

电气设备

2017年5月1日

置信电气 (600517)

——传统业务承压，武汉南瑞超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年04月28日

| | |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元) | 8.54 |
| 一年内最高/最低(元) | 12.48/8.27 |
| 市净率 | 3.3 |
| 息率(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 10628 |
| 上证指数/深证成指 | 3154.66 / 10234.65 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元) | 2.61 |
| 资产负债率% | 56.61 |
| 总股本/流通A股(百万) | 1356/1245 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《置信电气(600517)点评：业绩符合预期，关注碳资产行业催化》 2016/10/28

《置信电气(600517)点评：装备销售向好，低碳节能业务大幅增长》 2016/08/18

证券分析师

刘孝宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

韩启明 A0230516080005

hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002

zhengjw@swsresearch.com

联系人

宋欢

(8621)23297818x7409

songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

4月27日公司发布2016年年度报告，报告期内，公司实现营业收入69.87亿元，同比增长12.31%；实现归属于上市公司股东的净利润4.73亿元，同比增长10.00%；基本每股收益达到0.35元，同比增长9.37%，业绩增速低于申万宏源预期约10%，主要是传统配变业务竞争加剧价格承压，造成收入与毛利率下滑所致。公司拟以2016年末总股本13.56亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.5元(含税)，共计派发2.03亿元。

投资要点：

- **传统配变业务承压影响业绩，高研发投入保障长期前景。**报告期内，公司营业收入同比增长12.31%，归母净利润同比增长10.00%，增速低于申万宏源预期约10%。公司传统优势业务非晶变随着市场竞争的加剧与质量要求的提高，收入与毛利率水平下降较大。节能环保业务与二次设备增长较快，公司正逐步形成以低碳节能为主体，装备制造和运维服务为两翼的“一体两翼”格局，符合电力产业“清洁低碳，绿色发展，智能高效，创新发展”的大趋势。2016年公司研发支出较上期增长21.08%，主要来自武汉南瑞研发项目，我们认为持续的高研发投入有利于公司公保持技术优势与行业地位，保障长期发展前景。
- **武汉南瑞超预期，未来协同效应值得期待。**公司2016年收购武汉南瑞的整合，整合集团内二次业务优质资产。武汉南瑞2016年业绩承诺为1.48亿元，实际实现归属于母公司的净利润2.82亿元，大幅超出预期，显著提振公司业绩。通过本次收购，公司运维服务板块得到有力提升，新增雷电监测与防护、高压测试与计量、输电线路智能运维、一次设备状态监测与检修等交易标的旗下电网运维相关业务，我们认为本次收购一方面有利于公司充分受益智能电网投资和运维智能化大方向，另一方面公司目前整合了节能一次、二次设备以及检修运维服务，打通设备与服务前后环节，未来各业务有望体现有效协同。
- **碳资产业务精耕细作，静待全国碳交易市场启动。**2016年置信碳资产继续精耕细作，开发完成“电网企业碳资产管理平台”，为2017年全国碳交易市场提供支撑。2016年12月，置信碳资产成立并投入运营全国首家碳交易营业部“上海置信碳交易营业部”，为碳交易市场的各类参与者提供交易开户、交易代理以及碳资产托管等服务。2016年，置信碳资产实现营业收入157.29亿元，实现净利润6228.93万元，同比增长12.77%，主要来自碳排放权公允价值变动。全国碳交易市场有望在今年三季度启动，未来碳排放权公允价值有望进一步提升。公司优先布局碳交易市场，2016年已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，我们看好公司作为国网碳资产管理平台的经营优势与稀缺价值。
- **下调盈利预测，维持“增持”评级。**我们下调盈利预测，预计公司17-19年实现归母净利润5.31亿元、6.56亿元和7.91亿元(下调前17-18年分别为6.11亿元和7.00亿元)，对应EPS分别为0.39、0.48、和0.58元/股(下调前17-18年分别为0.45、0.52元/股)，目前股价对应PE分别为22倍、18倍和15倍，维持“增持”评级。

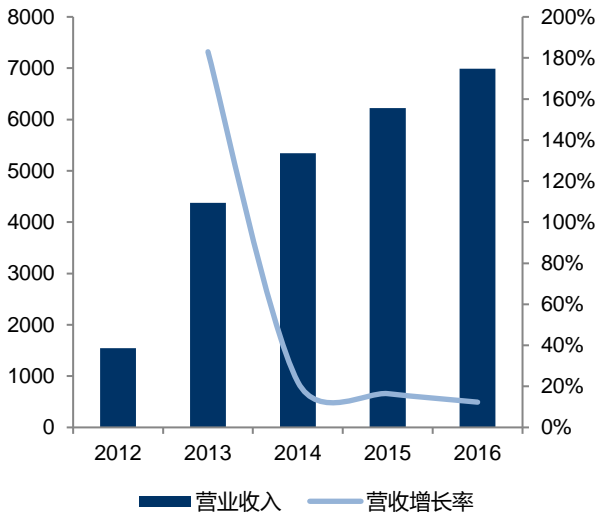
财务数据及盈利预测

| | 2016 | 2017Q1 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6,987 | 1,139 | 7,168 | 8,258 | 9,578 |
| 同比增长率(%) | 12.31 | -14.27 | 2.59 | 15.21 | 15.98 |
| 净利润(百万元) | 473 | 42 | 531 | 656 | 791 |
| 同比增长率(%) | 10.00 | -45.54 | 12.31 | 23.54 | 20.58 |
| 每股收益(元/股) | 0.35 | 0.03 | 0.39 | 0.48 | 0.58 |
| 毛利率(%) | 16.8 | 11.9 | 17.2 | 17.6 | 17.7 |
| ROE(%) | 13.5 | 1.2 | 13.2 | 14.0 | 14.4 |
| 市盈率 | 25 | | 22 | 18 | 15 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

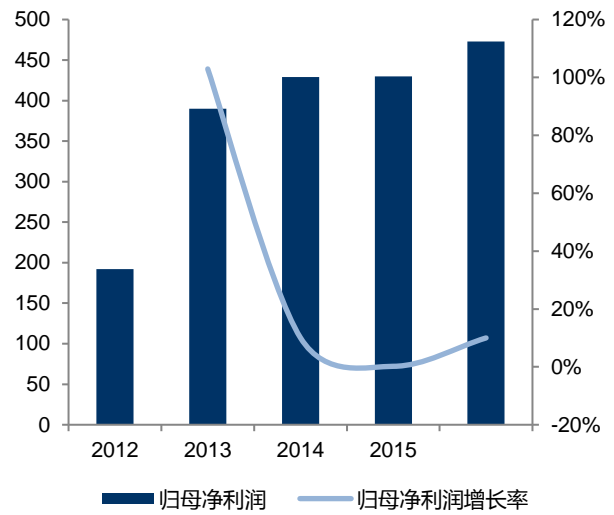
16年业绩低于申万宏源预期，“一体两翼”战略初见成效。公司2016年实现营业收入69.87亿元，比上年同期增长12.31%，归母净利润为4.73亿元，同比增长10.00%。业绩低于申万宏源预期。公司增长主要来自武汉南瑞，武汉南瑞2016年业绩承诺为1.48亿元，实际实现归属于母公司的净利润2.82亿元，大幅超出预期，显著提振公司业绩。

图 1：公司收入增长稳健（单位：百万元）



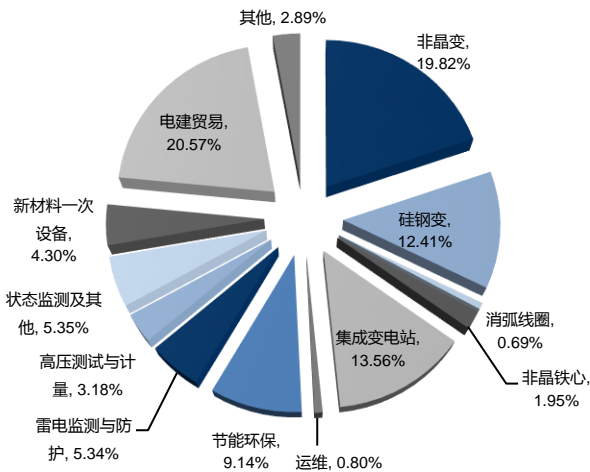
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 2：公司归母净利润加速增长（单位：百万元）



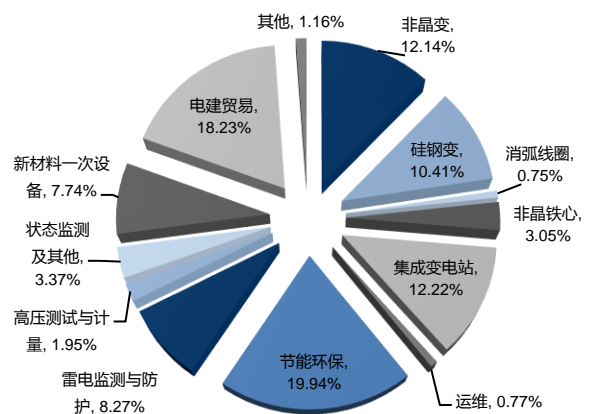
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 3：公司 2015 年各主营业务收入构成



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 4：公司 2016 年各主营业务收入构成



资料来源：WIND，申万宏源研究

传统业务增速放缓，库存增长关注招标情况。公司 2016 年电气制造业实现收入 42.66 亿元，比上年减少 0.60%；毛利率为 23.13%，比上年减少 0.74 个百分点，主要原因在于行业竞争加剧，电网投标价格持续下滑，逐渐挤压企业利润空间。非晶变、硅钢变、消弧线圈、集成变电站产销量比上年均有下降，除消弧线圈外，各产品库存量均大幅增长，分别增加 30.48%，119.16%；94.05%。工信部《配电变压器能效提升计划（2015-2017）》计划指出：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%。公司是目前沪深两市最大的专业化非晶变生产商，2017 年 1 月，在国网 2016 年第二批配网设备/线路材料协议库存招标采购中，中标金额为 7.29 亿元，占公司 2015 年营业收入的 11.59%。我们认为节能型变压器替代传统变压器是大势所趋，未来变压器业务有望随国网招标增加明显回升。

表 1：近两年我国配电变压器相关支持政策

| 日期 | 机构 | 文件 | 主要内容 |
|--------|-------|-----------------------------|---|
| 2015 年 | 国家电网 | 《关于进一步加强非晶合金配电变压器推广应用工作的通知》 | 按照《非晶合金配电变压器推广应用工作意见》(国家电网运检 2012-950 号文件) 要求，2015 年非晶配变新采购比重应达到新采购数量的 60%以上。 |
| 2015 年 | 国家能源局 | 《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》 | 2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿。预计到 2020 年，高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万公里，分别是 2014 年的 1.5 倍、1.4 倍，中压公用配变容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万公里，分别是 2014 年的 1.4 倍、1.3 倍。 |
| 2015 年 | 工信部 | 《配电变压器能效提升计划（2015-2017）》 | 计划到 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%，其中当年新增量中高效配电变压器占比达到 70%。 |

资料来源：国家电网公司、国家能源局、工信部、申万宏源研究

受益浙江项目落地，节能环保业务发展迅速。报告期内，公司节能业务表现突出，2016 年实现营业收入 13.75 亿元，比上年增长 146.60%；毛利率为 10.57%，比上年增长 0.81 个百分点，主要受益于浙江公司租赁项目的实施。《“十三五”节能环保产业发展规划》提出，到 2020 年，节能服务业总产值达到 6000 亿，年均复合增速约为 14%。公司节能业务依托置信节能和武汉南瑞节能事业部，有望通过“内涵提升和外延发展”的方式做优做强。

表 2：公司节能环保业务发展情况

| 时间 | 项目内容 |
|--------|--|
| 2014 年 | 与国网浙江浙电节能服务有限公司签订《2014-2016 年度节能降耗项目合作协议》，双方围绕“减能增效、减耗增效”为目标，共同组织实施相关节能降耗改造项目。 |
| 2015 年 | 签约宁波亚洲浆纸业焚烧炉发电等示范性项目。 |
| 2016 年 | 完成首个四星级酒店领域示范性节能项目、南通配电网节能改造、国网湖南节能公司中频炉改造等电网节能项目，浙江温州、丽水以及江苏仪征等城市 LED 路灯照明改造项目。 |

资料来源：公司公告、申万宏源研究

碳资产业务精耕细作，静待全国碳交易市场启动。2016 年置信碳资产继续精耕细作，开发完成“电网企业碳资产管理平台”，为 2017 年全国碳交易市场提供支撑。2016 年 12 月，置信碳资产成立并投入运营全国首家碳交易营业部“上海置信碳交易营业部”，为碳交易市场的各类参与者提供交易开户、交易代理以及碳资产托管等服务。2016 年，置信碳资产实现营业收入 157.29 亿元，实现净利润 6228.93 万元，同比增长 12.77%，主要来自碳排放权公允价值变动。全国碳交易市场有望在今年三季度启动，未来碳排放权公允价值有望进一步提升。公司优先布局碳交易市场，2016 年已与多家省电力公司及地方政府沟通碳资产管理相关工作并取得战略合作意向，我们看好公司作为国网碳资产管理平台的经营优势与稀缺价值。

表 3： 置信碳资产主要历史业绩

| 业务类型 | 业务介绍 | 业务成绩 |
|--------|--|--|
| 碳盘查 | 以政府、企业等为单位计算其在社会和生产活动中各环节直接或者间接排放的温室气体。 | 置信碳资产协助公司完成公司总部及下属 11 家子公司的内部碳盘查工作，为公司自身的低碳发展和战略转型提供支撑。 |
| 碳减排方法学 | 指经过国家发改委备案，在 CCER 碳减排项目开发过程中用于确定项目基准线、论证额外性、计算减排量、制定监测计划等方法指南。 | “电动汽车充电站及充电桩温室气体减排方法学”与“输电线路技术改造温室气体减排方法学”获得国家发改委备案通过。“特高压输电工程温室气体减排方法学”及“配电网无功补偿温室气体减排方法学”已正式向国家发改委递交备案申请。2016 年“电动汽车充电站桩减排方法学”首次应用于国网上海电力公司。“特高压输电工程温室气体减排方法学”和“配电网无功补偿温室气体减排方法学”获国家发改委备案通过。 |
| 碳培训 | 为从事碳资产业务的相关人员提供专业知识的培训、证书的获取等。 | 在 2014、2015 年连续组织人保部认证的“低碳经济师”培训；与上海电力学院、安徽省发改委、江苏省发改委等多次合作策划、开展低碳培训。2016 年承接国家电网公司第一期“碳排放权交易培训班”。 |
| 课题研究 | 积极承担各类低碳课题研究项目 | 《长三角地区温室气体排放控制市场联动机制研究》（上海市发改委）、《世界银行 PMR 项目—电力企业参与碳排放交易关键问题研究》（世界银行、国家发改委）、《上海市排污权有偿使用和交易机制研究》（上海市环保局）等。2016 年承担 5 个低碳课题与研究项目，结题 1 个。 |
| 碳金融 | 服务于限制温室气体排放等技术和项目的直接投融资、碳权交易和银行贷款等金融活动。 | 置信碳资产与浦发银行合作完成国内首单 CCER 质押融资业务；与春秋航空、兴业银行进行国内首单碳配额卖出回购业务，交易标的达 50 万吨碳配额。 |

资料来源：公司公告，碳排放交易网，申万宏源研究

智能运维加速成长，重组激发内生活力。公司从 2013 年开始运维业务以来持续获得突破，2016 年运维业务营收比上年增长 7.48%；雷电监测与防护业务营收比上年增长 74.86%，主要因为其技术壁垒极高，仅有少数企业有能力介入。2015 年 12 月，公司完成重大资产重组，武汉南瑞成为全资子公司，武汉南瑞在电网智能运维系统及设备中的雷电监测与防护、高压测试与计量、状态监测及其他三大领域具有较高的行业影响力及市场份额。公司 2016 年首次中标国网浙江电力宁波 110kV 输变电工程设计项目，预计未来将有更多运维业务订单落地。

表 4：公司运维业务历史进展一览表

| 时间 | 项目 |
|--------|--------------------------------------|
| 2014 年 | 上海、江苏、安徽、福建等市场运维业务实现突破 |
| 2015 年 | 签订福建三明地区部分县城节能工程安装工程；泰宁县变电站技改大修等示范项目 |
| 2016 年 | 国网浙江电力宁波 110kV 输变电工程设计项目 |

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 5：武汉南瑞电网智能运维细分业务

| 产品类别 | 产品系列 |
|---------|---|
| 雷电监测与防护 | 雷电监测系统、雷电预警系统、各类专用防雷系统、新型降阻剂、杆塔接地电阻测量仪 |
| 高压测试与计量 | 高压试验装路、局部检测与定位装路、检定校准装路与系统、计量自动化系统、校验及测试标准装路、电能计量三维仿真实训系统、电力专用车 |
| 状态监测及其他 | 变压器状态监测系统、变压器智能巡检系统、输电线路作业仿真培训系统 |

资料来源：公司公告、申万宏源研究

下调盈利预测，维持“增持”评级：我们下调盈利预测，预计公司 17-19 年实现归母净利润 5.31 亿元、6.56 亿元和 7.91 亿元（下调前 17-18 年分别为 6.11 亿元和 7.00 亿元），对应 EPS 分别为 0.39、0.48、和 0.58 元/股（下调前 17-18 年分别为 0.45、0.52 元/股），目前股价对应 PE 分别为 22 倍、18 倍和 15 倍，维持“增持”评级。

表 6: 利润表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业收入 | 6,221 | 6,987 | 7,168 | 8,258 | 9,578 |
| 二、营业总成本 | 5,766 | 6,516 | 6,624 | 7,577 | 8,746 |
| 其中：营业成本 | 5,081 | 5,814 | 5,933 | 6,806 | 7,887 |
| 营业税金及附加 | 24 | 38 | 29 | 33 | 38 |
| 销售费用 | 195 | 192 | 215 | 264 | 306 |
| 管理费用 | 334 | 351 | 373 | 429 | 469 |
| 财务费用 | 81 | 68 | 34 | 37 | 35 |
| 资产减值损失 | 50 | 54 | 40 | 7 | 10 |
| 加：公允价值变动收益 | 64 | 93 | 112 | 135 | 161 |
| 投资收益 | 4 | 5 | 2 | 2 | 2 |
| 三、营业利润 | 523 | 569 | 658 | 817 | 995 |
| 加：营业外收入 | 74 | 61 | 54 | 63 | 60 |
| 减：营业外支出 | 29 | 9 | 13 | 17 | 13 |
| 四、利润总额 | 568 | 621 | 699 | 863 | 1,042 |
| 减：所得税 | 122 | 129 | 146 | 180 | 217 |
| 五、净利润 | 446 | 492 | 553 | 683 | 824 |
| 少数股东损益 | 16 | 20 | 22 | 27 | 33 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 430 | 473 | 531 | 656 | 791 |
| 六、基本每股收益 | 0.32 | 0.35 | 0.39 | 0.48 | 0.58 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.32 | 0.35 | 0.39 | 0.48 | 0.58 |

资料来源：wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | zhangsr@swsresearch.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang@swsresearch.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。