

涪陵电力（600452）点评报告

三季度报超市场预期，配网运营和节能平台两翼齐飞

买入（首次）

2016年10月27日

首席证券分析师 曾朵红

投资要点：

执业资格证书号码：S0600516080001
021-60199798
zengdh@dwzq.com.cn

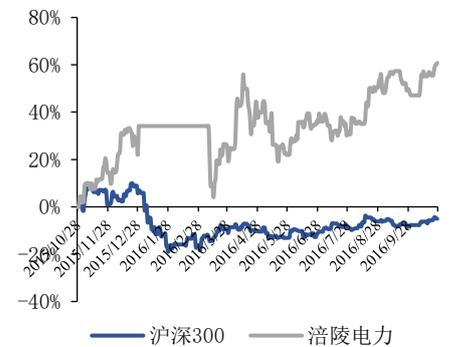
■ **2016 前三季度营收 11.30 亿元，同比增长 20.34%，归母净利润 1.29 亿元，同比减少 22.78%**（去年主要受益于投资收益 1.17 亿元），整体超出市场预期。公司发布 2016 三季度报告，报告期内公司实现营业收入 11.30 亿元，同比增长 20.34%；实现归属母公司净利润 1.29 亿元，同比减少 22.78%，对应 EPS 为 0.81 元。其中 3 季度实现营业收入 4.69 亿元，同比增长 39.58%，环比增长 29.37%；实现归属母公司净利润 0.56 亿元，同比增长 73.65%，环比增长 11.60%。3 季度对应 EPS 为 0.35 元。

■ **重庆市电改推进激进，公司传统业务迎来变革。**本轮电改的顶层设计基本结束，各地方的方案设计陆续出台，以重庆的方案最为激进，交易中心向社会开放股权为国网区域内的首次。涪陵电力作为地方电网，属于配售一体化的模式，在电力体制改革的大背景下，一方面公司在购电成本端有望降低成本，在售电侧有物理垄断带来的议价能力，电网运营业务的毛利有望提升；另一方面公司在当地的电改中可以向用户侧延伸服务，向综合能源商的方向发展，依托物理垄断的优势增强客户的粘性，在电改后市场中开展新兴业务。

■ **定位国网节能唯一平台，系统内部的体制优势带来广阔空间。**2016 年 3 月，公司以 3.74 亿元现金向国网节能公司收购其配电网节能 14 个项目（含已建、在建、待建），同时成为国家电网公司的配电网节能唯一平台。2016 年 7 月，新签订 3 个项目。节能项目建设周期长，一般在一年到一年半左右，所以利润的释放速度比较缓慢，目前贡献利润的只有 5 个项目，明年新增 5 个项目贡献利润。明年仍然会有新的项目开始进入收益期。

● **商业模式：**涪陵电力作为国网节能的子公司，与各地方电网签订节能合同，制定方案后进行自主招标，由国网系统内部类似南瑞、许继等产业公司完成建设后，运营一定期限内享受节能电费分成，后资产完全划转至地方电网。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	39.01
一年最低/最高价	39.94/23.73
市净率（倍）	8.79
流通市值（百万元）	6241.60

基础数据

每股净资产（元）	5.08
资产负债率（%）	70.04%
总股本（百万股）	160.00
流通 A 股（百万股）	160.00

相关研究

无

- **盈利水平：**在节能服务期间内，涪陵电力享受节省电力 95% 以上的分成，分成电价按照 0.5-0.65 元/度电不等，视各地方电网的输配电价核准价格而定。市场上的节能最大的风险就来自于企业的经营稳定性，重资产投资中规避风险是第一要素，这方面涪陵电力没有任何压力，以电费背书，几乎没有经营风险。
- **垄断的体制优势：**国家电网公司的经营理念概括来说为“三集五大”，庞大的央企确实需要统一的管理制度，向着人财物的集约化发展，建立了规划、建设、运行、检修、营销等标准化制度，这种企业文化造就了一系列的平台公司，在专业化的方向上精益求精，具有极强的盈利性。比如统一的招标平台，仅以收取中标服务费为盈利来源，每年也有近 10 亿的利润。涪陵电力作为新晋的节能平台，在体制内的垄断地位带来了成长性。
- **广阔的市场空间：**我国电网的线损下降仍有两个百分点的空间，测算下来有数百亿的营收空间，节能改造也属于电网投资的一部分，在经济下行，基建待发力的环境下，电网公司等央企有继续加大投资的责任和能力，节能应该是各种投资中收益明显同时争议最小的方向，我们看好各电网公司未来在节能投资上的不断提升。

图表 1：目前公司已有的节能项目盈利测算

序号	工程名称	项目年节电量 (万千瓦时)	项目年节能量 (吨标准煤)	收益期	15年1-9月 净利润	15年(10- 12月)净利 润	16年净利 润估算	17年净利 润估算	18年净利 润估算
1	山东配电网节能改造项目(一期)	28,155	92,912	已投运	357.000	303.400	1,743.2	1,933.1	1,918.0
2	山东配电网综合节能改造项目(二期)	14,584	48,127	2016年7月		428.8	929.0	929.0	
3	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	335	1,105	已投运		12.380	50.7	44.1	43.9
4	江苏徐州地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目、江苏盐城地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目	18,126	59,816	2015年11月		154.230	1,198.0	1,176.0	1,016.0
5	国网重庆市大足供电公司综合降损节能改造项目	1,677	5,535	已投运		32.340	120.0	119.2	121.0
6	冀北廊坊地区配电网综合节能改造及提高供电可靠性项目	28,585	94,331	2016年7月			875.4	1750.8	1750.8
7	河南配电网综合节能改造及电能质量提高项目	5,722	18,883	2017年7月				175.2	350.47
8	湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	9,316	30,743	2017年4月				428.0	570.6
9	浙江配电网综合节能改造及电能质量提高项目	17,762	58,615	2017年1月				1087.92	1087.92
10	新疆昌吉配电网综合节能改造项目、新疆乌鲁木齐配电网综合节能改造项目	306	1,011	2016年9月			6.7	18.74	18.74
11	江西配电网综合节能改造及电能质量提高项目	5,909	19,501	2017年1月				358.00	358.00
12	福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目	21,215	70,010						
13	安徽省配电网综合节能改造及电能质量提升项目	7,378	24,347						
14	辽宁沈阳地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目	3,080	10,164						
合计		162,150	535,100			859.4	4422.7	8020.1	8164.5

资料来源：Wind，东吴证券研究所

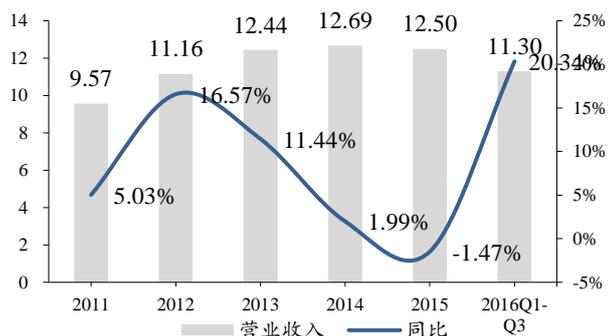
图表 2: 7 月和 10 月新签订合同

序号	工程名称	合同总额 (万元)	公司投资金额 (万元)	建设期	收费期
15	福建 (二期) 项目	88,844	57,175	16 个月	8 年
16	甘肃 (二期) 项目	3,802	2,586	10 个月	5 年
17	河北正定、宁晋项目	5,137	3,354	12 个月	5-6 年
18	山东青岛、烟台项目	111,765.48	65,046	6 个月	6 年

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

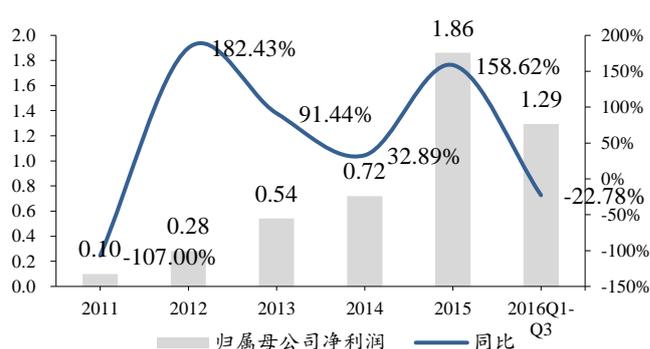
- **前三季度三大费用率 2.65%，同比下降 0.1 个百分点，应收款和存货比年初分别大幅增长 10334.44% 和 396.70%（传统售电业务没有应收和存货），预收款比年初大幅增长。**2016 年前三季度公司销售费用为 25.11 万元，去年同期未产生销售费用，销售费用率 0.02%，去年同期为 0；发生管理费用为 0.34 亿，同比增长 13%，管理费用率 2.97%，去年同期为 3.16%；财务费用-0.04 亿，同比减少 1%，财务费用率-0.34%，去年同期为-0.42%。2016 年前三季度公司应收账款 1.04 亿元，与年初 0.01 亿大幅增长 10334.44%，主要系新增节能业务所致；存货 0.05 亿元，较年初 0.01 亿大幅增长 396.70%，原因是电网改造和备品备件的增多；预收账款 1.94 亿较年初 1.02 亿增长 89.80%，主要是受新增节能业务影响。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为 1.42 亿元，去年同期为 1.77 亿元，主要原因是公司采购支付的现金较上年同期减少所致。
- **盈利预测与估值：**公司的配网运营和节能平台业务都在向好的方向发展，配网运营受益于电力体制改革释放红利，毛利有改善的趋势，同时电改代理的后市场体现出新兴成长性；国家电网节能平台拥有垄断性、零风险、大空间带来的确定性成长。因此我们预计 2016-2018 年归母净利润为 1.58/1.96/2.47 亿元，EPS 为 0.99/1.23/1.54 元，同比增长-15%/24%/26%，给予 2017 年 45 倍 PE，目标价 55 元，首次给予买入评级。
- **风险提示：**重庆电改进程不达预期；国网内部推广节能不达预期。

图表 3: 2016Q1-Q3 收入 11.30 亿元, 同比增长 20.34%



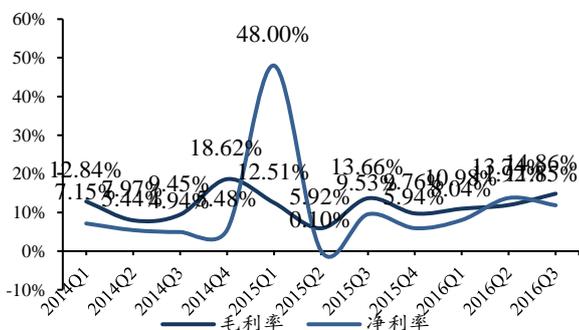
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 2016 Q1-Q3 盈利 1.29 亿元, 同比减少 22.78%



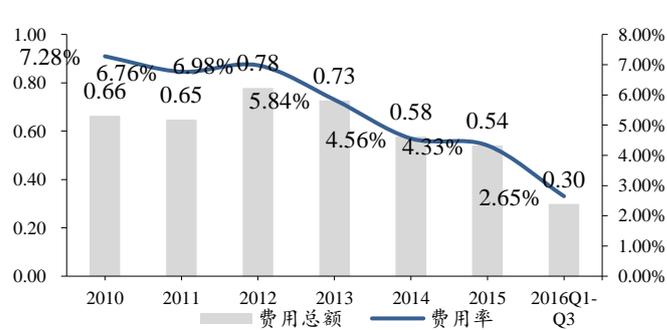
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 2016 Q1-Q3 毛利率同比上升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2016 Q1-Q3 费用率下降



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司运营情况

涪陵电力	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	0.00%	6.20%	1.08%	7.28%	12.71%	-15.70%	4.24	1.57	1.71
2011	0.00%	6.13%	0.63%	6.76%	10.62%	1.05%	4.73	3.61	1.10
2012	0.00%	6.53%	0.45%	6.98%	12.11%	2.53%	3.67	3.78	(0.10)
2013	0.00%	5.67%	0.17%	5.84%	13.73%	4.35%	2.13	1.22	0.99
2014	0.00%	4.66%	-0.10%	4.56%	12.36%	5.67%	0.58	1.09	1.51
2015	0.00%	4.70%	-0.37%	4.33%	10.44%	14.89%	0.37	1.03	1.70
2016Q1-Q3	0.02%	2.97%	-0.34%	2.65%	12.89%	11.45%	0.82	12.53	1.42
2015Q1-Q3	0.00%	3.16%	-0.42%	2.74%	10.67%	17.85%	0.35	0.94	1.77

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司分季度经营情况

涪陵电力	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	同比	环比
营业收入	2.82	3.21	3.36	3.11	2.98	3.63	4.69	39.58%	29.37%
毛利率	12.51%	5.92%	13.66%	9.76%	10.98%	11.92%	14.86%	1.20%	2.94%
毛利润	0.35	0.19	0.46	0.30	0.33	0.43	0.70	51.85%	61.27%
期间费用率	3.21%	2.33%	2.74%	9.12%	1.23%	4.45%	2.15%	-0.59%	-2.30%
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
管理费用	0.10	0.08	0.12	0.29	0.09	0.16	0.08	-31.21%	-50.40%
财务费用	-0.01	0.00	-0.03	-0.01	-0.06	0.00	0.02	-170.12%	-1502.37%
期间费用	0.09	0.07	0.09	0.28	0.04	0.16	0.10	9.38%	-37.55%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.23	0.00		
营业利润	1.45	0.11	0.37	0.02	0.28	0.53	0.61	64.09%	14.69%
营业外收入	0.00	0.01	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00	69.72%	-3.32%
利润总额	1.45	0.11	0.37	0.05	0.28	0.53	0.61	63.74%	14.75%
所得税	0.10	0.10	0.05	-0.13	0.04	0.03	0.05	0.81%	65.91%
归属于母公司净利润	1.35	0.00	0.32	0.18	0.24	0.50	0.56	73.65%	11.60%
净利率	48.00%	0.10%	9.53%	5.94%	8.04%	13.74%	11.85%	2.33%	-1.89%
存货	0.02	0.03	0.01	0.01	0.02	0.02	0.05	441.98%	137.12%
股本	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60		
EPS	0.85	0.00	0.20	0.12	0.15	0.31	0.35	73.65%	11.60%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 9：公司三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,244	1,269	1,250	1,597	1,906	2,199
增长率	11.44%	2.0%	-1.5%	27.8%	19.4%	15.3%
营业成本	-1,073	-1,112	-1,119	-1,379	-1,594	-1,811
% 销售收入	86.3%	87.6%	89.6%	86.3%	83.6%	82.4%
毛利	171	157	131	218	313	388
% 销售收入	13.7%	12.4%	10.4%	13.7%	16.4%	17.6%
营业税金及附加	-10	-9	-8	-10	-12	-13
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-71	-59	-59	-74	-88	-100
% 销售收入	5.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	90	89	64	134	214	275
% 销售收入	7.3%	7.0%	5.1%	8.4%	11.2%	12.5%
财务费用	-2	1	5	6	-5	-14
% 销售收入	0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	0.3%	0.7%
资产减值损失	-46	-46	1	25	-4	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	11	125	0	0	0
% 税前利润	8.2%	12.0%	63.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	48	55	194	164	204	257
营业利润率	3.8%	4.4%	15.5%	10.3%	10.7%	11.7%
营业外收支	15	33	4	4	4	4
税前利润	63	89	198	168	208	261
利润率	5.0%	7.0%	15.8%	10.5%	10.9%	11.9%
所得税	-8	-17	-12	-10	-12	-14
所得税率	13.5%	18.9%	5.9%	5.7%	5.5%	5.3%
净利润	54	72	186	158	196	247
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	54	72	186	158	196	247
净利率	4.4%	5.7%	14.9%	9.9%	10.3%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	54	72	186	158	196	247
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	84	90	74	76	146	123
非经营收益	-15	-5	-116	-4	3	12
营运资金变动	-24	-5	25	726	204	201
经营活动现金净流	99	151	170	956	549	582
资本开支	78	72	107	1,327	836	541
投资	-4	0	143	-4	0	0
其他	1	87	175	0	0	0
投资活动现金净流	-80	15	211	-1,332	-836	-541
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-65	-50	0	0	266	76
其他	0	-1	-32	0	-7	-16
筹资活动现金净流	-65	-51	-32	0	259	61
现金净流量	-47	116	349	-375	-27	102

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	53	168	517	141	114	216
应收款项	6	9	10	105	122	137
存货	2	1	1	4	4	4
其他流动资产	1	1	16	27	29	30
流动资产	63	180	544	277	269	388
% 总资产	8.5%	21.5%	44.2%	12.6%	9.3%	11.3%
长期投资	128	91	67	71	71	71
固定资产	440	463	532	1,764	2,462	2,888
% 总资产	59.8%	55.3%	43.2%	80.2%	85.3%	84.1%
无形资产	92	89	86	85	84	83
非流动资产	673	657	687	1,922	2,619	3,044
% 总资产	91.5%	78.5%	55.8%	87.4%	90.7%	88.7%
资产总计	736	836	1,230	2,198	2,888	3,431
短期借款	50	0	0	0	266	342
应付款项	225	275	503	1,282	1,499	1,710
其他流动负债	31	35	32	63	73	83
流动负债	305	309	535	1,345	1,837	2,134
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	14	39	39	39
负债	305	314	548	1,384	1,876	2,173
普通股股东权益	429	526	694	826	1,022	1,269
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	734	840	1,243	2,209	2,899	3,442

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.338	0.450	1.163	0.990	1.227	1.543
每股净资产 (元)	2.681	3.284	4.339	5.160	6.388	7.931
每股经营现金净流 (元)	0.618	0.947	1.062	5.977	3.434	3.636
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.350	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.63%	13.69%	26.80%	19.18%	19.22%	19.46%
总资产收益率	7.37%	8.57%	14.98%	7.17%	6.78%	7.17%
投入资本收益率	26.26%	27.07%	54.19%	20.56%	18.30%	19.63%
增长率						
营业总收入增长率	11.44%	1.99%	-1.47%	27.79%	19.36%	15.35%
EBIT增长率	82.86%	-1.46%	-28.13%	108.99%	59.64%	28.49%
净利润增长率	91.44%	32.89%	158.62%	-14.91%	24.02%	25.71%
总资产增长率	-9.69%	14.38%	47.95%	78.73%	31.35%	18.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.2	1.1	1.0	20.0	19.5	19.0
存货周转天数	2.2	0.6	0.4	1.0	0.9	0.8
应付账款周转天数	22.5	22.8	26.5	57.9	56.9	55.9
固定资产周转天数	118.1	124.6	132.9	177.0	192.5	146.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.75%	-31.93%	-74.40%	-17.11%	14.84%	9.92%
EBIT利息保障倍数	42.6	-67.2	-13.8	-22.8	39.0	19.0
资产负债率	41.59%	37.43%	44.13%	62.63%	64.74%	63.14%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

