

证券研究报告—深度报告

电气设备新能源

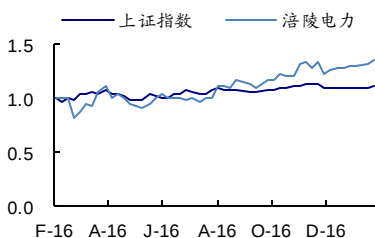
电气设备

涪陵电力(600452)
买入

合理估值: 53.46 元 昨收盘: 43.79 元 (首次评级)

2017年02月12日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	160/160
总市值/流通(百万元)	7,006/7,006
上证综指/深圳成指	3,197/10,186
12个月最高/最低(元)	45.50/23.73

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

深度报告

驰骋于蓝海的国网节能平台

● 公司已经成为国网配网节能业务的上市平台

资产注入前涪陵电力主营业务为电力供应与销售, 正常年份净利润在 8000 万-1 亿元, 收购了国网节能的配电网节能资产后, 公司将成为国内少数的集电力销售和配电网节能等业务于一体的上市公司。涪陵电力作为国网公司节能业务的上市平台的定位也日益清晰。

● 公司或将成为国家电网节能环保业务上市平台

国网节能是定位于以节能环保, 能源资源综合利用为主的产业集团, 是国家电网公司节能环保与清洁能源服务产业的龙头企业。国网节能公司专注于节能服务、能源综合利用、电力环保、国际业务四大板块。截至 2015 年末, 节能公司实现年收入约 47 亿元, 利润年均增长 56%。我们认为, 国网将配网节能资产注入涪陵电力后, 不会满足于此, 不排除未来将其作为节能环保业务上市平台的可能。

● 现有项目便可保证公司未来 3 年的快速增长

- 1) 国网节能承诺, 注入的 4 个项目后三个会计年度净利润数最低为: 2016 年度为 3113.13 万元、2017 年度为 3273.16 万元、2018 年度为 3100.21 万元;
- 2) 根据公司公布的项目进展状况信息, 我们测算 2017 年配网节能项目将至少为公司带来 7.5 亿元的营业收入, 乐观估计可以带来 10 亿元以上的营业收入;
- 3) 随着 17 年和 18 年更多项目的完工, 18 年的营业收入也将获得 30-50% 的增长。

● 风险提示

国家电网对配网节能这块业务需求模式发生改变的风险; 盈利水平下滑的风险。

● 公司合理估值 53 元, 给予“买入”评级

我们预计 2016/17/18 年公司将分别实现营业收入 16.62 /20.90 /25.18 亿元, 同比增长 32.90%/25.80%/20.50%; 净利润分别为 1.66/2.18/2.94 亿元, 同比增长-10.80%/31.30%/34.90%; 每股收益/1.04/1.36/1.84 元, 合理估值 53.46 元, 给予买入评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,269	1,250	1,662	2,090	2,518
(+/-%)	2.0%	-1.5%	32.9%	25.8%	20.5%
净利润(百万元)	72	186	165.94	217.92	294.07
(+/-%)	32.9%	158.6%	-10.8%	31.3%	34.9%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.16	1.04	1.36	1.84
EBIT Margin	6.9%	15.5%	9.4%	10.6%	12.1%
净资产收益率(ROE)	13.7%	26.8%	20.0%	21.5%	23.4%
市盈率(PE)	97.4	37.6	42.1	32.0	23.7
EV/EBITDA	55.8	28.1	37.7	28.8	22.6
市净率(PB)	13.3	10.1	8.40	6.90	5.56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

我们预计 2016/17/18 年公司将分别实现营业收入 16.62 /20.90 /25.18 亿元，同比增长 32.90%/25.80%/20.50%；净利润分别为 1.66/2.18/2.94 亿元，同比增长-10.80%/31.30%/34.90%；每股收益/1.04/1.36/1.84 元，合理估值 53.46 元，给予买入评级。

核心假设或逻辑

- （1）配网节能业务市场空间可达 400 亿元/年，相较于庞大的市场空间，公司的销售收入还非常小，成长空间巨大；
- （2）公司的收入确认节奏会按照节能服务合同订单进度按序就班进行，业绩将保持较快增长；
- （3）国网将配网节能资产注入涪陵电力后，不会满足于此，不排除未来将其作为节能环保业务上市平台的可能。

股价变化的催化因素

公司在配网节能业务订单方面有新的突破，其利润增长幅度将进一步加快；国网节能在资产整合方面如出现新的举措，公司作为平台公司，其空间将进一步打开。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，国家电网对配网节能这块业务需求模式如发生改变，比如改为自己投资改造，则公司的市场空间将出现大幅下滑的可能；
- 第二，公司不同的配网节能项目都是独家定制的模式，所以盈利水平有差异，如未来出现盈利水平下滑，我们的盈利预测假设基础也将发生变化；
- 第三，国网公司通过将配网节能资产注入上市公司，已经将其变为配网节能这块的平台，如国网不考虑更进一步将其作为节能环保业务的平台，则公司将无法成长为更大市值公司。

内容目录

涪陵电力将成为国网配网节能平台	5
资产注入前公司主要业务为电力供应与销售	5
配网节能资产注入，一跃成为国网公司节能业务平台	6
国家电网配网节能业务市场规模巨大	7
节能服务行业市场规模继续增长	7
配电网节能是节能的重要分支，市场空间巨大	8
注入资产具备巨大发展空间	9
注入资产是国网配网节能优质资产	9
尚有大量在建及前期项目，为未来业绩打好支撑	10
公司或将成为国家电网节能环保业务上市平台	12
国网节能公司是国家电网节能环保业务运营平台	12
不排除进一步成为国家电网节能环保业务上市平台的可能性	14
盈利预测及投资评级	14
盈利预测	14
估值	16
附表：财务预测与估值	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 公司财务指标 (盈利能力) (单位: %)	5
图 2: 公司财务指标 (成长能力) (单位: %)	5
图 3: 国网节能配电网节能业务产权及控制关系	6
图 4: 股权划转前后公司股权结构	7
图 5: 节能服务业总产值 (单位: 亿元)	8
图 6: 合同能源管理项目投资 (单位: 亿元)	8
图 7: 国网节能股权结构	13
表 1: 注入前公司业务 (单位: 万元)	5
表 2: 各种配网节能方式	8
表 3: 注入的四个项目财务状况 (单位: 万元)	10
表 4: 截止 16 年 4 月项目状态	11
表 5: 2016 年关联交易项目 (单位: 万元)	11
表 6: 2016 年新签项目 (单位: 万元)	12
表 7: 国网节能财务报表 (单位: 万元)	13
表 8: 配网节能业务毛利率假设依据	14
表 9: 涪陵电力利润表摘要 (单位: 万元)	15
表 10: 分项业务假设 (单位: 万元)	15
表 11: 盈利预测及市场重要数据 (单位: 万元)	15
表 12: 估值假设	16
表 13: FCFF 预测结果	16

涪陵电力将成为国网配网节能平台

资产注入前公司主要业务为电力供应与销售

资产注入前涪陵电力主营业务为电力供应与销售，供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域，以 110KV 输电线路为骨干网架，以 35KV、10KV 线路为配电网络。

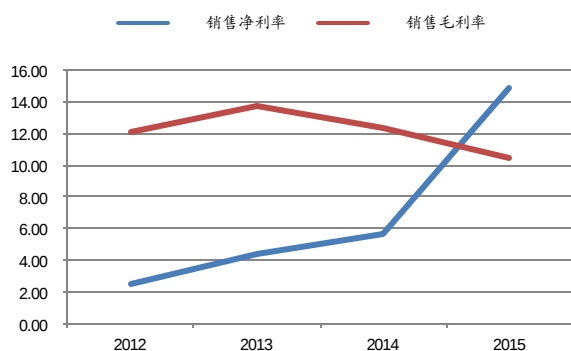
表 1: 注入前公司业务 (单位: 万元)

报告期	2015 年报	2015 中报	2014 年报	2014 中报	2013 年报
电力					
收入	118,433.18	57,282.48	115,617.54	54,354.59	108,921.13
成本	108,308.65	53,637.26	102,697.66	49,204.24	96,942.16
毛利	10,124.53	3,645.22	12,919.88	5,150.35	11,978.97
毛利率 (%)	8.55	6.36	11.17	9.48	11.00
电力工程安装					
收入	5,194.62	2,509.66	6,839.20	1,045.39	9,800.59
成本	2,635.53	932.62	4,679.31	681.69	6,442.64
毛利	2,559.09	1,577.03	2,159.89	363.70	3,357.96
毛利率 (%)	49.26	62.84	31.58	34.79	34.26
电力物资销售					
收入			3,120.45	932.24	4,038.27
成本			2,956.81	885.11	2,935.93
毛利			163.64	47.13	1,102.34
毛利率 (%)			5.24	5.06	27.30

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

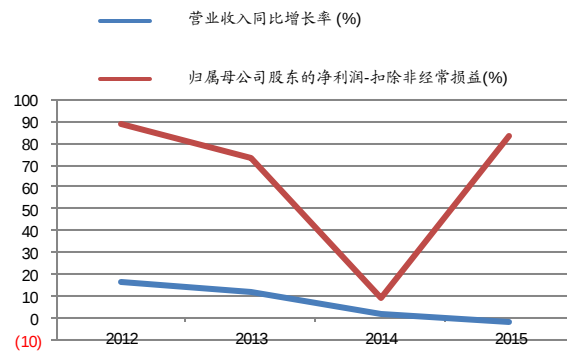
近年来，公司电力销售这块的收入规模保持稳定增长，同时利润率也在提升，其净利润增长较快。

图 1: 公司财务指标 (盈利能力) (单位: %)



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司财务指标 (成长能力) (单位: %)



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

配网节能资产注入，一跃成为国网公司节能业务平台

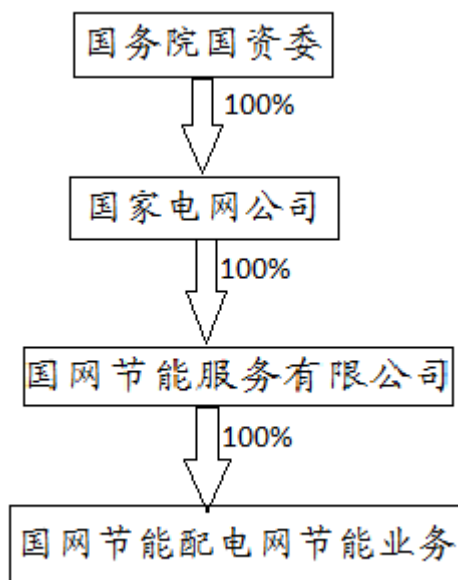
2016 年 2 月 23 日，涪陵电力公告，上市公司与国网节能签署了附生效条件的《支付现金购买资产协议》，上市公司以支付现金的方式收购国网节能的配电网节能资产。

交易标的主要包括配电网能效管理系统、多级联动与区域综合治理、配电网节能关键设备改造等。在我国现行电力体制下，配电网建设和运营主要由国网公司和南网公司进行，交易标的作为国网公司旗下资产，在同行业中占据较为明显的优势。

涪陵电力是重庆地区重要的输配电企业，标的资产主要业务为配电网节能服务，双方在节能服务领域属于上下游关系，存在一定的协同效应。

本次交易完成后，公司将成为国内少数的集电力销售和配电网节能等业务于一体的上市公司，在我国节能环保行业尤其是节能服务产业快速发展的大背景下，公司未来具有较好的发展前景。

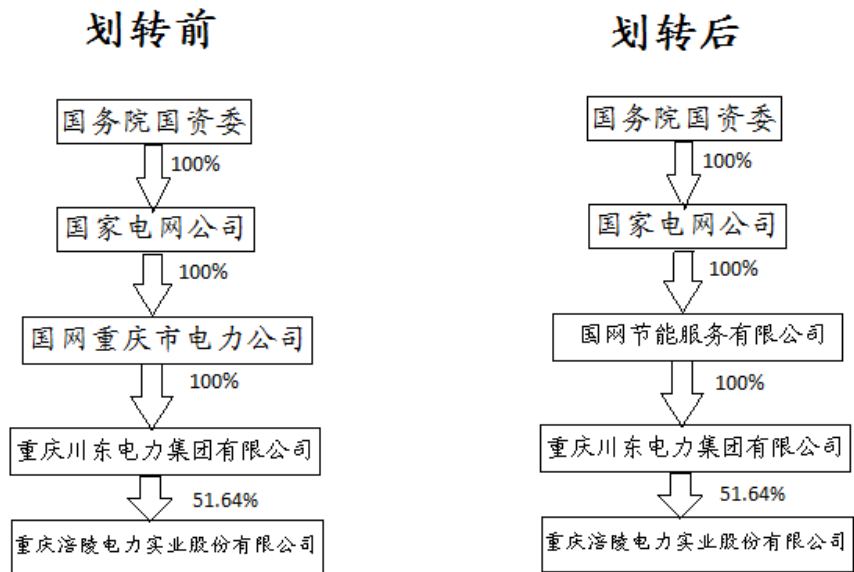
图 3：国网节能配电网节能业务产权及控制关系



资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

2016 年 5 月 4 日，公司公告：公司收到控股股东重庆川东电力集团有限责任公司通知，川东电力股东国网重庆市电力公司于 2016 年 4 月 29 日与国网节能服务有限公司签署了《国网重庆市电力公司与国网节能服务有限公司关于重庆川东电力集团有限责任公司之股权无偿划转协议书》。根据该协议，重庆电力将其持有的川东电力 100% 股权无偿划转至国网节能。

图 4: 股权划转前后公司股权结构



资料来源:公司资料 国信证券经济研究所整理

划转完成后,涪陵电力成为国网节能的间接控股子公司,加上此前国网节能的配网节能资产注入上市公司,涪陵电力作为国网公司节能业务的上市平台的定位日益清晰。

目前,标的资产节能服务业务正处于业务扩张期,为抓住市场机会,对资金及资本投入需求较大,目前标的资产财务投资模式难以适应其业务快速拓展的要求。涪陵电力作为上市公司,拥有对接资本市场、资金筹措渠道广的优势。本次交易完成后,上市公司可以在资金筹措方面给予标的资产有力的支持,实现节能服务业务的快速扩张。

国家电网配网节能业务市场规模巨大

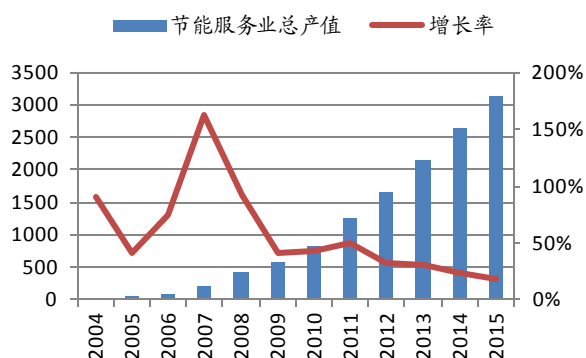
节能服务行业市场规模继续增长

节能服务是指根据客户对能源利用的要求,借助于供给、分配、转换及利用环节,提供尽可能有利于环境、经济实惠的完整的解决途径。节能服务通常采取合同能源管理的方式,实现一种集前期各种诊断设计、中期融资采购、安装、后期节能测定跟踪服务为一体的系统服务。

其基本商业模式是:节能服务公司与愿意进行节能改造的客户签订节能服务合同,向客户提供能源审计、可行性研究、项目设计、项目融资、设备和材料采购、工程施工、人员培训、节能量监测、改造系统的运行、维护和管理等服务,并通过与客户分享项目实施后产生的节能效益、或承诺节能项目的节能效益、或承包整体能源费用的方式为客户提供节能服务,并获得利润,滚动发展。

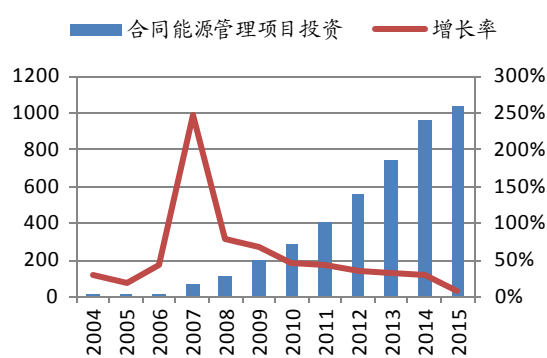
市场规模方面,根据中国节能协会节能服务产业委员会数据,从2004年至2015年,我国节能服务业总产值和合同能源管理项目投资活动了高速增长,年均增长率超过30%,我们认为,随着国家对节能服务产业的重视度的提升,未来这一产业还将保持较高的年均增长率。

图 5: 节能服务业总产值 (单位: 亿元)



资料来源: 中国节能协会节能服务产业委员会, 国信证券经济研究所整理

图 6: 合同能源管理项目投资 (单位: 亿元)



资料来源: 中国节能协会节能服务产业委员会, 国信证券经济研究所整理

配电网节能是节能的重要分支, 市场空间巨大

配电网节能是指通过一定的技术降低配网的线损率水平, 从而实现配网传输和分配的过程中电能的节约。线损率是指电力工业企业在供电生产过程中耗用和损失的电量占供电量的比率。它是供电企业的一项综合技术经济指标, 反映用电管理与技术管理工作质量的高低和供电生产的经济效益。

在电网的线损中, 配电网的线损占比达到 60%, 因此, 通过配电网的改造从而实现配电网的节能将会有很大的经济效益。

根据能源局最新公布的数据, 2016 年, 我国全社会用电量为 59198 亿千瓦时, 线损率为 6.47%, 线损电量达 3830 亿千瓦时。

在线损电量中, 有大约 2300 亿千瓦时来自于配电网。如果通过配电网节能改造, 将线损率提升 2 个百分点, 则每年可实现电能节约 710 亿千瓦时, 按照每度电 0.6 元计算, 节能效益达 426 亿元, 按照 95% 的节能分享比例计算, 节能服务公司的市场空间可达 400 亿元。

表 2: 各种配电网节能方式

配网节能方式	主要措施
配电变压器节能改造技术	更换节能型变压器
配电线路节能改造技术	升压改造、换粗导线截面、更换高能耗变压器、增加无功补偿容量等
无功补偿技术	安装无功优化配置软件、低压补偿配电柜、低压无功就地补偿装置
计量装置节能改造技术	表计、表箱、进出线的改造
谐波治理技术	安装有源滤波器和无源滤波器等装置
单相配电变压器	在深入负荷中心的区域安装单相配电变压器
线路调压器技术	配电线路安装串联自动调压器
电网升压改造技术	提高配电网络电压等级
高电压引入负荷中心技术	尽量缩小供电半径
有载调容调压变压器技术	在不中断供电的情况下, 通过智能化系统跟踪负载变化, 根据用电负荷的大小及供电电压的变化, 自动改变变压器的自身容量
串联补偿技术	装设调压器电容器并联补偿装置 (如 SVC 等)、或重新架设线路或就近重建电源点
三相负荷不平衡治理技术	加装无功补偿装置分相补偿
智能配电台区	采用高效节能设备替代、提高线路末端电压、区域优化无功等

资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所整理

注入资产具备巨大发展空间

注入资产是国网配网节能优质资产

2016年2月23日，涪陵电力公告，上市公司与国网节能签署了附生效条件的《支付现金购买资产协议》，上市公司以支付现金的方式收购国网节能的配电网节能业务。

交易标的为配电网节能业务，主要包括配电网能效管理系统、多级联动与区域综合治理、配电网节能关键设备改造等。在我国现行电力体制下，配电网建设和运营主要由国网公司和南网公司进行，交易标的作为国网公司旗下资产，在同行业中占据较为明显的优势。

涪陵电力是重庆地区重要的输配电企业，标的资产主要业务为配电网节能服务，双方在节能服务领域属于上下游关系，存在一定的协同效应。本次交易完成后，公司将成为国内少数的集电力销售和配电网节能等业务于一体的上市公司，在我国节能环保行业尤其是节能服务产业快速发展的大背景下，公司未来具有较好的发展前景。

国网节能承诺，注入标的资产“山东配电网节能与提高电能质量改造项目”、“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”、“重庆市大足供电公司综合降损节能改造项目”、“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”四个项目在本次交易完成后三个会计年度净利润数最低为：2016年度为3113.13万元、2017年度为3273.16万元、2018年度为3100.21万元。

表 3: 注入的四个项目财务状况 (单位: 万元)

	2015 年 10 月至 12 月	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
山东项目					
营业收入	3,866.70	13,121.54	13,121.54	13,121.54	
净利润	303.4	1,743.16	1,933.08	1,918.78	
自由现金流量	3,281.89	10,601.24	10,580.12	10,565.82	
净利润率	7.85%	13.28%	14.73%	14.62%	
甘肃项目					
营业收入	43.93	175.7	175.7	175.7	29.28
净利润	12.38	50.66	44.14	43.92	7.03
自由现金流量	38.02	153.22	146.69	146.48	24.34
净利润率	28.18%	28.83%	25.12%	25.00%	24.01%
重庆项目					
营业收入	150.88	603.5	603.5	603.5	
净利润	32.34	120.42	119.23	121.21	
自由现金流量	133.48	522.93	521.74	523.72	
净利润率	21.43%	19.95%	19.76%	20.08%	
江苏项目					
营业收入	1,812.58	10,875.46	10,875.46	10,875.46	10,875.46
净利润	154.24	1,198.89	1,176.71	1,016.30	1,002.56
自由现金流量	-5,663.77	2,128.98	2,375.37	2,214.95	2,201.22
净利润率	8.51%	11.02%	10.82%	9.34%	9.22%

资料来源:公司公告 国信证券经济研究所整理

尚有大量在建及前期项目，为未来业绩打好支撑

截至 2016 年 4 月公司资产收购事项完成时，配电网业务资产包括 4 个已投产项目、9 个在建项目及 4 个前期项目。

表 4: 截止 16 年 4 月项目状态

已投产项目		
序号	项目名称	项目所在地
1	山东配电网节能与提高电能质量改造项目	山东
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	甘肃
3	重庆市大足供电公司综合降损节能改造项目	重庆
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
在建项目		
序号	项目名称	项目所在地
1	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	河北
2	山东配电网综合节能改造项目（二期）	山东
3	江西配电网综合节能改造及电能质量提高项目	江西
4	新疆昌吉、乌鲁木齐配电网综合节能改造项目	新疆
5	浙江配电网综合节能改造及电能质量提高项目	浙江
6	河南配电网综合节能改造及电能质量提高项目	河南
7	湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	湖北
8	福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目	福建
9	安徽省配电网节能改造与提供电能质量项目	安徽
前期项目		
序号	项目名称	项目所在地
1	福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目（二期）	福建
2	甘肃配电网节能项目（二期）	甘肃
3	辽宁沈阳配电网节能改造及提高电能质量项目	辽宁
4	国网节能服务有限公司山东青岛、烟台地区配电网节能降损项目	山东

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

公司完成资产购买后，于 2016 年 7 月 22 日发布了《关于增加 2016 年度配电网节能业务日常关联交易的公告》，共公布了 2016 年与国网山东省电力公司及下属单位、国网甘肃省电力公司及下属单位、国网江苏省电力公司及下属单位、国网重庆市大足供电公司、国网冀北电力有限公司廊坊供电公司、国网江西省供电公司及其下属公司、国网福建省电力有限公司及其下属公司等 7 个关联方的关联交易金额等信息，

对比前表的项目进展情况及关联交易概况，我们判断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、山东配电网综合节能改造项目（二期）、江西配电网综合节能改造及电能质量提高项目、福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目等 4 个项目在 2016 年完工的可能性较大。

表 5: 2016 年关联交易项目（单位：万元）

关联人	2016 年预计金额（实际交易金额）	合同金额（万元）	执行期（年）	正常年份应收金额
国网山东省电力公司及下属单位	17278.04	118872.05	5	23774.41
国网甘肃省电力公司及下属单位	175.70	878.50	5	175.70
国网江苏省电力公司及下属单位	10875.00	87003.68	8	10875.46
国网重庆市大足供电公司	603.50	2414.00	4	603.50
国网冀北电力有限公司廊坊供电公司	8459.00	118424.60	5	23684.92
国网江西省供电公司及其下属公司	163.00	24272.11	7	3467.44
国网福建省电力有限公司及其下属公司	3553.00	98893.92	8	12361.74
合计	41107.24			74943.17

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

根据关联交易公告，因很多项目是在年中完工或确认收入，因此在 2016 年共实现了 4.1 亿的收入，而按照合同额和执行期来测算，这些项目正常年份将会带来约 7.5 亿的销售收入(这便意味着 2017 年公司将至少确认 7.5 亿元的收入)。

除了这 4 个项目之外，在建的新疆昌吉乌鲁木齐配电网综合节能改造项目、浙江配电网综合节能改造及电能质量提高项目、河南配电网综合节能改造及电能质量提高项目、湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目等 4 个项目也大概率会在 2016 年底或在 2017 年完工，2016 年有关联交易的 8 个项目共可实现收入 7.5 亿，照此推算，后续的这 4 个项目正常年份也可实现 3.5 亿元左右的营业收入。

2016 年 4 月的前期项目中，大多都在 2016 年转化成实际的订单，而这些新签合同的项目在 2017 年转化成收入的可能性较大。

表 6：2016 年新签项目（单位：万元）

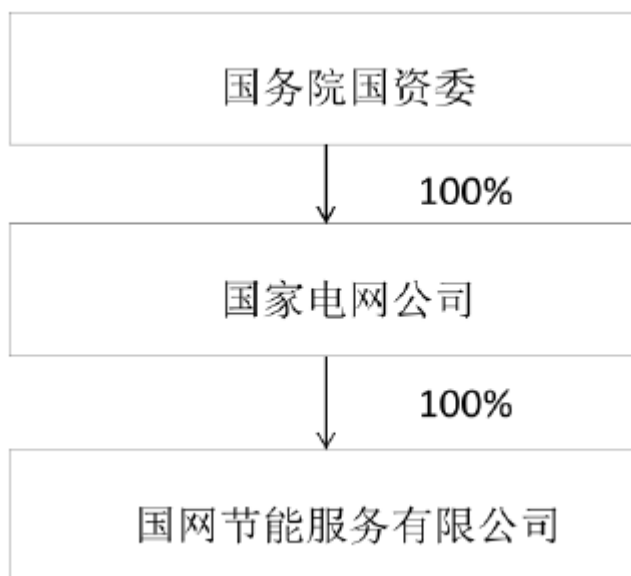
	公告日期	合同额	投资额	回收期	项目所属省份	建设期（月）	年收入
福建（二期）项目（综合节能改造及电能质量提升项目）	20160721	88844.4	57175.23	8	福建	16	11105.55
甘肃（二期）项目配电网综合节能改造及电能质量提升项目	20160721	3802	2586.41	5	甘肃	10	760.4
河北正定、宁晋项目：	20160721	5136.9	3353.9	5-6 年	河北	12	856.15
山东省青岛地区配电网综合节能改造与提高电能质量项目	20161028	47,277	27514	6	山东	6	7879.5
山东烟台地区配电网综合节能改造与提高电能质量项目	20161028	64,488.48	37532	6	山东	6	10748.08
							31349.68

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

公司或将成为国家电网节能环保业务上市平台

国网节能公司是国家电网节能环保业务运营平台

国网节能服务有限公司成立于 2013 年，是定位于以节能环保，能源资源综合利用为主的产业集团，是国家电网公司节能环保与清洁能源服务产业的龙头企业。

图 7：国网节能股权结构


资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

国网节能公司专注于节能服务、能源综合开发利用、电力环保、国际业务四大板块。截至 2015 年末，节能公司实现年收入约 47 亿元，利润年均增长 56%。

表 7：国网节能财务报表（单位：万元）

项目	2015 年 9 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
资产总计	1,268,903.61	1,277,405.40	151,485.91
负债总计	789,974.94	919,240.50	62,139.02
所有者权益合计	478,928.67	358,164.90	89,346.89
归属于母公司所有者权益合计	434,823.78	317,332.42	86,990.55
项目	2015 年 1-9 月	2014 年	2013 年
营业收入	319,237.77	263,164.75	7,056.50
营业利润	4,048.37	-5,277.58	161.63
利润总额	22,251.47	12,773.65	161.6
净利润	20,763.77	11,673.40	161.6
归属于母公司的净利润	17,491.36	10,667.04	510.53

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

在节能服务业务方面，国网节能除了电网节能外，还经营建筑节能、交通节能、工业节能等多个领域。

在能源综合开发利用方面，国网节能公司下属国能生物发电集团有限公司是全球最大的生物质能综合开发利用专业化公司，在全国 14 个省级行政区投资建设生物质发电项目，投运及在建机组 40 台，总容量达 100 万千瓦。同步向生物质产业上下游和清洁能源延伸，积极拓展生物质燃料经营、生物质热电联产、生物质成型燃料供热等生物质资源综合利用新型业务，并开发风、光、地热等可再生能源及燃气冷热电三联供项目。

在电力环保业务方面，主要面向终端能源消费市场推广实施集中式电采暖、港口岸电等以电代煤、代油的示范项目。目前已在北京成功开发投运了医院、商

业及村镇大型集中式蓄热电锅炉燃煤替代的试点项目，替代燃煤锅炉 70 蒸吨，实现清洁供热面积约 35 万平方米。

在国际业务方面，国网节能公司分别在俄罗斯、蒙古、东南亚地区开发能源资源综合利用及节能环保市场。目前，正全面推进国家“一带一路”和能源互联互通重点项目——蒙古国特大型煤电基地开发及中蒙特高压互联互通项目，同步在俄罗斯远东地区开发泥煤等生物质资源综合利用业务，在印尼、马来西亚等东南亚地区开发生物质混燃发电市场。

截至 16 年初，国网节能拥有国能生物发电集团有限公司、国网绿色能源有限公司、国网（北京）节能设计研究院有限公司三家子公司。

不排除进一步成为国家电网节能环保业务上市平台的可能性

在国企改革、混合所有制改革的大背景下，国网公司 2017 年度工作会议也重点提到了推动混合所有制改革的计划，而电网系资产的整体上市则是混合所有制改革的重要方向。而在国网节能将配网节能资产注入涪陵电力后，涪陵电力已经成为国网配网节能业务的上市平台，未来成为国家电网节能环保业务的上市平台也将是大概率事件。

盈利预测及投资评级

盈利预测

我们假设：

- 配网节能业务的毛利率水平为 25%左右，净利润水平为 15%左右；

表 8：配网节能业务毛利率假设依据

序号	配网节能业务毛利率假设依据
1	国网节能注入的 4 个已完工项目的净利率总体介于 10-20%
2	涪陵电力传统业务净利润稳定在 1 亿左右
3	16 年预测净利润扣掉传统业务净利润为 6000 万左右，这一净利润便是配网节能业务净利润，16 年配网节能收入为 4.1 亿，由此测算 16 年配网节能业务净利率为 15%左右

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

- 配网节能业务的营业收入按照项目的推进进度确认；
- 传统业务维持稳定的收入和利润率水平

表 9: 涪陵电力利润表摘要 (单位: 万元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
利润表摘要									
营业收入	58,223.50	63,806.10	69,179.49	91,164.97	95,749.36	111,619.23	124,392.17	126,862.92	124,996.39
同比(%)	-4.24	9.59	8.42	31.78	5.03	16.57	11.44	1.99	-1.47
营业成本	49,722.30	53,194.08	61,253.33	79,580.96	85,580.16	98,103.84	107,310.63	111,186.81	111,944.82
营业利润	3,490.26	3,084.29	237.70	-13,071.18	1,972.05	4,049.78	4,766.27	5,529.47	19,405.82
同比(%)	5.67	-11.63	-92.29	-4,234.10	115.09	105.36	17.69	16.01	250.95
利润总额	3,845.94	3,702.94	304.98	-12,909.16	1,674.38	4,623.48	6,260.15	8,873.71	19,786.84
同比(%)	9.16	-3.72	-91.76	-3,466.43	112.97	176.13	35.40	41.75	122.98
净利润	3,085.53	2,640.86	237.27	-14,325.56	1,002.41	2,811.58	5,414.95	7,196.08	18,610.36
归属母公司股东的净利润	3,105.49	2,618.51	212.06	-14,312.76	1,001.52	2,828.57	5,414.95	7,196.08	18,610.36

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

根据以上假设基础, 我们做出以下假设:

表 10: 分项业务假设 (单位: 万元)

报告期	2015 年报	2016E	2017E	2018E
电力				
收入	118,433.18	119,617.51	120,813.69	122,021.82
增长率	2.44%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	108,308.65	109,450.02	110,544.52	111,649.97
毛利	10,124.53	10,167.49	10,269.16	10,371.86
毛利率(%)	8.55	8.50	8.50	8.50
配电网节能业务				
收入		41,107.24	82,214.48	123,321.72
增长率			100.00%	50.00%
成本		30,008.29	61,660.86	92,491.29
毛利		11,098.95	20,553.62	30,830.43
毛利率(%)		27.00	25.00	25.00
电力工程安装				
收入	5,194.62	3,636.23	3,672.60	3,709.32
增长率	-24.05%	-30.00%	1.00%	1.00%
成本	2,635.53	1,599.94	1,615.94	1,632.10
毛利	2,559.09	2,036.29	2,056.65	2,077.22
毛利率(%)	49.26	56.00	56.00	56.00
合计				
收入	123,627.80	164,360.99	206,700.76	249,052.87
增长率	-1.55%	32.95%	25.76%	20.49%
成本	110,944.18	141,058.25	173,821.33	205,773.36
毛利	12,683.62	23,302.73	32,879.44	43,279.51
毛利率(%)	10.26%	14.18%	15.91%	17.38%

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

根据以上假设, 我们得出如下预测结果:

表 11: 盈利预测及市场重要数据 (单位: 万元)

盈利预测及市场重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,250	1,662	2,090	2,518
(+/-%)	-1.5%	32.9%	25.8%	20.5%
净利润(百万元)	186	165.94	217.92	294.07
(+/-%)	158.6%	-10.8%	31.3%	34.9%
每股收益(元)	1.16	1.04	1.36	1.84
EBIT Margin	5.1%	9.4%	10.6%	12.1%

净资产收益率 (ROE)	26.8%	20.0%	21.5%	23.4%
市盈率 (PE)	37.5	42.1	32.0	23.7
EV/EBITDA	54.1	37.7	28.8	22.6
市净率 (PB)	10.06	8.40	6.90	5.56

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

估值

公司缺乏可比上市公司, 我们尝试使用绝对估值方法对公司进行估值。

表 12: 估值假设

绝对估值假设	百分比
行业平均资产 Beta	93.0%
无风险利率	2.0%
风险溢价	7.4%
Kd	5.0%
T	6.0%

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

按照折现率和永续增长率 0.5%的变化值进行敏感性分析, 我们得出以下估值, 中值为 53.46。给予“买入”的投资评级。

表 13: FCFF 预测结果

53.46	7.51%	8.01%	8.51%	9.01%	9.51%
3.50%	86.53	75.16	66.10	58.72	52.60
3.00%	78.28	68.82	61.12	54.74	49.37
2.50%	71.67	63.63	56.97	51.37	46.59
2.00%	66.26	59.30	53.46	48.48	44.19
1.50%	61.75	55.64	50.45	45.97	42.09
1.00%	57.93	52.50	47.84	43.78	40.23
0.50%	54.66	49.78	45.55	41.85	38.58

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	517	831	1045	1259	营业收入	1250	1662	2090	2518
应收款项	10	228	458	690	营业成本	1119	1426	1757	2081
存货净额	1	2	2	3	营业税金及附加	8	10	13	16
其他流动资产	16	17	21	25	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	544	1077	1526	1977	管理费用	59	70	97	117
固定资产	532	676	808	928	财务费用	(5)	(17)	(5)	(2)
无形资产及其他	86	83	79	76	投资收益	125	0	0	0
投资性房地产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	56	56	56	56	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1230	1904	2482	3049	营业利润	194	172	227	308
短期借款及交易性金融负债	0	302	514	660	营业外净收支	4	4	5	5
应付款项	126	189	233	276	利润总额	198	176	232	313
其他流动负债	408	579	719	852	所得税费用	12	10	14	19
流动负债合计	535	1070	1466	1788	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	186	166	218	294
其他长期负债	1	3	4	6					
长期负债合计	1	3	4	6					
负债合计	536	1073	1470	1794					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	694	832	1012	1256					
负债和股东权益总计	1230	1904	2482	3049					

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	186	166	218	294
资产减值准备	(46)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	75	58	71	84
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	(5)	(17)	(5)	(2)
营运资本变动	201	17	(51)	(59)
其它	46	0	0	0
经营活动现金流	461	241	239	319
资本开支	(96)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(97)	(200)	(200)	(200)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(32)	(29)	(37)	(51)
其它融资现金流	48	302	213	146
融资活动现金流	(16)	273	175	96
现金净变动	349	314	214	214
货币资金的期初余额	168	517	831	1045
货币资金的期末余额	517	831	1045	1259
企业自由现金流	240	22	30	112
权益自由现金流	289	339	247	260

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	1.16	1.04	1.36	1.84
每股红利	0.20	0.18	0.23	0.32
每股净资产	4.34	5.20	6.33	7.85
ROIC	11%	17%	17%	17%
ROE	27%	20%	22%	23%
毛利率	10%	14%	16%	17%
EBIT Margin	5%	9%	11%	12%
EBITDA Margin	11%	13%	14%	15%
收入增长	-1%	33%	26%	20%
净利润增长率	159%	-11%	31%	35%
资产负债率	44%	56%	59%	59%
息率	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%
P/E	37.5	42.1	32.0	23.7
P/B	10.1	8.4	6.9	5.6
EV/EBITDA	54.1	37.7	28.8	22.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁 佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏 雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简 洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周 鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		