)	24.17	17.93	11.58	10.08	7.93
市净率(P/B)	4.55	3.58	2.81	2.32	1.90
市销率(P/S)	2.44	1.97	1.66	1.45	1.28
EV/EBITDA	14.70	7.73	6.29	4.70	2.83

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	18.12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)	4,058.88
流通A股市值(百万元)	4,058.88
每股净资产(元)	5.93
资产负债率(%)	73.90
一年内最高/最低(元)	38.06/13.44

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

- 《涪陵电力-季报点评:业绩持续稳健增长，看好国网节能平台价值》2018-11-03
- 《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
- 《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



表 1: 公司目前在手项目统计 (截止 2019 年 1 月 9 日)

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
26	新疆(二期)项目	新疆			2018.12	2020年起, 6年	4796	0.95	30289	17942

资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利预测

预测依据与关键假设：

- (1) 考虑到公司趸购电价下调从而减少全年购电成本约 7600 万元，尽管 18 年三次下调电价（预计分别减少公司营收 450 万元、280 万元、1325 万元），公司电力业务毛利率预计仍有明显提升。经测算我们预计 2018 年公司电力业务毛利率为 12.41%。
- (2) 假设 18 年电力业务收入为 12.9 亿元，19-20 年分别同比增加 5%、4%。假设 19-20 年电力业务毛利率分别为 11.5%、10.5%。
- (3) 假设 18-20 年节能业务营收分别为 11.5 亿元、14.5 亿元、17.5 亿元，毛利率均维持 2017 年水平（31.37%）。
- (4) 根据公司公告，公司将对外转让所持有的重庆市蓬威石化有限责任公司全部股权（共 15%）。经评估，拟处置标的在评估基准日（2018 年 3 月 31 日）的评估价值为 30376.66 万元，公司持有 15% 股权对应价值为 4556.50 万元。该资产当前账面价值为 8941 万元，处置该资产预计减少公司当年利润 4384.5 万元。假设该转让事项于 2019 年完成。

基于上述依据，我们上调 18-20 年的归母净利预测值为 3.51、4.03、5.12 亿元（调整前为 2.89、3.59、3.86 亿元），18-20 年 EPS 分别为 1.57、1.80、2.29 元，当前股价对应 18-20 年 PE 为 12、10、8 倍。维持“买入”评级。

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	1,695.99	2,332.03	3,195.18
应收账款	5.33	0.78	12.35	5.96	7.31
预付账款	0.34	3.32	1.18	1.46	2.30
存货	0.58	0.56	1.87	0.34	2.65
其他	15.85	4.86	25.32	10.28	22.33
流动资产合计	527.02	596.71	1,736.71	2,350.08	3,229.77
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	5,160.14	5,685.24	6,440.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,926.94	1,800.91	2,071.80	2,426.84	2,611.66
其他	238.08	200.78	370.18	238.52	416.58
流动负债合计	2,165.01	2,001.69	2,441.98	2,665.36	3,028.24
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	3,716.05	3,939.41	4,302.27
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	1,220.09	1,521.84	1,914.04
其他	(366.38)	(408.59)	(408.59)	(408.59)	(408.59)
股东权益合计	891.41	1,134.44	1,444.09	1,745.84	2,138.04
负债和股东权益总	3,742.49	4,118.63	5,160.14	5,685.24	6,440.32

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	167.95	226.42	350.57	402.82	512.15
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)	(25.00)	18.85	(25.00)
营运资金变动	(73.54)	(40.68)	444.87	234.29	342.26
其它	(33.51)	(13.75)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	344.19	697.11	981.57	876.06	1,055.92
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)	(94.92)	(178.87)	(75.01)
投资活动现金流	(1,010.56)	(884.81)	(35.00)	(98.85)	(25.00)
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)	(1,158.43)	(1,409.73)	(1,440.50)
筹资活动现金流	654.73	269.96	162.24	(141.18)	(167.76)
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	1,108.81	636.04	863.16

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,665.24	2,060.33	2,443.67	2,808.13	3,162.28
营业成本	1,442.76	1,709.60	1,921.62	2,196.28	2,464.17
营业税金及附加	8.93	9.02	7.33	8.42	9.49
营业费用	0.74	0.98	1.30	1.49	1.68
管理费用	73.22	88.98	90.17	103.62	116.69
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	25.00	(18.85)	25.00
其他	(26.88)	(28.38)	(50.00)	37.69	(50.00)
营业利润	179.07	232.60	371.25	427.48	543.26
营业外收入	2.16	1.66	3.00	3.50	3.50
营业外支出	3.62	1.98	3.00	4.40	4.40
利润总额	177.61	232.27	371.25	426.58	542.36
所得税	9.66	5.85	20.68	23.76	30.21
净利润	167.95	226.42	350.57	402.82	512.15
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	350.57	402.82	512.15
每股收益(元)	0.75	1.01	1.57	1.80	2.29

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.22%	23.73%	18.61%	14.91%	12.61%
营业利润	-7.72%	29.89%	59.61%	15.15%	27.09%
归属于母公司净利润	-9.76%	34.82%	54.83%	14.90%	27.14%
获利能力					
毛利率	13.36%	17.02%	21.36%	21.79%	22.08%
净利率	10.09%	10.99%	14.35%	14.34%	16.20%
ROE	18.84%	19.96%	24.28%	23.07%	23.95%
ROIC	102.96%	23.75%	25.07%	43.13%	77.27%
偿债能力					
资产负债率	76.18%	72.46%	72.01%	69.29%	66.80%
净负债率	2.15%	143.34%	93.03%	40.75%	13.42%
流动比率	0.24	0.30	0.71	0.88	1.07
速动比率	0.24	0.30	0.71	0.88	1.07
营运能力					
应收账款周转率	454.94	674.30	372.14	306.69	476.73
存货周转率	2,115.85	3,614.00	2,010.81	2,537.91	2,115.25
总资产周转率	0.67	0.52	0.53	0.52	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.75	1.01	1.57	1.80	2.29
每股经营现金流	1.54	3.11	4.38	3.91	4.71
每股净资产	3.98	5.06	6.45	7.79	9.54
估值比率					
市盈率	24.17	17.93	11.58	10.08	7.93
市净率	4.55	3.58	2.81	2.32	1.90
EV/EBITDA	14.70	7.73	6.29	4.70	2.83
EV/EBIT	38.19	22.30	8.66	6.34	3.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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