

证券研究报告—动态报告/公司快评
电气设备新能源
电气设备
涪陵电力（600452）
重大事件快评
买入

（维持评级）

2017 年 06 月 23 日

签订配网节能合同，贡献未来收益

证券分析师： 杨敬梅

021-60933160

yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511030001

事项：

涪陵电力公告：公司拟与湖北电力签署“湖北（二期）项目”合同，约定公司为湖北电力配电网实施提高电能质量及综合节能改造，合同总额约 5.54 亿元，公司预计投资金额为 3.14 亿元。项目建设期约 6 个月，自节能改造项目验收之日起，公司按照合同约定以综合节能收费方式向湖北电力回收费用及效益，收费期限为 7 年。

评论：

■ 该项目大概率从明年开始为公司贡献收益

该项目建设期为 6 个月，照此推算，明年建成的概率较大，因此从明年开始的 7 年，项目将为公司贡献优异。

按照 7 年测算，该项目每年为公司贡献的收入为 7857 万元，按照 10-15% 的净利率计算，每年将贡献净利润 788 万-1179 万之间，占公司 2016 年净利润的 5%-7% 之间。

■ 17 年节能业务关联交易预计 7.9 亿元，锁定业绩增长

公司配网节能业务基本来自于与各电力公司的关联交易，根据关联交易预计，其中配网节能业务将实现关联交易 78825 万元，同比 2016 年的 37329 亿元增长 112%。

关联交易的大幅增长意味着今年配网节能业务也将会实现大幅增长，也基本保证了 17 年公司业绩的实现。我们预计，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。

■ 长期成长空间可期

根据我们测算，配网节能的市场空间可达 400 亿每年。相较于庞大的市场空间，公司目前配网节能这块 17 年的销售收入和净利润分别为 8 亿和 1 亿多，成长潜力非常大。

■ 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。

■ 维持买入评级

我们预计 2017/2018/2019 年，公司将分别实现营业收入 21.50/26.95/32.76 亿元，同比增长 29.1%/25.4%/21.5%，净利润 2.25/3.02/4.22 亿元，同比增长 33.9%/34.4%/39.5%；每股收益 1.41/1.89/2.64 元。维持买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	505	927	1263	1776
应收款项	13	18	22	27
存货净额	1	1	1	1
其他流动资产	8	11	13	16
流动资产合计	527	956	1300	1820
固定资产	3056	3546	4082	4563
无形资产及其他	84	80	77	74
投资性房地产	12	12	12	12
长期股权投资	63	63	63	63
资产总计	3742	4658	5534	6533
短期借款及交易性金融负债	35	0	0	0
应付款项	1481	2091	2582	3107
其他流动负债	649	852	1053	1268
流动负债合计	2165	2943	3635	4375
长期借款及应付债券	685	685	685	685
其他长期负债	1	1	1	1
长期负债合计	686	686	686	686
负债合计	2851	3629	4321	5061
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	891	1029	1214	1471
负债和股东权益总计	3742	4658	5534	6533

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.05	1.41	1.89	2.64
每股红利	0.41	0.55	0.73	1.02
每股净资产	5.57	6.43	7.59	9.20
ROIC	12%	15%	27%	40%
ROE	19%	22%	25%	29%
毛利率	13%	15%	17%	18%
EBIT Margin	8%	10%	12%	13%
EBITDA Margin	26%	24%	26%	26%
收入增长	33%	29%	25%	22%
净利润增长率	-10%	34%	34%	40%
资产负债率	76%	78%	78%	77%
息率	0.8%	1.1%	1.5%	2.1%
P/E	46.1	34.4	25.6	18.4
P/B	8.7	7.5	6.4	5.3
EV/EBITDA	24.8	21.6	17.5	14.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1665	2150	2695	3276
营业成本	1443	1829	2238	2673
营业税金及附加	9	12	14	18
销售费用	1	1	1	1
管理费用	73	100	125	151
财务费用	1	(18)	9	(2)
投资收益	13	13	13	13
资产减值及公允价值变动	27	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	179	239	321	448
营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
利润总额	178	238	320	446
所得税费用	10	13	17	24
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	168	225	302	422

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	168	225	302	422
资产减值准备	(26)	(5)	(4)	(4)
折旧摊销	287	318	371	426
公允价值变动损失	(27)	0	0	0
财务费用	1	(18)	9	(2)
营运资本变动	1574	802	680	729
其它	26	5	4	4
经营活动现金流	2003	1345	1354	1576
资本开支	(2811)	(800)	(900)	(900)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2817)	(800)	(900)	(900)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	685	0	0	0
支付股利、利息	(65)	(87)	(117)	(164)
其它融资现金流	(437)	(35)	0	0
融资活动现金流	803	(122)	(117)	(164)
现金净变动	(12)	422	336	512
货币资金的期初余额	517	505	927	1263
货币资金的期末余额	505	927	1263	1776
企业自由现金流	(817)	516	451	664
权益自由现金流	(568)	498	443	665

相关研究报告

《涪陵电力-600452-2017 年一季报点评：确定性增长的配网节能稀缺标的》——2017-04-22

《涪陵电力-600452-2016 年报点评：未来业绩增长锁定》——2017-03-31

《涪陵电力-600452-驰骋于蓝海的国网节能平台》——2017-02-12

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。