

节能服务第一单，发展空间拓宽

买入 维持

投资要点:

- 📖 公司与重庆市巴南区政府签订能源管理服务平台项目框架协议
 - 📖 公司从制造厂商向节能服务领域拓展，市场空间拓宽
 - 📖 预计 13/14 年摊薄后 EPS 为 0.70/1.16 元，维持“买入”评级
- **公司与重庆市巴南区政府签订能源管理服务平台项目框架协议。**5月16日，公司与重庆市巴南区政府签订战略合作框架协议，公司将为巴南区企业提供耗能数据采集、用能监测（控制）、节能评估、节能项目改造等服务。该项目是公司新发展的节能业务的首单，推断此次签订的框架协议后续将陆续进入具体项目签约阶段。
- **从制造厂商向节能服务领域拓展，大幅拓宽市场空间。**5月14日公司已将经营范围增加了节能业务，包括了节能工程的咨询、设计、承包、实施和维护；节能工程的合同能源管理及金融支持服务；节能环保成套设备及产品的设计、生产、销售、安装和维护，同时成立了节能事业部。由此，公司已经从变压器等的制造厂商向节能服务及节能环保设备等领域拓展，其发展的天花板就由变压器等设备的市场容量扩容至广阔的节能行业，成为公司新的战略定位。
- **或成为国网电科院节能业务平台，提供未来增长点。**节能产品及服务业务在国网电科院已经进行了一段时间的培育，由于公司此前主营非晶合金变压器属于节能产品的一种，此次业务领域的拓宽合乎发展逻辑。我们认为公司或将成为国网电科院乃至国网的节能业务的平台，并有望获得大股东在人才、技术及资金等方面的支持，将该业务迅速做大，提供未来重要的增长点。
- **13/14 年摊薄 EPS 预计为 0.70/1.16 元，维持“买入”评级。**我们暂时不考虑节能领域对业绩的影响，并维持对公司的盈利预测，预计 2013/14/15 年公司分别实现每股收益 0.70/1.16/1.42 元。考虑到节能服务带来的发展空间，给予今年 25 倍 PE，目标价调整至 17.5 元，维持对公司的“买入”评级。

| 主要经营指标 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1279.46 | 1545.92 | 4095.33 | 6459.87 | 7554.34 |
| 增长率 | -15.63% | 20.83% | 164.91% | 57.74% | 16.94% |
| 母公司净利润 | 164.19 | 152.19 | 484.99 | 803.69 | 979.77 |
| 增长率 | -48.66% | -7.31% | 218.66% | 65.71% | 21.91% |
| EPS | 0.237 | 0.220 | 0.701 | 1.162 | 1.417 |
| 市盈率 | 50.40 | 54.38 | 17.06 | 10.30 | 8.45 |

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

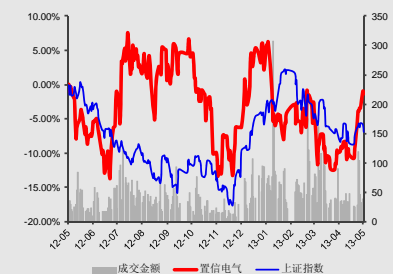
Email: zhaoxi@hysec.com

研究助理: 徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

| | |
|----------|-----------|
| 总股本 (万股) | 69,140.13 |
| 流通股 (万股) | 61,870.50 |
| 控股股东 | 国网电力科学研究院 |
| 持股比例 | 25.43% |

相关研究

- 置信电气深度报告: 充分受益于非晶变行业爆发式增长 2012.07.25
- 非晶合金变压器: 电网节能方向 2012.07.09
- 置信电气: 重组获核准, 行业拐点已至 2013.01.09
- 置信电气: 非晶变比例提升, 大规模招标启动 2012.12.23
- 置信电气: 重组通过审核, 中标九千台非晶变 2012.12.17

附表 1 财务报表预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|---------|--------|--------|
| 单位：百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 单位：百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 1,661 | 2,984 | 4,026 | 4,991 | 营业收入 | 1,546 | 4,095 | 6,460 | 7,554 |
| 货币资金 | 545 | 692 | 1,219 | 2,092 | 营业成本 | 1,176 | 3,136 | 4,946 | 5,771 |
| 应收与预付款项 | 821 | 1,447 | 1,853 | 1,930 | 营业税金及附加 | 7 | 19 | 30 | 35 |
| 存货 | 296 | 845 | 954 | 970 | 销售费用 | 35 | 82 | 116 | 128 |
| 非流动资产 | 465 | 476 | 500 | 499 | 管理费用 | 84 | 176 | 258 | 287 |
| 固定资产在建工程 | 199 | 211 | 235 | 234 | 财务费用 | 13 | 29 | 32 | 24 |
| 无形资产待摊费用 | 265 | 265 | 265 | 265 | 资产减值损失 | 8 | 15 | 20 | 20 |
| 资产总计 | 2,126 | 3,461 | 4,526 | 5,490 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 794 | 1,666 | 1,965 | 1,996 | 利润总额 | 239 | 638 | 1,057 | 1,289 |
| 短期借款 | 266 | 316 | 366 | 416 | 所得税 | 47 | 128 | 211 | 258 |
| 应付与预收账款 | 527 | 1,350 | 1,599 | 1,580 | 净利润 | 192 | 511 | 846 | 1,031 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 40 | 26 | 42 | 52 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利 | 152 | 485 | 804 | 980 |
| 负债合计 | 794 | 1,666 | 1,965 | 1,996 | EPS (元) | 0.220 | 0.701 | 1.162 | 1.417 |
| 股本 | 619 | 619 | 619 | 619 | | | | | |
| 资本公积 | 80 | 80 | 80 | 80 | 主要财务比率 | | | | |
| 留存收益 | 434 | 870 | 1,594 | 2,475 | 成长能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 200 | 226 | 268 | 320 | 营业收入 | 20.83% | 164.91% | 57.74% | 16.94% |
| 归属于母公司权益 | 1,132 | 1,569 | 2,292 | 3,174 | 净利润 | -1.01% | 165.76% | 65.71% | 21.91% |
| 负债股东权益合计 | 2,126 | 3,461 | 4,526 | 5,490 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 23.94% | 23.42% | 23.43% | 23.61% |
| | | | | | 净利率 | 12.43% | 12.47% | 13.10% | 13.65% |
| 现金流量表 | | | | | ROE | 13.44% | 30.91% | 35.06% | 30.87% |
| 单位：百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 偿债能力 | | | | |
| 经营活动现金流 | 285 | 175 | 599 | 925 | 资产负债率 | 37.32% | 48.14% | 43.42% | 36.36% |
| 净利润 | 192 | 511 | 846 | 1,031 | 流动比率 | 2.09 | 1.79 | 2.05 | 2.50 |
| 折旧摊销 | 22 | 4 | 7 | 11 | 速动比率 | 1.72 | 1.28 | 1.56 | 2.01 |
| 资产减值损失 | 8 | 15 | 20 | 20 | 营运能力 | | | | |
| 利息费用 | 14 | -1 | -8 | -26 | 总资产周转率 | 0.73 | 1.18 | 1.43 | 1.38 |
| 投资活动现金流 | -36 | -30 | -50 | -30 | 应收账款周转率 | 2.03 | 3.19 | 3.91 | 4.43 |
| 融资活动现金流 | -159 | 3 | -22 | -22 | 存货周转率 | 3.98 | 3.71 | 5.19 | 5.95 |
| 现金流量净额 | 91 | 147 | 527 | 873 | | | | | |

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。（由于增发于 2013 年 1 月完成，因此同比比例不具参考价值；资产负债与现金流量表将有较大偏差。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、置信电气、森源电气、大连电瓷、荣信股份、合康变频、北京科锐等

机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 手机号 | 手机号 | 邮箱 |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 | 010-88085978 | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com |
| | 赵佳 | 010-88085291 | 18611796242 | zhaojia@hysec.com |
| | 奚曦 | 021-51782067 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | 李岚 | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| 华南区域 | 夏苏云 | | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | 贾浩森 | 010-88085279 | 13661001683 | jiahaosen@hysec.com |
| | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | 赵越 | | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | 孙婉莹 | 0755-82934785 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| QFII | 覃汉 | 010-88085842 | 18810805988 | qinhan@hysec.com |
| | 胡玉峰 | 010-88085843 | 15810334409 | huyufeng@hysec.com |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。