

涪陵电力(600452)

节能业务持续投入 电改带来广阔空间 买入(维持)

2017年07月30日

证券分析师 曾朵红

执业证书编号: S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 汪林森

010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

投资要点

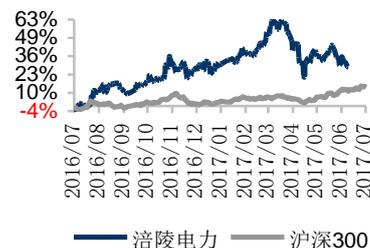
■ 公司 2017 上半年营收 9.81 亿元，同比增长 48.45%，归母净利润 1.10 亿元，同比增长 48.48%。公司发布 2017 年半年报，报告期内公司实现营业收入 9.81 亿元，同比增长 48.45%；实现归属母公司净利润 1.10 亿元，同比增长 48.48%，对应 EPS 为 0.69 元。其中 2 季度实现营业收入 5.03 亿元，同比增长 38.62%，环比增长 5.1%，公司业务季节性不明显；实现归属母公司净利润 0.54 亿元，同比增长 9.2%，环比减少 1.38%，2 季度对应 EPS 为 0.34 元。2017 年公司资本性项目投资计划 14.51 亿元，其中节能业务 14 亿元；17 年计划实现营业收入 20.54 亿元，其中节能业务 7.88 亿元，若维持去年 19.3% 的净利率，节能业务能够贡献 1.52 亿元。

■ 节能业务新项目落地，售电业务上半年拖累业绩。节能业务保持高增速，一方面 16 年同期仅包含节能业务 4 月 23 日-6 月 30 日数据，本报告期包含节能业务 1-6 月数据；另一方面公司也在不断投入新的节能项目。公司上半年公布第 20 个节能项目，在 16 年 19 个项目的基础上继续扩张。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 55405 万元，公司预计投资金额为 31397 万元，项目建设期约 6 个月，收费期限 7 年，预计自 18 年期贡献每年营收 8000 万，增厚业绩。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 年初预算投资总额为 47.7 亿元，目前仍有 26.53 亿元待落地，其中 17 年计划投资节能项目 14 亿元。公司节能业务上国网对于节能项目有 1-3 年免税和 4-6 年半税的优惠政策，保障了项目的利润。上半年公司的售电业务略有下滑，供电业务因受高耗能企业关停及大用户直供电的影响，购售电毛利减少。

■ 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网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，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。

■ 预收款项减少营收账款增多，经营现金流大幅改善。2017 上半年公司发生管理费用为 0.37 亿，同比增长 45.11%，管理费用率 3.77%，去年同期为 3.85%；财务费用 0.14 亿，去年同期为 -0.06。资产减值损失 0.13 亿元，去年同期 -0.23 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。上半年公司预收账款为 0.96 亿元，较 17 年年初下降了 0.68 亿元，预收账款主要来自于售电业务，说明有一定程度的下滑；应收账款 2.53 亿元，较年初增加 2.48 亿元，主要来自于节能业务；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 0.98 亿元，去年同期为 0.53 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.17
一年最低/最高价	55.35/36.57
市净率(倍)	6.86
流通 A 股市值(百万元)	6907.20

基础数据

每股净资产(元)	6.29
资产负债率(%)	74.56%
总股本(百万股)	160.00
流通 A 股(百万股)	160.00

相关研究

1. 盈利能力超市场预期 节能业务继续保持高成长
-20170404
2. 三季度报超市场预期，配网运营和节能平台两翼齐飞
-20161028

- **盈利预测与投资评级：**我们认为 17 和 18 年大概率会持续有新项目持续落地，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 2.44/2.98/3.58 亿元，EPS 为 1.526/1.864/2.238 元，同比增长 45%/22%/20%，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；涪陵地区用电量大幅下滑；电力体制改革推进不及预期。

涪陵电力三大财务预测表

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	-51
% 销售收入	-0.1%	-0.4%	0.1%	1.7%	1.8%	1.8%
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	375
营业利润率	4.4%	15.5%	10.8%	11.5%	12.5%	13.4%
营业外收支	33	4	-1	4	1	3
税前利润	89	198	178	258	315	378
利润率	7.0%	15.8%	10.7%	11.7%	12.5%	13.5%
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	358
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	358
净利率	5.7%	14.9%	10.1%	11.1%	11.8%	12.8%
			-9.76%	45.37%	22.18%	20.04%
现金流量表 (人民币百万元)						
净利润	72	186	168	244	298	358
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	37
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
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	-50	0	720	72	190	5
其他	-1	-32	-65	-42	-49	-54
筹资活动现金净流	-51	-32	655	30	141	-49
现金净流量	116	349	-12	-371	2	13

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	136	149
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	169	185
% 总资产	21.5%	44.2%	14.1%	3.8%	3.4%	3.4%
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%	94.9%
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%	96.6%
资产总计	836	1,230	3,742	4,259	4,938	5,365
短期借款	0	0	35	107	298	303
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	2,818	2,887
长期贷款	0	0	685	685	685	685
其他长期负债	0	1	1	26	26	26
负债	310	536	2,851	3,148	3,529	3,598
普通股股东权益	526	694	891	1,110	1,409	1,767
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	836	1,230	3,742	4,259	4,938	5,365
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	1.864	2.238
每股净资产(元)	3.284	4.339	5.571	6.939	8.804	11.041
每股经营现金净流(元)	0.947	1.062	2.151	6.474	8.240	9.161
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%	20.27%
总资产收益率	8.61%	15.13%	4.49%	5.73%	6.04%	6.67%
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%	22.18%	20.04%
总资产增长率	13.84%	47.14%	204.29%	13.80%	15.94%	8.66%
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%	60.09%	47.44%
EBIT利息保障倍数	-67.2	-13.8	161.8	7.5	7.5	8.0
资产负债率	37.13%	43.55%	76.18%	73.93%	71.47%	67.07%

数据来源: wind、东吴证券研究所

免责声明

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>

