

# 涪陵电力 (600452)

## 节能业务翻倍增长，在手订单充沛 买入 (维持)

2018年4月8日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号 S0600516080001  
021-60199798

[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

证券分析师 汪林森

执业证号: S0600517080001  
010-66573527

[wangls@dwzq.com.cn](mailto:wangls@dwzq.com.cn)

研究助理 张月

021-60199586

[zhangyue@dwzq.com.cn](mailto:zhangyue@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,060	2,417	2,916	3,312
同比 (%)	23.7%	17.3%	20.6%	13.6%
净利润 (百万元)	226	301	403	504
同比 (%)	34.8%	32.9%	33.9%	25.0%
毛利率 (%)	17.0%	19.2%	20.9%	21.9%
ROE (%)	20.0%	22.2%	24.5%	25.0%
每股收益 (元)	1.42	1.88	2.52	3.15
P/E	24.77	18.64	13.92	11.13
P/B	4.94	4.15	3.41	2.78

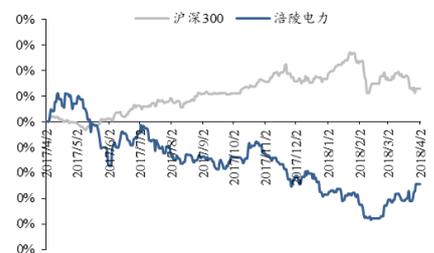
### 投资要点

■ 公司发布 2017 年年报，报告期内公司实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 23.73%；实现归属母公司净利润 2.26 亿元，同比增长 34.82%。对应 EPS 为 1.42 元。其中第 4 季度，实现营业收入 5.15 亿元，同比下降 3.64%，环比下降 8.54%；实现归属母公司净利润 0.47 亿元，同比增长 21.71%，环比下降 33.07%。4 季度对应 EPS 为 0.29 元。节能业务高增长一方面是由于公司 16 年 4 月注入节能资产，同比基数缺少 16 年一季度的数据，另一方面公司 16 年新增订单保障了 17 年营收绝对值增加了 4.2 个亿。通过统计在建工程，目前在手订单合同额估算是 47 亿元，基本锁定了 19 年的业绩。我们预计 18 年同样会有 4 个亿的营收增量，保持原有 20% 以上的净利率，节能业务的净利润在 2.4 亿左右，公司整体净利润在 3 亿。

■ 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不到 20%。  
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或者综合能源服务商。

■ 公司 2017 年期间费用同比增长 65.72% 至 1.24 亿元，期间费用率上升 1.52 个百分点至 6.02%。其中，销售、管理、财务费用分别同比上升 32.94%、上升 21.53%、上升 3844.27% 至 0.01 亿元、0.89 亿元、0.34 亿元；费用率分别上升 0、下降 0.08、上升 1.6 个百分点至 0.05%、4.32%、1.65%。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	35.05
一年最低/最高价	28.70/55.55
市净率 (倍)	4.94
流通 A 股市值 (百万元)	5608.00

### 基础数据

每股净资产	7.09
资本负债率 (%)	72.46
总股本 (百万)	160.00
流通 A 股 (百万)	160.00

### 相关研究

1. 节能业务维持高增速，国企改革弹性大 2017-10-17
2. 节能业务持续投入，电改带来广阔空间 2017-07-27
3. 盈利能力超市场预期，节能业务继续保持高成长 2017-03-31

图表 1：公司分板块盈利拆分（单位：亿元）

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
电力	收入 (亿元)	12.36	12.26	12.26	12.87	12.87
	增长率	4%	-1%	0%	5%	0%
	毛利率	8%	7%	7%	7%	7%
节能业务	收入 (亿元)	3.73	7.93	11.50	15.87	19.83
	增长率	0.00%	112.44%	45.00%	38.00%	25.00%
	毛利率	28.1%	31.4%	31.5%	31.5%	31.0%
电力工程安装	收入 (亿元)	0.47	0.37	0.37	0.37	0.37
	增长率	-10%	-27%	0%	0%	0%
	毛利率	43.1%	51.2%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	收入 (亿元)	0.09	0.04	0.04	0.04	0.04
	增长率	0%	0%	0%	0%	0%
	毛利率	23.8%	28.5%	23.8%	23.8%	23.8%
总体营收	收入 (亿元)	16.7	20.6	24.2	29.2	33.1
	增长率	33%	24%	17%	21%	14%
	毛利率	13%	17%	19%	21%	22%
费用率	管理费用率	4.40%	4.32%	4.50%	4.30%	4.20%
	销售费率	0.04%	0.05%	0.10%	0.80%	0.78%
	财务费率	0.05%	1.65%	1.74%	1.46%	1.06%
	税率	5.44%	2.52%	3.00%	3.00%	3.00%
利润	少数股东损益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	归母净利率	10.09%	10.99%	12.45%	13.82%	15.21%
	归母净利润	1.68	2.26	3.01	4.03	5.04

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：公司在建工程列表

项目名称	建设预算	合同额	未披露合同额按照预算的 1.8倍计算	16Q2		16年报		17Q2		17Q4	
				本期增加金额	比例	本期增加金额	比例	本期增加金额	比例	本期增加金额	比例
冀北廊坊地配电网综合节能改造及提高供电可靠性项目	6.88	12.4	合同额未披露自己测算	2.97	43.21%	6.34	92%				
山东配电网综合节能改造项目（二期）	2.58	4.6	合同额未披露自己测算	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	12.2	合同额未披露自己测算	0.6	8.86%	5.63	83%				
其他节能项目	10	18.0	合同额未披露自己测算	0.22		0.22		0.05	1.75%		
江西配电网综合节能改造项目	1.43	2.6	合同额未披露自己测算			0.86	60%	0.2	74%	0.196	74%
安徽省配电网节能改造与提供电能质量项目	1.85	3.3	合同额未披露自己测算			0.54	27%	0.6	57.50%	1.166	92.10%
浙江配电网综合节能改造项目	5.02	9.0	合同额未披露自己测算			3.96	76%	0.46	84.63%	0.46	88.14%
河北正定、宁晋配电网节能改造项目	0.31	0.51	合同额已披露					0.05	17.10%	0.281	92.72%
甘肃配电网二期	0.24	0.38	合同额已披露							0.19	95.95%
以下未完工											
湖北鄂东地区配电网综合节能改造项目	2.4	4.3	合同额未披露自己测算					0.42	16.60%	1.16	48.60%
福建配电网综合节能改造及电能质量提升项目（二期）	5.14	8.88	合同额已披露					0.28	5.66%	0.665	13.68%
山东省青岛、烟台地区配电网节能降耗项目	6.29	11.17	合同额已披露							2.91	46.82%
河南配电网综合节能改造及电能质量提升项目	1.54	2.8	合同额未披露自己测算							0.31	20.91%
辽宁沈阳地区配电网节能改造与提高电能质量项目	1.5	2.7	合同额未披露自己测算							0.126	10.76%
湖北二期	3.14	5.54	订单已签订，未开工								
湖南长沙	1.49	2.77	订单已签订，未开工								
江西鄱阳	0.96	1.68	订单已签订，未开工								
河南二期	4.12	7.73	订单已签订，未开工								
合计	26.58	47.562									

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

■ 2017 年经营活动现金流量净流入 6.97 亿元，同比增长 102.54%；销售商品取得现金 21.64 亿元，同比增长 17.50%。期末预收款项 0.85 亿

元，同比下降 48.38%。公司售电业务和节能业务的资金预收模式导致应收账款和存货非常低，期末应收账款 0.01 亿元，较期初下降 0.04 亿元，应收账款周转天数下降 0.16 天至 0.49 天。期末存货 0.01 亿元，较期初持平；存货周转天数下降 0.08 天至 0.12 天。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为 17 年在手订单充足，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。经过前期调整，目前估值已经进入 16 年初国网节能资产注入以来的历史低位，17 和 18 年的成长具有确定性，2018-2020 年归母净利润为 3.01/4.03/5.04 亿元，同比增长 33%/34%/25%，给予 2018 年 25 倍 PE，目标市值 75 亿，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。

三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>596.7</b>	<b>711.4</b>	<b>784.1</b>	<b>825.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>2060.3</b>	<b>2417.2</b>	<b>2915.6</b>	<b>3312.3</b>
现金	587.2	700.0	770.0	808.5	营业成本	1709.6	1953.4	2306.1	2587.8
应收款项	1.1	1.3	1.7	2.0	营业税金及附加	9.0	12.1	14.6	16.7
存货	0.6	0.7	0.8	1.0	营业费用	1.0	2.4	23.3	26.0
其他	7.9	9.4	11.6	13.4	管理费用	91.3	111.5	128.1	141.8
<b>非流动资产</b>	<b>3521.9</b>	<b>4247.2</b>	<b>4914.9</b>	<b>5571.5</b>	财务费用	34.0	42.0	42.5	35.1
长期股权投资	68.2	68.2	68.2	68.2	投资净收益	13.8	12.0	12.0	12.0
固定资产	3365.9	4093.9	4764.3	5423.5	其他	3.3	2.7	2.7	2.7
无形资产	81.4	78.7	76.0	73.3	<b>营业利润</b>	<b>232.6</b>	<b>310.6</b>	<b>415.7</b>	<b>519.7</b>
其他	6.4	6.4	6.4	6.4	营业外净收支	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4
<b>资产总计</b>	<b>4118.6</b>	<b>4958.7</b>	<b>5699.0</b>	<b>6396.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>232.3</b>	<b>310.2</b>	<b>415.3</b>	<b>519.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>2001.7</b>	<b>2623.6</b>	<b>3069.6</b>	<b>3396.3</b>	所得税费用	5.8	9.3	12.5	15.6
短期借款	72.0	366.6	194.6	129.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	1372.9	1605.5	2084.9	2363.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>226.4</b>	<b>300.9</b>	<b>402.9</b>	<b>503.7</b>
其他	556.7	651.5	790.1	903.8	EBIT	251.8	340.6	446.2	542.7
<b>非流动负债</b>	<b>982.5</b>	<b>982.5</b>	<b>982.5</b>	<b>982.5</b>	EBITDA	752.7	504.2	651.9	792.5
长期借款	981.5	981.5	981.5	981.5					
其他	1.0	1.0	1.0	1.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2984.2</b>	<b>3606.1</b>	<b>4052.1</b>	<b>4378.8</b>	每股收益(元)	1.42	1.88	2.52	3.15
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	7.09	8.45	10.29	12.61
归属母公司股东权益	1134.4	1352.6	1646.9	2017.6	发行在外股份(百万股)	160.0	160.0	160.0	160.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4118.6</b>	<b>4958.7</b>	<b>5699.0</b>	<b>6396.4</b>	ROIC(%)	13.4%	13.8%	16.0%	18.1%
					ROE(%)	20.0%	22.2%	24.5%	25.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	17.0%	19.2%	20.9%	21.9%
经营活动现金流	697.1	791.5	1223.9	1142.9	EBIT Margin(%)	12.2%	14.1%	15.3%	16.4%
投资活动现金流	-884.8	-890.5	-873.3	-906.3	销售净利率(%)	11.0%	12.4%	13.8%	15.2%
筹资活动现金流	270.0	211.8	-280.6	-198.1	资产负债率(%)	72.5%	72.7%	71.1%	68.5%
现金净增加额	82.3	112.8	70.0	38.5	收入增长率(%)	23.7%	17.3%	20.6%	13.6%
折旧和摊销	501.0	163.6	205.7	249.8	净利润增长率(%)	34.8%	32.9%	33.9%	25.0%
资本开支	-835.3	-890.5	-873.3	-906.3	P/E	24.77	18.64	13.92	11.13
营运资本变动	-155.2	326.9	615.4	389.4	P/B	4.94	4.15	3.41	2.78
企业自由现金流	-238.8	-69.5	380.5	259.3	EV/EBITDA	11.41	18.27	14.82	12.60

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>