

涪陵电力 (600452)

节能业务维持高增速，国企改革弹性大 买入 (维持)

2017年10月17日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号：
S0600516080001
021-60199798
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 汪林森

执业证书编号：
S0600517080001
010-66573527
wangls@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,665	2,116	2,467	2,724
同比 (%)	33.2%	27.0%	16.6%	10.4%
净利润 (百万元)	168	244	325	394
同比 (%)	-9.8%	45.4%	33.0%	21.5%
毛利率 (%)	13.4%	17.5%	19.0%	20.3%
ROE (%)	18.8%	23.4%	26.1%	26.4%
每股收益 (元)	1.05	1.53	2.03	2.47
P/E	41.75	28.71	21.60	17.77
P/B	7.87	6.72	5.63	4.69

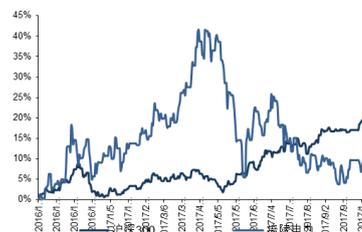
投资要点

■ 公司 2017 三季报营收 15.45 亿元，同比增长 36.68%，归母净利润 1.80 亿元，同比增长 38.71%。公司发布 2017 年三季报，报告期内公司实现营业收入 15.45 亿元，同比增长 36.68%；实现归属母公司净利润 1.80 亿元，同比增长 38.71%，对应 EPS 为 1.12 元。其中 3 季度实现营业收入 5.64 亿元，同比增长 20.25%，环比增长 12.1%；实现归属母公司净利润 0.7 亿元，同比增长 27.3%，环比增长 27.3%，3 季度对应 EPS 为 0.43 元。资产减值方面前三季度共计 0.13 亿，去年同期-0.23 亿，扣非后归母净利润增速 72%。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，若维持半年报 21%的净利率，节能业务能够贡献 1.65 亿元。

■ 我们测算前三季度节能业务贡献 1.2-1.25 亿净利润，16Q4 投资预计 18 年开始收益，17Q4 按计划应投资提速。目前公司对符合条件的节能服务公司实施合同能源管理项目，第一至第三年免征企业所得税，第四至第六年按照适用税率减半征收企业所得税。按照前三季度 0.1 亿元所得税推算重庆地区利润总额 0.68 亿元 (税率 14.7%)，节能业务利润总额 1.22 亿元，三季度单季净利润大约 0.4 亿元，目前看前三季度保持平稳，16 年四季度是很多新项目开工的起点，固定资产在 16Q4 新增 15 亿，预计大部分项目工期超过 1 年，在 18 年将集中释放利润。同时 17 年计划投资节能项目 14 亿元，目前看新增在建工程和固定资产增长有限，按计划 17Q4 应该有项目集中落地。

■ 国企改革电力设备行业中弹性最大标的，国家电网内部定位空间广阔。
1) 资产注入方面，公司目前已经定位成国网的节能平台，已经承诺在五年内以资产注入的方式解决国网节能平台和省公司节能平台的统一问题，同时国网节能公司体内还有很多的清洁发电资源，整个节能公司的资产证券化率还很小。2) 电力体制改革方面，我们认为国网参与配电公司的混合所有制改革的平台，大概率是这些装备制造公司，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，涪陵电力本来就是一个地方电网配售一体化的公司，更适合作为售电平台公司，南瑞和许继也

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	43.82
一年最低价/最高	36.57/55.35
市净率 (倍)	6.48
流通 A 股市值 (百万元)	7011.20

基础数据

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

相关研究

1. 节能业务持续投入，电改带来广阔空间 2017-07-27
2. 盈利能力超市场预期，节能业务继续保持高成长 2017-03-31
3. 三季报超市场预期，配网运营和节能平台两翼齐飞 2016-10-28

都有集团主导的配网融资租赁模式，都已经在探索模式中。

- **预收款项减少应收账款增多，经营现金流大幅改善。**2017 前三季度公司发生管理费用为 0.54 亿,同比增长 60.18%，管理费用率 3.50%，去年同期为 3.01%；财务费用 0.23 亿，去年同期为-0.04。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。前三季度公司预收账款为 0.95 亿元，较 17 年年初下降了 1 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 2.36 亿元，较年初增加 2.31 亿元，主要来自于节能业务，公司也有按照一定比例计提，**但是我们预计付款方都是国网内部电力公司，基本上可以保证应收账款的回收**；存货 0.02 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 3.46 亿元，去年同期为 1.42 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。
- **从资产投入的角度来判断公司未来业绩增长具有确定性。**目前在建的项目有九个，整体固定资产投资在 30 亿左右，这部分资产从 16 年下半年到目前为止已经投入 20 个亿。我们测算单位投资带来的合同额是 1.6 元，带来的净利润是 0.045 元，20 个亿对应的净利润就是 0.9 亿元的净利润，这些资产对应的就是明年的节能项目的增量，今年节能项目净利润大概在 1.7 亿，18 年预计在 2.5-2.6 亿的节能利润。在手未开工项目，目前有合同额 16 亿元，总投资 10 亿元，预计后续仍会有新订单落地。这部分资产将会保证 19 年的节能业务增量在 1 个亿左右，节能业务 19 年应该有 3.3-3.5 亿的利润。公司从 16 年的经验上来说，一般在 Q4 会有固定资产的集中转固，这样可以最大化利用三年免税三年减半的税收优惠，并非由于资金问题暂缓投资，反而账上的现金目前是上升趋势，季报对应的经营性现金流 3.5 个亿，未来新项目投产会有更多的资金回笼，资金压力会极大减少。

图表 1：在手项目资产投入情况

项目名称	预算	16Q2		16 年报		17Q2	
		本期增加金额	比例	本期增加金额	比例	本期增加金额	比例
弃管小区工程	0.66						
小区配电设施改造项目	2.02	0.61	69%	0.8	72%		
基建及技改工程项目	0.176						
电网建设改造项目	0.4	0.088	84%				
生产性技改及电网建设改造工程	1.77			0.7	78.93%		
冀北廊坊地配网综合节能改造及提高供电可靠性项目	6.88	2.97	43.21%	6.34	92%		
山东配电网综合节能改造项目（二期）	2.58	1.44	55.56%	2.11	81.5%		
福建配电网综合节能改造与提供电能质量提升项目	6.77	0.6	8.86%	5.63	83%		
其他节能项目	10	0.22		0.22		0.05	1.75%
江西配电网综合节能改造项目	1.43			0.86	60%	0.2	74%

安徽省配电网节能改造与提供电能质量项目	1.97			0.54	27%	0.6	57.50%
浙江配电网综合节能改造项目	5.23			3.96	76%	0.46	84.63%
湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	2.59					0.42	16.60%
福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目（二期）	5.61					0.28	5.66%
河北正定、宁晋配电网节能改造项目	0.34					0.05	17.10%
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合同能源管理合同	4.73	订单已签订，未开工					
山东省烟台地区配电网综合节能改造与提高电能质量项目合同能源管理合同	6.45						
湖北二期	5.54						

资料来源：节能网，东吴证券研究所

- **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。经过前期调整，目前估值已经进入历史低位，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 2.44/3.25/3.95 亿元，EPS 为 1.53/2.03/2.47 元，同比增长 45%/33%/22%，给予 2018 年 30 倍 PE，目标市值 100 亿，目标价 61 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

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	527.0	591.0	646.5	681.9	营业收入	1665.2	2115.5	2467.2	2724.0
现金	504.9	561.9	611.3	641.5	营业成本	1442.8	1745.9	1998.8	2171.8
应收款项	13.0	17.4	21.3	24.7	营业税金及附加	8.9	11.1	12.7	13.7
存货	0.6	0.7	0.9	1.0	营业费用	0.7	0.9	1.0	1.1
其他	8.5	11.0	13.1	14.7	管理费用	75.5	93.9	107.0	115.5
非流动资产	3215.5	3860.0	4526.7	5181.9	财务费用	0.9	21.2	19.8	19.3
长期股权投资	63.1	63.1	63.1	63.1	投资净收益	13.4	14.1	14.8	15.6
固定资产	3056.4	3703.7	4373.1	5031.1	其他	29.2	2.8	2.8	2.8
无形资产	83.7	80.9	78.1	75.3	营业利润	179.1	259.5	345.5	420.8
其他	12.3	12.3	12.3	12.3	营业外净收支	-1.5	-1.5	-1.6	-1.7
资产总计	3742.5	4451.1	5173.2	5863.8	利润总额	177.6	257.9	343.9	419.1
流动负债	2165.0	2722.4	3241.0	3681.5	所得税费用	9.7	13.8	19.3	24.6
短期借款	35.0	38.5	42.4	62.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	1480.6	1881.2	2261.4	2580.0	归属母公司净利润	167.9	244.2	324.6	394.5
其他	649.4	802.7	937.3	1038.6	EBIT	139.6	266.5	350.5	424.6
非流动负债	686.1	686.1	686.1	686.1	EBITDA	427.1	436.6	567.0	686.2
长期借款	685.0	685.0	685.0	685.0					
其他	1.1	1.1	1.1	1.1	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2851.1	3408.5	3927.1	4367.5	每股收益(元)	1.05	1.53	2.03	2.47
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	5.57	6.52	7.79	9.35
归属母公司股东权益	891.4	1042.6	1246.1	1496.3	发行在外股份(百万股)	160.0	160.0	160.0	160.0
负债和股东权益总计	3742.5	4451.1	5173.2	5863.8	ROIC(%)	12.1%	15.4%	18.3%	19.5%
					ROE(%)	18.8%	23.4%	26.1%	26.4%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	13.4%	17.5%	19.0%	20.3%
经营活动现金流	344.2	989.7	1049.7	1070.8	EBIT Margin(%)	8.4%	12.6%	14.2%	15.6%
投资活动现金流	-1010.6	-843.2	-883.1	-916.8	销售净利率(%)	10.1%	11.5%	13.2%	14.5%
筹资活动现金流	654.7	-89.5	-117.3	-123.7	资产负债率(%)	76.2%	76.6%	75.9%	74.5%
现金净增加额	-11.6	57.0	49.4	30.2	收入增长率(%)	33.2%	27.0%	16.6%	10.4%
折旧和摊销	287.5	170.1	216.5	261.6	净利润增长率(%)	-9.8%	45.4%	33.0%	21.5%
资本开支	-2810.6	-843.2	-883.1	-916.8	P/E	41.75	28.71	21.60	17.77
营运资本变动	1574.3	575.4	508.6	414.7	P/B	7.87	6.72	5.63	4.69
企业自由现金流	-810.0	154.6	172.9	159.1	EV/EBITDA	23.09	23.87	19.29	16.58

数据来源: Wind 资讯, 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>

