

涪陵电力(600452.SH)

国网节能平台，全面受益电改

评级：**买入** 前次：
目标价(元)：**45**

分析师 联系人
沈成 李可伦

S0740514080003

021-20315203

shencheng@r.qlzq.com.cn likl@r.qlzq.com.cn

2016年10月10日

基本状况

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	160
市价(元)	35.69
市值(百万元)	5,710
流通市值(百万元)	5,710

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,268.63	1,249.96	1,721.83	1,988.49	2,238.05
营业收入增速	1.99%	-1.47%	37.75%	15.49%	12.55%
归属于母公司的净利润	71.96	186.10	145.34	189.17	224.75
净利润增长率	32.89%	158.62%	-21.90%	30.15%	18.81%
摊薄每股收益(元)	0.45	1.16	0.91	1.18	1.40
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	35.46	28.28	39.29	30.19	25.41
PEG	1.08	0.18	—	1.00	1.35
每股净资产(元)	3.28	4.34	4.90	6.08	7.48
每股现金流量(元)	0.95	1.06	9.34	1.29	2.35
净资产收益率	13.69%	26.80%	18.55%	19.45%	18.77%
市净率	4.86	7.58	7.29	5.87	4.77

投资要点

- 公司是国网区域性配电网平台，配电网业务稳健发展：**公司控股股东川东电力经过调整已成为国网节能公司全资子公司、国网公司全资孙公司，因此公司目前直属国网公司序列，实际控制人为国务院国资委，主营电力供应与销售，供电区域主要集中于重庆市涪陵区。受益于涪陵区近年的工业化和城镇化，公司近五年售电量与营业收入的 CAGR 分别为 8.24% 和 7.39%；公司 2015 年售电量达到 22.73 亿 kWh，营业收入 12.50 亿元，盈利水平保持稳定。同时，公司不断精简参控股公司，专注于核心业务，为公司进一步扩张、发展和转型奠定了基础。
- 收购国网配电网节能资产，打造公司第二主业：**2016 年上半年，公司以 3.74 亿元现金向国网节能公司收购其配电网节能资产，成为国网公司的配电网节能业务平台。我国电网综合线损率与世界先进水平平均相差 2 个百分点，其中中低压配电网损耗占总损耗的近 50%；假设通过配网节能改造使线损率下降至世界先进水平，则可节约电量超过 1000 亿 kWh；如果以 0.6 元/kWh 为平均销售电价计算，采用合同能源管理模式（节能分享比例 95% 以上），那么配电网节能服务收益市场空间可达 300 亿元以上。公司背靠国网，配网节能业务在手订单充足，目前共有 5 个已投产项目、3 个在建项目及 7 个已签订合同或在进行可行性研究的前期项目；预计公司 2016 年配网节能业务实现营业收入超过 4 亿元，大幅增厚公司业绩，成为公司第二主营业务。
- 国网配网节能业务的唯一上市平台，未来仍有资产注入预期：**我们认为国网将配网节能业务注入上市平台，旨在利用资本市场的融资优势，加快配网节能业务的扩张。同时，国网公司承诺解决同业竞争问题，确立了公司作为国网旗下唯一的配网节能服务平台的地位。此外，我们预计未来国网有可能将工业节能、交通节能及建筑节能的资产注入公司，将公司打造成为国网的综合性节能服务平台。

- **重庆电改风起云涌，公司有望分享红利：**2016年下半年以来，从中央到各地方连续出台电改相关政策，电改进程陡然加速。重庆作为首批售电侧改革地区，将同时放开售电和配电市场。2016年9月1日，国网范围内第一个有多家主体参与组建的电力交易机构——重庆电力交易中心正式挂牌成立，是重庆电改的一大里程碑。预计公司下一步将成立市场化的配售电公司，不仅可以直接扩大其传统售电业务的盈利，还可利用电力建设运维等领域的优势，积极投资其他增量配电网，且进一步向用户提供节能改造等增值服务，与公司现有的配电网节能业务形成共振，将业务从国网下属企业扩展至电力用户侧，打造配售电一体化的综合能源服务商，具备极大的客户粘性优势，有望成为电改龙头企业。
- **投资建议：**我们预计公司2016-2018年可实现营业收入17.22亿元、19.88亿元和22.38亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为1.45亿元、1.89亿元和2.25亿元，增速分别为-22%、30%和19%，EPS分别为0.91元、1.18元和1.40元，对应PE分别为39倍、30倍和25倍。鉴于公司在国网体系内的战略地位，我们看好配电网节能业务对公司未来业绩带来的持续提升，同时看好公司全面受益于重庆电改，有望成为电改龙头企业，首次覆盖给予公司“买入”的投资评级，目标价45元，对应于2017年38倍PE。
- **风险提示：**区域用电需求增速下降程度超预期；同业竞争解决进度不达预期；重庆电改进度低于预期。

内容目录

国网区域性配售电平台，配售电业务保持稳健	- 5 -
立足重庆，背靠国网	- 5 -
电力配售一体化经营，盈利能力保持稳定	- 5 -
精简参控股公司，专注核心业务	- 7 -
收购国网配电网节能资产，打造公司第二主业	- 8 -
数量产值双双爆发，节能服务行业高速增长	- 8 -
政策支持、需求驱动，配电网节能是电网发展的题中应有之义	- 9 -
在手订单充足兼具盈利能力优异，配网节能将成公司第二主业	- 10 -
国网配网节能业务的唯一上市平台，未来仍有资产注入预期	- 13 -
配网节能资产质地优良，登陆上市平台有利进一步扩张	- 13 -
国网承诺解决同业竞争，公司将成国网旗下唯一的配网节能服务平台	- 14 -
重庆电改风起云涌，公司有望分享红利	- 15 -
电改持续升温，各地加速推进	- 15 -
重庆推进力度大，配网投资主体审批权下放	- 17 -
成立市场化售电公司将直接利好公司售电业务	- 19 -
公司或将成为国家电网参与市场化竞争的载体	- 19 -
盈利预测与估值	- 20 -
盈利预测	- 20 -
相对估值	- 21 -
投资建议	- 22 -
风险提示	- 22 -

图表目录

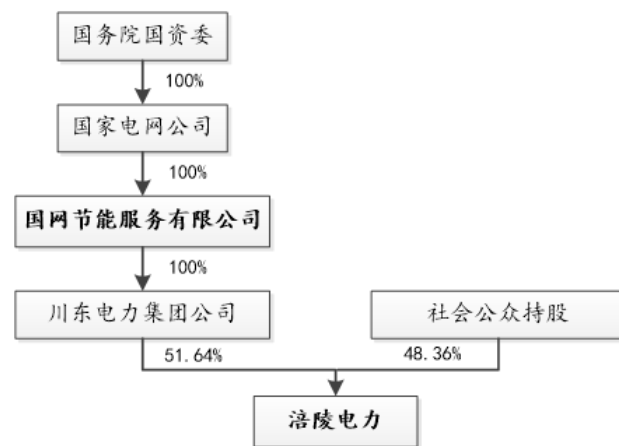
图表 1: 公司股权结构图.....	- 5 -
图表 2: 2011-2015 年涪陵区 GDP (亿元)	- 6 -
图表 3: 2011-2015 年涪陵区工业总产值 (亿元)	- 6 -
图表 4: 2011-2015 年涪陵区工业增加值 (亿元)	- 6 -
图表 5: 2011-2015 年涪陵电力售电量 (亿 kWh)	- 6 -
图表 6: 2011-2015 年公司营业收入 (亿元)	- 6 -
图表 7: 2011-2015 年公司净利润 (亿元)	- 6 -
图表 8: 2011-2015 年公司主营收入构成.....	- 7 -
图表 9: 2011-2015 年公司盈利水平.....	- 7 -
图表 10: 公司近年来对外股权投资变动情况.....	- 7 -
图表 11: 公司现有对外股权投资情况.....	- 8 -
图表 12: 近五年我国节能服务公司总数量 (家)	- 8 -
图表 13: 近十年我国节能服务产业产值 (亿元)	- 8 -
图表 14: 配网节能相关政策总结.....	- 9 -
图表 15: 近五年全国电力需求量 (亿 kWh) 及同比增长率.....	- 10 -
图表 16: 山东配电网节能与提高电能质量改造 (一期) 项目的效益分享模式.....	- 10 -
图表 17: 标的资产部分已完工项目产生的效益.....	- 11 -
图表 18: 配网节能业务部分已开工及前期准备项目.....	- 11 -
图表 19: 公司在配网节能行业的竞争优势.....	- 12 -
图表 20: 现有配网节能项目所得税税率 (截至资产收购交易完成)	- 12 -
图表 21: 国网节能股权结构.....	- 13 -
图表 22: 国网下属省级配电网节能服务公司.....	- 14 -
图表 23: 国网直属体系上市公司一览.....	- 15 -
图表 24: 中央电改政策整理.....	- 15 -
图表 25: 各地最新电改动作汇总.....	- 17 -
图表 26: 重庆电力交易中心股权结构.....	- 18 -
图表 27: 市场化售电公司的基本盈利模式.....	- 19 -
图表 28: 用电服务的商业模式.....	- 20 -
图表 29: 分业务营业收入预测.....	- 21 -
图表 30: 可比上市公司估值比较 (配售电公司)	- 21 -
图表 31: 可比上市公司估值比较 (用电服务公司)	- 22 -
图表 32: 涪陵电力三张报表.....	- 23 -

国网区域性配售电平台，配售电业务保持稳健

立足重庆，背靠国网

- 涪陵电力成立于 1999 年，2004 年公司首次公开发行股票并在上交所挂牌上市，川东电力集团公司持有公司 51.64% 股份，为公司控股股东。
- 2011 年，国网重庆市电力公司经股权划转，持有川东电力集团公司 88.56% 股权，成为川东电力的控股股东和涪陵电力的间接控制人，涪陵电力并入国家电网公司。2013 年国网重庆市电力公司由股权划转接受剩余 11.44% 股权，完全控股川东电力集团。
- 2016 年 5 月 4 日，国网重庆市电力公司将其持有的川东电力全部股权无偿划转至国网节能服务有限公司。

图表 1：公司股权结构图



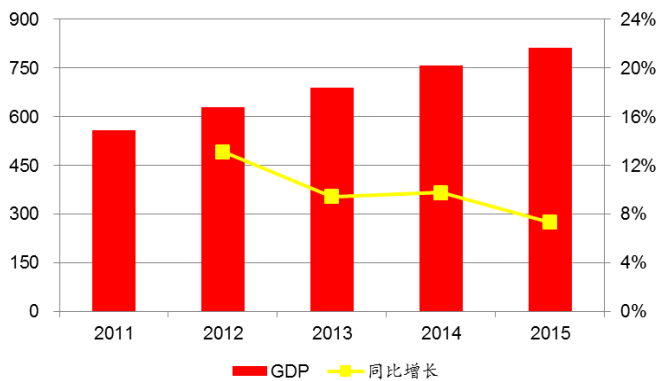
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司背靠国家电网公司，依托其在电力领域的技术、人才、资金、装备制造等多方面优势，可以保证公司配售电主营业务的良好发展前景。此外，公司股权结构清晰，股权集中度较高，在管理层面上的内部阻力很小，为公司未来的业务拓展、协同及整合留下了足够的空间。

电力配售一体化经营，盈利能力保持稳定

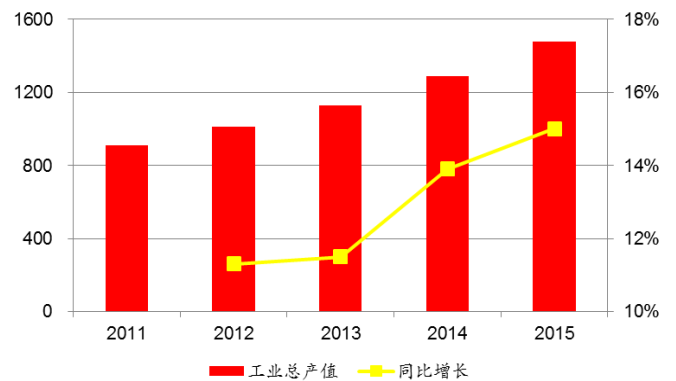
- 公司主营电力供应与销售，供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域，以 110kV 输电线路为骨干网架，以 35kV、10kV 线路为配电网，通过联网线路从关联方川东电力集团公司、国网重庆市电力公司等单位趸购电能，同时向辖区内的用电单位销售电能，赚取购电、售电电价的价差。2015 年，公司向川东电力公司采购电能总计 6.52 亿元，向重庆电力公司采购电能总计 1.04 亿元，分别占总采购电能的 85.90% 和 13.70%。
- 公司主营业务的盈利模式意味着公司的盈利情况与所供电地区的用电需求紧密相关。因此公司所在地的经济发展，尤其是工业发展情况对公司的盈利能力影响较大。公司所在的重庆市涪陵区是重庆市工业化、城镇化的主战场以及重要的制造业基地。我们认为，公司将直接受益于涪陵区近几年工业化和城镇化的主旋律。

图表 2: 2011-2015 年涪陵区 GDP (亿元)



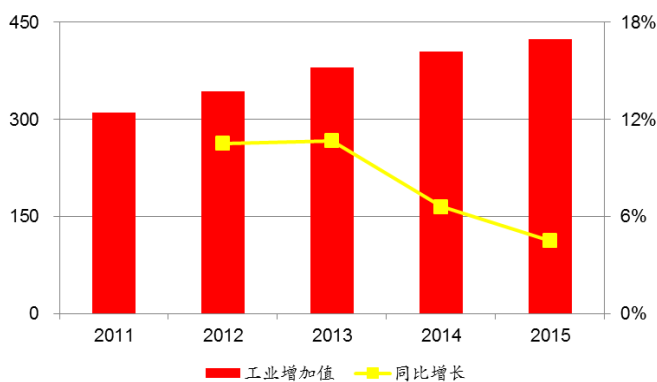
来源: 涪陵区政府, 中泰证券研究所

图表 3: 2011-2015 年涪陵区工业总产值 (亿元)



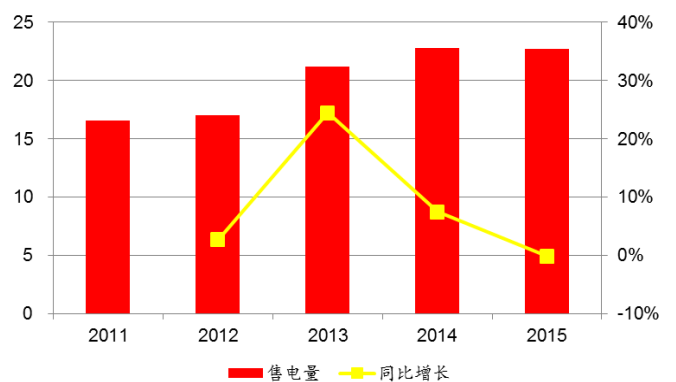
来源: 涪陵区政府, 中泰证券研究所

图表 4: 2011-2015 年涪陵区工业增加值 (亿元)



来源: 涪陵区政府, 中泰证券研究所

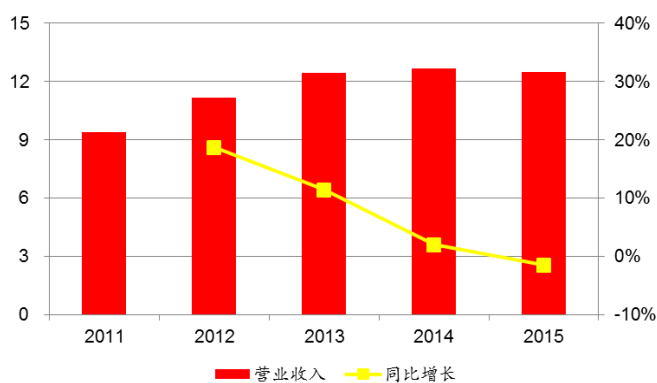
图表 5: 2011-2015 年涪陵电力售电量 (亿 kWh)



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

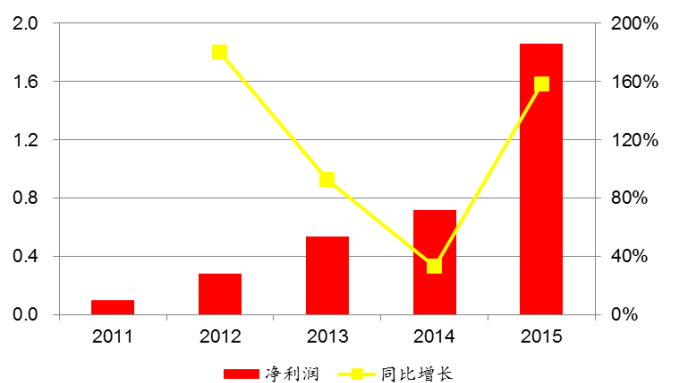
- 公司近五年的售电量与营业收入稳中有升。2015 年售电量达到 22.73 亿 kWh, 营业收入 12.50 亿元, 近五年 CAGR 分别为 8.24%和 7.39%, 趋势与涪陵区地区生产总值及工业增加值近五年的变化趋势相仿, 体现了主营业务对供电地区经济发展尤其是工业发展的依赖。公司近五年净利润不断增加, CAGR 达到 37.97%, 其中 2015 年公司实现净利润 1.86 亿元, 同比增长 158.33%, 这主要是由于公司将所持全部东海证券股权对外转让确认投资收益 1.17 亿元所导致的。

图表 6: 2011-2015 年公司营业收入 (亿元)



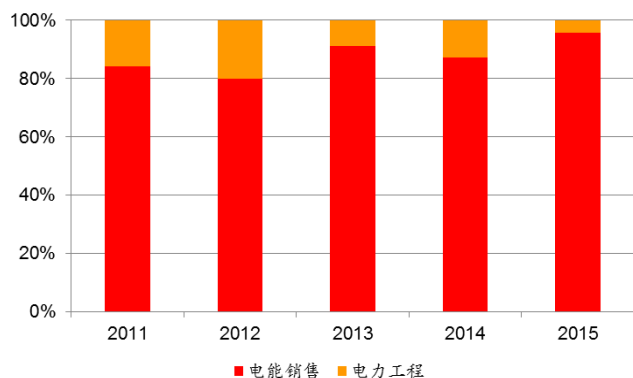
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 7: 2011-2015 年公司净利润 (亿元)



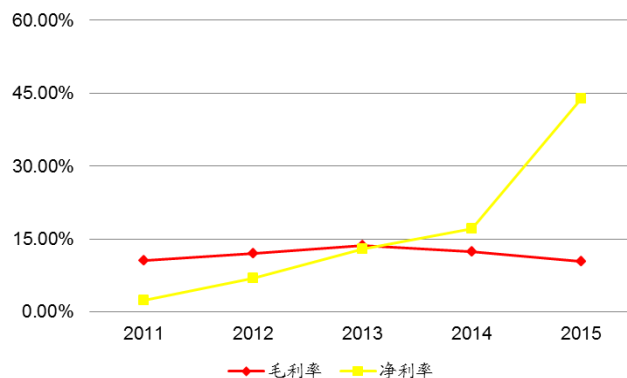
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 8: 2011-2015 年公司主营收入构成



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 9: 2011-2015 年公司盈利水平



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 稳定的主营业务盈利贡献是公司进一步扩张、发展和转型的坚实基础。近五年来, 公司的毛利率分别为 10.62%、12.11%、13.73%、12.36% 和 10.44%, 盈利能力保持稳定。由于 2013 年及之后营业外收入和处置资产所获得的投资收益增多, 公司净利率相比 2013 年之前有明显提升。公司主营业务清晰, 营业收入绝大部分来自于电能销售业务, 剩余营收来自于电力工程业务, 包括电力工程安装和电力物资销售。电能销售收入年平均占比达到 90% 以上, 2015 年占比达到 95.79%。

精简参控股公司, 专注核心业务

- 自 2012 年以来, 公司不断通过吸收合并控股子公司和转让参股公司股权等方式精简对外股权投资的结构, 剥离经营不善的资产和业务。其中包括吸收合并控股子公司光华科技、耀涪投资、明宇送变电以及水江发电, 同时对外转让公司所持有的东海证券、华源电力、银科担保 (未完成) 以及新嘉南公司 (未完成) 的股份。

图表 10: 公司近年来对外股权投资变动情况

年份	事项
2012	完成对控股子公司重庆市光华科技有限责任公司以及重庆市耀涪投资有限责任公司的吸收合并, 同时完成了两个子公司工商登记注销。
2013	对全资子公司重庆市水江发电有限公司进行吸收合并以及工商登记注销。
2013	注销全资子公司重庆市明宇送变电工程公司并设立送变电工程分公司。
2014	将所持全部重庆市新嘉南建材有限责任公司 35% 股权、重庆市涪陵区银科融资担保有限责任公司 3.333% 股权进行公开挂牌转让。
2015	将所持全部东海证券 1.4371% 的股权进行公开挂牌转让, 已全部收到江苏高力应支付的东海证券股权交易价款 1.3 亿元及权益变动款 1356 万元。
2015	将原下属全资子公司重庆市水江发电有限公司相关资产公开挂牌转让, 收到受让方江南化工支付的本次交易的全部价款 1795 万元。
2016	将所持全部华源公司的 30% 股权进行公开挂牌转让, 同时将所拥有的华源电力全部债权与股权一并打包对外转让; 已收到受让方支付的本次交易的全部价款 2596 万元。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11：公司现有对外股权投资情况

公司名称	持股比例	经营情况	处置状态
重庆市涪陵区银科融资担保有限公司	3.33%	为中小企业贷款提供担保，2015 年度经营正常。	挂牌转让
重庆市新嘉南建材有限责任公司	35.00%	主要经营水泥制造、销售，2015 年度实现净利润 2123.50 万元；公司 2015 年收到其 2014 年度分红款 577.50 万元。	挂牌转让
重庆市蓬威石化有限责任公司	15.00%	主要经营精对苯二甲酸生产，2015 年度累计亏损严重。	暂未转让

来源：公司公告，中泰证券研究所

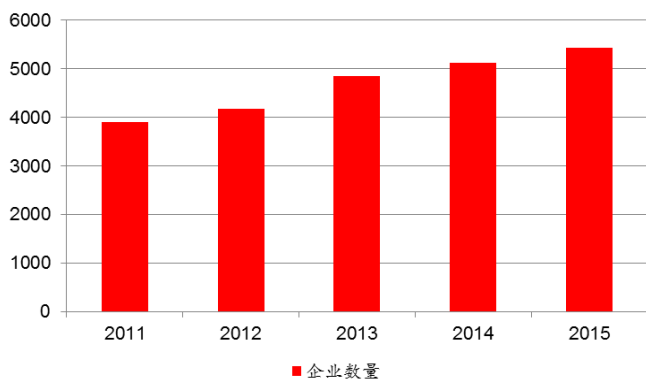
- 总结公司近年来在产权清理方面的运作，我们认为，公司意在强化电力销售核心业务地位，着力提升输配售电业务的竞争力，同时降低期间费用，提高公司净利润和运行效率，为下一步承接配电网节能等新业务创造有利的环境。

收购国网配电网节能资产，打造公司第二主业

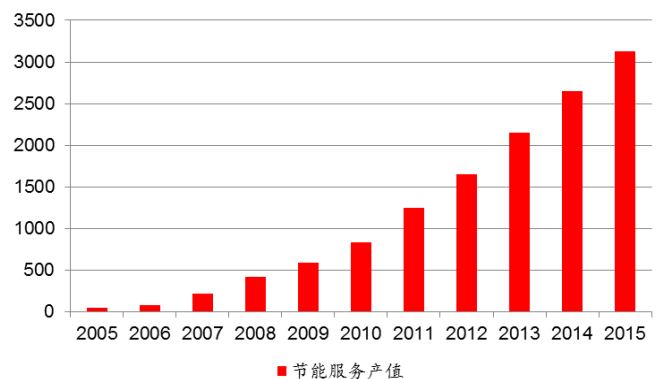
- 2016 年 3 月 28 日，公司公告 2016 年第一次临时股东大会通过了向国网节能服务有限公司支付现金以购买其配电网节能业务的议案，交易对价 3.74 亿元。本次交易的标的资产为国网节能的配电网节能业务，包括经营形成的固定资产、在建工程、应收账款等资产；应付账款、借款等负债；与配电网节能业务相关的合同权利、义务。本次交易不涉及股份发行和股权转让，交易前后上市公司的控股股东、间接控股股东、实际控制人均未发生变化。2016 年 4 月 26 日，本次交易已完成标的资产的交割过户。

数量产值双双爆发，节能服务行业高速增长

- 节能服务是指由专业的能源管理公司帮助客户解决节能运营改造问题的服务。节能服务通常采取合同能源管理的方式，实现一种集前期各种诊断设计、中期融资采购、安装、后期节能跟踪服务为一体的系统服务。

图表 12：近五年我国节能服务公司总数量（家）


来源：中国节能服务网，中泰证券研究所

图表 13：近十年我国节能服务产业产值（亿元）


来源：中国节能服务网，中泰证券研究所

- 根据中国节能协会节能服务产业委员会的统计，截至 2015 年底，中国节能服务公司总数达到 5426 家，其中产值超过 10 亿元的节能服务公司

有 25 家，超过 5 亿元的有 142 家，超过 1 亿元的有 286 家。近十年我国节能服务产业产值保持高速增长，从 2005 年的 47.3 亿元增长至 2015 年的 3127.3 亿元，CAGR 高达 52.07%。

政策支持、需求驱动，配电网节能是电网发展的题中应有之义

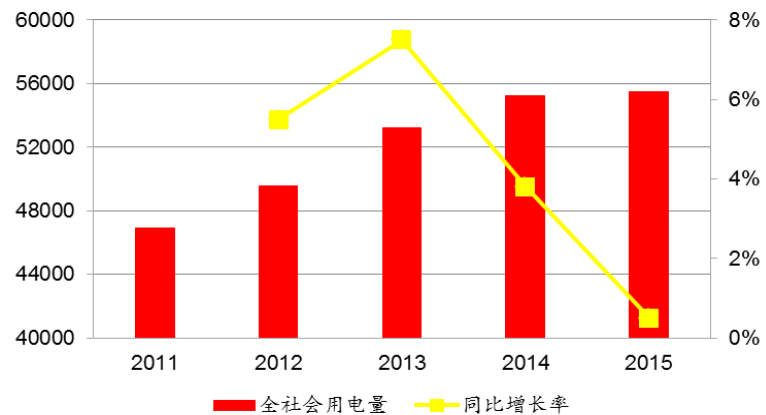
- **我国电力工业的能源利用效率相对落后，政策推动节能业务发展。**近年来，为缓解我国能源供需矛盾、推动经济结构调整和产业技术进步，我国政府出台了一系列推动节能减排的政策措施。其中配电网节能内容主要集中在加快智能电网建设、降低线损和配电变压器损耗、加强需求侧管理等方面。

图表 14：配网节能相关政策总结

时间	文件名称	下发单位	配网节能相关内容
2012.8.6	节能减排“十二五”规划	国务院	加快现役机组和电网改造，降低厂用电率和输配电线损，电网综合线损率由 6.53% 降到 6.3%，电力变压器损耗由空载 43kW、负载 170kW 降到空载 30~33kW、负载 151~153kW。
2015.7.31	配电网建设改造行动计划(2015-2020 年)	国家能源局	应用先进配电技术，科学选择导线截面和变压器规格；加强配电网无功规划和运行管理，实现各电压层级无功就地平衡，减少电能传输损失。
2015.8.10	配电变压器能效提升计划(2015-2017 年)	工业和信息化部、质检总局、发改委	到 2017 年底，初步完成高耗能配电变压器的升级改造，高效配电变压器在网运行比例提高 14%；建成较为完善的配套体系和规范的市场秩序，当年新增量中高效配电变压器占比达到 70%；预计到 2017 年，累计推广高效配电变压器 6 亿 kVA，实现年节电 94 亿 kWh，相当于节约标准煤 310 万吨，减排二氧化碳 810 万吨。
2016.3.16	“十三五”规划纲要	全国人大	大力开发、推广节能技术和产品，推动能源管理体系、计量体系和能耗在线监测系统建设。

来源：国家发改委，国家能源局，中泰证券研究所

- **降低线损率，配电网节能业务市场潜力大。**配电网节能业务为配电网提供节能改造和能效综合治理解决方案，可有效解决无功损耗大、末端电压低、线损率高等突出问题。2015 年，我国全社会用电量为 5.55 万亿 kWh，其中国家电网实现售电量 3.45 万亿 kWh，线损率为 6.78%；南方电网实现售电量 0.78 万亿 kWh，线损率为 6.72%。美国、日本和德国 2008 年电网综合线损率分别为 5.5%、3.58% 和 4.1%。比较可见我国电网综合线损率与世界先进水平平均相差 2 个百分点，以 2015 年用电量 5.55 万亿 kWh 计算，相当于多损失 1000 亿 kWh 左右的电力，这其中中、低压配电网损耗占总损耗的近 50%。据我们测算，以 2015 年为例，假设通过配网节能改造使线损率下降 2 个百分点至与世界先进水平相同，则可节约电量约 1100 亿 kWh，如果以 0.6 元/kWh 为平均销售电价计算，考虑配网损耗占总损耗的一半，则配网节能业务可为电网公司带来约 330 亿元的节能收益。目前节能服务项目主要采用合同能源管理模式，节能分享比例在 95% 以上。因此，可预期未来配电网节能服务收益市场空间在 310 亿元以上。

图表 15：近五年全国电力需求量（亿 kWh）及同比增长率

来源：国家能源局，中泰证券研究所

- **电力需求增长或有瓶颈，供电公司有必要开发节能业务。**随着中国经济发展进入新常态，电力需求增速放缓，2015 年电力需求同比仅增长 0.52%，为近 35 年来新低。随着国家大力推动节能减排，叫停高耗能工业企业，未来我国电力需求预计将进入低速慢增长状态，因此电网公司的输配电业务或将遭遇增长瓶颈。同时，自电改“9 号文”及其配套文件的出台，电改持续深入，电网公司传统盈利模式将有所改变。电网公司将不再以上网及销售电价差作为收入来源，而是按照政府核定的输配电价收取过网费，其传统业务的盈利空间将被压缩。在此基础上，考虑节能服务的广阔市场，电网公司有必要发展节能业务。

在手订单充足兼具盈利能力优异，配网节能将成公司第二主业

- 配电网节能的主要商业模式为节能效益分享型合同能源管理（EMC）模式。节能改造工程的投入按照公司与用户的约定共同承担或由公司单独承担。项目建设施工完成后，经双方共同确认节能量后，双方按合同按照月度或季度约定比例分享节能效益。项目合同结束后，节能设备所有权无偿移交给用户，以后所产生的节能收益全归用户。

图表 16：山东配电网节能与提高电能质量改造（一期）项目的效益分享模式

投资额	出资比例	效益分享模式
5.08 亿元	国网节能公司 100% 出资 30% 为自有资金 70% 为银行贷款	效益分享期为 5 年 合同履行期内，国网节能公司分享 95% 的节能收益 节能收益分享款按季支付 国网节能公司负责本项目的设计、融资、改造、运行管理 合同期满后，改造项目资产无偿转让给 17 家地市公司

来源：国家电网，中泰证券研究所

- 以山东一期项目为例，国网节能公司与国网山东电力下属 17 家地市公司分别签订效益分享型 EMC 合同，各地市年节能量在 500 吨标准煤以上、10000 吨标准煤以下。通过项目实施，国网山东电力大幅降低了配电网改造投入，电能质量明显改善，电网效益得到提高。

- **配电网节能业务订单储备充足。**公司收购的国网配电网节能业务自 2013 年开展以来，收入呈快速增长趋势，合同额从第一年的 8 亿元跃升至 2015 年的近 30 亿元，累计签署合同额超过 60 亿元。截至 2016 年 8 月，公司本次交易所获取的配电网节能业务共有 5 个已投产项目、3 个在建项目及 7 个已签订合同或在进行可行性研究的前期项目。

图表 17: 标的资产部分已完工项目产生的效益

项目名称	年节电量 (万 kWh)	营业收入 (万元)		
		2013 年	2014 年	2015Q1~Q3
山东配电网节能与提高电能质量改造 (一期) 项目	27,127.51	7,020.00	15,460.79	11,595.59
重庆市大足供电公司综合降损节能改造项目	1,210.00	/	/	452.63
甘肃白银兰州配电网节能与提高电能质量改造项目	319.45	/	146.42	131.78

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 目前，配电网节能服务公司仅有国家电网和南方电网两家公司在旗下设立。其中，国网在输配电市场的占有率远高于南网。2015 年国网实现售电量 3.45 万亿 kWh，南网为 0.78 万亿 kWh (相当于国网的 22.8%)。作为承担国家电网公司配电网节能业务的载体，标的资产为全国各电力公司以及用能单位提供节能咨询、技术支持等综合节能服务。随着节能工作持续深入和配电网节能项目的不断开发，标的资产的项目数量、合同金额、营业收入等各项经营指标将会呈现良好的增长态势。

图表 18: 配网节能业务部分已开工及前期准备项目

项目	投资额 (亿元)	状态	预计完工 时间	效益分享模式	年节电量 (万 kWh)	年节能量 (吨标准煤)
江西配电网综合节能改造	1.43	已开工	2016.12	节能分享比例 95% 分享期 7 年	5,909	19,501
新疆昌吉、乌鲁木齐配网节能改造	0.05	已开工	2016.8	节能分享比例 98% 分享期 5 年	306	1,011
福建电网节能改造及提高供电可靠性 (二期)	8.88	签订合同	2017.11	节能分享比例 100% 分享期 8 年	/	/
河南配电网节能改造及电能质量提升	1.63	签订合同	2017.6	节能分享比例 95% 分享期 8 年	5,722	18,883
湖北鄂东配电网综合节能改造	2.79	签订合同	2017.3	节能分享比例 95% 分享期 7 年	9,316	30,743
甘肃配电网节能与提高电能质量改造 (二期)	0.38	签订合同	2017.5	节能分享比例 95% 分享期 5 年	/	/
河北正定、宁晋配电网节能与提高电能质量改造	0.51	签订合同	2017.7	节能分享比例 95% 分享期 5 年 (正定) 分享期 6 年 (宁晋)	/	/
浙江配电网综合节能改造	5.23	前期招标	/	节能分享比例 95% 分享期 9 年	17,762	58,615

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 配网节能行业在业务资质、技术、资金等方面都存在较高的壁垒，新进入者出现的可能性较小，因此竞争格局相对稳定。公司收购标的资产后，将在各方面都有显著优势。

图表 19：公司在配网节能行业的竞争优势

领域	公司优势
工程资质	国网节能是国网首家从事配网节能研究与设计业务的公司，技术水平和专业化程度较高。
既有业绩	配网节能资产已完成或正在进行江苏、浙江、福建、山东、江西、湖北等多个省份的配电网节能项目，累计配电网节能业务收入已经超过 3.4 亿元，在行业内具有明显业绩优势。
成本管理	配网节能资产经营涉及的设备、施工、监理等采用国网公司平台统一招标；工程实施及运营采用代运代维方式，有效控制成本支出。
员工团队	运营配网节能资产的国网节能各级员工都来自于电力系统生产、营销、财务等专业领域，且工作年限普遍在 5 年以上，经验丰富、专业水平高。

来源：中泰证券研究所

- **配电网节能业务享受税收优惠。**公司 2016 年半年报显示，上半年实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 9.61%，综合毛利率 11.50%；其中配电网节能业务首次并表，实现营收 5122 万元，毛利率 25.90%，驱动公司扣非后归母净利润同比增长 34.82%。
- 根据《国家税务总局关于促进节能服务产业发展增值税营业税和企业所得税政策问题的通知》，节能服务公司免征增值税和营业税；此外，节能服务公司实施合同能源管理项目，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年按照 25% 的法定税率减半，即 12.5% 征收企业所得税。
- 目前标的资产所建项目的合同所规定的节能分享比例均在 95% 以上。加之国网节能在此次交易过程中承诺，截至交易完成时已投产的 4 个项目在 2016-2018 年应享有的预测净利润数不低于 3113 万元、3273 万元、3100 万元。配电网节能业务将显著提高公司的毛利率，成为公司新的利润增长点。

图表 20：现有配网节能项目所得税税率（截至资产收购交易完成）

项目	2015 年 10-12 月	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
山东配网一期	0	12.50%	12.50%	12.50%	合同结束
甘肃配网	0	0	12.50%	12.50%	12.50%
重庆大足	0	0	0	12.50%	合同结束
江苏	0	0	0	12.50%	12.50%
项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 1-10 月	
江苏	12.50%	25.00%	25.00%	25.00%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 除此前已完工并贡献回款收益的山东一期、甘肃、重庆大足和江苏项目以外，公司公告 2016 年内山东二期、冀北廊坊、江西以及福建项目将实现回款，总额达到 4.11 亿元。根据项目合同对节能分享期的规定，以上项目的回款将持续到至少 2018 年；此外，考虑新签并即将开工的福建二期、甘肃二期及河北正定、宁晋项目，到 2018 年，公司的配电网节能业务预计实现营收超过 8 亿元，保守按照 20% 毛利率估计，毛利润

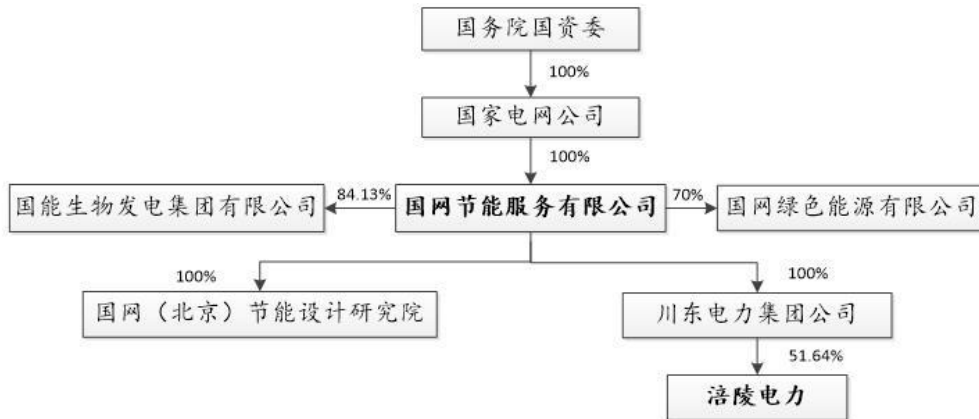
将达到约 1.6 亿元，而公司传统的配售电业务 2018 年预计实现毛利约 1.2~1.5 亿元。配电网节能业务将贡献公司过半的毛利润，成为公司的另一个主营业务。

国网配网节能业务的唯一上市平台，未来仍有资产注入预期

配网节能资产质地优良，登陆上市平台有利进一步扩张

- 公司收购的配网节能资产原所属的国网节能服务有限公司成立于 2013 年，为国家电网公司的全资子公司，注册资本 42 亿元。业务分为四大板块，分别是节能服务、能源综合利用、电力环保以及国际业务。截至 2016 年 7 月，国网节能下属国能生物发电集团有限公司、国网绿色能源有限公司、国网（北京）节能设计研究院以及川东电力集团公司四家控股公司。

图表 21：国网节能股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **配网节能资产与上市公司的资本运作平台完成结合。**我们认为，公司此次收购的完成意味着优质的配网节能资产正式登陆上市公司的资本运作平台，成为 A 股市场稀缺的配电网节能标的。
- **上市公司提供的融资便利有利于业务的进一步扩张。**EMC 模式意味着配电网节能订单的执行首先需要公司进行前期投资，在配网设备更换、改造等工作完成后，产生的节能收益分数年返还给公司，实现资金回笼。根据我们测算，按照公司现有的订单执行周期（5~8 年），账面上的 3.3 亿货币资金很难持续支撑配电网节能业务的大规模扩张，进一步的融资是业务扩张的必要条件。因此，配电网节能资产在公司旗下，可以利用上市公司直接对接资本市场、资金筹措渠道广的优势，在目前急需资金投入的业务扩张期便利地筹措资金，更好地抓住市场机会，实现进一步扩张和发展。
- **进入国网直属公司序列，打破地域桎梏。**公司的直接控制权归属国网节能公司也意味着公司正式脱离国网重庆市电力公司，进入国网直属公司序列，打破地域桎梏，从区域性电力配售平台转变为全国范围内的配电网节能服务平台，公司配电网节能业务的发展名正言顺、顺理成章。

国网承诺解决同业竞争，公司将成国网旗下唯一的配网节能服务平台

- 截至本次资产购买交易完成，在一些省份，国网公司旗下仍有其他从事配电网节能业务的子公司。考虑到可能的地方保护倾向，此部分同业竞争问题或成公司节能业务发展的掣肘。

图表 22：国网下属省级配电网节能服务公司

企业名称	成立时间	节能相关业务	注册资本 (万元)
国网河南节能服务有限公司	2012.10	合同能源管理；节能工程建设；节能设备批发零售	4,000
国网天津节能服务有限公司	2012.6	节能及能源审计咨询；节能项目设计、改造、运营；能源托管；节能量检测；节能设备制造、销售；合同能源管理	2,000
国网湖北节能服务有限公司	2011.5	节能产品的研发、销售，电力节能工程的设计、咨询。	3,000
国网江西节能服务有限公司	2011.4	高新、节能技术及产品的研发、推广、咨询、服务；新能源的开发与技术服务	2,000
国网山西节能服务有限公司	2011.9	合同能源管理；节能项目方案设计、改造、工程施工；节能项目投资、节能设备销售、租赁、安装调试；节能技术服务、技术咨询、节能技术培训	5,000
国网内蒙古东部电力节能服务有限公司	2012.7	电力节能咨询及相关技术服务；电力设备、新能源设备和电力技术、能源管理系统软件的研发、推广应用、销售及售后服务；节能项目投资、节能设备租赁	2,900
国网西藏节能服务有限公司	2012.9	节能服务，合同能源管理服务，客户能源审核，节能项目的咨询、设计、应用或技术改造	100
新疆电力节能服务有限公司	2012.4	节能咨询、合同能源管理、能源审计、能效测评、电力系统节能降耗项目等	2,000
国网四川节能服务有限公司	2012.8	节能技术推广、咨询、检测服务；合同能源管理	12,000
国网重庆节能服务有限公司	2012.5	主要从事节能技术推广、服务及相关项目投资，节能方案设计、咨询服务，节能设备研发、改造、安装、租赁及销售	3,000
国网北京节能服务有限公司	2012.10	合同能源管理；技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务	3,000

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 国网确认公司为国网旗下唯一的配网节能服务平台，未来仍有资产注入预期。为解决可能存在的同业竞争问题，国网公司承诺未来 5 年内通过委托涪陵电力经营或出售给无关联第三方或注入涪陵电力的方式解决部分省公司从事的少量配电网节能业务；承诺涪陵电力为国网公司配电网节能业务的载体，本次交易完成后，国网公司以及其他控制的其他企业不会新增与涪陵电力的业务存在竞争或可能构成竞争的任何业务及活动，其直接或间接控制的除涪陵电力外的其他方将不再新增配电网节能业务。国网公司的承诺实际上确立了涪陵电力作为国网旗下唯一的配网节能服务平台的地位，公司未来业务发展的同业竞争障碍被扫清，拓宽了公司的发展道路。此外，根据公司公告，未来国网公司可能将从事工业节能、交通节能及建筑节能的业务注入涪陵电力。若此事项最终完成，公司将成为依托国网的综合性节能服务平台。

- 公司目前是国网体系内唯一的服务型上市平台。目前国网直属体系内共有平高电气、国电南瑞、许继电气、置信电气、涪陵电力五家上市公司，其中前四家公司均为设备制造企业，仅涪陵电力为服务型企业。

图表 23：国网直属体系上市公司一览

公司名称	代码	主营业务	2015 年营收 (亿元)	2015 年归母净利润 (亿元)	当前市值 (亿元)
国电南瑞	600406.SH	电网自动化产品、节能环保产品、工业控制产品等	96.78	12.99	396.41
平高电气	600312.SH	封闭组合电器、断路器、隔离开关等	58.31	8.27	195.42
许继电气	000400.SZ	智能变配电设备、直流输电设备、供用电设备等	73.46	7.21	147.62
置信电气	600517.SH	非晶变压器、硅钢变压器、集成变电站等	63.77	4.44	146.06
涪陵电力	600452.SH	配售电服务、配电网节能服务等	12.50	1.86	57.10

来源：公司公告，中泰证券研究所

重庆电改风起云涌，公司有望分享红利

电改持续升温，各地加速推进

- 2015 年 3 月 15 日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见（中发〔2015〕9 号文）》，正式拉开第二轮电力体制改革的大幕。目前第二轮电改已初步形成了“纲领文件—顶层设计—落地规则”三个层次的政策体系。在最新的《关于有序放开发用电计划工作的通知（征求意见稿）》发布之后，预期的其余配套文件《售电公司准入与退出管理办法》、《有序放开配电业务管理办法》也落地在即。

图表 24：中央电改政策整理

时间	政策	主要内容
2015.3	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》 （“9 号文”）	有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本放开配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划 推进交易机构相对独立，规范运行 进一步强化政府监管；进一步强化电力统筹规划；进一步强化电力安全高效运行和可靠供应
2015.3	《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	统筹年度电力电量平衡，积极促进清洁能源消纳 加强日常运行调节，充分运用利益补偿机制为清洁能源开拓市场空间 加强电力需求侧管理，通过移峰填谷为清洁能源多发满发创造有利条件
2015.4	《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》	为吸引用户主动减少高峰用电负荷并自愿参与需求响应，可以制定、完善尖峰电价或季节电价 鼓励、支持发展电能服务业 鼓励用户实现用电在线监测并接入国家平台
2015.4	《关于贯彻中发[2015]9 号	电网企业按照政府核定的输配电价收取过网费，不再以上网电价和销售电价价

	文件精神，加快推进输配电价改革的通知》	差作为主要收入来源 积极稳妥推进发电侧和售电侧电价市场化，分步实现公益性以外的发售电价格由市场形成
2015.5	《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》	跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格，并鼓励以中长期合同形式予以明确
2015.11	《关于推进输配电价改革的实施意见》	逐步扩大输配电价改革试点范围 逐步减少工商业内部交叉补贴，妥善处理居民、农业用户交叉补贴 已制定输配电价的地区，电力直接交易按照核定的输配电价执行 暂未单独核定输配电价的地区，可采取保持电网购销差价不变的方式，即发电企业上网电价调整多少，销售电价调整多少，差价不变
2015.11	《关于推进电力市场建设的实施意见》	保障公益性、调节性发用电优先购电发电，坚持清洁能源优先上网 建立相对稳定的中长期交易机制 在保证安全、高效、环保的基础上，按成本最小原则建立现货交易机制
2015.11	《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》	交易机构不以营利为目的，为市场主体提供规范公开透明的电力交易服务 交易机构拟定交易规则
2015.11	《关于有序放开发用电计划的实施意见》	优先保障纳入规划的风能、太阳能、生物质能等可再生能源、调峰调频等发电直接交易发电侧准入范围：火电、水电，鼓励核电、风电、太阳能发电等尝试 选择直接交易的用户，原则上应全部电量参与直接交易 逐步放大直接交易比例
2015.11	《关于推进售电侧改革的实施意见》	鼓励越来越多的市场主体参与售电市场 优先开放能效高、排放低、节水型的发电企业，以及单位能耗、环保排放符合国家标准、产业政策的用户参与交易 促进电力生产者和消费者互动，向用户提供智能综合能源服务
2015.11	《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》	装机明显冗余、火电利用小时数偏低地区，原则上不再新建自备电厂项目 电网企业应对符合规定的自备电厂无歧视开放电网，做好系统接入服务 满足条件的拥有并网自备电厂的企业，可成为合格发电市场主体 拥有自备电厂但无法满足自身用电需求的企业，按规定可平等参与市场购电
2015.12	《电力市场运营基本规则（征求意见稿）》	计划电按照国家批复价结算，市场电按照市场价结算 明确要求中长期交易合同必须有分时电力曲线、合同电量注入节点和流出节点等信息，并在日前市场开市前提前进行分解，然后通过现货市场调整发用电计划偏差或满足实际发用电需求，实现“电力”匹配
2015.12	《电力市场监管办法（征求意见稿）》	能源监管机构负责组织制定和印发电力市场交易规则 电力交易机构负责拟定电力市场交易规则配套的业务细则 电力市场交易规则应根据市场发展情况适时修订完善
2015.12	《电力中长期交易基本规则（征求意见稿）》	电力中长期交易主要通过双边协商、集中竞价和挂牌等方式进行 市场交易主体可自愿选择交易方式，通过不同交易方式的组合来规避市场风险
2016.7	《关于有序放开发用电计划工作的通知（征求意见稿）》	未将发用电计划放开范围限制在试点区域，电改向全国推进 适时取消目录电价，鼓励投产新能源发电机组

来源：公开资料，中泰证券研究所

- **近期地方电改政策频出，各地方电改加速推进。**随着中央全力推进电改，各地纷纷采取行动，结合地方实际制定政策文件。尤其是中央改革办督察电改情况之后，2016年6-7月以来，各地方紧锣密鼓地出台电改相关政策，全国电改进程陡然加速。

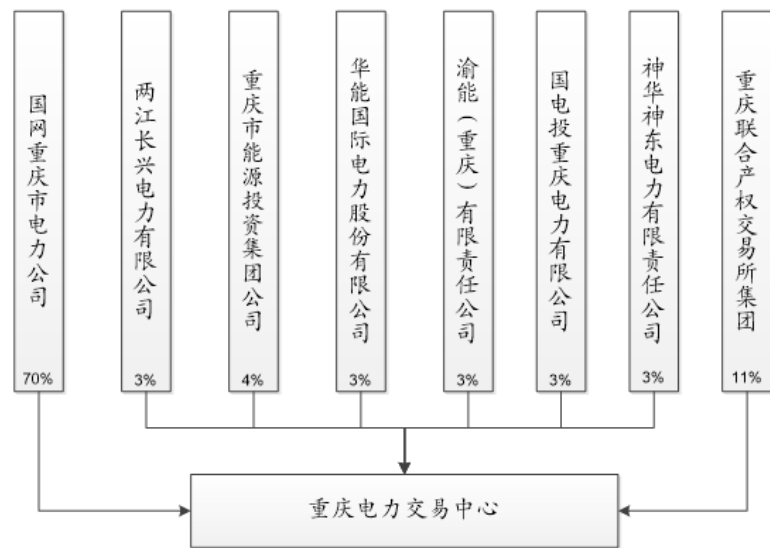
图表 25：各地最新电改动作汇总

地区	时间	政策/动作	主要内容/意义
浙江	2016.7	《浙江省售电侧改革方案》(征求意见稿)	市场交易包括批发和零售交易,市场主体可双边直接交易,也可通过交易机构集中交易
安徽	2016.7	放开直购电准入门槛	将电力用户准入条件由 35kV 以上的大工业用户放宽到一般工商业用户
华北	2016.7	《关于做好京津冀电力市场建设有关工作的通知》《京津唐电网电力用户与发电企业直接交易暂行规则》	力争到 2016 年底电力直接交易规模达到全社会用电量的 20%; 推进直接交易,并为京津冀电力市场开展现货交易做好准备
	2016.9	《北京市电力体制改革综合试点方案》	提出了推进输配电价改革、推动电动汽车充电设施建设、推进可再生能源发展、推进增量业务放开、促进竞争性售电等多种改革目标;要求北京市“确保电改取得实质性突破”
重庆	2016.7	《关于降低电气价格支持工业经济发展的通知》	火电大用户直接交易电量规模确保 80 亿 kWh; 将直购电用户最低年用电量放宽到 500 万 kWh, 同时允许数家年用电量 300 万 kWh 以上的企业打包进入直购电市场
	2016.8	《重庆市电力直接交易试点方案》	
	2016.8	《关于组织开展 2016 年第三批电力直接交易试点工作的通知》	
	2016.9	重庆电力交易中心成立	国网范围内第一个有多家主体参与组建的电力交易机构,打破了先前成立的省级电力交易机构均为国网独资的惯例
江苏	2016.8	《江苏省电力集中竞价交易规则(试行)》	与此前各地区直接交易的规则略有不同,交易价差对相同时,按照容量大小顺序成交
	2016.9	完成第一次集中竞价交易	成交电量 50 亿 kWh, 用户购电价格平均降低 0.0215 元/kWh, 降低用户购电总成本 1.075 亿元
广东	2016.8	公示第三批售电公司目录	售电公司总数增加 50 家, 达到 117 家
	2016.9	公示第四批售电公司目录	售电公司总数达到 151 家

来源：公开资料，中泰证券研究所

重庆推进力度大，配网投资主体审批权下放

- **重庆电改政策频频落地，重庆电力交易中心成立。**2016 年 6 月 29 日，重庆市人民政府办公厅印发《关于降低电气价格支持工业经济发展的通知》，明确提出设置直接交易电量规模底线、降低直购电准入门槛、减免城市公用事业附加费、降低企业基本电费成本、下放新增配网投资建设主体审批权、扩大售电侧改革试点范围等推进电改、降低工业企业用电成本的措施。8 月 23 日，国家电网公司董事长舒印彪前往重庆与市领导会面，表示国家电网公司将用市场化的手段推进改革，尽快组建电力交易中心，全力支持重庆改革。8 月 30 日，重庆市政府公布《重庆市电力直接交易试点方案》，市经信委公布《关于组织开展 2016 年第三批电力直接交易试点工作的通知》。9 月 1 日，重庆电力交易中心正式挂牌。

图表 26：重庆电力交易中心股权结构


来源：中泰证券研究所

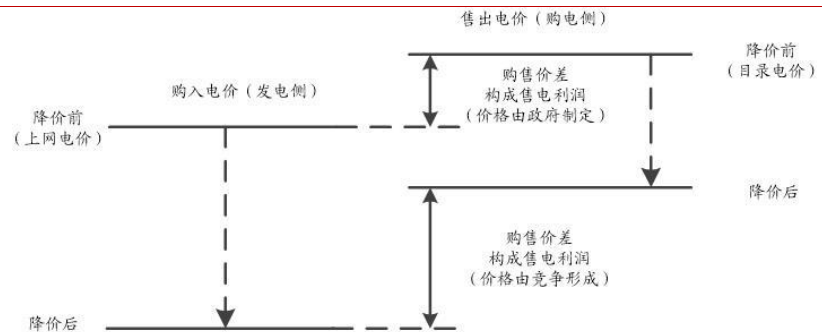
- 多家主体参与，交易中心破冰意义深远**，重庆电力交易中心是国网范围内第一个有多家主体参与组建的电力交易机构，打破了先前成立的省级电力交易机构均为国网独资的惯例。重庆电力交易中心依托国网重庆市电力公司现有交易机构组建，将原电网企业承担的交易业务与其他业务分离。由国网重庆电力出资 70%，重庆电力市场主体代表和第三方机构共同出资 30% 组建。其中，重庆联合产权交易所集团股份有限公司作为第三方机构，代表政府出资 11%，重庆市能投集团出资 4%，华能国际电力股份有限公司、渝能（重庆）有限责任公司、国家电投集团重庆电力有限公司、神华神东电力有限责任公司、两江长兴电力有限公司分别出资 3%。交易中心是不以营利为目的、人财物独立运行的法人主体，将依据市政府批准的交易和运营规则，提供规范、透明、公开、公平、公正的电力交易服务。
- 确认交易规模底限，重庆大用户直购电总量将剧增 6 倍**。通知要求，重庆市火电大用户直接交易电量规模确保 80 亿 kWh。根据统计数据，2015 年重庆市全社会用电量 875.37 亿 kWh，工业用电量 585.45 亿 kWh，全年大用户直接交易电量 13.16 亿 kWh。这意味着重庆市今后会将全市总用电量的十分之一、工业用电量的七分之一拿出来进行大用户直购电交易，市场交易量将至少为 2015 年的 6 倍以上。
- 配合交易规模底限的设置，直购电准入门槛大幅降低，将有力推动交易规模扩大**。根据之前的规定，准许参加电量直接交易的电力用户年用电量应在 3000 万 kWh 以上。而此次印发的文件中大幅降低此项门槛，将最低年用电量放宽到 500 万 kWh，同时允许年用电量 300 万 kWh 以上的企业打包（即数家企业作为一个整体）进入直购电市场，本质上将 300 万 kWh 的年用电量设为了市场准入底线。大幅降低的准入门槛势必推动更多的工业企业参与到大用户直购电市场，市场交易将更为活跃。
- 重庆配网投资主体审批权下放，售电侧不再区分存量与增量用户**。《关于降低电气价格支持工业经济发展的通知》提出，鼓励社会资本投资配网业务，在符合全市电网规划的前提下，区县（自治县）人民政府可选择新增配网投资建设主体。全市市级及以上工业园区全部纳入售电侧改

革试点范围，不再区分存量和增量用户。审批权的下放意味着审批效率的提高，将提高社会资本进入配电网领域的速度。售电侧不再区分存量、增量用户将扩大市场化售电公司的客户范围，或将改变“存量靠国网，增量靠社会”的现状。

成立市场化售电公司将直接利好公司售电业务

- 随着重庆售电侧继续放开，发电方继续降价是大概率事件。要填满 80 亿 kWh 的交易量底限，发电企业必须将更多电能投入直购电市场，在这样的条件下，随着市场供给量的进一步增大，作为市场买方的电力大用户将拥有更强的议价能力，发电企业将大概率继续下调售电电价。
- 重庆工业用电大户已享受额外的用电让利。根据《关于降低电气价格支持工业经济发展的通知》，重庆市政府对受电变压器容量在 315kVA 及以上的工业企业用电减免城市公用事业附加费 0.015 元/kWh，考虑 80 亿 kWh 的直购电容量，参与直购电的工业用电企业将在城市公用事业附加费方面享受 1.2 亿元让利。在这部分成本降低之后，预计用电企业购电电价的降幅小于发电企业的降幅。
- 市场化售电公司是供需两端价格变化的受益者。考虑直购电交易规模扩大导致的发电企业降价以及政府让利带来的用户用电价格降幅的减少，代理部分大用户进行直购电交易的售电公司，是新政策的最终获益者之一。因此，公司若成立市场化售电公司，参与重庆大用户直购电市场，将提高公司传统售电业务的盈利水平。

图表 27：市场化售电公司的基本盈利模式

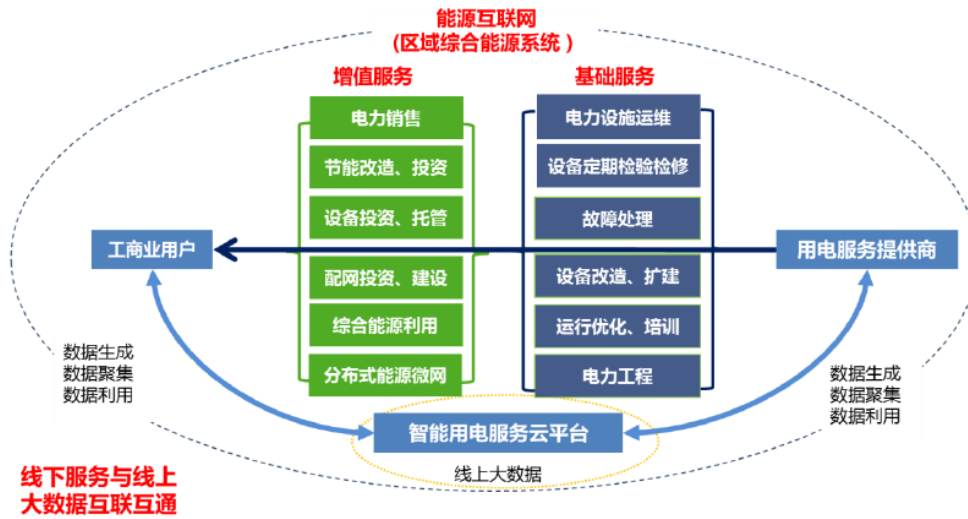


来源：中泰证券研究所

公司或将成为国家电网参与市场化竞争的载体

- 成立市场化售电公司将使公司两主营业务之间形成共振，进入用电服务侧市场，直接分享电改红利。我们认为，公司自成立以来，连续 17 年在涪陵区范围内对工业企业等大用户进行供电、售电，用户资源丰富，有足够的用电侧服务的的技术储备。我们预计公司下一步将顺应电改形势，成立市场化的售电公司，可进一步向用户提供用电增值服务，如能效监控、运维托管、抢修检修和节能改造等，其中节能改造还能直接和公司现有的配电网节能业务形成共振，将配电网节能业务从国网下属企业扩展至电力用户侧，打造配售电一体化的综合能源服务商，具备极大的客户粘性优势，有望成为电改背景下的用户侧龙头。

图表 28：用电服务的商业模式



来源：智光电气公司公告，中泰证券研究所

- 公司可投资其他配电网，或成为国家电网参与市场化竞争的载体。在电改目前的形势下，国家电网公司已成为发电企业之后新的让利方，利益释放点之一即为配电网运营权的放开。公司作为资深配电网运营企业，在配网建设、维护领域有技术和成本优势。利用上市公司便于融资等优势，我们认为国网有动力将公司作为载体，积极投资其他增量配电网以对冲社会资本投资对其的不利影响，从而将公司打造为市场化的配售电一体化公司。结合用户侧的综合用电服务和节能服务，公司在配售电市场中的竞争力和市场占有率将显著提升，发展前景更为可期。

盈利预测与估值

盈利预测

- **传统售电业务将维持平稳。**考虑到我国电力需求增速放缓，传统商业模式受到一定的冲击，但电改推进可能带来售电业务盈利的改善，我们保守预计公司售电业务的营收和毛利率在未来三年内将基本维持平稳。
- **配电网节能业务并表带来营收利润双提升。**公司最新中报显示配电网节能业务的并表同时提高了公司的营收和毛利率，同时考虑公司在手订单充足，交易对手方国家电网经营状况及行业地位稳定，因此公司节能项目回款有保证。我们认为配网节能业务将为公司提供稳定的附加营收，三年内将为公司贡献过半毛利润，成为公司的另一个主营业务。

图表 29：分业务营业收入预测

分业务	营业收入 (亿元)			毛利率		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
电能销售	12.69	13.07	13.33	9.22%	9.00%	9.00%
电力工程安装	0.42	0.32	0.25	45.00%	40.00%	40.00%
配电网节能	4.11	6.50	8.80	19.70%	20.00%	20.00%
合计	17.22	19.89	22.38	12.59%	13.09%	13.67%

来源：中泰证券研究所

- 我们预计公司 2016-2018 年可实现营业收入 17.22 亿元、19.88 亿元和 22.38 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 1.45 亿元、1.89 亿元和 2.25 亿元，增速分别为 -22%、30% 和 19%，EPS 分别为 0.91 元、1.18 元和 1.40 元。

相对估值

- 根据最新收盘价，公司 2016-2018 年对应 PE 分别为 39 倍、30 倍和 25 倍。我们选取与公司具有相似配售电业务的乐山电力、桂东电力、西昌电力、广安爱众和文山电力作为可比公司进行估值比较（未覆盖公司数据取 Wind 一致预期），结果显示，公司的相对估值水平低于配售电行业平均水平。

图表 30：可比上市公司估值比较（配售电公司）

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
乐山电力	600644.SH	8.97	48.29	29.29	0.34	0.27	0.29	26.63	33.81	30.77
桂东电力	600310.SH	10.83	89.65	89.65	0.22	0.33	0.52	49.59	32.51	20.98
西昌电力	600505.SH	9.93	36.20	36.20	0.23	0.27	0.29	43.82	37.29	34.54
广安爱众	600979.SH	7.41	70.24	53.20	0.23	0.23	0.26	32.30	32.83	28.70
文山电力	600995.SH	10.10	48.33	38.33	0.26	0.30	0.33	38.78	33.58	30.41
行业平均值								38.22	34.00	39.08
涪陵电力	600452.SH	35.69	57.10	57.10	0.91	1.18	1.40	39.29	30.19	25.41

来源：Wind，中泰证券研究所（斜体字取自 Wind 一致预期）

- 考虑公司收购配电网节能业务，在电改大潮下可能进入用电侧服务市场。我们选取具有用电服务侧业务的公司智光电气、新联电子、炬华科技、北京科锐、积成电子和中恒电气作为可比公司进行估值比较（未覆盖公司数据取 Wind 一致预期），结果显示，公司的相对估值水平同样低于用电服务行业可比公司的平均水平。

图表 31：可比上市公司估值比较（用电服务公司）

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
智光电气	002169.SZ	19.72	62.34	37.19	0.56	0.87	1.02	35.21	22.67	19.33
新联电子	002546.SZ	9.90	82.57	65.04	0.21	0.27	0.37	47.14	36.03	26.96
炬华科技	300360.SZ	20.48	74.28	23.02	0.82	0.99	1.10	24.98	20.69	18.62
北京科锐	002350.SZ	21.75	47.48	47.32	0.32	0.44	0.59	68.74	49.70	37.05
积成电子	002339.SZ	18.85	71.42	55.81	0.46	0.56	0.65	41.30	33.90	28.88
中恒电气	002364.SZ	24.97	141.00	107.00	0.45	0.65	0.89	55.62	38.53	28.16
行业平均值								45.50	33.59	26.50
涪陵电力	600452.SH	35.69	57.10	57.10	0.91	1.18	1.40	39.29	30.19	25.41

来源：Wind，中泰证券研究所（斜体字取自 Wind 一致预期）

投资建议

- 鉴于公司目前是国网体系内唯一的服务型上市公司，我们看好配电网节能业务对公司未来业绩带来的持续提升，同时看好公司全面受益于重庆电改，有望成为电改龙头企业，首次覆盖给予公司“买入”的投资评级，目标价 45 元，对应于 2017 年 38 倍 PE。

风险提示

- **区域用电需求增速下降程度超预期：**随着我国经济发展进入新常态，电力需求增速放缓，若涪陵区内用电需求增速超预期下降甚至出现下滑，将对公司传统配售电业务的盈利情况产生负面影响。
- **同业竞争解决进度不达预期：**公司配网节能业务的扩张速度在一定程度上取决于国网公司解决各省公司下属节能企业与公司同业竞争的进度，若同业竞争解决进度不达预期，则会对公司未来配网节能订单数量产生冲击。
- **重庆电改进度低于预期：**公司售电业务受益于重庆电改，若重庆电改推进不达预期，将影响公司受益程度。