

涪陵电力(600452)

电力/公用事业

发布时间: 2021-04-09

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

首次覆盖

## 节能服务营收毛利双增，未来发展可期

**事件:** 公司 2021 年 4 月 8 日发布 2020 年年报。2020 年公司实现营业收入 26.54 亿元, 同比增长 1.24%; 归母净利润 4.01 亿元, 同比增长 1.02%; 稀释每股收益 0.91 元, 同比增长 1.11%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.2 元(含税), 送红股 4 股。

**点评:** 配电网节能服务业务布局完善, 公司盈利能力不断提升。公司主营业务为电力销售及工程安装和配电网节能业务, 2020 年营收占比分别为 47.6%和 52.4%。其中, 配电网节能业务采用合同能源管理(简称 EMC)模式, 为电网节能降耗提供节能改造和能效综合治理。2016 年公司重组并新增配电网节能服务业务后, 2017~2020 年节能服务收入分别为 7.93 亿元、10.70 亿元、12.52 亿元和 13.91 亿元, 分别同比增长 34.93%、17.01%和 11.13%。2020 年电力销售及工程安装毛利率 2.97%, 同比减少 2.70 个百分点; 节能服务毛利率 36.57%, 同比增加 0.44 个百分点。

**筹划非公开发行, 支撑公司长期可持续发展。**公司持续推进战略转型升级, 资金需求量较大, 资产负债率维持较高水平, 2017 年~2020 年资产负债率分别为 72.46%、69.01%、61.68%和 67.82%。为收购国家电网下辖北京、河北等 9 家省综合能源有限公司的配电网节能资产及相关 EMC 合同权利、义务, 公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票, 目前已经证监会发审委会议审核通过。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司已完成上述资产的交割工作, 公司配电网节能服务业务布局获得进一步完善, 市场占有率预计将获得提升。

**发展“互联网+传统电网”业务, 加速向综合能源服务转型。**公司以智能化新技术应用为方向, 编制能源互联网建设方案, 建成投运多站融合试点项目变电站数据中心, 并完成电力北斗基站建设, 上线运行“安管控”云平台, 打造能源互联网典型案例, 利用“互联网+”优势提升传统电网业务运行效率, 加速向综合能源服务转型。

**盈利预测:** 我们预计 2021-2023 年公司营业收入为 30.06/32.43/34.77 亿元, 归母净利润为 4.53/5.05/5.54 亿元, EPS 为 1.03/1.15/1.26 元, 对应 PE 为 18.00/16.15/14.73 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 电改进展不及预期, 项目推进不及预期

### 股票数据 2021/04/08

6 个月目标价(元)	23.02
收盘价(元)	18.58
12 个月股价区间(元)	13.99~23.21
总市值(百万元)	8,157.36
总股本(百万股)	439
A 股(百万股)	439
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	5

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	4%	15%	33%
相对收益	3%	22%	-2%

### 相关报告

- 《水火风光量价齐升, 结构优化成长可期》 --20210408
- 《水火风光共济, 股东多次增持彰显发展信心》 --20210402
- 《配电网重组初见成效, 三峡电入渝降本增利》 --20210326
- 《蛟龙出海, 新动能助推水电巨擘》 --20210303

### 证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002  
0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

### 研究助理: 岳挺

执业证书编号: S0550120110024  
0755-33975865 yueting@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,622	2,654	3,006	3,243	3,477
(+/-)%	7.12%	1.24%	13.26%	7.88%	7.21%
归属母公司净利润	397	401	453	505	554
(+/-)%	13.80%	1.02%	13.09%	11.44%	9.65%
每股收益(元)	0.90	0.91	1.03	1.15	1.26
市盈率	20.42	18.02	18.00	16.15	14.73
市净率	4.37	3.75	3.28	2.44	1.92
净资产收益率(%)	21.39%	20.83%	18.24%	15.13%	13.02%
股息收益率(%)	1.18%	1.18%	1.18%	1.35%	1.51%
总股本(百万股)	314	439	439	439	439

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	700	401	544	778
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	290	412	489	543
存货	0	0	1	1
其他流动资产	107	129	150	171
<b>流动资产合计</b>	<b>1,098</b>	<b>942</b>	<b>1,183</b>	<b>1,492</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	111	111	111	111
固定资产	4,344	4,449	4,756	5,043
无形资产	46	44	41	39
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,881</b>	<b>5,084</b>	<b>5,491</b>	<b>5,879</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,979</b>	<b>6,026</b>	<b>6,674</b>	<b>7,371</b>
短期借款	100	0	0	0
应付款项	1,541	1,570	1,583	1,607
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	164	100	70	50
<b>流动负债合计</b>	<b>3,226</b>	<b>2,717</b>	<b>2,517</b>	<b>2,302</b>
长期借款	819	809	799	789
其他长期负债	11	16	21	26
<b>长期负债合计</b>	<b>829</b>	<b>825</b>	<b>820</b>	<b>815</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,055</b>	<b>3,541</b>	<b>3,337</b>	<b>3,116</b>
归属于母公司股东权益合计	1,924	2,485	3,337	4,255
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,979</b>	<b>6,026</b>	<b>6,674</b>	<b>7,371</b>

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,654</b>	<b>3,006</b>	<b>3,243</b>	<b>3,477</b>
营业成本	2,108	2,387	2,569	2,754
营业税金及附加	4	5	6	6
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	2	3	3	4
管理费用	92	93	94	95
财务费用	51	38	37	34
公允价值变动净收益	3	0	0	0
投资净收益	20	21	22	23
<b>营业利润</b>	<b>428</b>	<b>491</b>	<b>545</b>	<b>594</b>
营业外收支净额	3	2	3	2
<b>利润总额</b>	<b>431</b>	<b>493</b>	<b>547</b>	<b>597</b>
所得税	31	39	42	43
净利润	401	453	505	554
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>401</b>	<b>453</b>	<b>505</b>	<b>554</b>
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>401</b>	<b>453</b>	<b>505</b>	<b>554</b>
资产减值准备	12	0	0	0
折旧及摊销	812	1,312	1,363	1,412
公允价值变动损失	-3	0	0	0
财务费用	51	46	44	44
投资损失	-20	-21	-22	-23
运营资本变动	-100	-489	-267	-271
其他	-30	-3	-4	-3
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>1,123</b>	<b>1,299</b>	<b>1,619</b>	<b>1,712</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-529</b>	<b>-1,287</b>	<b>-1,287</b>	<b>-1,287</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-240</b>	<b>-312</b>	<b>-189</b>	<b>-192</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-291</b>	<b>950</b>	<b>831</b>	<b>929</b>

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.91	1.03	1.15	1.26
每股净资产 (元)	4.38	5.66	7.60	9.69
每股经营性现金流量	2.56	2.96	3.69	3.90
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	1.2%	13.3%	7.9%	7.2%
净利润增长率	1.0%	13.1%	11.4%	9.6%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	20.6%	20.6%	20.8%	20.8%
净利润率	15.1%	15.1%	15.6%	15.9%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	39.90	50.00	55.00	57.00
存货周转率 (次)	0.05	0.08	0.07	0.07
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	67.8%	58.8%	50.0%	42.3%
流动比率	0.34	0.35	0.47	0.65
速动比率	0.34	0.35	0.47	0.65
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	3.5%	3.1%	2.9%	2.7%
财务费用率	1.9%	1.3%	1.1%	1.0%
<b>分红指标</b>				
分红比例	24.2%	21.3%	21.7%	22.2%
股息收益率	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	18.02	18.00	16.15	14.73
P/B (倍)	3.75	3.28	2.44	1.92
P/S (倍)	3.07	2.71	2.52	2.35
净资产收益率	20.8%	18.2%	15.1%	13.0%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验，2007年以来具有13年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

岳挺：美国宾夕法尼亚大学 PhD，清华大学能源与动力工程本科，CFA 持证人，现任东北证券电力环保组组长。曾任工业和信息化部中国电子信息产业发展研究院研究员。具有法律职业资格，享受深圳市海外高层次人才（孔雀计划）奖励补贴。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区洗村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034555	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鹤	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn