

配网节能优质平台, 乘国改东风启航

投资要点

- **事件:** 公司发布2016年年度报告, 报告期内实现营业收入16.7亿元, 同比增长33.2%; 归母净利润1.7亿元, 同比下滑9.8%, 其中扣非后归母净利润1.5亿元, 同比增长92.3%。
- **节能服务平台浮现:** 公司成为国网节能服务公司上市平台后, 节能服务业务在2016年实现3.7亿元营业收入, 毛利率达28.1%, 相较于传统的电力销售业务的7.7%毛利率有了明显提升。公司也从涪陵地区的电力销售、电力工程安装公司变身成全国范围内的配网节能服务平台, 目前主要涉及山东、甘肃、江苏、冀北、福建等地区。
- **配网节能领域空间巨大:** 我国的电网节能改造空间巨大, 电力发展“十三五”规划提出了对供电可靠率、电压合格率、综合线损率等指标做了明确的规范。就降线损利润空间来计算, 若年均线损率下降0.4个百分点, 则我国年均配网线损节能利润在50亿元以上; 若从我国目前6.5%左右的线损率降至日本等国的5%的水平则对应年节约电量利润空间近190亿元。
- **EMC模式是未来趋势:** 公司的节能服务项目采用EMC(合同能源管理)模式, 目前主要客户是国家电网公司, 具有运营持续稳定, 节能服务收益持续可见的优势。公司目前在手项目众多, 多数合同将会在今年起陆续开始贡献效益, 18年更是达到收入确认高峰, 且公司仍会有新配网节能项目达成, 确保公司业绩增速可观。
- **国企改革值得期待:** 国网公司承诺在5年内解决同业竞争的问题, 目前国网旗下仍有多家省级节能服务公司, 作为未来国网旗下节能服务领域唯一平台, 公司有望获得多种节能服务资产, 未来重组预期强烈。
- **盈利预测与投资建议:** 由于配电节能业务2016年实际贡献业绩大幅度超出预期, 调高2017-18年每股收益, 预计2017-2019年EPS分别为1.48元、1.99元和2.54元, 对应PE为33倍、24倍和19倍。由于公司是国网旗下优质节能服务平台, 业务模式独特优异, 未来具有改革预期, 给予公司2017年40倍估值, 对应目标价59.2元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网络局或出现大幅变化的风险、配网节能工程进度不及预期的风险、消除同业竞争承诺或不及时兑现风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1665.24	2081.41	2423.49	2767.19
增长率	33.22%	24.99%	16.43%	14.18%
归属母公司净利润(百万元)	167.95	237.48	317.91	405.93
增长率	-9.76%	41.40%	33.87%	27.69%
每股收益EPS(元)	1.05	1.48	1.99	2.54
净资产收益率ROE	18.84%	21.04%	21.97%	21.91%
PE	46	33	24	19
PB	8.69	6.86	5.35	4.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn
联系人: 李志虹
电话: 021-68415929
邮箱: lzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.60
流通A股(亿股)	1.60
52周内股价区间(元)	29.23-48.39
总市值(亿元)	77.42
总资产(亿元)	27.14
每股净资产(元)	5.08

相关研究

1. 涪陵电力(600452): 国网公司节能服务平台浮现 (2016-08-04)

关键假设：

假设 1：我国的全社会用电量增长率已是历史低点，公司的电力销售业务也顺应趋势，预计未来三年公司所辖范围内的电力消费复合增长率约为 3%，公司此业务营业收入增速与此相匹配。

假设 2：2017 年电力工程安装业务趋于稳定，变化幅度不大，18 年起随着配网建设改造而有小幅工程量的增加；

假设 3：配网节能业务 2016 年即贡献了 3.7 亿元收入，超出市场预期。随着山东地区新项目的获取和未来广阔的市场空间，我们预计 2017-2019 年年化新增项目均保持此增速，保守估计每年增加 3 亿元新项目收入，而毛利率随着工程模式的完善而达到 33%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务盈利预测表

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
电力销售	收入	1235.54	1219.86	1256.46	1294.15
	增速	4.32%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	7.70%	10.00%	10.00%	10.00%
电力工程安装	收入	47.09	51.95	57.14	62.85
	增速	-9.34%	0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	43.08%	45.00%	45.00%	45.00%
配网节能	收入	373.29	800.00	1100.00	1400.00
	增速	-	114.31%	37.50%	27.27%
	毛利率	28.09%	33.00%	33.00%	33.00%
其他	收入	9.32	9.60	9.89	10.18
	增速	-31.90%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	23.79%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	1665.24	2081.41	2423.49	2767.19
	增速	33.22%	24.99%	16.43%	14.18%
	毛利率	13.36%	19.76%	21.31%	22.47%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1665.24	2081.41	2423.49	2767.19	净利润	167.95	237.48	317.91	405.93
营业成本	1442.76	1670.13	1907.15	2145.45	折旧与摊销	287.47	261.48	304.10	336.06
营业税金及附加	8.93	12.21	13.95	15.85	财务费用	0.86	52.48	54.59	47.85
销售费用	0.74	0.46	0.62	0.76	资产减值损失	-26.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	73.22	94.53	109.53	124.70	经营营运资本变动	1600.81	-425.57	395.48	342.60
财务费用	0.86	52.48	54.59	47.85	其他	-1686.00	0.17	0.00	-0.03
资产减值损失	-26.89	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	344.19	126.04	1072.08	1132.41
投资收益	13.44	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2524.46	-640.00	-440.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1513.90	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1010.56	-640.00	-440.00	-240.00
营业利润	179.07	251.60	337.65	432.57	短期借款	0.00	304.66	-204.66	0.00
其他非经营损益	-1.46	6.12	3.21	3.40	长期借款	685.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	177.61	257.72	340.86	435.97	股权融资	85.17	0.00	0.00	0.00
所得税	9.66	20.24	22.95	30.04	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	167.95	237.48	317.91	405.93	其他	-115.44	-87.48	-54.59	-47.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	654.73	217.18	-259.24	-47.85
归属母公司股东净利润	167.95	237.48	317.91	405.93	现金流量净额	-11.63	-296.78	372.83	844.56
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	504.92	208.14	580.98	1425.53	成长能力				
应收和预付款项	13.37	16.77	18.80	21.83	销售收入增长率	33.22%	24.99%	16.43%	14.18%
存货	0.58	0.50	0.59	0.72	营业利润增长率	-7.72%	40.51%	34.20%	28.11%
其他流动资产	8.15	10.19	11.87	13.55	净利润增长率	-9.76%	41.40%	33.87%	27.69%
长期股权投资	63.14	63.14	63.14	63.14	EBITDA 增长率	76.77%	21.00%	23.12%	17.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3050.66	3409.98	3529.53	3419.97	毛利率	13.36%	19.76%	21.31%	22.47%
无形资产和开发支出	83.70	102.90	119.25	132.75	三费率	4.49%	7.08%	6.80%	6.26%
其他非流动资产	17.97	17.97	17.97	17.97	净利率	10.09%	11.41%	13.12%	14.67%
资产总计	3742.49	3829.59	4342.12	5095.46	ROE	18.84%	21.04%	21.97%	21.91%
短期借款	0.00	304.66	100.00	100.00	ROA	4.49%	6.20%	7.32%	7.97%
应付和预收款项	1677.64	1186.32	1511.27	1783.96	ROIC	23.98%	17.35%	19.01%	27.79%
长期借款	685.00	685.00	685.00	685.00	EBITDA/销售收入	28.07%	27.17%	28.73%	29.51%
其他负债	488.44	524.73	599.04	673.76	营运能力				
负债合计	2851.08	2700.70	2895.31	3242.73	总资产周转率	0.67	0.55	0.59	0.59
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	0.99	0.68	0.74	0.83
资本公积	366.38	366.38	366.38	366.38	应收账款周转率	554.01	400.99	431.04	425.65
留存收益	365.03	602.51	920.42	1326.35	存货周转率	1381.14	2679.33	2662.40	2643.79
归属母公司股东权益	891.41	1128.89	1446.80	1852.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	891.41	1128.89	1446.80	1852.73	资产负债率	76.18%	70.52%	66.68%	63.64%
负债和股东权益合计	3742.49	3829.59	4342.12	5095.46	带息债务/总负债	24.03%	36.64%	27.11%	24.21%
					流动比率	0.24	0.12	0.28	0.57
					速动比率	0.24	0.12	0.28	0.57
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.05	1.48	1.99	2.54
					每股净资产	5.57	7.06	9.04	11.58
					每股经营现金	2.15	0.79	6.70	7.08
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	467.40	565.56	696.34	816.49					
PE	46.10	32.60	24.35	19.07					
PB	8.69	6.86	5.35	4.18					
PS	4.65	3.72	3.19	2.80					
EV/EBITDA	16.99	15.04	11.39	8.68					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn