

2018年08月12日

节能业务符合预期，预计 Q3 迎来开工旺季  
买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 汪林森

执业证号：S0600517080001

021-60199793

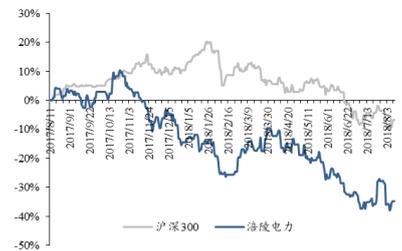
wangls@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,060	2,375	2,690	3,030
同比 (%)	23.7%	15.3%	13.2%	12.7%
归母净利润 (百万元)	226	288	354	440
同比 (%)	34.8%	27.4%	22.6%	24.3%
每股收益 (元/股)	1.42	1.29	1.58	1.96
P/E (倍)	13.06	14.35	11.70	9.41

投资要点

- 公司发布 2018 年半年报，报告期内公司实现营收 10.9 亿元，同比增长 11.10%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 12.58%。对应 EPS 为 0.55 元。其中第 2 季度，实现营收 5.74 亿元，同比增长 14.16%，环比增长 11.23%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 12.65%，环比下降 1.27%。2 季度对应 EPS 为 0.38 元。18H1 收入和利润略低于市场预期（受售电业务拖累），但节能在手未投产合同额 54 个亿，保证未来增长，主要是节能工程的进度影响了收入和利润，往年的经验看下半年是投资的高峰期。
- 节能业务增长符合预期，盈利性提升，预计三季度加速工期。节能业务上半年收入 4.59 亿，同比增长 19%，毛利率 32.7% 同比增长 0.3 个百分点，上半年基数低，二季度开工慢于预期，三季度预计会加速工期。售电业务上半年收入 6.26 亿，增速 6%，毛利率 7% 同比下降 1.7 个百分点，拉低了整体毛利率。公司 2018H1 期间费用同比增长 20.00% 至 0.62 亿元，期间费用率上升 0.42 个百分点至 5.68%。
- 公司主要看投资现金流，18H1 投资速度略有放缓，上半年占比低重点观察下半年。18H1 投资流出现金流 1.93 亿元，17H1 投出现金流 2.5 亿元，由于工程进度原因略有放缓，但是从投资比例看下半年往往是投资的高峰，17 年上半年投资现金流占比全年 27%。18H1 经营活动现金流量净流出 0.79 亿元，同比 -180.53%；销售商品取得现金 7.85 亿元，同比增长 4.81%。期末预收款项 0.69 亿元，同比下降 28.66%。
- 报告期内宁夏+浙江两地新订单落地，共计建设预算 11.6 亿，合同额 6.4 亿。目前在售未开工的合同额 24 亿，整体合同额 54 亿，在手订单充足。宁夏电网综合节能改造项目，涉及 3 方面改造内容：一是线路节能改造；二是变压器增容改造；三是换流站节能改造，预计该项目公司总投资金额约为 6,955 万元，公司将分享该项目效益总额约 11,554 万元，效益分享期限为 6 年。浙江（二期）项目：公司为客户建设配电台区变压器节能改造、无功补偿装路优化改造等，加装 GFN 接地故障综合保护系统、部分地市增储 35kV 移动式开闭站、增配高压电缆外护套故障测试仪和线路运行状态智能分析装路，预计该项目公司总投资金额约 57,036 万元，公司将分享该项目效益总额约 104,617 万元，效益分享期限为 9 年。
- 盈利预测与投资评级：预测公司 2018-2020 年净利润 2.88/3.54/4.40 亿，同比增长 27%/23%/24%，目前估值 14 倍，给予 2018 年 20 倍 PE，目标市值 58 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.48
一年最低/最高价	17.10/31.87
市净率(倍)	3.34
流通 A 股市值(百万元)	4139.52

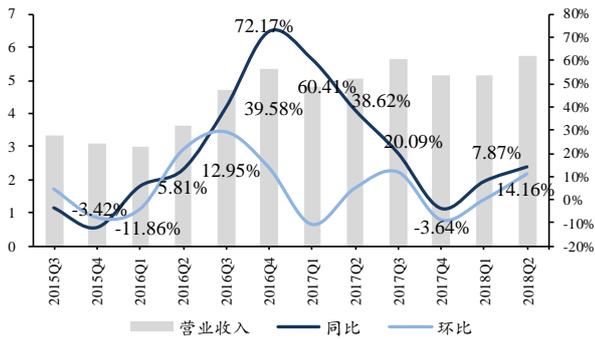
基础数据

每股净资产(元)	7.76
资产负债率(%)	72.04
总股本(百万股)	224.00
流通 A 股(百万股)	224.00

相关研究

- 1、《节能业务翻倍增长，在手订单充沛》2018-04-08
- 2、《节能业务维持高增速，国企改革弹性大》2017-10-18
- 3、《节能业务持续投入 电改带来广阔空间》2017-07-30

图 1：公司营业收入情况（亿元）



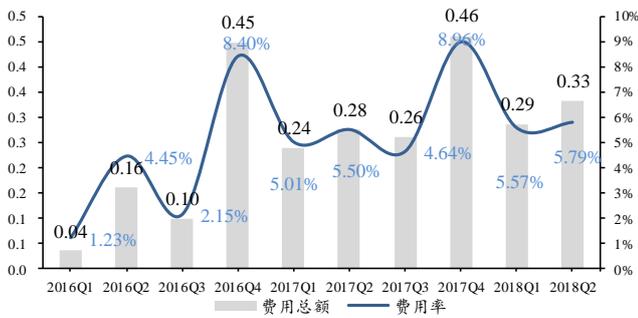
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：公司毛利率、净利率情况



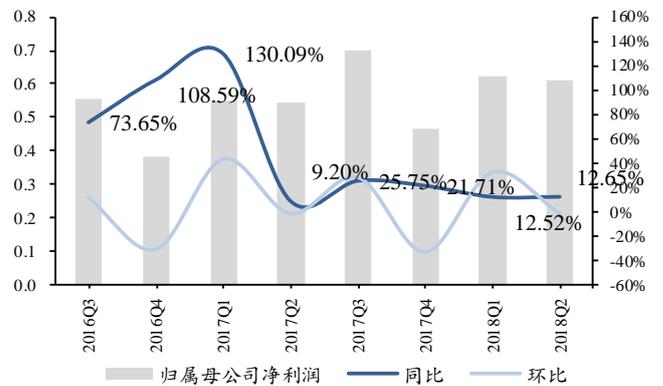
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：公司期间费用情况（亿元）



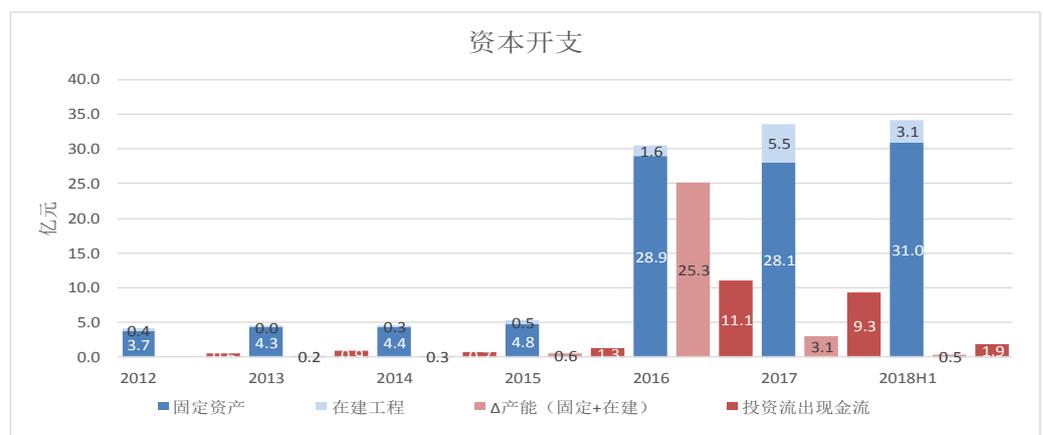
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司资本开支情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：公司项目情况

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		18Q2 本期
				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%	C
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%	C
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%	1
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%	C
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%	0.
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									
宁夏配电网综合节能改造项目	1.1554	0.70	订单已签订，未开工									
浙江二期	10.4617	5.70	订单已签订，未开工									
合计	38.2	54.0										

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>596.7</b>	<b>711.2</b>	<b>783.0</b>	<b>823.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>2060.3</b>	<b>2375.4</b>	<b>2689.5</b>	<b>3029.8</b>
现金	587.2	700.0	770.0	808.5	营业成本	1709.6	1925.5	2136.0	2371.1
应收款项	1.1	1.3	1.6	1.8	营业税金及附加	9.0	11.9	13.4	15.3
存货	0.6	0.7	0.8	0.9	营业费用	1.0	2.4	21.5	23.8
其他	7.9	9.3	10.7	12.3	管理费用	91.3	109.6	118.4	130.0
<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	43.0	50.0	50.6
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>297.7</b>	<b>365.0</b>	<b>453.7</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>4958.5</b>	<b>5697.9</b>	<b>6395.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>232.3</b>	<b>297.4</b>	<b>364.6</b>	<b>453.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>2001.7</b>	<b>2632.4</b>	<b>3113.5</b>	<b>3487.0</b>	所得税费用	5.8	8.9	10.9	13.6
短期借款	72.0	407.7	450.7	493.7	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	1372.9	1582.6	1931.1	2165.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>226.4</b>	<b>288.5</b>	<b>353.7</b>	<b>439.8</b>
其他	556.7	642.1	731.7	828.1	EBIT	251.8	328.8	403.0	492.3
<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	492.4	608.6	742.1
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>3614.9</b>	<b>4096.0</b>	<b>4469.5</b>	每股收益(元)	1.42	1.29	1.58	1.96
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	7.09	6.00	7.15	8.60
归属母公司股东权益	1134.4	1343.6	1601.9	1925.5	发行在外股份(百万股)	160.0	224.0	224.0	224.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4118.6</b>	<b>4958.5</b>	<b>5697.9</b>	<b>6395.0</b>	ROIC(%)	13.4%	13.3%	13.9%	15.2%
					ROE(%)	20.0%	21.5%	22.1%	22.8%
<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%	18.9%	20.6%	21.7%
经营活动现金流	697.1	747.0	995.6	1018.0	EBIT Margin(%)	12.2%	13.8%	15.0%	16.2%
投资活动现金流	-884.8	-890.5	-873.3	-906.3	销售净利率(%)	11.0%	12.1%	13.2%	14.5%
筹资活动现金流	270.0	256.3	-52.3	-73.2	资产负债率(%)	72.5%	72.9%	71.9%	69.9%
现金净增加额	82.3	112.8	70.0	38.5	收入增长率(%)	23.7%	15.3%	13.2%	12.7%
折旧和摊销	501.0	163.6	205.7	249.8	净利润增长率(%)	34.8%	27.4%	22.6%	24.3%
资本开支	-835.3	-890.5	-873.3	-906.3	P/E	13.06	14.35	11.70	9.41
营运资本变动	-155.2	294.9	436.3	328.5	P/B	2.61	3.08	2.58	2.15
企业自由现金流	-238.8	-113.1	159.5	149.4	EV/EBITDA	7.89	13.35	11.59	10.01

数据来源：贝格数据，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>

