

证券研究报告—深度报告

电气设备新能源

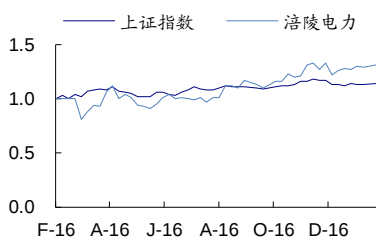
电气设备

涪陵电力(600452)
买入

合理估值: 58 元 昨收盘: 43.64 元 (首次评级)

2017 年 02 月 09 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	160/160
总市值/流通(百万元)	6,982/6,982
上证综指/深圳成指	3,167/10,130
12 个月最高/最低(元)	45.50/23.73

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

深度报告

国网节能平台蓝海市场任驰骋

● 行业将加速调整, 但优势地产企业将获得超常的发展

一切政策的基点仍是要保持行业健康稳定的发展。在目前政策环境下, 行业将加速调整, 优势企业会在行业“洗牌”过程中获得超常的发展。

● 公司竞争优势明显, 发展战略切实可行

公司土地储备丰富, 大部分项目盈利能力较强; 拥有优秀的、富于开拓精神的管理团队; 行业整合能力和跨地域开发经营管理能力强; 公司治理结构好, 管理层目标明确、发展战略切实可行。

● 未来仍将处于高速增长期

过去 14 年, 公司收入和净利润的复合增长率分别达 25% 和 31%, 未来几年仍将处于高速增长期。公司未来几年结算房源非常充足, 考虑未来三年可转债分别转股 25%、50% 和 25%, 现实预计, 公司未来 3 年销售收入和净利润的年复合增长率分别在 33% 和 35%。

● 风险提示

未来房地产政策调整可能会导致房地产价格下跌, 进而降低公司房地产项目的赢利空间; 另一方面, 公司收入和利润的 25% 左右来源于上海, 上海房地产市场风险给公司未来盈利带来部分不确定性; 再次, 公司流通比例较高, 未来公司股权分置改革如采用目前通行方式, 对流通股东的补偿非常有限。

● 公司合理估值在 6.36 元~8.5 元

通过多角度估值分析, 我们认为: 公司每股合理价值在 6.36 元~8.5 元, 对应于 05 年预期收益, 动态市盈率分别为 11.5 倍和 15.45 倍, 相对于公司目前股价溢价 38.1%~84.6%, 估值极具吸引力, 建议立即买入。另外, 贴现率上升至 13%, 或物业销售价格下跌 15%, 公司估值仍在 6.3 元以上, 依然非常具有吸引力。

独立性声明:

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。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,269	1,250	33,031	42,941	55,823
(+/-%)	2.0%	-1.5%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润(百万元)	72	186	286	65	-233
(+/-%)	32.9%	158.6%	--	--	--
摊薄每股收益(元)	0.45	1.16	0.17	0.04	-0.14
EBIT Margin	6.9%	15.5%	27.6%	27.7%	27.7%
净资产收益率(ROE)	13.7%	26.8%	1.2%	0.3%	-1.0%
市盈率(PE)	97.0	37.5	128.8	563.6	-158.0
EV/ EITDA	55.6	28.0	28.8	28.3	27.9
市净率(PB)	13.3	10.1	1.57	1.56	1.58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

涪陵电力将成为国网配网节能平台	5
原有业务基本稳定	5
国网资产注入，一跃成为国网公司节能业务平台	6
国家电网配网节能业务市场规模	7
节能服务行业市场规模继续增长	7
配网节能情况	错误!未定义书签。
注入资产及拟注入资产	9
已注入资产情况	错误!未定义书签。
在建项目及进展	10
国网节能业务其他资产注入的可能性	12
国网节能概况	12
不排除国网节能整体上市的可能性	13
盈利预测及投资评级	13
盈利预测	13
附表：财务预测与估值	16
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

图 1: 上海销售价格及增长	错误!未定义书签。
图 2: 上海商品房供求比.....	错误!未定义书签。
表 1: 估值	错误!未定义书签。
表 2: 估值相对于贴现率变化的敏感性分析	错误!未定义书签。
表 3: 估值相对于物业销售均价变化的敏感性分析	错误!未定义书签。

涪陵电力将成为国网配网节能平台

原有业务维持稳定稳定

资产注入前涪陵电力主营业务为电力供应与销售，供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域，以 110KV 输电线路为骨干网架，以 35KV、10KV 线路为配电网络。

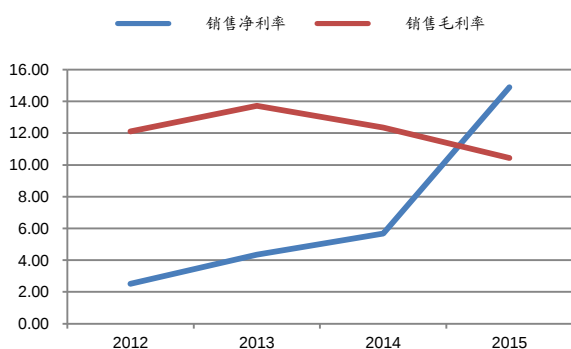
表 1: 注入前公司业务

报告期	2015 年报	2015 中报	2014 年报	2014 中报	2013 年报
电力					
收入	118,433.18	57,282.48	115,617.54	54,354.59	108,921.13
成本	108,308.65	53,637.26	102,697.66	49,204.24	96,942.16
毛利	10,124.53	3,645.22	12,919.88	5,150.35	11,978.97
毛利率(%)	8.55	6.36	11.17	9.48	11.00
电力工程安装					
收入	5,194.62	2,509.66	6,839.20	1,045.39	9,800.59
成本	2,635.53	932.62	4,679.31	681.69	6,442.64
毛利	2,559.09	1,577.03	2,159.89	363.70	3,357.96
毛利率(%)	49.26	62.84	31.58	34.79	34.26
电力物资销售					
收入			3,120.45	932.24	4,038.27
成本			2,956.81	885.11	2,935.93
毛利			163.64	47.13	1,102.34
毛利率(%)			5.24	5.06	27.30

资料来源:WIND 国信证券经济研究所整理

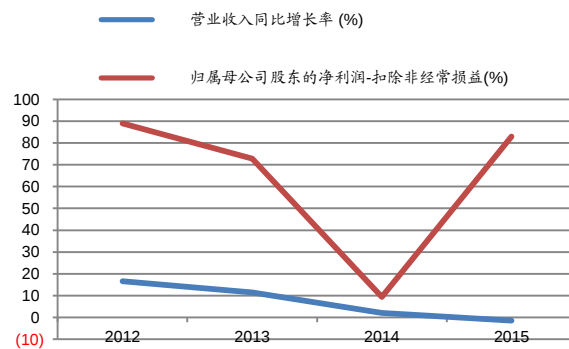
近年来，公司电力销售这块的收入规模保持稳定，受益于毛利率和净利率的提升，其净利润获得了较高的增长。

图 1: 公司财务指标 (盈利能力)



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司财务指标 (成长能力)



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

国网资产注入，一跃成为国网公司节能业务平台

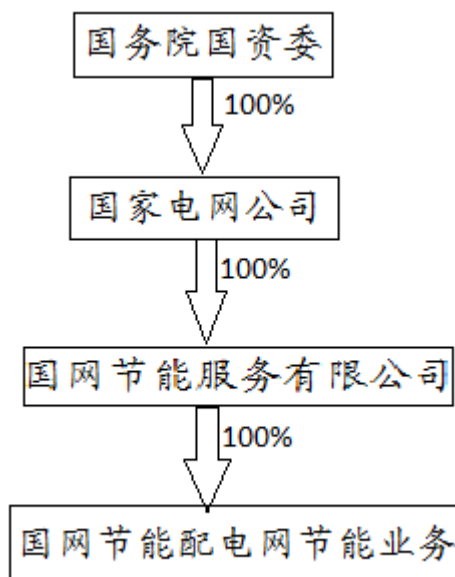
2016年2月23日，涪陵电力公告，上市公司与国网节能签署了附生效条件的《支付现金购买资产协议》，上市公司以支付现金的方式收购国网节能的配电网节能资产。

交易标的主要包括配电网能效管理系统、多级联动与区域综合治理、配电网节能关键设备改造等。在我国现行电力体制下，配电网建设和运营主要由国网公司和南网公司进行，交易标的作为国网公司旗下资产，在同行业中占据较为明显的优势。

涪陵电力是重庆地区重要的输配电企业，标的资产主要业务为配电网节能服务，双方在节能服务领域属于上下游关系，存在一定的协同效应。

本次交易完成后，公司将成为国内少数的集电力销售和配电网节能等业务于一体的上市公司，在我国节能环保行业尤其是节能服务产业快速发展的大背景下，公司未来具有较好的发展前景。

图 3：国网节能配电网节能业务股东情况

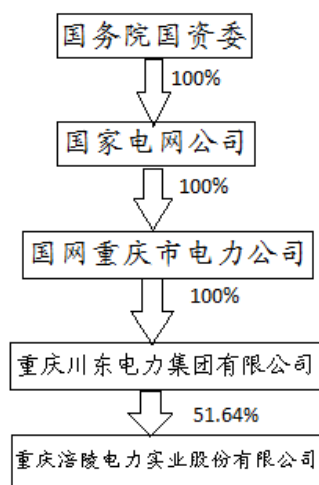


资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

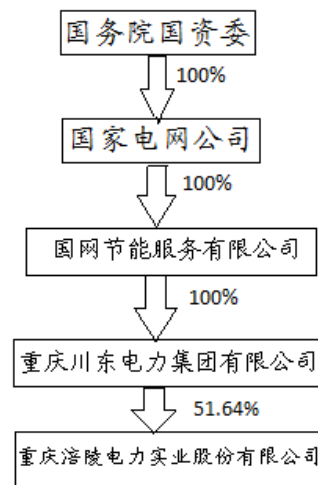
2016年5月4日，公司公告：公司收到控股股东重庆川东电力集团有限责任公司通知，川东电力股东国网重庆市电力公司于2016年4月29日与国网节能服务有限公司签署了《国网重庆市电力公司与国网节能服务有限公司关于重庆川东电力集团有限责任公司之股权无偿划转协议书》。根据该协议，重庆电力将其持有的川东电力100%股权无偿划转至国网节能。

图 4：股权划转前后公司股权结构

划转前



划转后



资料来源:公司资料 国信证券经济研究所整理

划转完成后，涪陵电力成为国网节能的间接控股子公司，加上此前国网节能的配网节能资产注入上市公司，涪陵电力作为国网公司节能业务的上市平台的定位日益清晰。

目前，标的资产节能服务业务正处于业务扩张期，为抓住市场机会，对资金及资本投入需求较大，目前标的资产财务投资模式难以适应其业务快速拓展的要求。涪陵电力作为上市公司，拥有对接资本市场、资金筹措渠道广的优势。本次交易完成后，上市公司可以在资金筹措方面给予标的资产有力的支持，实现节能服务业务的快速扩张。

国家电网配网节能业务市场规模巨大

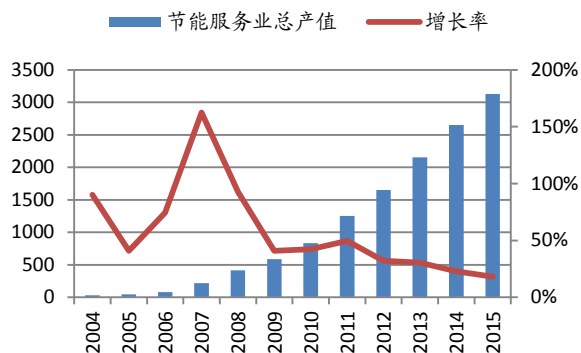
节能服务行业市场规模继续增长

节能服务是指根据客户对能源利用的要求，借助于供给、分配、转换及利用环节，提供尽可能有利于环境、经济实惠的完整的解决途径。节能服务通常采取合同能源管理的方式，实现一种集前期各种诊断设计、中期融资采购、安装、后期节能测定跟踪服务为一体的系统服务。

其基本商业模式是：节能服务公司与愿意进行节能改造的客户签订节能服务合同，向客户提供能源审计、可行性研究、项目设计、项目融资、设备和材料采购、工程施工、人员培训、节能量监测、改造系统的运行、维护和管理等服务，并通过与客户分享项目实施后产生的节能效益、或承诺节能项目的节能效益、或承包整体能源费用的方式为客户提供节能服务，并获得利润，滚动发展。

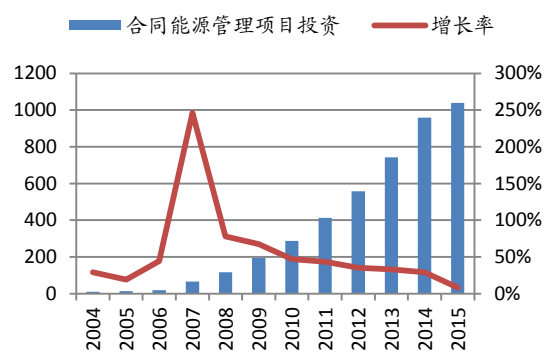
市场规模方面，根据中国节能协会节能服务产业委员会数据，从 2004 年至 2015 年，我国节能服务业总产值和合同能源管理项目投资活动了高速增长，年均增长率超过 30%，我们认为，随着国家对节能服务产业的重视度的提升，未来这一产业还将保持较高的年均增长率。

图 5：节能服务业总产值（单位：亿元）



资料来源：中国节能协会节能服务产业委员会，国信证券经济研究所整理

图 6：合同能源管理项目投资（单位：亿元）



资料来源：中国节能协会节能服务产业委员会，国信证券经济研究所整理

配电网节能是节能的重要分支，市场空间巨大

配电网节能是指通过一定的技术降低配网的线损率水平，从而实现配网传输和分配的过程中电能的节约。线损率是指电力工业企业在供电生产过程中耗用和损失的电量占供电量的比率。它是供电企业的一项综合技术经济指标，反映用电管理与技术管理工作质量的高低和供电生产的经济效益。

在电网的线损中，配电网的线损占比达到 60%，因此，通过配电网的改造从而实现配电网的节能将会有很大的经济效益。

根据能源局最新公布的数据，2016 年，我国全社会用电量为 59198 亿千瓦时，线损率为 6.47%，线损电量达 3830 亿千瓦时。

在线损电量中，有大约 2300 亿千瓦时来自于配电网。如果通过配电网节能改造，将线损率提升 2 个百分点，则每年可实现电能节约 710 亿千瓦时，按照每度电 0.6 元计算，节能效益达 426 亿元，按照 95% 的节能分享比例计算，节能服务公司的市场空间可达 400 亿元。

表 2：各种配网节能方式

配网节能方式	主要措施
配电变压器节能改造技术	更换节能型变压器
配电线路节能改造技术	升压改造、换粗导线截面、更换高能耗变压器、增加无功补偿容量等
无功补偿技术	安装无功优化配置软件、低压补偿配电柜、低压无功就地补偿装置
计量装置节能改造技术	表计、表箱、进出线的改造
谐波治理技术	安装有源滤波器和无源滤波器等装置
单相配电变压器	在深入负荷中心的区域安装单相配电变压器
线路调压器技术	配电线路安装串联自动调压器
电网升压改造技术	提高配电网络电压等级
高电压引入负荷中心技术	尽量缩小供电半径
有载调容调压变压器技术	在不中断供电的情况下，通过智能化系统跟踪负载变化，根据用电负荷的大小及供电电压的变化，自动改变变压器的自身容量
串联补偿技术	装设调压器电容器并联补偿装置（如 SVC 等）、或重新架设线路或就近重建电源点
三相负荷不平衡治理技术	加装无功补偿装置分相补偿
智能配电台区	采用高效节能设备替代、提高线路末端电压、区域优化无功等

资料来源：公司资料 国信证券经济研究所整理

注入资产具备巨大发展空间

注入资产是国网配网节能优质资产

2016年2月23日，涪陵电力公告，上市公司与国网节能签署了附生效条件的《支付现金购买资产协议》，上市公司以支付现金的方式收购国网节能的配电网节能业务。

交易标的为配电网节能业务，主要包括配电网能效管理系统、多级联动与区域综合治理、配电网节能关键设备改造等。在我国现行电力体制下，配电网建设和运营主要由国网公司和南网公司进行，交易标的作为国网公司旗下资产，在同行业中占据较为明显的优势。

涪陵电力是重庆地区重要的输配电企业，标的资产主要业务为配电网节能服务，双方在节能服务领域属于上下游关系，存在一定的协同效应。本次交易完成后，公司将成为国内少数的集电力销售和配电网节能等业务于一体的上市公司，在我国节能环保行业尤其是节能服务产业快速发展的大背景下，公司未来具有较好的发展前景。

国网节能承诺，注入标的资产“山东配电网节能与提高电能质量改造项目”、“甘肃兰州地区和白银地区配电网节能与提高电能质量改造节能服务项目”、“重庆市大足供电公司综合降损节能改造项目”、“江苏徐州、盐城地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目”四个项目在本次交易完成后三个会计年度扣除非经常性损益后的净利润为：2016年度为3113.13万元、2017年度为3273.16万元、2018年度为3100.21万元。

表 3: 注入的四个项目财务状况

	2015 年 10 月至 12 月	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
山东项目					
营业收入	3,866.70	13,121.54	13,121.54	13,121.54	
净利润	303.4	1,743.16	1,933.08	1,918.78	
自由现金流量	3,281.89	10,601.24	10,580.12	10,565.82	
净利润率	7.85%	13.28%	14.73%	14.62%	
甘肃项目					
营业收入	43.93	175.7	175.7	175.7	29.28
净利润	12.38	50.66	44.14	43.92	7.03
自由现金流量	38.02	153.22	146.69	146.48	24.34
净利润率	28.18%	28.83%	25.12%	25.00%	24.01%
重庆项目					
营业收入	150.88	603.5	603.5	603.5	
净利润	32.34	120.42	119.23	121.21	
自由现金流量	133.48	522.93	521.74	523.72	
净利润率	21.43%	19.95%	19.76%	20.08%	
江苏项目					
营业收入	1,812.58	10,875.46	10,875.46	10,875.46	10,875.46
净利润	154.24	1,198.89	1,176.71	1,016.30	1,002.56
自由现金流量	-5,663.77	2,128.98	2,375.37	2,214.95	2,201.22
净利润率	8.51%	11.02%	10.82%	9.34%	9.22%

资料来源:公司公告 国信证券经济研究所整理

尚有大量在建及前期项目，为未来业绩打好支撑

截至 2016 年 4 月公司资产收购事项完成时，配电网业务资产包括 4 个已投产项目、9 个在建项目及 4 个前期项目。

表 4: 截止 16 年 4 月项目状态

已投产项目		
序号	项目名称	项目所在地
1	山东配电网节能与提高电能质量改造项目	山东
2	甘肃兰州地区和白银地区配电网节能与提高电能质量改造节能服务项目	甘肃
3	重庆市大足供电公司综合降损节能改造项目	重庆
4	江苏徐州、盐城地区配电网综合节能改造及电能质量提升项目	江苏
在建项目		
序号	项目名称	项目所在地
1	冀北廊坊地区配电网综合节能改造及提高供电可靠性项目	河北
2	山东配电网综合节能改造项目（二期）	山东
3	江西配电网综合节能改造及电能质量提高项目	江西
4	新疆昌吉、乌鲁木齐配电网综合节能改造项目	新疆
5	浙江配电网综合节能改造及电能质量提高项目	浙江
6	河南配电网综合节能改造及电能质量提高项目	河南
7	湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	湖北
8	福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目	福建
9	安徽省配电网节能改造与提供电能质量项目	安徽
前期项目		
序号	项目名称	项目所在地
1	福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目（二期）	福建
2	甘肃配电网节能项目（二期）	甘肃
3	辽宁沈阳配电网节能改造及提高电能质量项目	辽宁
4	国网节能服务有限公司山东青岛、烟台地区配电网节能降损项目	山东

资料来源:公司公告 国信证券经济研究所整理

公司完成资产购买后，于 2016 年 7 月 22 日发布了《关于增加 2016 年度配电网节能业务日常关联交易的公告》，共公布了 2016 年与国网山东省电力公司及下属单位、国网甘肃省电力公司及下属单位、国网江苏省电力公司及下属单位、国网重庆市大足供电公司、国网冀北电力有限公司廊坊供电公司、国网江西省供电公司及其下属公司、国网福建省电力有限公司及其下属公司等 7 个关联方的关联交易金额等信息，

对比前表的项目进展情况及关联交易概况，我们判断冀北廊坊地区配电网综合节能改造及提高供电可靠性项目、山东配电网综合节能改造项目（二期）、江西配电网综合节能改造及电能质量提高项目、福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目等 4 个项目在 2016 年完工的可能性较大。

表 5：2016 年关联交易项目

关联人	2016 年预计金额（实际交易金额）	合同金额（万元）	执行期（年）	正常年份应收金额
国网山东省电力公司及下属单位	17278.04	118872.05	5	23774.41
国网甘肃省电力公司及下属单位	175.70	878.50	5	175.70
国网江苏省电力公司及下属单位	10875.00	87003.68	8	10875.46
国网重庆市大足供电公司	603.50	2414.00	4	603.50
国网冀北电力有限公司廊坊供电公司	8459.00	118424.60	5	23684.92
国网江西省供电公司及其下属公司	163.00	24272.11	7	3467.44
国网福建省电力有限公司及其下属公司	3553.00	98893.92	8	12361.74
合计	41107.24			74943.17

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

根据关联交易公告，因很多项目是在年中完工或确认收入，因此在 2016 年共实现了 4.1 亿的收入，而按照合同额和执行期来测算，这些项目正常年份将会带来约 7.5 亿的销售收入（这便意味着 2017 年公司将至少确认 7.5 亿元的收入）。

除了这 4 个项目之外，在建的新疆昌吉乌鲁木齐配电网综合节能改造项目、浙江配电网综合节能改造及电能质量提高项目、河南配电网综合节能改造及电能质量提高项目、湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目等 4 个项目也大概率会在 2016 年底或在 2017 年完工，2016 年有关联交易的 8 个项目共可实现收入 7.5 亿，照此推算，后续的这 4 个项目正常年份也可实现 3.5 亿元左右的营业收入。

2016 年 4 月的前期项目中，大多都在 2016 年转化成实际的订单，而这些新签合同的项目在 2017 年转化成收入的可能性较大。

表 6：2016 年新签项目

	公告日期	合同额	投资额	回收期	项目所属省份	建设期（月）	年收入
福建（二期）项目（综合节能改造及电能质量提升项目）	20160721	88844.4	57175.23	8	福建	16	11105.55
甘肃（二期）项目配电网综合节能改造及电能质量提升项目	20160721	3802	2586.41	5	甘肃	10	760.4
河北正定、宁晋项目：	20160721	5136.9	3353.9	5-6 年	河北	12	856.15
山东省青岛地区配电网综合节能改造与提高电能质量项目	20161028	47,277	27514	6	山东	6	7879.5
山东烟台地区配电网综合节能改造与提高电能质量项目	20161028	64,488.48	37532	6	山东	6	10748.08
							31349.68

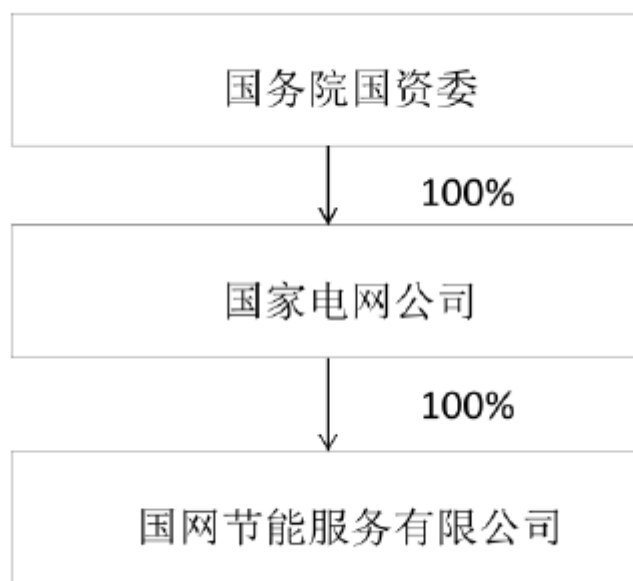
资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

不排除国网节能整体上市的可能性

国网节能概况

国网节能服务有限公司成立于 2013 年，是定位于以节能环保，能源资源综合开发利用为主的产业集团，是国家电网公司节能环保与清洁能源服务产业的龙头企业。

图 7:



资料来源:

国网节能公司专注于节能服务、能源综合开发利用、电力环保、国际业务四大板块。截至 2015 年末，节能公司实现年收入约 47 亿元，利润年均增长 56%。

表 7: 国网节能财务报表

项目	2015 年 9 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
资产总计	1,268,903.61	1,277,405.40	151,485.91
负债总计	789,974.94	919,240.50	62,139.02
所有者权益合计	478,928.67	358,164.90	89,346.89
归属于母公司所有者权益合计	434,823.78	317,332.42	86,990.55
项目	2015 年 1-9 月	2014 年	2013 年
营业收入	319,237.77	263,164.75	7,056.50
营业利润	4,048.37	-5,277.58	161.63
利润总额	22,251.47	12,773.65	161.6
净利润	20,763.77	11,673.40	161.6
归属于母公司的净利润	17,491.36	10,667.04	510.53

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所整理

在节能服务业务方面，国网节能除了电网节能外，还经营建筑节能、交通节能、工业节能等多个领域领域。

在能源综合开发利用方面，国网节能公司下属国能生物发电集团有限公司是全球最大的生物质能综合开发利用专业化公司，在全国 14 个省级行政区投资建设生物质发电项目，投运及在建机组 40 台，总容量达 100 万千瓦。同步向生物质产业上下游和清洁能源延伸，积极拓展生物质燃料经营、生物质热电联产、生物质成型燃料供热等生物质资源综合利用新型业务，并开发风、光、地热等可再生能源及燃气冷热电三联供项目。

在电力环保业务方面，主要面向终端能源消费市场推广实施集中式电采暖、港口岸电等以电代煤、代油的示范项目。目前已在北京成功开发投运了医院、商业及村镇大型集中式蓄热电锅炉燃煤替代的试点项目，替代燃煤锅炉 70 蒸吨，实现清洁供热面积约 35 万平方米。

在国际业务方面，国网节能公司分别在俄罗斯、蒙古、东南亚地区开发能源资源综合利用及节能环保市场。目前，正全面推进国家“一带一路”和能源互联互通重点项目——蒙古国特大型煤电基地开发及中蒙特高压互联互通项目，同步在俄罗斯远东地区开发泥煤等生物质资源综合利用业务，在印尼、马来西亚等东南亚地区开发生物质混燃发电市场。

截至 16 年初，国网节能拥有国能生物发电集团有限公司、国网绿色能源有限公司、国网（北京）节能设计研究院有限公司三家子公司。

不排除国网节能整体上市的可能性

在国企改革、混合所有制改革的大背景下，国网公司 2017 年度工作会议也重点提到了推动混合所有制改革的计划，而电网系资产的整体上市则是混合所有制改革的重要方向。而在国网节能将配网节能资产注入涪陵电力后，涪陵电力已然成为国网节能业务的上市平台，不排除未来国网节能公司其他资产注入上市公司的可能性。

盈利预测及投资评级

盈利预测

我们假设：

- 1、配网节能业务的毛利率水平为 25% 左右，净利润水平为 15% 左右；

表 8：配网节能业务毛利率假设依据

序号	配网节能业务毛利率假设依据
1	国网节能注入的 4 个已完工项目的净利润率总体介于 10-20%
2	涪陵电力传统业务净利润稳定在 1 亿左右
3	16 年预测净利润扣掉传统业务净利润为 6000 万左右，这一净利润便是配网节能业务净利润，16 年配网节能收入为 4.1 亿，由此测算 16 年配网节能业务净利率为 15% 左右

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

- 2、配网节能业务的营业收入按照项目的推进进度确认；
- 3、传统业务维持稳定的收入和利润率水平

表 9: 涪陵电力利润表摘要

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
利润表摘要									
营业收入	58,223.50	63,806.10	69,179.49	91,164.97	95,749.36	111,619.23	124,392.17	126,862.92	124,996.39
同比(%)	-4.24	9.59	8.42	31.78	5.03	16.57	11.44	1.99	-1.47
营业成本	49,722.30	53,194.08	61,253.33	79,580.96	85,580.16	98,103.84	107,310.63	111,186.81	111,944.82
营业利润	3,490.26	3,084.29	237.70	-13,071.18	1,972.05	4,049.78	4,766.27	5,529.47	19,405.82
同比(%)	5.67	-11.63	-92.29	-4,234.10	115.09	105.36	17.69	16.01	250.95
利润总额	3,845.94	3,702.94	304.98	-12,909.16	1,674.38	4,623.48	6,260.15	8,873.71	19,786.84
同比(%)	9.16	-3.72	-91.76	-3,466.43	112.97	176.13	35.40	41.75	122.98
净利润	3,085.53	2,640.86	237.27	-14,325.56	1,002.41	2,811.58	5,414.95	7,196.08	18,610.36
归属母公司股东净利润	3,105.49	2,618.51	212.06	-14,312.76	1,001.52	2,828.57	5,414.95	7,196.08	18,610.36

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

根据以上假设基础, 我们做出以下假设:

表 10: 分项业务假设

报告期	2015 年报	2016E	2017E	2018E
电力				
收入	118,433.18	119,617.51	120,813.69	122,021.82
增长率	2.44%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	108,308.65	109,450.02	110,544.52	111,649.97
毛利	10,124.53	10,167.49	10,269.16	10,371.86
毛利率(%)	8.55	8.50	8.50	8.50
配电网节能业务				
收入		41,107.24	82,214.48	123,321.72
增长率			100.00%	50.00%
成本		30,008.29	61,660.86	92,491.29
毛利		11,098.95	20,553.62	30,830.43
毛利率(%)		27.00	25.00	25.00
电力工程安装				
收入	5,194.62	3,636.23	3,672.60	3,709.32
增长率	-24.05%	-30.00%	1.00%	1.00%
成本	2,635.53	1,599.94	1,615.94	1,632.10
毛利	2,559.09	2,036.29	2,056.65	2,077.22
毛利率(%)	49.26	56.00	56.00	56.00
合计				
收入	123,627.80	164,360.99	206,700.76	249,052.87
增长率	-1.55%	32.95%	25.76%	20.49%
成本	110,944.18	141,058.25	173,821.33	205,773.36
毛利	12,683.62	23,302.73	32,879.44	43,279.51
毛利率(%)	10.26%	14.18%	15.91%	17.38%

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

根据以上假设, 我们得出如下预测结果:

表 11: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,250	1,662	2,090	2,518
(+/-%)	-1.5%	32.9%	25.8%	20.5%
净利润(百万元)	186	165.94	217.92	294.07
(+/-%)	158.6%	-10.8%	31.3%	34.9%
每股收益(元)	1.16	1.04	1.36	1.84

EBIT Margin	5.1%	9.4%	10.6%	12.1%
净资产收益率 (ROE)	26.8%	20.0%	21.5%	23.4%
市盈率 (PE)	37.5	42.1	32.0	23.7
EV/EBITDA	54.1	37.7	28.8	22.6
市净率 (PB)	10.06	8.40	6.90	5.56

资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	7389	3000	3000	3000	营业收入	3573	10492	15854	19545
应收款项	886	575	869	1071	营业成本	1865	5522	8736	11092
存货净额	23869	69451	109671	138995	营业税金及附加	265	630	951	1173
其他流动资产	256	5246	7927	9773	销售费用	227	472	555	586
流动资产合计	32497	78272	121468	152839	管理费用	203	420	555	625
固定资产	324	684	635	586	财务费用	31	(62)	(36)	(36)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	803	200	300	500
投资性房地产	3844	3844	3844	3844	资产减值及公允价值变动	(262)	0	0	0
长期股权投资	771	791	811	831	其他收入	(233)	(630)	(951)	(1173)
资产总计	37437	83592	126759	158100	营业利润	1290	3082	4442	5432
短期借款及交易性金融负债	5424	46465	80895	104762	营业外净收支	12	0	0	0
应付款项	2007	1171	1848	2343	利润总额	1302	3082	4442	5432
其他流动负债	6787	10493	16123	20141	所得税费用	210	770	1110	1358
流动负债合计	14218	58129	98866	127246	少数股东损益	(136)	(189)	(438)	(502)
长期借款及应付债券	6807	6807	6807	6807	归属于母公司净利润	1228	2500	3770	4576
其他长期负债	132	142	152	162					
长期负债合计	6939	6949	6959	6969					
负债合计	21158	65078	105825	134215	现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	1417	1322	1103	852	净利润	1228	2500	3770	4576
股东权益	14863	17191	19830	23033	资产减值准备	412	(408)	0	0
负债和股东权益总计	37437	83592	126759	158100	折旧摊销	149	47	49	50
					公允价值变动损失	262	0	0	0
					财务费用	31	(62)	(36)	(36)
					营运资本变动	(5384)	(47789)	(36878)	(26848)
					其它	(529)	313	(219)	(251)
					经营活动现金流	(3862)	(45336)	(33279)	(22474)
					资本开支	(86)	0	0	0
					其它投资现金流	(97)	97	0	0
					投资活动现金流	(386)	77	(20)	(20)
					权益性融资	6444	0	0	0
					负债净变化	3162	0	0	0
					支付股利、利息	(172)	(172)	(1131)	(1373)
					其它融资现金流	(4375)	41041	34430	23867
					融资活动现金流	8050	40870	33299	22494
					现金净变动	3801	(4389)	0	0
					货币资金的期初余额	3588	7389	3000	3000
					货币资金的期末余额	7389	3000	3000	3000
					企业自由现金流	(4629)	(45627)	(33750)	(23127)
					权益自由现金流	(5842)	(4539)	707	767

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁 佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏 雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简 洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周 鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		