

南瑞并表助力业绩翻番，将深度受益于配网建设和碳市场推进

——置信电气（600517）2016 三季度财报点评

2016 年 10 月 26 日

强烈推荐/首次

置信电气

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
史鑫	分析师	执业证书编号: S1480115080056
	shixin@dxzq.net.cn	010-60554044
林劼	联系人	
	linjie_@dxzq.net.cn	010-66554034
王革	联系人	
	wangge@dxzq.net.cn	010-66554043

事件:

10月25日，置信电气发布2016年三季度报告。2016年1-9月，公司实现营业收入44.80亿元，同比增长15.77%；实现归母净利润2.74亿元，同比增长100.20%。其中，公司第三季度实现营业收入15.11亿元，同比增长1.09%；实现归母净利润0.74亿元，同比增长2.34%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入（百万元）	966.11	1408.45	1494.78	2507.62	1329.15	1639.45	1511.06
增长率（%）	50.83%	62.29%	63.40%	-14.09%	37.58%	16.40%	1.09%
毛利率（%）	17.04%	14.28%	16.63%	21.78%	16.65%	16.95%	15.06%
期间费用率（%）	13.13%	8.86%	11.15%	7.66%	9.38%	7.98%	9.28%
营业利润率（%）	2.43%	4.16%	6.25%	14.49%	7.65%	9.52%	5.56%
净利润（百万元）	18.63	44.75	76.79	319.64	79.79	128.06	80.32
增长率（%）	-64.11%	-19.12%	80.16%	06.87%	328.34%	186.19%	04.59%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.04	0.06	0.23	0.06	0.09	0.05
资产负债率（%）	51.07%	50.60%	52.77%	61.85%	60.68%	62.80%	61.86%
净资产收益率（%）	0.74%	1.77%	3.11%	9.43%	2.30%	3.70%	2.27%
总资产收益率（%）	0.36%	0.87%	1.47%	3.60%	0.90%	1.38%	0.86%

观点:

- **三季度业绩翻番，持续增长符合预期。**公司2016年前三季度营收44.80亿元，同比增长15.77%，综合毛利率为16.22%，同比提高2.87个百分点，归母净利润2.74亿元，同比增长100.20%，对应EPS为0.2元，主要原因是2015年底收购的子公司武汉南瑞节能工程及服务板块并表增厚业绩。公司第三季度营收15.11亿元，归母净利润0.74亿元，同比分别增长1.09%和2.34%，环比分别下滑7.83%和37.28%，对应

EPS为0.05元, 增速略有放缓。

- **并购武汉南瑞实现产业链上下游延伸。**公司对武汉南瑞完成并购后, 主营业务由传统的变压器制造向新材料一次设备和电网智能运维等上下游领域实现延伸, 在增厚公司业绩的同时, 加强上下游产业协同效应。同时, 作为脱胎于科研院所的武汉南瑞, 并入后同时也为公司提供了更充足的技术和研发支持。
- **国网调整招标模式利好规模化行业龙头。**国家电网从2016年第二批配网设备协议库存招标开始, 全面采用配电变台成套化招标办法, 即对配电变压器、低压综合配电箱、附件合并成套招标, 对竞标企业的设备集成能力做了进一步要求, 提高了竞标企业的准入门槛, 一些缺乏设备集成能力的中小提供商被排除在外。这一模式将加速提高行业集中度, 像置信电气这样规模化的传统龙头将具有显著的竞争优势, 有利于公司扩大市场份额和利润空间。
- **配电网建设加速推进, 持续受益于配电改革。**根据国家“十三五”规划, “十三五”期间累计配电网投资不低于1.7万亿元, 加上近期《有序放开配电网业务管理办法》等配电网改革重磅文件的陆续出台, 配电网建设全面提速。公司在配电变压器市场地位稳固, 在以非晶变为主打的高效节能变压器领域具备核心技术优势和运行经验, 在节能减排的大背景下, 将从配电改革建设中深度受益。
- **深度布局低碳节能产业, 碳交易市场占得先机。**根据2015年发表的《中美元首气候变化联合声明》, 我国将于2017年启动全国碳排放交易体系, 实现2030年单位GDP二氧化碳排放比2005年下降60%-65%。据发改委气候司数据, 全国碳交易市场覆盖碳排放交易量将达30-40亿吨, 现货交易额将达12-80亿元, 而衍生品市场更有望达千亿级别。公司全资子公司置信碳资产是国网旗下唯一一家碳资产管理公司, 主要从事低碳咨询、碳开发、碳交易、低碳投资和培训业务, 目前与多家省电力公司及地方政府沟通碳资产管理工作并取得战略合作意向。我们判断, 随着碳减排政策的不断趋严, 即将全面开启的碳交易市场将进一步炒热碳资产交易, 深耕碳产业的置信碳资产通过碳盘查、碳开发、碳交易等环节迅速切入增值市场, 增厚公司业绩。

结论:

公司作为配电变压器制造龙头, 在传统领域具备较强的技术竞争优势, 业务不断向节能和电建贸易延伸, 将从配电改革建设和碳交易市场中深度获益。我们预计公司2016-2018年的营业收入分别为71.72亿元、82.11亿元和92.89亿元; 归母净利润分别为5.26亿元、6.20亿元和7.37亿元; EPS分别为0.39元、0.46元和0.54元, 对应PE分别为28.50、24.19和20.34, 首次覆盖给予公司“**强烈推荐**”评级。

风险提示: 配电网投资建设不达预期, 碳交易市场推进不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3959	6845	7748	9121	10578	营业收入	4201	6377	7172	8211	9289
货币资金	1120	1764	1936	2217	2508	营业成本	3431	5216	5784	6555	7352
应收账款	1914	3463	3733	4274	4836	营业税金及附加	17	29	32	37	42
其他应收款	52	113	128	146	165	营业费用	146	195	215	246	279
预付款项	137	451	798	1192	1633	管理费用	160	334	373	427	483
存货	645	793	951	1078	1209	财务费用	41	81	107	151	183
其他流动资产	32	31	31	31	31	资产减值损失	24.13	49.82	20.00	10.00	10.00
非流动资产合计	1285	2043	1963	1853	1743	公允价值变动收益	8.79	63.53	40.00	20.00	20.00
长期股权投资	0	28	28	28	28	投资净收益	0.00	3.64	0.00	0.00	0.00
固定资产	499.03	743.85	700.11	631.81	551.84	营业利润	391	539	680	805	961
无形资产	374	432	408	388	369	营业外收入	12.61	74.35	25.00	25.00	25.00
其他非流动资产	26	0	0	0	0	营业外支出	0.65	28.92	5.00	5.00	5.00
资产总计	5245	8888	9711	10974	12321	利润总额	403	584	700	825	981
流动负债合计	2621	5019	5815	6744	7695	所得税	98	124	154	182	216
短期借款	955	1509	2503	3073	3652	净利润	306	460	546	644	765
应付账款	1005	2011	1902	2155	2417	少数股东损益	20	16	20	24	28
预收款项	134	367	367	367	367	归属母公司净利润	286	444	526	620	737
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	872	1136	926	1096	1283
非流动负债合计	126	478	221	221	221	BPS (元)	0.23	0.33	0.39	0.46	0.54
长期借款	114	300	220	220	220	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	2747	5497	6037	6966	7917	成长能力					
少数股东权益	197	207	227	251	279	营业收入增长	28.53%	51.78%	12.46%	14.50%	13.13%
实收资本(或股本)	1245	1356	1356	1356	1356	营业利润增长	6.49%	37.72%	26.17%	18.43%	19.33%
资本公积	250	377	377	377	377	归属于母公司净利润	18.54%	17.83%	18.54%	17.83%	18.95%
未分配利润	650	1279	1331	1393	1467	获利能力					
归属母公司股东权	2301	3184	3447	3757	4125	毛利率(%)	18.33%	18.20%	19.35%	20.17%	20.85%
负债和所有者权	5245	8888	9711	10974	12321	净利率(%)	7.27%	7.21%	7.61%	7.84%	8.23%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	41	171	-238	192	283	偿债能力					
净利润	306	460	546	644	765	资产负债率(%)	52%	62%	62%	63%	
折旧摊销	439.65	516.60	0.00	99.17	100.40	流动比率	1.51	1.36	1.33	1.35	
财务费用	41	81	107	151	183	速动比率	1.26	1.21	1.17	1.19	
应收账款减少	0	0	-271	-541	-561	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.90	0.77	0.79	
投资活动现金流	-94	-122	27	-20	-20	应收账款周转率	2	2	2	2	
公允价值变动收益	9	64	40	20	20	应付账款周转率	4.50	4.23	3.67	4.05	
长期股权投资减少	0	0	64	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.33	0.39	0.46	
筹资活动现金流	369	-128	383	109	28	每股净现金流(最新)	0.25	-0.06	0.13	0.21	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	1.85	2.35	2.54	2.77	
长期借款增加	0	0	-80	0	0	估值比率					
普通股增加	553	112	0	0	0	P/E	48.04	33.48	28.50	24.19	
资本公积增加	-553	127	0	0	0	P/B	5.98	4.71	4.35	3.99	
现金净增加额	317	-79	172	281	291	EV/EBITDA	15.72	13.23	17.04	14.65	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

联系人简介

林勖

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016 年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

王革

中科院电气工程硕士，4 年光伏电池研发和产业化经验，1 年公司管理经验，2016 年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。