



买入

47% ↑

目标价格:人民币 65.00

600452.CH

价格:人民币 44.23

目标价格基础:45倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.9	(5.0)	(4.4)	35.7
相对上证指数	3.6	(7.3)	(1.4)	27.4

发行股数(百万)	160
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	7,077
3个月日均交易额(人民币 百万)	47
净负债比率(%) (2017E)	306
主要股东(%)	
重庆川东电力集团有限责任公司	52

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年6月22日收市价为标准

相关研究报告

《涪陵电力: 一季报符合预期, 扩张或有融资需求》2017.4.24

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业: 电力

沈成*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

李怡棉

(8610)66229366

yimian.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516040001

*李可伦、孙曙光为本报告重要贡献者

涪陵电力

新订单落地提升增长确定性

公司发布公告, 签订价值 5.54 亿元的湖北省电网综合节能改造及电能质量提升项目 EMC 合同。我们认为公司新订单增强了公司业绩增长的确定性, 同时短工期加速业绩释放、双效益提升盈利能力, 另外公司资金面情况或有所缓解, 后续其他新项目落地可期。我们认为配网节能业务将继续拉动公司业绩增长, 继续看好公司未来发展, 维持买入评级, 目标价 65.00 元。

支撑评级的要点

- **新订单签订, 护航业绩增长:** 公司发布公告, 签订总额 5.54 亿元的湖北省电网综合节能改造及电能质量提升项目 EMC 合同 (湖北二期), 投资金额 3.14 亿元, 建设期 6 个月, 节能分享期 7 年。按照公司以往订单执行惯例测算, 我们预计新订单 IRR 超过 10%, 将从 2018 年开始为公司每年贡献超过 2,000 万净利润。
- **短工期双效益成常态, 提升盈利能力:** 继 2016 年下半年青岛、烟台项目之后, 新落地的湖北二期项目建设期同样仅为 6 个月。此外, 新订单的收益也分为节电效益和增供效益, 相对于早期订单仅依靠节电效益, 有效拓宽了收益来源并提升了盈利能力。
- **资金情况或有改善, 新项目有望继续落地:** 截至 2017 年 1 季度末, 公司资产负债率较高, 为 74.73%, 而且 EMC 模式对初始资金投入的要求较高, 由此我们判断此前公司的订单签订节奏有所减缓主要是受限于资金因素。此番公司新订单落地, 同时公告董事会同意向金融机构申请新增不超过 8 亿元的综合授信额度, 我们预计短期内公司的资金面情况已有所缓解, 后续新订单有望继续落地, 为公司业绩的长期增长提供有力支撑。

评级面临的主要风险

- 配网节能项目推进慢于预期, 区域用电需求增速下降程度超预期。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.43、1.77、2.12 元, 对应市盈率分别为 30.9、24.9、20.8 倍, 维持买入评级, 目标价 65.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,250	1,665	2,220	2,660	2,875
变动(%)	(1)	33	33	20	8
净利润(人民币 百万)	186	168	229	284	340
全面摊薄每股收益(人民币)	1.163	1.050	1.431	1.773	2.123
变动(%)	158.6	(9.8)	36.3	23.9	19.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.431	1.778	2.166
调整幅度(%)			0.0	(0.3)	(2.0)
全面摊薄市盈率(倍)	38.0	42.1	30.9	24.9	20.8
价格/每股现金流量(倍)	41.6	20.6	(14.5)	3.8	4.7
每股现金流量(人民币)	1.06	2.15	(3.05)	11.72	9.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.0	16.0	15.7	9.6	7.4
每股股息(人民币)	0.350	0.160	0.356	0.441	0.528
股息率(%)	0.8	0.4	0.8	1.0	1.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 公司在手项目效益分享期示意图

项目名称	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
山东一期									
山东二期									
江苏									
甘肃									
重庆大足									
襄北滕坊									
江西									
福建									
新疆									
浙江									
河南									
湖北									
福建二期									
甘肃二期									
河北正定									
青岛									
烟台									
安徽									
湖北二期									

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,250	1,665	2,220	2,660	2,875
销售成本	(1,127)	(1,452)	(1,882)	(2,230)	(2,359)
经营费用	17	240	321	816	1,382
息税折旧前利润	140	454	660	1,247	1,897
折旧及摊销	(75)	(287)	(388)	(933)	(1,507)
经营利润(息税前利润)	65	166	272	314	391
净利息收入/(费用)	5	(1)	(39)	(28)	(32)
其他收益/(损失)	129	12	9	14	0
税前利润	198	178	242	300	359
所得税	(12)	(10)	(13)	(16)	(20)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	186	168	229	284	340
核心净利润	186	168	229	284	340
每股收益(人民币)	1.163	1.050	1.431	1.773	2.123
核心每股收益(人民币)	1.165	1.049	1.431	1.775	2.123
每股股息(人民币)	0.350	0.160	0.356	0.441	0.528
收入增长(%)	(1)	33	33	20	8
息税前利润增长(%)	49	158	63	15	24
息税折旧前利润增长(%)	60	225	45	89	52
每股收益增长(%)	159	(10)	36	24	20
核心每股收益增长(%)	138	(10)	36	24	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	198	178	242	300	359
折旧与摊销	75	287	388	933	1,507
净利息费用	(5)	1	39	28	32
运营资本变动	25	(83)	(1,114)	632	(360)
税金	(12)	(10)	(13)	(16)	(20)
其他经营现金流	(112)	(29)	(30)	(1)	(5)
经营活动产生的现金流	170	344	(488)	1,875	1,512
购买固定资产净值	(3)	(2)	2,497	3,497	3,497
投资减少/增加	124	7	10	10	0
其他投资现金流	91	(1,015)	(4,995)	(6,994)	(6,995)
投资活动产生的现金流	211	(1,011)	(2,487)	(3,487)	(3,497)
净增权益	(56)	(26)	(57)	(71)	(84)
净增债务	0	720	2,677	1,692	2,112
支付股息	56	26	57	71	84
其他融资现金流	(32)	(65)	(96)	(58)	(116)
融资活动产生的现金流	(32)	655	2,582	1,634	1,996
现金变动	349	(12)	(394)	22	11
期初现金	168	517	505	111	133
公司自由现金流	381	(666)	(2,976)	(1,612)	(1,985)
权益自由现金流	376	54	(259)	108	159

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	517	505	111	133	144
应收帐款	10	13	295	148	411
库存	1	1	10	3	11
其他流动资产	0	0	104	20	111
流动资产总计	544	527	536	319	689
固定资产	532	3,056	5,171	7,740	9,736
无形资产	86	84	79	74	69
其他长期资产	59	65	76	74	74
长期资产总计	676	3,205	5,326	7,888	9,879
总资产	1,230	3,742	5,864	8,210	10,571
应付帐款	126	1,481	626	885	911
短期债务	0	0	1,387	2,262	3,376
其他流动负债	408	684	811	953	920
流动负债总计	535	2,165	2,824	4,099	5,207
长期借款	0	685	1,976	2,793	3,791
其他长期负债	1	1	1	1	1
股本	160	160	160	160	160
储备	534	731	903	1,157	1,412
股东权益	694	891	1,063	1,317	1,572
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,230	3,742	5,864	8,210	10,571
每股帐面价值(人民币)	4.34	5.57	6.65	8.23	9.82
每股有形资产(人民币)	3.80	5.05	6.15	7.77	9.40
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.23)	1.13	20.32	30.76	43.89

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.2	27.3	29.7	46.9	66.0
息税前利润率(%)	5.2	10.0	12.3	11.8	13.6
税前利润率(%)	15.8	10.7	10.9	11.3	12.5
净利率(%)	14.9	10.1	10.3	10.7	11.8
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.2	0.2	0.1	0.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	193.0	7.0	11.4	12.3
净权益负债率(%)	净现金	20.2	305.7	373.8	446.8
速动比率(倍)	1.0	0.2	0.2	0.1	0.1
估值					
市盈率(倍)	38.0	42.1	30.9	24.9	20.8
核心业务市盈率(倍)	38.0	42.2	30.9	24.9	20.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	55.8	62.0	45.4	36.6	30.6
市净率(倍)	10.2	7.9	6.7	5.4	4.5
价格/现金流(倍)	41.6	20.6	(14.5)	3.8	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.0	16.0	15.7	9.6	7.4
周转率					
存货周转天数	0.4	0.2	1.0	1.0	1.0
应收帐款周转天数	2.8	2.5	25.3	30.4	35.5
应付帐款周转天数	28.6	176.1	173.1	103.6	114.0
回报率					
股息支付率(%)	30.1	15.2	24.9	24.9	24.9
净资产收益率(%)	30.5	21.2	23.4	23.8	23.5
资产收益率(%)	5.9	6.3	5.4	4.2	3.9
已运用资本收益率(%)	7.6	3.7	1.9	1.3	1.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371