

置信电气 (600517.SH) 输配电及控制行业

评级：买入 首次评级

公司研究简报

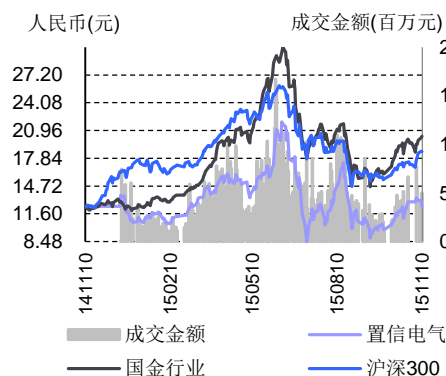
市场价格 (人民币): 12.44 元

目标价格 (人民币): 18.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,113.67
总市值(百万元)	15,481.86
年内股价最高最低(元)	22.38/8.32
沪深 300 指数	3833.24
上证指数	3640.49



资产注入尘埃落定，配网龙头开启新篇章

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.410	0.229	0.208	0.358	0.478
每股净资产(元)	3.06	1.85	1.97	2.20	2.55
每股经营性现金流(元)	0.11	0.03	0.22	0.35	0.38
市盈率(倍)	36.10	46.37	59.91	34.71	26.04
行业优化市盈率(倍)	43.14	56.84	79.22	79.22	79.22
净利润增长率(%)	86.22%	0.76%	-9.51%	72.60%	33.28%
净资产收益率(%)	13.38%	12.41%	10.55%	16.32%	18.73%
总股本(百万股)	691.40	1,244.52	1,244.52	1,244.52	1,244.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **农网大投资，2015 年非晶变招标量有望增长 200%:** 按照我们的统计，国网 2015 年前三招非晶变总计 179550 台，同比增长 143.33%；油浸硅钢变 203002 台，同比增长 0.69%。前三批总计非晶变占比 46.9%，较 2014 年 26.8% 增长显著。此外，我们预计全年大概率会新增第四批变压器招标。公司 2014 年非晶变毛利贡献 3.55 亿元，占公司当年总毛利的 46.13%，是最纯正的非晶变上市公司，2016 年业绩大幅增长确定；
- **资产注入具有协同效应，增强公司在国网版图中的战略地位:** 本次交易后，公司业务构成显著丰富，增加了雷电监测防护、电网智能运维等高毛利业务；节能板块规模及项目积累也得以进一步提升，与上市公司原有产品相结合后，有望推出更加丰富的产品组合和系统。注入后，国网公司对置信电气的持股比例由 25.43% 增至 31.51%，进一步提升了上市公司在国网版图中的战略地位，为未来争取更多资源带来有利因素。
- **直接显著增厚 EPS:** 按照备考财务数据，2014 年 EPS 将由交易前的 0.23 大幅增厚至 0.4，增幅达 74%。此外，虽然由于同业竞争问题，光伏业务将被剥离，但该业务毛利率低，对公司盈利能力影响很小。
- **碳资产业务布局最完整，前景广阔:** 置信碳资产业务包括低碳咨询、碳资产开发、碳交易服务、低碳投资和培训等五大类。依托国家电网全方位的股东资源支持及品牌影响力，致力于发展成为全国最大、国际知名的专业化、规范化和国际化的碳交易综合服务商。公司已与国内 7 大碳交易所建立合作，率先开设中国自愿减排机制项目 (CCER) 账户，发布置信碳指数，并推进碳交易一、二级市场，未来大概率将成为国内碳交易市场最大受益者。

估值与投资建议

- 预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.21, 0.36, 0.48 (未考虑碳资产业务)
- 备考 2015-2017 年 EPS 为 (对武汉南瑞进行手动合并报表，扣除光伏等即将剥离或不具备持续性业务): 0.33, 0.51, 0.64, 考虑到公司未来受益配网投资的高速成长性，碳资产的广阔前景，给予“买入”评级，六个月目标价 18 元，对应 2016 年备考业绩 35x PE。

风险

- 配网投资低于预期

苏广宁

联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

姚罡

分析师 SAC 执业编号: S1130515100001
(8621)60935531
yaogang@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

非晶变老牌龙头，武汉南瑞注入如虎添翼	3
配网大投资打响第一枪，非晶变龙头领跑	4
资产注入终落地，显著增厚公司 EPS	5
资产注入增强公司在国网版图中的战略地位	5
武汉南瑞注入将直接显著增厚公司 EPS	6
碳资产第一股值得期待	7
估值	10

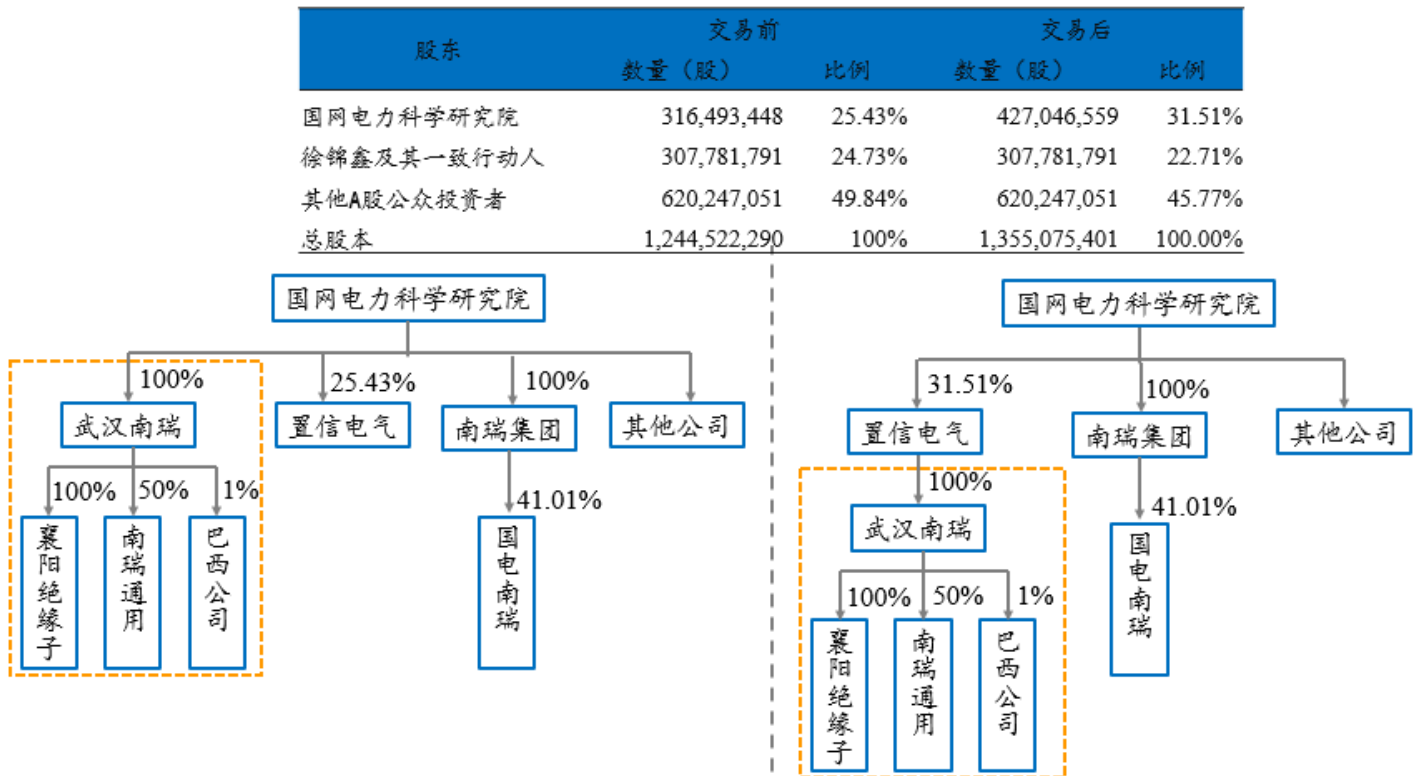
图表目录

图表 1：资产注入前后股权结构	3
图表 2：2014 年公司主营业务构成	4
图表 3：国网近年农网投资情况	4
图表 4：油浸硅钢变排名	5
图表 5：非晶变排名	5
图表 6：武汉南瑞主要产品列表	5
图表 7：雷电预警系统	6
图表 8：武汉南瑞雷电探测站全国布局图	6
图表 9：武汉南瑞主营业务收入按产品类型分类列表（万元）	7
图表 10：我国碳排放量情况	7
图表 11：全国碳排放市场规划路径	8
图表 12：碳交易市场产业链概况	9
图表 13：置信碳资产业务情况	9
图表 14：公司 2014 年节能项目	10
图表 15：可比公司估值情况（2015 年 11 月 10 日）	10
图表 16：分产品预测（2015-2017 年为备考数据，即计入武汉南瑞收入） ..	11

非晶变老牌龙头，武汉南瑞注入如虎添翼

- 公司前身为上海置信电气工业有限公司，成立于 1997 年 11 月 14 日，2003 年上市，2013 年初向国网电科院定增后成为国网控股企业。截至武汉南瑞注入前，公司总股本 1,244,522,290 股，国网电科院持有 25.43% 股份，为公司控股股东，公司与实际控制人国家电网之间的产权关系如下：
 - 此外，第二大股东为徐锦鑫及一致行动人，持有公司总股本的 24.73%；其余 49.84% 股权由 A 股公众投资者持有。
- 2014 年 12 月 17 日，公司与国网电科院签署了《发行股份购买资产协议》。2015 年 6 月 16 日，签署了《发行股份购买资产协议之补充协议》和《盈利预测补偿协议》。公司拟向国网电科院发行股份，购买其所持有的武汉南瑞 100% 股权。2015 年 11 月 4 日，上述重组事项得到证监会核准。

图表 1：资产注入前后股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2013 年重大资产重组完成前，置信电气是一家民营控股、国有大型企业参股的上市公司，是国内专业化生产非晶变的企业，其非晶变生产技术位于国际先进水平；重组完成后，主营业务拓展到非晶变、非晶铁心、硅钢变、集成变电站、消弧线圈等一次中低压设备的生产和销售、运维业务、节能环保服务和碳资产管理等业务。
- 公司 2015 年中报显示，归母净利润同比下滑 67.82%，一方面源于非晶变上半年收入确认同比下滑 38%；另一方面受取向硅钢涨价影响，硅钢变毛利率由 14 年同期 21.92% 大幅下滑至 12.35%。近期公司变压器厂全部呈现满产状态，我们判断，非晶变 4 季度收入将加速确认，公司全年业绩有望与 14 年持平，16 年迎来高速增长。

图表 2: 2014 年公司主营业务构成

产品名称	营业收入	营业成本	毛利	毛利占比	毛利率
非晶合金变压器	154,723.28	119,189.03	35,534.25	47.00%	22.97%
非晶合金铁心	12,110.48	10,732.40	1,378.08	1.82%	11.38%
硅钢变压器	80,010.68	62,401.64	17,609.04	23.29%	22.01%
集成变电站	78,232.55	63,016.62	15,215.93	20.12%	19.45%
电力变压器	5,264.90	5,264.90	0.00	0.00%	0.00%
其他产品	6,988.46	5,104.01	1,884.46	2.49%	26.97%
节能环保	1,951.78	1,476.69	475.10	0.63%	24.34%
运维服务	3,347.95	1,907.31	1,440.64	1.91%	43.03%
贸易	70,867.13	68,796.76	2,070.37	2.74%	2.92%
合计	413,497.22	337,889.36	75,607.86	100.00%	18.28%

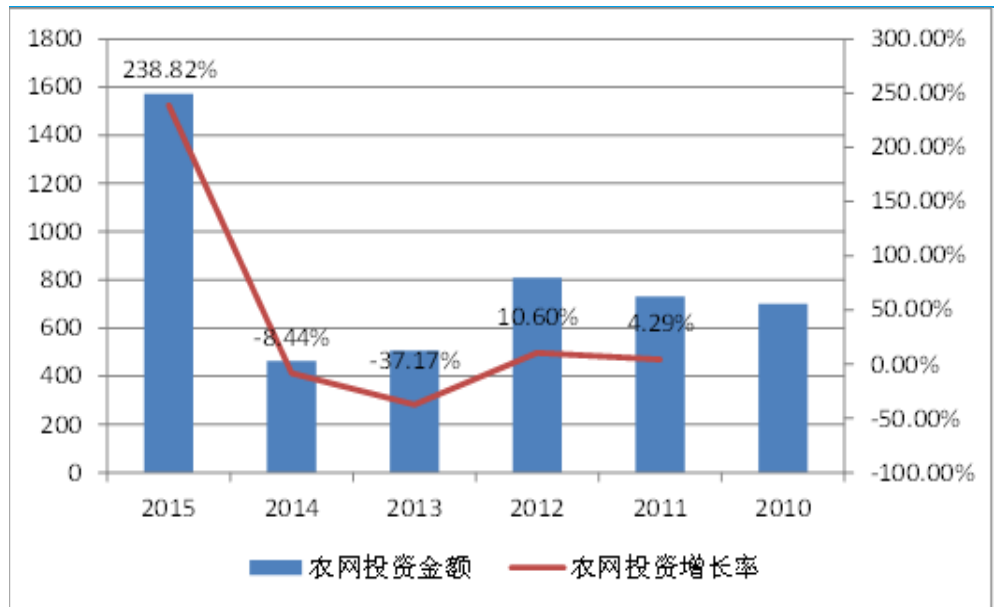
来源: 国金证券研究所

- 本次重组完成后, 公司将拥有武汉南瑞 100% 股权, 增加雷电监测与防护、高压测试与计量、状态监测与仿真三块电网智能运维业务, 以及复合绝缘子、复合绝缘杆塔等一次设备业务。节能环保板块实力也将进一步提升。

配网大投资打响第一枪, 非晶变龙头领跑

- 2015 年 8 月, 《配电网建设改造行动计划》(2015-2020) 发布, 投资规模超预期达到 2 万亿。其中明确提出优化升级配电变压器, 促进高效节能配电变压器的推广应用, 提高覆盖率。非晶合金变压器空载下较硅钢变压器节能 80% 以上, 尤其适合农村电网使用。2015 年国网计划农网投资 1576 亿元, 同比大幅增长 238.8%, 相应的非晶合金变压器首当其冲, 在招标中明显体现。

图表 3: 国网近年农网投资情况

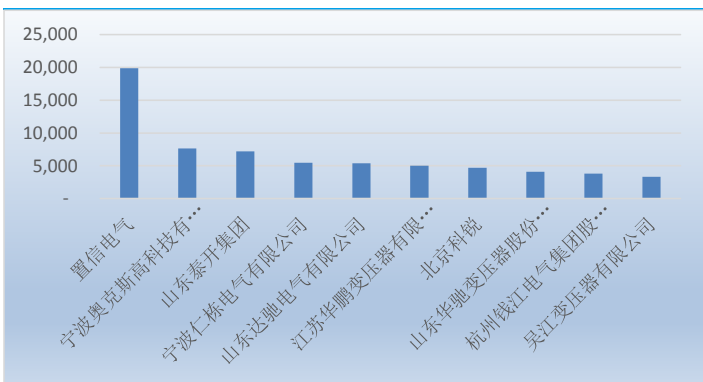


来源: 国金证券研究所

- 按照我们的统计, 国网 2015 年前三招非晶变总计 179550 台, 同比增长 143.33%; 油浸硅钢变 203002 台, 同比增长 0.69%。前三批总计非晶变占比 46.9%, 较 2014 年 26.8% 增长显著。此外, 我们预计全年大概率会有第四批变压器招标, 全年配电变压器招标总量有望突破 45 万台, 2014 年为 27.5 万台。

- 按照我们的详细测算，截止目前，2015 年公司非晶变压器合计市占率 **19.57%**，遥遥领先第二名北京科锐 **3.83%**。公司油浸硅钢变亦排名第一，市占率 10.02%，第 2 名为宁波奥克斯高科技有限公司，市占率 3.86%。此外，公司在欧式箱变，美式箱变招标中也排名前列。

图表 4：油浸硅钢变排名



来源：国金证券研究所

图表 5：非晶变排名



来源：国金证券研究所

- 公司 2014 年非晶变毛利贡献 3.55 亿元，占公司当年总毛利的 46.13%，是最纯正的非晶变上市公司，2016 年业绩大幅增长确定。

资产注入终落地，显著增厚公司 EPS

资产注入增强公司在国网版图中的战略地位

- 武汉南瑞原名“武汉华瑞高电压技术有限公司”，成立于 1999 年 1 月 20 日，系国家电力公司武汉高压研究所、武汉高压研究所新技术公司、武汉高电压技术总公司共同出资设立的有限责任公司。主要从事电网智能运维系统及设备、新材料一次设备、节能工程及服务相关的研发、生产、销售和技术服务。
- 通过本次交易，国网公司对置信电气的持股比例由 25.43% 提升至 31.51%（见图 1），将进一步提升上市公司在国网版图中的战略地位，为未来争取更多资源带来有利因素。

图表 6：武汉南瑞主要产品列表

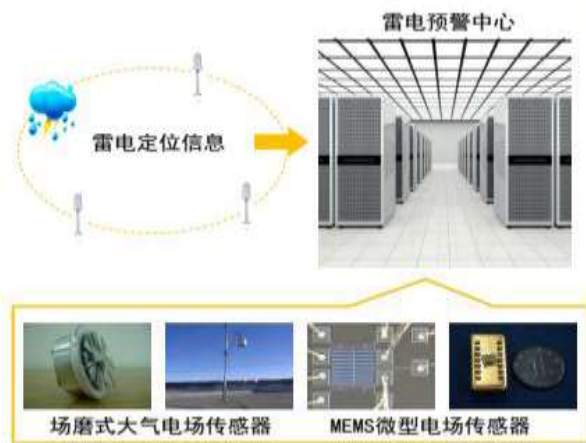
产品线	子产品线	产品系列
电网智能运维系统及设备	雷电监测与防护	雷电监测系统
		雷电预警系统*
		各类专用防雷产品
		新型降阻剂
	高压测试与计量	杆塔接地电阻测量仪
		高压试验装置
		局放检测与定位装置
		检定校准装置与系统
		计量自动化系统
		校验及测试标准装置
状态监测及其他	电能计量三维仿真实训系统	
	电力专用车	
	变压器状态监测系统	
		变电站智能巡检系统
		输电线路作业仿真培训系统

新材料一次设备	线路复合绝缘子	交直流棒形悬式复合绝缘子 电气化铁道用复合绝缘子 其他复合绝缘子
	电力新材料及应用*	复合绝缘杆塔 碳纳米管改性铝合金芯导线 变压器植物绝缘油
节能工程及服务	各类工业节能	智能用电相关节能工程 煤层气能效管理 其他工业节能

来源：公司公告，国金证券研究所

- 雷电监测与预警系统是武汉南瑞最主要的盈利业务，毛利率高达 50%左右，占武汉南瑞 2014 年总毛利的 40%。目前武汉南瑞的雷电定位系统定位精度在 500 米之内，探测效率高于 90%，多站同收率高于 70%，**相关技术指标位居世界领先。**
- 雷电监测系统是通过各种技术手段，捕捉电场变化等信息，实现对雷电发生的监测、定位、分析等功能。
- 一般的雷电定位系统由多个探测站和中心站构成。探测站通过相关传感器，对雷电地闪电磁波波形信号进行捕捉。探测器的信号传递到中心站后，经过处理、模型分析和反馈，形成雷电定位信息。
- 截至 2014 年，武汉南瑞已建成覆盖全国 33 个省（市、自治区）的 656 个雷电探测站和 38 个数据中心站，并已实现全国联网。

图表 7：雷电预警系统



来源：武汉南瑞，国金证券研究所

图表 8：武汉南瑞雷电探测站全国布局图



来源：武汉南瑞，国金证券研究所

- 本次交易前，上市公司的变压器收入占比较高，2014 年毛利贡献接近 70%。本次交易后，公司的业务构成显著丰富，增加了雷电监测防护、电网智能运维等高毛利业务；节能板块与上市公司原有产品相结合后，有望推出更加丰富的产品组合和系统。
- 未来，上市公司将实施“以一次设备为主体，以节能服务产业和运维服务产业为两翼”的“一体两翼”发展战略。再加上碳资产业务，长期增长可期。

武汉南瑞注入将直接显著增厚公司 EPS

- 按照本次发行价格 10.22 元/股和本次交易价格 112,985.28 万元计算，本次向交易对方发行股份数量为 110,553,111 股，占发行后总股本的比例为 8.16%。根据备考财务数据，2014 年 EPS 将由交易前的 0.23 大幅增厚至 0.4，增幅达 74%。

图表 9: 武汉南瑞主营业务收入按产品类型分类列表 (万元)

产品名称	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
雷电监测与防护	22,539.27	19.78%	16,795.90	14.28%	14,343.13	20.05%
高压测试与计量	22,515.46	19.76%	16,780.59	14.27%	11,957.05	16.71%
状态监测及其他	20,280.83	17.80%	22,753.25	19.35%	15,392.13	21.52%
新材料一次设备	23,021.31	20.20%	23,075.60	19.62%	20,231.55	28.28%
节能工程及服务	25,601.90	22.47%	38,202.70	32.48%	9,612.03	13.44%
合计	113,958.78	100.00%	117,608.05	100.00%	71,535.89	100.00%

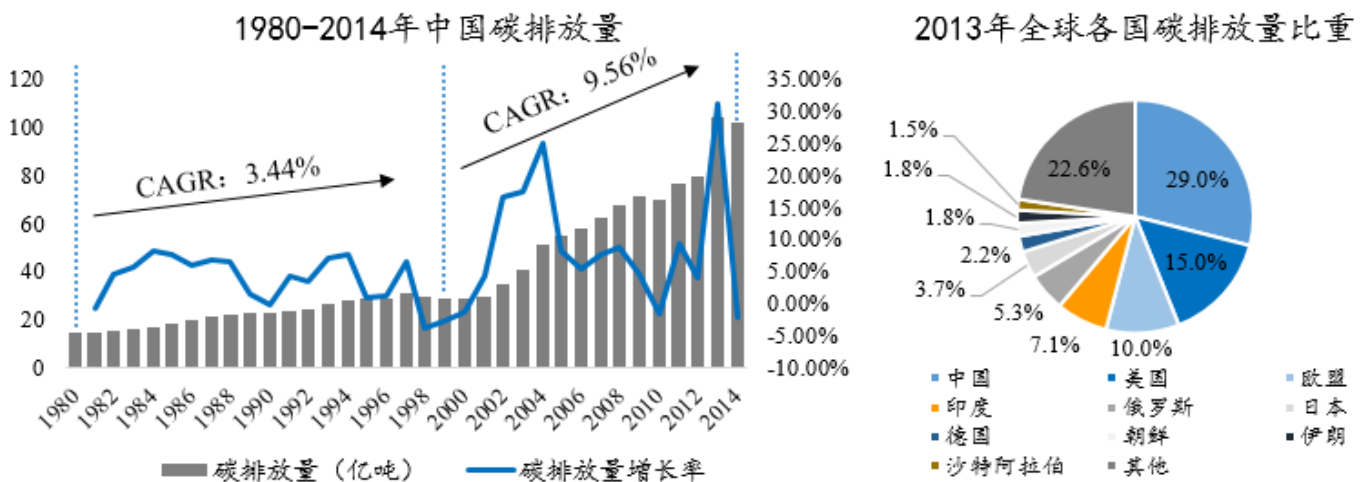
来源: 国金证券研究所

- 按照业绩承诺, 武汉南瑞 2015-2017 年净利润将不低于 1.33 亿, 1.48 亿和 1.57 亿元
- 从主营业务的产品结构上看, 除节能工程及服务板块外, 其他四个板块业务发展稳定且占比较高, 2014 年、2013 年和 2012 年, 上述四个板块营业收入合计分别为 88,356.87 万元、79,405.34 万元和 61,923.86 万元, 合计占主营业务收入的比例分别为 77.53%、67.52%和 86.56%, 年复合增长率为 19.45%
 - 节能工程与服务为武汉南瑞 2012 年新增的业务板块, 报告期内由于存在光伏业务调整, 增长波动性较大。本次交易前, 武汉南瑞主营业务中包括光伏工程承包业务, 该业务收入约占武汉南瑞 2013 年收入的 28%、2014 年收入的 11%。由于, 该业务与国网电科院所控制的上市公司国电南瑞所经营的业务存在同业竞争, 因此武汉南瑞不再接受光伏工程承包业务订单, 现有业务合同履行完毕后, 停止从事该业务。
 - 由于 2014 年节能业务毛利率仅 3.45%, 所以剔除光伏收入后, 并不会对合并报表业绩产生明显影响。

碳资产第一股值得期待

- 自 2000 年来我国碳排放量增长速度较快, 年复合增长率达到 9.56%, 2013 年碳排放量达 104 亿吨, 占全球碳排放总量的 29%, 位列全球第一。我们认为, 巨额碳排放量为中国的碳交易市场提供了巨大的市场潜力, 同时为了降低环境污染, 以及兑现 2030 之前实现排放零增长的《中美气候变化联合协议》, 有效开展碳排放权交易势在必行。

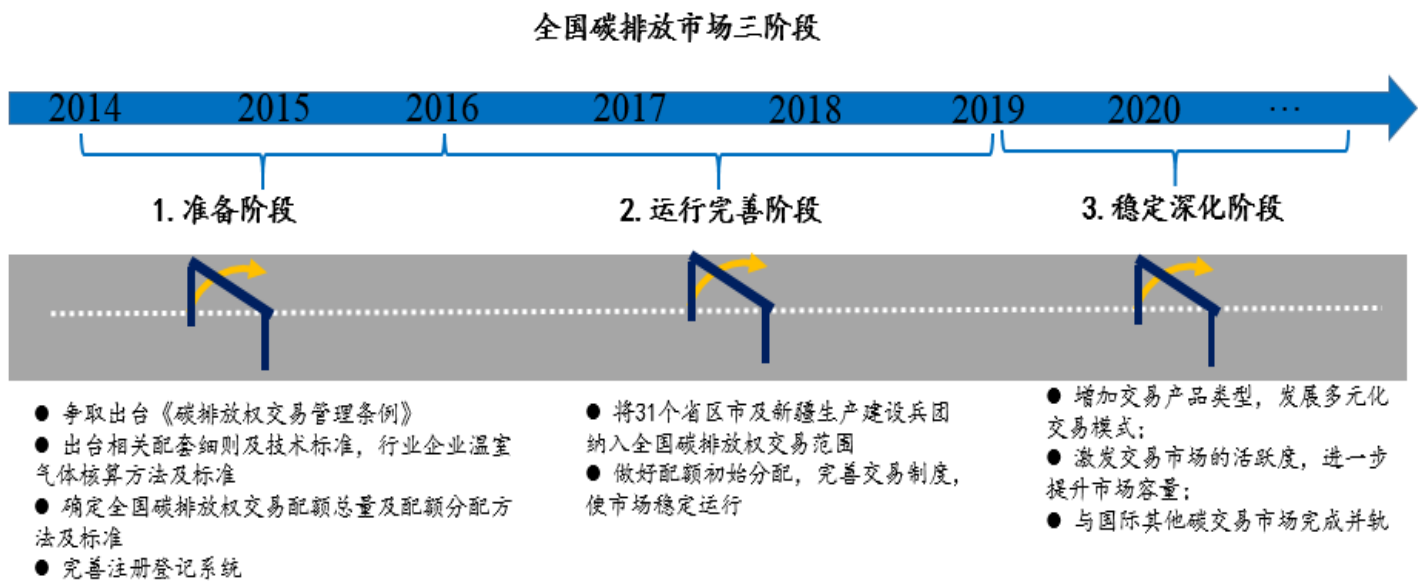
图表 10: 我国碳排放量情况



来源: 国金证券研究所

- 2015年3月，总理李克强在2015年政府工作报告中提到扩大碳排放权交易试点以积极应对气候变化，自2013年6月国内首个碳排放交易平台在深圳启动后，国内先后搭建了北京、天津、上海、广东、湖北及重庆共计7个碳排放权交易试点，累计1,900家企业参与分配碳排放配额总量12亿吨。截止今年6月，7个碳排放试点城市累计交易二氧化碳2,509万吨，金额达到8.3亿人民币。
- 后期全国市场初步将率先纳入钢铁、电力等六大年排放量在2.6万吨以上的企业，2019年后，碳交易所数量有望达到10个，覆盖碳排放量达30-40亿吨/年，创造碳市场现货规模12-80亿吨/年。若考虑期货，交易总量规模可达600-4,000亿吨。若按50元/吨的碳交易价格估算，交易市场可达30,000-200,000亿元。

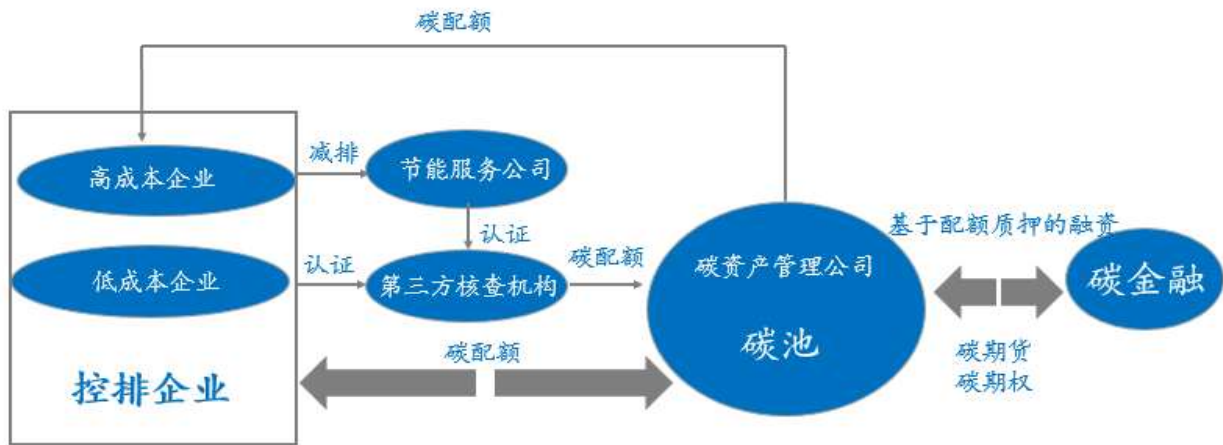
图表 11：全国碳排放市场规划路径



来源：国金证券研究所

- 2015年8月，发改委就《全国碳排放权交易管理条例（草案）》涉及行政问题举行听证会，《管理条例》将对碳排放权交易制度的实施、碳排放配额的分配、碳排放核查机构的监督管理进行合理规定。该条例有望2016年出台，将有效促成碳排放权交易市场的建立和有效运行。
- 碳产业目前处于早期发展阶段，全国7个环节能源交易所主要涉及碳配额交易与CCER自主碳减排交易。碳产业的参与者主要包括碳资产管理公司、第三方核查机构及节能服务公司，控排企业通过第三方核查机构获得可供交易的碳配额，通过碳资产管理公司实现碳配额在高成本企业与低成本企业之间的流通与合理匹配，同时也衍生出基于碳配额的期权与期货等金融衍生品。

图表 12：碳交易市场产业链概况



来源：国金证券研究所

- 置信碳资产管理有限公司成立于 2013 年 11 月 7 日，是服务于中国低碳发展的专业公司，致力于发展成为中国最大的碳交易综合服务商。置信是国家电网公司旗下唯一一家和上海市首家专业从事碳资产管理业务的公司，未来依托国家电网和南瑞集团全方位的股东资源支持及品牌影响力，扩展电网系统内外项目资源，有望发展成为全国最大、国际知名的专业化、规范化和国际化的碳交易综合服务商。
- 置信碳资产主要业务包括**低碳咨询**、**碳资产开发**、**碳交易服务**、**低碳投资和培训**等五大类。其中，**咨询类**业务涵盖区域、行业 and 企业的碳盘查、低碳规划、低碳课题研究和企业社会责任报告；**开发类**业务涵盖清洁发展机制（CDM）及中国自愿减排（CCER）项目开发、方法学开发等；**交易类**业务则直接参与国内、国际碳交易以及提供碳交易经纪服务；**投资类**业务以合同能源管理项目（EMC）投融资服务、碳金融服务为主；此外，业务范围还涵盖低碳培训、低碳期刊等。
- 2014 年 10 月 29 日，母公司对碳资产公司增资 9,760 万元，注册资本金达到 1 亿元，加大碳交易市场布局。此外，由置信碳资产研发的**置信碳指数**于去年在上海环境能源交易所正式发布，该指数能够综合反映全国碳交易试点市场的整体运行状况和碳价变动情况，对指数化衍生品投资提供权威参考依据。
- 置信碳指数是以全国各碳交易试点地区的碳市场为计算范围，以全国所有已投入运行的碳交易试点区域二级市场当日成交均价为样本，以试点区域与该区域配额总量为权数。置信碳指数综合的体现了全国碳交易市场的总体价格走势，供投资者以及各界人士参考。置信碳指数以 2013 年 12 月 31 日为基日，基日指数为 1000 点。

图表 13：置信碳资产业务情况



来源：国金证券研究所

- 2014 年公司完成总部及其下属十一家单位的温室气体盘查工作，建立公司温室气体排放统计理论体系与节能减排计划，搭建起低碳节能制度。2014 年累计开展节能项目 10 个，实现二氧化碳减排 192,953 吨。
- 碳交易的推动及碳交易市场的日趋完善，使得碳资产相关业务成为企业的潜在利润增长点。公司碳产业链布局完善，未来有望成为最大受益者。

图表 14：公司 2014 年节能项目

项目名称	项目节能量 (吨标煤)	项目减排二氧化碳 (吨二氧化碳当量)
江西蓝恒达化工有限公司75吨锅炉热点 联产节能改造项目	13,656	35,779
重庆天海农业发展有限责任公司余热余 气发电项目	12,000	31,440
国网重庆市电力公司昆压大厦空调节能 改造项目	590	1,545
上海中技桩业股份有限公司高温凝结水 及乏汽热能回收项目	100	2,590
重庆众强有色金属有限公司天然气熔炉 节能改造项目	726	1,902
广西中粮生物质能源有限公司增加背压 机组节能改造项目	42,000	110,040
国网浙江省电力公司嘉兴供电公司电力 调度生产大楼节能改造项目	326	852
辽中县城市道路照明系统节能减排能源 管理服务合同	408	1,070
秀山德宏化工有限公司硫酸生产余热发 电节能改造项目	1,650	4,323
福建省大田县新岩水泥辊压机改造项目	1,302	3,412
合计	73,648	192,953

来源：国金证券研究所

估值

- 预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.21, 0.36, 0.48
- 备考 2015-2017 年 EPS 为 (对武汉南瑞进行手动合并报表, 扣除光伏等即将剥离或不具备持续性业务): 0.33, 0.51, 0.64, 考虑到公司未来受益配网投资的高速成长性, 碳资产的广阔前景, 给予“买入”评级, 六个月目标价 18 元, 对应 2016 年备考业绩 35x PE。

图表 15：可比公司估值情况 (2015 年 11 月 10 日)

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	预测 PE(2016) wind 一致预期
000400.SZ	许继电气	33.03	19.85
300444.SZ	双杰电气	110.91	80.23
300477.SZ	合纵科技	72.50	46.70
002350.SZ	北京科锐	114.47	34.20
002028.SZ	思源电气	25.91	18.61
600406.SH	国电南瑞	46.18	30.88
002322.SZ	理工监测	135.44	35.98
601126.SH	四方股份	40.04	25.50
平均			36.49
600517.SH	置信电气		24.39 (备考)

非晶变、硅钢变、集成变电站为原置信电气主营业务业务；

雷电监测与防护、高压测试与计量、状态监测、新材料一次设备为武汉南瑞主营业务；

其他业务占比较小未列出

2015-2017 年收入合计为备考数据（考虑武汉南瑞业务）

2012-2014 年收入合计为实际数据（未合并武汉南瑞业务）

图表 16：分产品预测（2015-2017 年为备考数据，即计入武汉南瑞收入）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
非晶变						
收入（百万元）	1,472.96	1,468.03	1,547.23	1547.23	2630.29	3419.38
YOY		0%	5%	0%	70%	30%
成本（百万元）	1,118.92	1,126.73	1191.89	1144.95	1946.42	2530.34
毛利率	24.04%	23.25%	22.97%	26.00%	26.00%	26.00%
毛利（百万元）	354.04	341.30	355.34	402.28	683.88	889.04
毛利占比	95.68%	49.43%	46.13%	38.18%	48.01%	51.93%
硅钢变						
收入（百万元）	16.37	589.28	800.11	1120.15	1232.17	1355.39
YOY		3500%	36%	40%	10%	10%
成本（百万元）	12.33	475.42	624.02	974.53	1059.67	1152.08
毛利率	24.68%	19.32%	22.01%	13.00%	14.00%	15.00%
毛利（百万元）	4.04	113.86	176.09	145.62	172.50	203.31
毛利占比	1.09%	16.49%	22.86%	13.82%	12.11%	11.87%
集成变电站						
收入（百万元）		545.61	782.33	664.98	764.73	879.44
YOY			43%	-15%	15%	15%
成本（百万元）		448.39	630.17	547.28	630.14	725.54
毛利率		17.82%	19.45%	17.70%	17.60%	17.50%
毛利（百万元）		97.22	152.16	117.70	134.59	153.90
毛利占比		14.08%	19.75%	11.17%	9.45%	8.99%
雷电监测与防护						
收入（百万元）	143.43	167.96	225.39	247.93	272.72	286.36
YOY		17%	34%	10%	10%	5%
成本（百万元）	78.69	89.10	102.30	123.96	139.09	148.91
毛利率	45.14%	46.95%	54.61%	50.00%	49.00%	48.00%
毛利（百万元）	64.74	78.86	123.09	123.96	133.63	137.45
毛利占比	17.50%	11.42%	15.98%	11.76%	9.38%	8.03%
高压测试与计量						
收入（百万元）	119.57	167.81	225.15	247.67	272.43	286.05
YOY		40%	34%	10%	10%	5%
成本（百万元）	88.53	122.94	158.93	180.80	198.87	208.82
毛利率	25.96%	26.74%	29.41%	27.00%	27.00%	27.00%
毛利（百万元）	31.04	44.87	66.22	66.87	73.56	77.23
毛利占比	8.39%	6.50%	8.60%	6.35%	5.16%	4.51%
状态监测与仿真培训						
收入（百万元）	153.92	227.53	202.81	212.95	223.60	234.78
YOY		48%	-11%	5%	5%	5%
成本（百万元）	116.06	161.05	146.88	155.45	163.23	171.39
毛利率	24.60%	29.22%	27.58%	27.00%	27.00%	27.00%
毛利（百万元）	37.86	66.48	55.93	57.50	60.37	63.39
毛利占比	10.23%	9.63%	7.26%	5.46%	4.24%	3.70%
新材料一次设备						
收入（百万元）	202.32	230.76	230.21	253.23	303.88	319.07
YOY		14%	0%	10%	20%	5%
成本（百万元）	146.05	172.45	176.94	194.99	235.50	248.88
毛利率	27.81%	25.27%	23.14%	23.00%	22.50%	22.00%
毛利（百万元）	56.27	58.31	53.27	58.24	68.37	70.20
毛利占比	15.21%	8.45%	6.92%	5.53%	4.80%	4.10%
收入合计（百万元）						
	1,546	3,269	4,201	5,693	7,367	8,776
YOY		111%	29%	36%	29%	19%
成本合计（百万元）						
	1,176	2,579	3,431	4,639	5,943	7,064
毛利合计（百万元）						
	370	690	770	1,054	1,424	1,712
综合毛利率						
	23.94%	21.12%	18.33%	18.51%	19.34%	19.51%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,546	3,269	4,201	4,694	6,255	7,609	货币资金	570	784	1,120	1,000	1,000	1,000
增长率		111.5%	28.5%	11.7%	33.3%	21.7%	应收款项	789	1,758	2,014	2,151	2,646	3,160
主营业务成本	-1,176	-2,578	-3,431	-3,953	-5,174	-6,253	存货	296	633	645	715	921	1,114
%销售收入	76.1%	78.9%	81.7%	84.2%	82.7%	82.2%	其他流动资产	32	35	181	229	238	281
毛利	370	690	770	740	1,081	1,357	流动资产	1,687	3,209	3,959	4,095	4,806	5,555
%销售收入	23.9%	21.1%	18.3%	15.8%	17.3%	17.8%	%总资产	77.9%	72.4%	75.5%	76.0%	78.4%	80.5%
营业税金及附加	-7	-13	-17	-19	-25	-30	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	199	578	614	641	671	688
营业费用	-35	-105	-146	-150	-194	-228	%总资产	9.2%	13.0%	11.7%	11.9%	11.0%	10.0%
%销售收入	2.3%	3.2%	3.5%	3.2%	3.1%	3.0%	无形资产	266	630	628	623	621	626
管理费用	-84	-176	-160	-174	-213	-259	非流动资产	478	1,226	1,285	1,293	1,322	1,344
%销售收入	5.4%	5.4%	3.8%	3.7%	3.4%	3.4%	%总资产	22.1%	27.6%	24.5%	24.0%	21.6%	19.5%
息税前利润 (EBIT)	244	397	447	397	650	839	资产总计	2,164	4,435	5,245	5,388	6,127	6,898
%销售收入	15.8%	12.1%	10.6%	8.5%	10.4%	11.0%	短期借款	266	481	955	688	500	316
财务费用	-13	-16	-41	-35	-22	-10	应付款项	527	1,505	1,579	1,713	2,246	2,716
%销售收入	0.8%	0.5%	1.0%	0.8%	0.4%	0.1%	其他流动负债	38	74	86	204	291	312
资产减值损失	-8	-13	-24	-24	-26	-32	流动负债	831	2,060	2,621	2,604	3,037	3,344
公允价值变动收益	0	0	9	0	0	0	长期贷款	0	111	114	114	114	114
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	3	13	14	14	14
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	831	2,174	2,747	2,732	3,164	3,472
营业利润	223	367	391	338	602	797	普通股股东权益	1,132	2,119	2,301	2,449	2,733	3,173
营业利润率	14.4%	11.2%	9.3%	7.2%	9.6%	10.5%	少数股东权益	200	142	197	207	230	253
营业外收支	15	16	12	15	15	15	负债股东权益合计	2,164	4,435	5,245	5,388	6,127	6,898
税前利润	239	384	403	353	617	812							
利润率	15.4%	11.7%	9.6%	7.5%	9.9%	10.7%							
所得税	-47	-86	-98	-85	-148	-195							
所得税率	19.5%	22.3%	24.2%	24.0%	24.0%	24.0%	比率分析	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	192	298	306	268	469	617	每股指标						
少数股东损益	40	15	20	10	23	23	每股收益	0.246	0.410	0.229	0.208	0.358	0.478
归属于母公司的净利润	152	283	286	258	446	594	每股净资产	1.830	3.064	1.849	1.968	2.196	2.550
净利率	9.8%	8.7%	6.8%	5.5%	7.1%	7.8%	每股经营现金净流	0.459	0.114	0.033	0.223	0.347	0.380
							每股股利	0.150	0.150	0.100	0.100	0.150	0.150
							回报率						
							净资产收益率	13.44%	13.38%	12.41%	10.55%	16.32%	18.73%
							总资产收益率	7.03%	6.39%	5.44%	4.80%	7.28%	8.62%
							投入资本收益率	12.28%	10.80%	9.50%	8.73%	13.80%	16.52%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.83%	111.45%	28.53%	11.71%	33.27%	21.65%
							EBIT增长率	15.81%	62.49%	12.78%	-11.14%	63.50%	29.13%
							净利润增长率	-7.31%	86.22%	0.76%	-9.51%	72.60%	33.28%
							总资产增长率	17.78%	104.91%	18.26%	2.73%	13.72%	12.59%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	143.7	136.2	156.7	155.0	145.0	145.0
							存货周转天数	100.1	65.7	67.9	66.0	65.0	65.0
							应付账款周转天数	107.4	93.9	99.3	95.0	95.0	95.0
							固定资产周转天数	39.8	52.8	44.5	40.4	31.5	26.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-22.81%	-8.47%	-2.54%	-8.01%	-13.51%	-17.05%
							EBIT利息保障倍数	19.5	24.3	11.0	11.2	29.7	86.1
							资产负债率	38.42%	49.03%	52.37%	50.70%	51.64%	50.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD