

涪陵电力（600452）点评报告

**盈利能力超市场预期
节能业务继续保持高成长**
买入（维持）

2017年03月30日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 汪林森

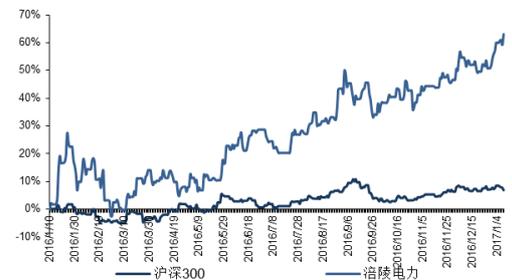
010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

投资要点：

- 公司2016年营收16.65亿元，同比增长33.22%，归母净利润1.68亿元，同比下降9.76%，15年投资净收益1.25亿，16年节能项目注入，归属股东扣非净利润增长92.3%。公司发布2016年年报，报告期内公司实现营业收入16.65亿元，同比增长33.22%；实现归属母公司净利润1.68亿元，同比减少9.76%，对应EPS为1.05元。其中4季度实现营业收入5.35亿元，同比增长72.17%，环比增长13.99%；实现归属母公司净利润0.38亿元，同比增长108.59%，环比减少30.85%，4季度对应EPS为0.24元。2017年公司资本性项目投资计划14.51亿元，其中节能业务14亿元；计划实现营业收入20.54亿元，其中节能业务7.88亿元，若维持19.3%的净利率，节能业务能够贡献1.52亿元。
- 配网节能项目加大资本开支到21亿元，净利率19.3%超市场预期。公司节能服务营收3.73亿元，毛利率28%，2015年扣除非经常性损益的净利润为0.77亿元，16年扣除非经常性损益的净利润为1.49亿元，我们测算之间的差额0.72即为16年节能项目的净利润，节能业务的净利率有19.3%，这一点是比较超市场预计的。16年公司前后注入了国网节能19个配网节能项目，公司采用无功补偿节能、线路扩径节能和加装节能型变压器等技术形式为用能单位实施配电网综合节能改造，项目完工投产后，分享节能收益。合同约定的分享期结束后，公司将项目资产无偿移交给用能单位。除节能外，公司还披露了小区配电设施改造项目、电网技改建设项目等。16年公司节能项目资本开支21.17亿元，其中转固20.06亿元，形成成本，16年初预算投资总额额为47.7亿元，目前仍有26.53亿元，其中17年计划投资节能项目14亿元。
- 涪陵地区售电量和营收均有小幅提升。电力板块公司主要由自发电和外购电来进行涪陵地区的售电，16年营收12.36亿元，同比增加4.32%，毛利率7.7%，同比减少0.85个点，公司16年售电量243112万kwh，同比增长7%，其中外购电量219351万kwh，同比增长7.4%，自由水电站发电量2034万kwh，同比减少5.2%。目前水电并网机组4800kW，16年利用小时数4237，同比减少5.66%。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	48.39
一年最低/最高价	50.47/39.00
市净率（倍）	9.5218
流通市值（百万元）	7742.40

基础数据

每股净资产（元）	4.44
资本负债率（%）	69.85%
总股本（百万股）	160.0000
流通A股（百万股）	160.0000

相关研究

161028 季报超市场预期，配网运营和节能平台两翼齐飞

- **国家电网多次表态以混合所有制的方式开展配售电公司的混改。**我们认为国网参与配电公司的混合所有制改革的平台，大概率是这些装备制造公司，省电力公司本来就是改革对象，就是电网公司，理论上是不应该再参与到配售电的竞争性环节上来的。而南瑞、许继、涪陵这些装备制造公司首先不是电网公司、其次是上市公司，本来就是属于社会资本的一部分，他们最有可能去各地参与配售电的改革，算是再打一个政策的擦边球，另外涪陵电力本来就是一个地方电网配售一体化的公司，南瑞和许继也都有集团主导的配网融资租赁模式，都已经在探索模式中。
 - 16年12月5日，国家电网公司在京召开以混合所有制方式开展增量配电投资业务暨交易机构相对独立运作新闻发布会，公布了以混合所有制方式开展增量配电投资业务、交易机构相对独立运作等重点改革举措及成果。
 - 16年12月14日，国家电网董事长舒印彪在《人民日报》发表署名文章称，国家电网公司将大力推动能源生产和消费革命，研究探索发展混合所有制的途径和方式，积极引进社会资本，进一步放大国有资本功能，增强国有经济实力。
- **并表提升了费用率，预收款项明显增多，经营现金流大幅改善。**2016年公司销售费用为0.01亿元，去年同期为0；发生管理费用为0.73亿,同比增长24.7%，管理费用率4.4%，去年同期为4.7%；财务费用0.01亿，去年同期为-0.05。资产减值损失-26.89亿元，主要由于年中华源电力股权处置成功，冲回以前资产减值损失。2016年公司预收账款为1.64亿元，较16年年初上升0.62亿元，显示节能订单状况良好；应收账款0.05亿元，较年初增加0.04亿元；存货0.01亿元。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为3.44亿元，去年同期为1.7亿元，经营现金流大幅好转，节能并表导致经营现金流大幅增长。
- **盈利预测与估值：**我们认为17和18年大概率会有新项目持续落地，为未来2-3年的业绩提供成长性；同时17和18年是配售电改革的推进年，公司作为国网混改的抓手是有可能迎来定位的变化，节能或许只是其中一个环节。目前虽然处于高估值，但是我们看好公司中长期发展，由于建设工期的原因，在手订单释放比较慢，17和18年的成长具有确定性，我们建议直接按照18年的利润给予估值，2017-2019年归母净利润为2.44/2.98/3.56亿元，EPS为1.526/1.865/2.226元，同比增长45%/22%/19%，给予2018年30倍PE，目标市值90亿，目标价56元，维持买入评级。
- **风险提示：**电网节能投资不达预期。

图表 1：三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,269	1,250	1,665	2,198	2,520	2,797
增长率	1.99%	-1.5%	33.2%	32.0%	14.6%	11.0%
营业成本	-1,112	-1,119	-1,443	-1,817	-2,049	-2,250
% 销售收入	87.6%	89.6%	86.6%	82.7%	81.3%	80.4%
毛利	157	131	222	381	471	547
% 销售收入	12.4%	10.4%	13.4%	17.3%	18.7%	19.6%
营业税金及附加	-9	-8	-9	-12	-14	-15
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	0	0	-1	-1	-1	-1
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-59	-59	-73	-95	-108	-119
% 销售收入	4.7%	4.7%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	89	64	140	274	348	412
% 销售收入	7.0%	5.1%	8.4%	12.5%	13.8%	14.7%
财务费用	1	5	-1	-36	-46	-53
% 销售收入	-0.1%	-0.4%	0.1%	1.7%	1.8%	1.9%
资产减值损失	-46	1	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	125	13	16	12	14
% 税前利润	12.0%	63.1%	7.6%	6.2%	3.8%	3.7%
营业利润	55	194	179	254	314	373
营业利润率	4.4%	15.5%	10.8%	11.5%	12.5%	13.3%
营业外收支	33	4	-1	4	1	3
税前利润	89	198	178	258	315	376
利润率	7.0%	15.8%	10.7%	11.7%	12.5%	13.4%
所得税	-17	-12	-10	-14	-17	-20
所得税率	18.9%	5.9%	5.4%	5.2%	5.3%	5.3%
净利润	72	186	168	244	298	356
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	72	186	168	244	298	356
净利率	5.7%	14.9%	10.1%	11.1%	11.8%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	72	186	168	244	298	356
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	90	74	261	577	797	1,009
非经营收益	-5	-116	-1	22	36	39
营运资金变动	-5	25	-83	192	187	62
经营活动现金净流	151	170	344	1,036	1,318	1,466
资本开支	72	107	732	1,516	1,470	1,418
投资	0	143	-371	63	0	0
其他	87	175	93	16	12	14
投资活动现金净流	15	211	-1,011	-1,437	-1,458	-1,404
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-50	0	720	72	189	88
其他	-1	-32	-65	-42	-49	-56
筹资活动现金净流	-51	-32	655	30	140	32
现金净流量	116	349	-12	-371	1	94

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	168	517	505	134	135	229
应收款项	9	10	13	20	23	26
存货	1	1	1	1	1	1
其他流动资产	1	16	8	8	8	8
流动资产	180	544	527	164	168	265
% 总资产	21.5%	44.2%	14.1%	3.8%	3.4%	4.9%
长期投资	91	67	73	10	10	10
固定资产	463	532	3,056	4,002	4,677	5,091
% 总资产	55.3%	43.2%	81.7%	94.0%	94.7%	93.5%
无形资产	89	86	84	81	79	77
非流动资产	657	687	3,215	4,095	4,769	5,181
% 总资产	78.5%	55.8%	85.9%	96.2%	96.6%	95.1%
资产总计	836	1,230	3,742	4,259	4,937	5,445
短期借款	0	0	35	107	297	384
应付款项	275	503	2,097	2,283	2,468	2,528
其他流动负债	35	32	33	47	52	57
流动负债	309	535	2,165	2,437	2,817	2,969
长期贷款	0	0	685	685	685	685
其他长期负债	0	5	14	39	39	39
负债	309	540	2,864	3,161	3,541	3,693
普通股股东权益	526	694	891	1,110	1,409	1,765
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	835	1,234	3,755	4,272	4,950	5,458

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.450	1.163	1.050	1.526	1.865	2.226
每股净资产(元)	3.284	4.339	5.571	6.939	8.804	11.029
每股经营现金净流(元)	0.947	1.062	2.151	6.474	8.240	9.162
每股股利(元)	0.000	0.000	0.160	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.69%	26.80%	18.84%	21.99%	21.18%	20.18%
总资产收益率	8.62%	15.08%	4.47%	5.72%	6.03%	6.52%
投入资本收益率	27.07%	54.19%	12.78%	14.77%	14.70%	15.05%
增长率						
营业总收入增长率	1.99%	-1.47%	33.22%	32.01%	14.65%	11.00%
EBIT增长率	-1.46%	-28.13%	118.01%	96.28%	27.17%	18.35%
净利润增长率	32.89%	158.62%	-9.76%	45.37%	22.19%	19.37%
总资产增长率	13.70%	47.79%	204.34%	13.80%	15.92%	10.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.1	1.0	0.7	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
应付账款周转天数	22.8	26.5	198.4	300.0	280.0	250.0
固定资产周转天数	124.6	132.9	368.9	548.5	578.4	576.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.93%	-74.40%	24.13%	59.30%	60.08%	47.60%
EBIT利息保障倍数	-67.2	-13.8	161.8	7.5	7.5	7.7
资产负债率	37.06%	43.73%	76.26%	74.01%	71.54%	67.67%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

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>

