

2016-7-28

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** **维持**

分析师 邬博华

 (8621)68751072

 wubh1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514040001

联系人 张韦华

 (8621)68751219

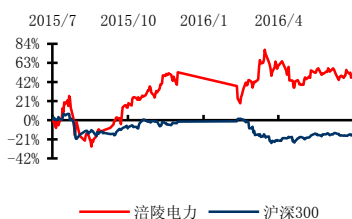
 zhangwh1@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《一季度需求回暖助力营收增长, 国网节能资产收购有序推进》2016-4-21

《剥离非主营业务提振业绩, 收购国网节能资产转型节能平台》2016-3-29

《优质资产注入, 涪陵电力转型国网节能服务唯一上市平台》2016-3-25

涪陵电力 (600452)

配电网业务收购落地助长公司扣非后业绩, “贸易商+服务商” 双重身份有望长期受益于售电侧改革

报告要点

■ 事件描述

涪陵电力发布 2016 年半年度报告: 报告期内, 公司实现营业收入 6.61 亿元, 同比增长 9.61%; 实现归母净利润 7384.10 万元, 同比下降 45.55%; 实现扣非后净利润 4775.01 万元, 同比增长 34.82%。

■ 事件评论

➤ **去年同期确认高额投资收益致本期业绩同比下降, 新增配电网节能业务公司实际盈利能力大幅提升。**2016 年上半年, 受全社会用电需求逐渐回暖影响, 公司实现售电量 11.49 亿千瓦时, 同比增长 5.81%, 带动公司电力业务营收同比小幅增长 2.53%。报告期内, 公司收购国网节能配电网资产正式完成交割, 新增配电网节能业务, 该业务实现营业收入 5121.95 万元, 显著增幅公司营业收入。由于公司去年同期剥离东海证券股权确认投资收益 1.17 亿元, 本期无类似收入, 致报告期内业绩同比下滑。若扣除此类非经常性损益, 在新增配电网节能业务及财务费用下降的作用下, 公司实现扣非后净利润 4775.01 万元, 同比增长 34.82%, 实际盈利能力有所上升。

➤ **配电网节能业务收购完成交割, 首次扩张拿下三笔订单验证大股东项目储备优势。**公司以现金 3.7 亿元收购国网节能旗下配电网节能业务已于今年 4 月 22 日完成交割, 涉及 14 个项目, 其中已投产项目保守承诺 2016-2018 年提供约 3113 万元、3273 万元、3100 万元的净利润。7 月 21 日, 公司发布公告称拟与福建电力公司、甘肃电力公司及河北电力公司签署配电网综合节能改造及电能质量提升项目及能源管理项目合同, 项目金额达到 9.78 亿元, 项目建设期 10-16 个月, 效益分享年限 5-8 年。公司首次扩张即一次性拿下三笔订单, 部分验证我们之前对于大股东国家电网项目储备优势的预期, 期待未来更多项目的签订和落地。

➤ **公司转型成为国网旗下节能平台, “双重身份” 有望长期受益于售电侧改革。**国家电网旗下尚有多家地方性节能服务公司, 按照国网的避免同业竞争承诺, 未来此类公司将被国网节能整合并注入到上市平台。公司背靠国家电网, 在市场、项目、资金、技术及人才方面具有相当的优势, 具有成为电网节能产业乃至全行业节能龙头的潜力。此外, 电力体制改革目前正在加速推进, 重庆市作为三大售电侧改革试点之一, 在 5 月份由国家发改委明确结算模式之后, 有望加速推进电力市场交易的推进及售电公司的培育。公司作为重庆市地方电网公司, 较

其他潜在售电公司拥有明显的客户优势，在售电侧改革初期有望脱颖而出。长期来看，我们认为售电公司最终将在售电服务上开展竞争，由于公司同时拥有地方电网售电业务及配电网节能业务，目前已经具备售电“贸易商”和“服务商”的双重身份，有望全方位受益于重庆售电侧改革。

投资建议及估值：我们维持公司盈利预测，预计公司 2016-2018 年实现 EPS0.647 元、0.791 元和 0.978 元，对应 PE49.42 倍、40.44 倍和 32.72 倍，维持“买入”评级。

风险提示：系统性风险，项目建设不及预期风险

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1250	1461	1562	1699
增长率(%)	-1%	17%	7%	9%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	186.1	103.6	126.6	156.4
增长率(%)	159%	-44%	22%	24%
每股收益(元)	1.163	0.647	0.791	0.978
净资产收益率 (%)	26.8%	13.7%	15.1%	16.7%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1250	1461	1562	1699	货币资金	517	715	889	1094
营业成本	1119	1280	1351	1450	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	131	182	211	249	应收账款	2	2	2	3
%营业收入	10.4%	12.4%	13.5%	14.7%	存货	1	1	1	1
营业税金及附加	8	9	10	11	预付账款	0	0	0	0
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	16	19	20	22
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	544	747	923	1131
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	10	10	10	10
管理费用	59	69	73	80	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	长期股权投资	56	60	64	68
财务费用	-5	-2	-3	-3	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	533	474	414	352
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	86	82	78	74
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	125	4	4	4	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	194	110	135	166	其他非流动资产	-2	-2	-2	-2
%营业收入	15.5%	7.5%	8.6%	9.8%	资产总计	1230	1372	1487	1633
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	198	110	135	166	应付款项	126	145	153	164
%营业收入	15.8%	7.5%	8.6%	9.8%	预收账款	102	119	128	139
所得税费用	12	7	8	10	应付职工薪酬	27	30	32	34
净利润	186	104	127	156	应交税费	5	4	5	5
归属于母公司所有者的净利润	186.1	103.6	126.6	156.4	其他流动负债	274	314	331	356
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	535	612	649	698
EPS (元/股)	1.16	0.65	0.79	0.98	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2015A	2016E	2017E	2018E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	170	251	234	278	其他非流动负债	1	1	1	1
取得投资收益	6	0	0	0	负债合计	536	613	650	699
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	694	759	837	934
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-107	-15	-16	-17	股东权益	694	759	837	934
其他	318	0	0	0	负债及股东权益	1230	1372	1487	1633
投资活动现金流净额	211	-15	-16	-17	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.163	0.647	0.791	0.978
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.34	4.74	5.23	5.84
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	27.50	49.42	40.44	32.72
筹资成本	32	-37	-45	-56	PEG	-4.89	-8.78	-7.19	-5.81
其他	-64	0	0	0	PB	7.37	6.75	6.12	5.48
筹资活动现金流净额	-32	-37	-45	-56	EV/EBITDA	17.40	23.68	19.94	16.43
现金净流量	349	199	173	205	ROE	26.8%	13.7%	15.1%	16.7%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看	好：	相对表现优于市场	
中	性：	相对表现与市场持平	
看	淡：	相对表现弱于市场	
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
买	入：	相对大盘涨幅大于 10%	
增	持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间	
中	性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间	
减	持：	相对大盘涨幅小于-5%	
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室（100032）
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。