

投资评级 优于大市 维持

“碳中和”下，国网节能平台增长可期

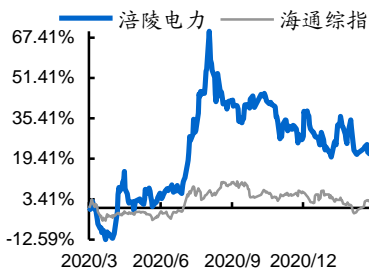
股票数据

03月01日收盘价(元)	16.59
52周股价波动(元)	13.88-22.98
总股本/流通A股(百万股)	439/439
总市值/流通市值(百万元)	7284/7284

相关研究

 《节能业务持续增长，坏账准备致利润下滑》
 2020.08.22

 《国网节能上市平台，资产注入打开空间》
 2020.07.21

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.1	0.9	-1.5
相对涨幅 (%)	-7.1	-3.1	-8.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:s0850515120001

分析师:戴元灿

Tel:(021)23154146

Email:dyc10422@htsec.com

证书:S0850517070007

分析师:于鸿光

Tel:(021)23219646

Email:yhg13617@htsec.com

证书:S0850521020001

分析师:傅逸帆

Tel:(021)23154398

Email:fyf11758@htsec.com

证书:S0850519100001

投资要点:

- **发布碳中和行动方案，国网节能资产迎机遇。**国家电网公司3月1日发布“碳达峰，碳中和”行动方案，提出“加快构建清洁低碳、安全高效能源体系，持续推进碳减排，引领全球化治理行动”。我们认为，国网碳减排的方向之一很可能是输电配电网端降线损，或者用户端服务帮忙节电，公司作为国网旗下配电网和节能的上市平台，有望成为国网落实碳减排的重要载体。
- **节能业务快速增长，提升公司整体盈利能力。**2016年涪陵电力购买国网节能14个配电网节能项目，2019年该块业务实现收入12.5亿元，同比+17%；我们测算实现净利润3.4亿元，同比+32%，主要源于新项目的投产和毛利率的提升。公司配电网节能主要采用**合同能源管理模式**，合同期限5-8年，项目期内公司通常可分享80-100%的节能收益，公司的收入=效益分享比例*节约电量*电价；合同结束后，节能设备所有权无偿移交给客户。根据公司2016年收购报告书的披露典型项目，公司节能业务净利率达到10%-25%，**度电收入0.36-0.60元/度，度电盈利0.06-0.13元/度。**
- **拟注入配电网节能资产，节能业务持续扩张。**2020年8月14日公司公告《2020年度非公开发行股票预案》，拟募集资金不超18.8亿元，扣除发行费用后主要用于收购国家电网下辖省属综合能源服务公司配电网节能资产及相关EMC合同权利、义务，同时补充流动资金、偿还银行贷款。其中本次注入的节能资产共9个，估值13.22亿元，2019年模拟净利润1.07亿元，对应PE估值12倍。
- **国网节能业务增长可期。**国家电网2019年售电量4万亿度以上，其线损率约为6%，即每年损失电量2400亿度以上，根据公司2016年收购报告书中的经验总结：中、低配电网占电网损耗的50%，且配电网节能可节约30%的线损，则国网下属配电网全部进行节能改造可节省360亿度/年，考虑部分配电网已经改造以及未来可能自行改造，我们保守假设国网区域内30%-50%的配电网由涪陵电力改造，即108-180亿度/年的节电空间。涪陵电力2019年配电网节能业务节约电量约23亿度，合同到期的山东、甘肃项目年节电量合计2.8亿度，则**剩余增量市场82-154亿度电/年，即相比涪陵电力2019年的节电量有3.6-6.7倍的增长空间。**
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2020-22年实现归母净利4.29、4.61、4.96亿元，对应EPS为0.98、1.05、1.13元/股。参考可比公司估值，考虑公司作为国网旗下唯一配电网和节能业务平台的独特优势，给予公司2020年20-25倍PE，对应合理价值区间19.6-24.5元/股，维持优于大市评级。
- **风险提示。**(1) 竞争加剧，配电网收益率有下降可能。(2) 自发电量波动较大。(3) 两江新区企业入住率不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2448	2622	2717	2855	3001
(+/-)YoY(%)	18.8%	7.1%	3.6%	5.1%	5.1%
净利润(百万元)	349	397	429	461	496
(+/-)YoY(%)	54.0%	13.8%	8.2%	7.5%	7.6%
全面摊薄EPS(元)	0.79	0.90	0.98	1.05	1.13
毛利率(%)	19.3%	20.2%	20.6%	20.9%	21.2%
净资产收益率(%)	23.8%	21.4%	16.1%	12.9%	10.6%

 资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值情况（倍）

可比公司	PE(TTM)	PE(2020E)	PE(2021E)	PE(2022E)
国网信通	27	27	21	17
三峡水利	43	25	19	16
文山电力	16			
平均值	29	26	20	17

资料来源：wind 一致预期（2021/3/1），海通证券研究所。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2622	2717	2855	3001
每股收益	0.90	0.98	1.05	1.13	营业成本	2092	2157	2257	2364
每股净资产	4.22	6.08	8.12	10.64	毛利率%	20.2%	20.6%	20.9%	21.2%
每股经营现金流	2.65	2.73	2.59	2.81	营业税金及附加	4	6	6	6
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	2	2	2	2
P/E	18.36	16.97	15.78	14.67	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	3.93	2.73	2.04	1.56	管理费用	99	106	111	117
P/S	1.98	2.68	2.55	2.43	管理费用率%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
EV/EBITDA	5.76	9.71	9.89	9.41	EBIT	425	446	479	512
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	53	47	47	47
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.0%	1.7%	1.6%	1.6%
毛利率	20.2%	20.6%	20.9%	21.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	15.1%	15.8%	16.2%	16.5%	投资收益	42	42	44	46
净资产收益率	21.4%	16.1%	12.9%	10.6%	营业利润	414	452	486	523
资产回报率	8.2%	7.1%	6.4%	5.7%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	13.2%	10.9%	9.5%	8.3%	利润总额	417	452	486	523
盈利增长 (%)					EBITDA	1152	842	830	878
营业收入增长率	7.1%	3.6%	5.1%	5.1%	所得税	20	23	24	26
EBIT 增长率	17.4%	5.0%	7.5%	7.0%	有效所得税率%	4.8%	5.1%	5.0%	5.0%
净利润增长率	13.8%	8.2%	7.5%	7.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	397	429	461	496
资产负债率	61.7%	55.6%	50.8%	46.5%					
流动比率	0.19	0.12	0.10	0.07	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.19	0.12	0.10	0.07	货币资金	347	248	220	161
现金比率	0.16	0.10	0.08	0.05	应收账款及应收票据	50	40	46	47
经营效率指标					存货	1	1	1	1
应收帐款周转天数	7.00	5.33	5.89	5.70	其它流动资产	29	25	28	28
存货周转天数	0.10	0.10	0.10	0.10	流动资产合计	427	314	294	237
总资产周转率	0.54	0.45	0.39	0.34	长期股权投资	115	115	115	115
固定资产周转率	0.65	0.55	0.48	0.42	固定资产	4040	4982	5889	7084
					在建工程	169	519	869	1219
					无形资产	77	75	73	70
					非流动资产合计	4413	5703	6958	8500
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	4840	6017	7252	8737
净利润	397	429	461	496	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1552	1891	2226	2590
非现金支出	730	396	351	366	预收账款	58	65	64	69
非经营收益	12	-4	-4	-8	其它流动负债	585	601	606	616
营运资金变动	24	376	331	378	流动负债合计	2194	2557	2896	3275
经营活动现金流	1163	1198	1139	1232	长期借款	785	785	785	785
资产	-1201	-1417	-1164	-1290	其它长期负债	6	6	6	6
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	791	791	791	791
其他	0	42	44	46	负债总计	2985	3348	3687	4066
投资活动现金流	-1201	-1375	-1119	-1244	实收资本	314	439	439	439
债权募资	700	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1855	2669	3565	4671
股权募资	0	125	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-770	-47	-47	-47	负债和所有者权益合计	4840	6017	7252	8737
融资活动现金流	-70	78	-47	-47					
现金净流量	-108	-99	-28	-59					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业
戴元灿 煤炭行业
于鸿光 公用事业
傅逸帆 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 涪陵电力,山煤国际,开滦股份,京能电力,华电国际,韶能股份,国投电力,兖州煤业,潞安环能,三峡水利,深圳燃气,华能国际,盘江股份,华光环能,平煤股份,中国神华,华宏科技,淮北矿业,露天煤业,华测检测

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。