



传统业务平淡，期待节能项目落地

买入 维持

投资要点:

- 前三季度收入 17.6 亿，净利润 8071 万，EPS 为 0.13 元
 - 配变招标不达预期，非晶变中标份额有所回升，等待节能项目落地
 - 维持 13/14 年预测 EPS 为 0.58/0.88 元，维持“买入”评级
- **前三季度收入 17.6 亿，净利润 8071 万。**公司发布三季报，前三季度营业收入与净利润分别为 17.59 亿与 8071 万元，分别同比增长 126% 与 31.68%，每股收益 0.13 元。单季度来看，第三季度收入 6.36 亿，净利润 2653 万，环比有所下滑。收入大幅增长主要原因是重组 1 月份完成，合并了帕威尔电气、宏源电气与重庆亚东亚；但净利润增幅较半年报下降主要是产品价格下降导致单季度综合毛利率和二季度持平，维持在较低水平；同时期间费用率环比有所上升。
- **今年配变招标不达预期，非晶变第二批招标情况不乐观。**今年配电网建设整体来看慢于预期，直接导致配变及非晶变的招标数量和进度都不够理想，影响了公司业绩。而非晶变方面，第二次配变协议库存招标仍在进行中，从已公布的中标情况来看，公司中标比例有所回升，从第一次的约 20% 上升至约 25%，但仍处于历史较低水平；中标数量约 9000 台，总体金额预计 4 亿元左右。后续随着配网建设的加快，配变招标也有望恢复，为公司传统业务的增长提供保障。
- **期待节能项目的落地，关注转身后的效果。**此前公司与重庆巴南区签订的节能服务框架协议，推断近期应该会有节能项目落地；同时公司也在其他地区积极拓展节能业务。公司将从此前的配网变压器为主的制造型企业向服务型业务拓展，EMC 模式在国内经过近两年的发展已经逐渐成熟，公司凭借股东背景等优势有望迅速获得收益，节能业务为公司后续的发展打开了充分的空间。
- **13/14 年 EPS 预计为 0.58/0.88 元，维持“买入”评级。**暂时不调整盈利预测，预计 2013/14/15 年公司每股收益分别为 0.58/0.88/1.32 元。考虑到节能服务带来的发展空间，给予今年 30 倍 PE，目标价 17.4 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	4083.28	5734.86	8123.83
增长率	-15.63%	20.83%	164.13%	40.45%	41.66%
母公司净利润	164.19	152.19	400.19	609.31	909.83
增长率	-48.66%	-7.31%	162.95%	52.25%	49.32%
EPS	0.237	0.220	0.579	0.881	1.316
市盈率	56.68	61.15	23.25	15.27	10.23

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

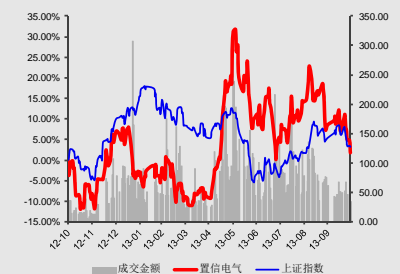
Email: zhaoxi@hysec.com

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: 节能服务第一单, 发展空间拓宽 2013.05.16
- 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

附表1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,661	2,767	3,608	4,813	营业收入	1,546	4,083	5,735	8,124
货币资金	545	686	1,030	1,706	营业成本	1,176	3,243	4,498	6,324
应收与预付款项	821	1,348	1,676	2,001	营业税金及附加	7	19	26	37
存货	296	734	902	1,106	销售费用	35	82	103	138
非流动资产	465	442	421	355	管理费用	84	180	241	325
固定资产在建工程	199	179	162	100	财务费用	13	29	45	62
无形资产待摊费用	265	262	258	255	资产减值损失	8	15	30	50
资产总计	2,126	3,209	4,028	5,168	投资收益	0	0	0	0
流动负债	794	1,495	1,734	2,007	利润总额	239	527	802	1,197
短期借款	266	316	366	416	所得税	47	105	160	239
应付与预收账款	527	1,178	1,367	1,591	净利润	192	421	641	958
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	40	21	32	48
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利	152	400	609	910
负债合计	794	1,495	1,734	2,007	EPS (元)	0.220	0.579	0.881	1.316
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	794	1,342	2,161	成长能力				
少数股东权益	200	221	253	301	营业收入	20.83%	164.13%	40.45%	41.66%
归属于母公司权益	1,132	1,493	2,041	2,860	净利润	-1.01%	119.29%	52.25%	49.32%
负债股东权益合计	2,126	3,209	4,028	5,168	获利能力				
					毛利率	23.94%	20.59%	21.57%	22.16%
					净利率	12.43%	10.32%	11.18%	11.79%
现金流量表					ROE	13.44%	26.81%	29.85%	31.81%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	偿债能力				
经营活动现金流	285	152	392	722	资产负债率	37.32%	46.58%	43.04%	38.83%
净利润	110	432	776	1,171	流动比率	2.09	1.85	2.08	2.40
折旧摊销	113	44	94	144	速动比率	1.72	1.36	1.56	1.85
资产减值损失	34	30	30	30	营运能力				
利息费用	51	25	33	40	总资产周转率	0.73	1.27	1.42	1.57
投资活动现金流	-36	-22	-42	-22	应收账款周转率	2.03	3.45	3.86	4.60
融资活动现金流	-159	11	-6	-23	存货周转率	3.98	4.42	4.99	5.72
现金流量净额	91	141	344	677					

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、国电南瑞、许继电气、置信电气、四方股份、森源电气、中国西电等

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机 构	上海保险/私募	周 迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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

免责条款:

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。