

配网节能业绩突出，优质平台稳步发展

投资要点

- **事件：**公司发布半年报，2017年上半年实现营业收入9.8亿，同比增长48.5%，归母净利润1.1亿，同比增长48.5%。公司营业收入和净利润的增长主要由于上年同期仅包含节能业务4月23日-6月30日数据，本期包含1-6月的节能业务数据所致，可见节能服务业务对公司收入利润增长贡献突出。
- **配网节能业绩突出，显著改善公司盈利能力：**自2016年配网节能业务注入公司平台以来，公司营业收入与净利润明显提高，2016年实现营业收入16.7亿元，其中配网节能服务占比近22%却贡献50%的毛利。本报告期内，配网节能业务占比的增加带动公司毛利率上涨至18.33%，提升5个百分点。盈利能力明显改善。且随着公司业务熟练程度的提升和订单业绩的进一步释放，公司毛利率还存在上涨空间。
- **在手项目加速放量，业绩已有保障：**目前公司在手项目累计约20余个，已完工项目约10个，新签订项目工程建设期已缩短至6个月，投资回收速度加快。根据可确认稳定收益的项目预测，2017年配网节能业务总收入可达9亿元，贡献1.2亿的净利润。仅根据在手项目完工期推算，2018年公司配网节能业务收入将继续大幅提升。同时新签订项目增加“增供效益”收益，可将未来新增电量折算为公司收入，极大增加了业绩弹性。
- **国网节能服务公司唯一上市平台，存在较大资产重组预期：**公司经过股权划转成为国家电网公司配网节能服务的上市平台，通过消除同业竞争承诺在配网节能领域拥有绝对垄断地位。同时国网节能服务公司旗下其他子公司实现资产证券化，有望通过与涪陵电力进行资产重组的方式，公司未来资产注入预期较大，业务存在拓展空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为1.57元、1.94元和2.47元，对应PE分别为27倍、22倍和17倍，配网节能服务行业正在成长期，而公司在此行业中处于绝对垄断地位，且作为国网节能优质上市平台，资产注入预期较大，我们长期看好公司发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**配网节能业务或不达预期风险，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	2229.30	2542.48	2938.28
增长率	33.22%	33.87%	14.05%	15.57%
归属母公司净利润（百万元）	167.95	250.50	310.25	395.99
增长率	-9.76%	49.15%	23.85%	27.63%
每股收益EPS（元）	1.05	1.57	1.94	2.47
净资产收益率ROE	18.84%	22.95%	23.39%	24.31%
PE	40	27	22	17
PB	7.53	6.15	5.06	4.12

数据来源：Wind，西南证券

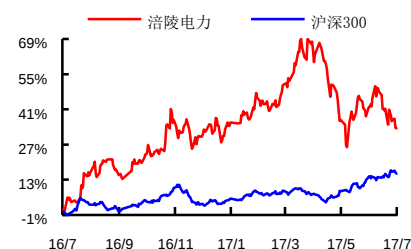
西南证券研究发展中心

分析师：李佳颖
 执业证号：S1250513090001
 电话：023-63786561
 邮箱：lijy@swsc.com.cn

联系人：谭菁
 电话：010-57631196
 邮箱：tanj@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)	31.59-53.3
总市值(亿元)	67.15
总资产(亿元)	39.57
每股净资产(元)	6.29

相关研究

1. 涪陵电力(600452):配网节能优质平台，乘国改东风启航 (2017-03-31)
2. 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，预计未来三年所辖范围内的电力消费增长率约为 3%，公司此业务营业收入增速与此相匹配，毛利率稳定在 8%。

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，而毛利率稳定在 43%；

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。随着新项目的陆续签订，我们根据已有项目规模估算了公司 2017 年配网节能可获得约 9 亿元营业收入，未来新项目的增量规模在 30%左右，而毛利率随着工程模式的完善达到 36%。

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	1272.61	1310.78	1350.11
	增速	4.32%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	7.70%	8.00%	8.00%	8.00%
电力工程安装	收入	47.09	47.09	51.80	56.98
	增速	-9.34%	0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	43.08%	43.00%	43.00%	43.00%
配网节能	收入	373.29	900.00	1170.00	1521.00
	增速	-	141.10%	30.00%	30.00%
	毛利率	28.09%	36.00%	36.00%	36.00%
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	2229.30	2542.48	2938.28
	增速	33.22%	33.87%	14.05%	15.57%
	毛利率	13.36%	20.10%	21.64%	23.21%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1665.24	2229.30	2542.48	2938.28	净利润	167.95	250.50	310.25	395.99
营业成本	1442.76	1781.32	1992.16	2256.17	折旧与摊销	287.47	289.32	365.23	442.99
营业税金及附加	8.93	13.08	14.63	16.83	财务费用	0.86	61.95	87.57	107.02
销售费用	0.74	0.20	0.27	0.37	资产减值损失	-26.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	73.22	101.24	114.91	132.41	经营营运资本变动	1600.29	-309.98	374.66	377.33
财务费用	0.86	61.95	87.57	107.02	其他	-1685.49	0.00	0.00	0.00
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	291.78	1137.72	1323.33
投资收益	13.44	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2524.46	-1190.00	-1190.00	-1190.00
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	-1190.00	-1190.00	-1190.00
营业利润	179.07	271.51	332.94	425.48	短期借款	0.00	563.71	-53.45	-110.26
其他非经营损益	-1.46	0.34	-0.29	-0.18	长期借款	685.00	200.00	300.00	400.00
利润总额	177.61	271.85	332.64	425.29	股权融资	85.17	0.00	0.00	0.00
所得税	9.66	21.35	22.39	29.30	支付股利	-56.00	-50.54	-75.38	-93.36
净利润	167.95	250.50	310.25	395.99	其他	-59.44	-96.95	-87.57	-107.02
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	616.23	83.60	89.36
归属母公司股东净利润	167.95	250.50	310.25	395.99	现金流量净额	-11.63	-281.99	31.32	222.69
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	504.92	222.93	254.25	476.93	成长能力				
应收和预付款项	13.37	16.36	19.92	22.50	销售收入增长率	33.22%	33.87%	14.05%	15.57%
存货	0.58	0.83	0.99	1.19	营业利润增长率	-7.72%	51.62%	22.62%	27.80%
其他流动资产	8.15	10.91	12.45	14.39	净利润增长率	-9.76%	49.15%	23.85%	27.63%
长期股权投资	63.14	63.14	63.14	63.14	EBITDA 增长率	76.77%	33.24%	26.17%	24.15%
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	3880.17	4642.32	5335.26	毛利率	13.36%	20.10%	21.64%	23.21%
无形资产和开发支出	83.70	154.87	217.50	271.57	三费率	4.49%	7.33%	7.97%	8.16%
其他非流动资产	17.97	17.97	17.97	17.97	净利率	10.09%	11.24%	12.20%	13.48%
资产总计	3742.49	4367.19	5228.53	6202.95	ROE	18.84%	22.95%	23.39%	24.31%
短期借款	0.00	563.71	510.26	400.00	ROA	4.49%	5.74%	5.93%	6.38%
应付和预收款项	1677.64	1267.52	1581.33	1880.60	ROIC	23.98%	16.83%	14.53%	15.76%
长期借款	685.00	885.00	1185.00	1585.00	EBITDA/销售收入	28.07%	27.94%	30.90%	33.20%
其他负债	488.44	559.59	625.70	708.48	营运能力				
负债合计	2851.08	3275.82	3902.29	4574.07	总资产周转率	0.67	0.55	0.53	0.51
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	0.99	0.68	0.63	0.62
资本公积	366.38	366.38	366.38	366.38	应收账款周转率	554.01	442.16	443.15	433.11
留存收益	365.03	564.99	799.86	1102.49	存货周转率	1107.94	1458.65	1393.79	1402.06
归属母公司股东权益	891.41	1091.37	1326.24	1628.87	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	1091.37	1326.24	1628.87	资产负债率	76.18%	75.01%	74.63%	73.74%
负债和股东权益合计	3742.49	4367.19	5228.53	6202.95	带息债务/总负债	24.03%	44.22%	43.44%	43.40%
					流动比率	0.24	0.11	0.11	0.17
					速动比率	0.24	0.10	0.11	0.17
					股利支付率	33.34%	20.17%	24.30%	23.58%
					每股指标				
					每股收益	1.05	1.57	1.94	2.47
					每股净资产	5.57	6.82	8.29	10.18
					每股经营现金	2.15	1.82	7.11	8.27
					每股股利	0.35	0.32	0.47	0.58
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	467.40	622.77	785.74	975.49					
PE	39.98	26.81	21.64	16.96					
PB	7.53	6.15	5.06	4.12					
PS	4.03	3.01	2.64	2.29					
EV/EBITDA	14.79	12.72	10.36	8.41					
股息率	0.83%	0.75%	1.12%	1.39%					

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 20 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	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn