

2013年12月19日

赖桑生

Leon\_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

20.0RMB

**公司基本资讯**

产业别	机械设备
A 股价(2013/12/18)	13.74
上证综指(2013/12/18)	2148.29
股价 12 个月高/低	16.82/11.48
总发行股数(百万)	691.40
A 股数(百万)	618.71
A 市值(亿元)	95.00
主要股东	国网电力科学研究院 (25.43%)
每股净值(元)	2.74
股价/账面净值	5.02
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.9 -9.2 12.9

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

**产品组合**

非晶变	41.9%
硅钢变	20.5%
集成电站	20.6%
其他	17.0%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	13.6%
一般法人	47.8%

**股价相对大盘走势**



**置信电气(600580.SH)**

BUY/买入

**主业爆发, 节能服务打开成长空间**

**结论与建议:**

我们近期调研公司, 与公司管理层就经营问题进行深入交流。鉴于经营情况及管理改善预期, 我们认为公司中长期具有良好投资价值。核心逻辑在于: 一, 经营层面: 尽管 13 年配电变招标出现较大下降, 但非晶变招标比例实现逆市攀升, 非晶变推广节奏加快预期强烈, 公司作为龙头受益最大; 公司通过与各级省网节能服务中心合作进军节能服务产业, 节能服务产业市场空间高达千亿, 公司具有良好的合作模式, 做强做大概率很高; 二, 管理层面: 随着 1 月国网正式成为公司实际控制人, 13 年是公司内部整合年, 14 年将是整合效益逐步体现之年。

我们预计公司 2013-2015 年分别实现营收 30.14、49.98、70.83 亿元, YOY+95.0%、61.8%、41.7%, 实现净利润 1.93、4.57、7.26 亿元, YOY+27.0%、136.3%、58.9%, EPS0.28、0.66、1.05 元, 当前股价对应 2014 年动态 PE20X, 公司节能服务产业模式带动长期增长, 当前动态估值有提升空间, 给予“买入”建议, 目标价 20.00 元(对应 14 年动态 PE 30X)。

- **国网已经成为实际控制人, 非晶变推广成趋势:** 今年 1 月份, 国家电网入主公司的重组工作完成, 国网成为公司的实际控制人(通过国网电科院间接持股 25.43%)。国网入主, 一方面表明其对非晶变推广的明确态度; 另一方面也大大充实了公司的经营规模, 季报显示, 公司总资产及收入规模分别同比增长 88%、126%。
- **13 年配电变招标规模低于预期, 但非晶变招标比例不断提升:** 2012 年, 两网总计招标了约 10 万台非晶变, 占招标总数的 25%; 13 年, 包括国网在内, 累计招标招标配变约 26 万台, 其中非晶配变 10 万台, 数量与容量占 38.1%, 非晶变运用比例虽然较国网要求仍有距离, 但非晶变运用比例不断上升。
- **14 年非晶变招标规模有望翻倍, 公司市场份额有望提升:** 日前, 公司参加了国家电网组织的各省网公司参加的明年投标会议, 从各方面反馈回来的情况看, 国家加大对配网的投入是确定的。14 年配电变招标规模约 40~50 万台, 根据我们假设情形, 非晶变招标量大约有 18~28 万台, 中值为 23 万台, 较 13 年 10 万台招标规模翻倍。公司 13 年市场份额约 25%, 展望未来, 公司在规模、技术、成本方面均具有较大优势, 我们预估 15 年市占率有望提升至四成, 14、15 年公司非晶变分别实现收入 33.4、43.4 亿元, YOY+100.0%、30%
- **节能服务商业模式合理, 与各省网公司合作打通管道:** 着眼节能服务产业的巨大商机, 公司将从单纯节能设备提供商转为节能服务综合服务商。中国合同能源管理市场前景广阔, 预计 15 年产值将达到 1800 亿元, 较 10 年增长三倍。公司与国网平台下的节能服务中心合作, 未来做强做大节能服务产业的概率很高, 值得重点关。根据现有订单规模及未来展望, 我们预估 14、15 年分别实现收入 3.0、12 亿元, YOY+100%、300%, 为中长期成长重要动力。此外, 公司获得了国网旗下唯一一张碳资产管理牌照, 碳排放资产交易有望成为公司新的一个增长点。
- **毛利率已至低位, 有改善空间; 国网整合后费用率有明显改善空间:** 非晶变产品毛利率已经降至低位, 未来竞争格局优化提升产品毛利率, 未来高毛利的节能服务收入规模提升, 综合毛利率有望显著改善; 费用率方面, 随着国网的整合推进, 费用率有明显下降空间。
- **盈利预测:** 预计公司 2013-2015 年实现净利润 1.93、4.57、7.26 亿元, YOY+27.0%、136.3%、58.9%, 股价对应 2014 年动态 PE20X, 公司中长期成长动力十足, 给予“买入”建议, 目标价 20.00 元(14 年动态 PE 30X)。

..... 接续下页 .....

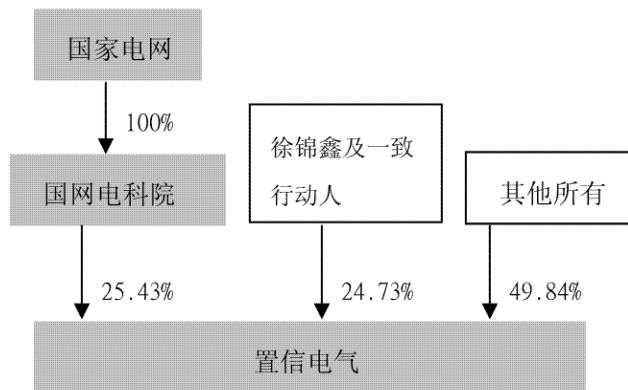
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013F	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	164.19	152.19	193.32	456.89	726.21
同比增减	%	-48.66%	-7.31%	27.02%	136.34%	58.95%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.237	0.220	0.280	0.661	1.050
同比增减	%	-48.66%	-7.31%	27.02%	136.34%	58.95%
A 股市盈率(P/E)	X	57.86	62.42	49.14	20.79	13.08
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%

### 营运分析

今年 1 月份, 公司完成了资产重组工作, 通过向国网电科院发行 72,696,272 股股票, 购买了国网旗下 9 家公司的股权, 此外国网电科院通过受让置信集团 30,263,421 万股, 成为公司第一大股东(持股比例 25.43%)

通过此次重组, 一方面公司的最大客户(国家电网, 常年占公司收入比重近 8 成)成了公司的实际控制人, 国网推动非晶变的态度明朗化, 打消了市场的怀疑; 另一方面, 此次资产注入显著扩大了公司规模, 截止三季报, 公司总资产及收入规模均大幅提升(见图表二)。

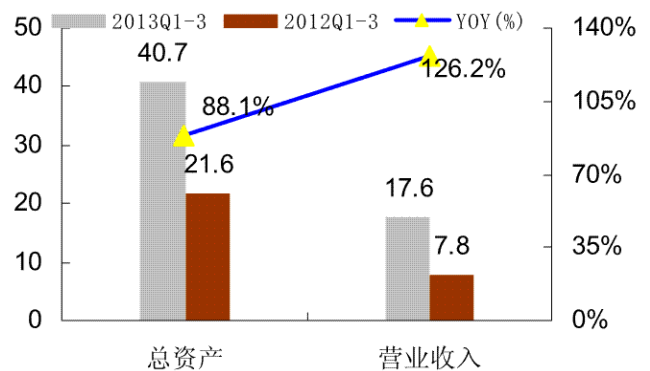
图表一: 国网成为公司实际控制人



资料来源: 公司公告, 群益证券(2013/12)

图表二: 公司三季报情况

单位: 亿元/%



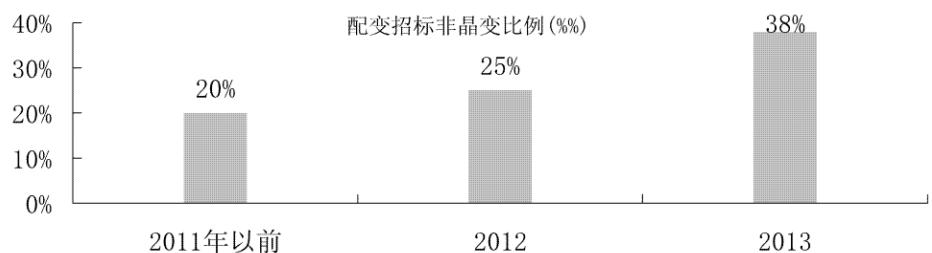
资料来源: 公司公告, 群益证券(2013/12)

### 13 年配电变招标规模低于预期, 但非晶变招标比例不断上升

目前, 国网仍然是是非晶变最大客户, 其招标占需求量比重约 80%。12 年, 两网合计招标配电变约 40 万台, 其中非晶变约 10 万台, 占比 25%。13 年, 国网电子商务平台发布的省网招标文件统计, 已招标 10kV 配变 26 万台, 其中非晶配变 10 万台, 占比 38.1%, 虽然配电变招标规模低于预期, 但非晶变占招标比例却实现了上升势头。

图表三: 配电变招标中非晶变比例不断提升

单位: %



资料来源: 公司公告, 群益证券(2013/12)

### 14年非晶变招标有望规模与比例双提升

对14年的非晶变招标情况，公司认为机会比较大。日前，公司参加了国家电网组织的各省网公司参加的明年投标会议，从各方面反馈回来的情况看，国家加大对配网的投入是确定的。

从招标规模看，13年配电变招标规模26万台，属于异常下降年份。通常情形下，中国一年配电变的招标数量约40~50万台，非乐观的预估，14年配电招标规模也要回到正常年份的招标规模。按非晶变45~55%的比例计算，非晶变招标量有18~28万台(见表一)，中值23万台，较13年10万台翻倍。

表一：非晶变招标规模及预测

年份	情形	配电变招标(万台)	非晶变比例(%)	非晶变招标规模(万台)
2013	实际情形	26	38%	10
	悲观假设	40	45%	18
2014	中性假设	45	50%	23
	乐观假设	50	55%	28

资料来源：国家电网电子商务平台 群益证券(2013/12)

### 公司具有规模、成本与技术领先优势，未来市场份额有望逐渐回升

公司是国内最早从事非晶变研发及推广的企业，也是全球规模最大的非晶变厂家。13年公司市场份额25.7%，虽然远高于竞争对手，但较前期仍有不小降幅。

通过调研，我们了解到，公司市场份额出现下滑有以下两方面原因：其一，市场竞争格局：延续了比较无序的状况。虽然12年第6批开始有集中招标模式，但仍然有些无序竞争恶化了市场；其二，今年是公司整合年，公司对研发、生产及工艺体系都进行了重新整合，对招标市场的重视力度有所削弱。

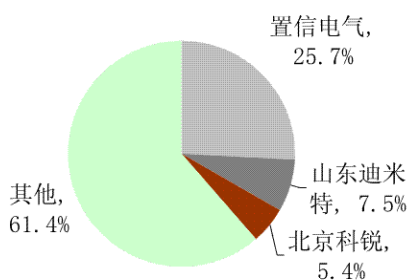
展望未来，我们认为，随着国网对公司整合结束，公司整体竞争力将加强。此外，公司在规模、成本、技术上具有领先的优势，将助力市场份额逐步攀升：

其一，规模优势：资产重组前，公司拥有年产7~8万台非晶变制造能力，重组后公司规模扩充，非晶变产能提升至10万台/年，此外还新增2~3万台硅钢变的产能。

其二，成本优势：公司拥有包括非晶铁芯等非晶变重要原材料的自主生产线，在另一项重要原材料非晶带材上，公司作为日立(当前技术最强、产能最大带材厂商)全球最大客户，结成了战略合作意向，公司采购成本较日立其他客户有一定议价优势。

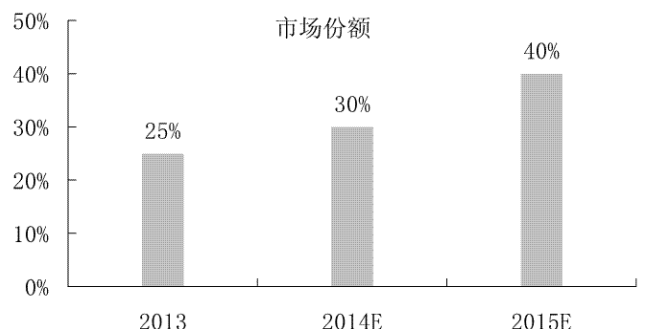
其三，技术优势：由于非晶变采用非晶铁芯，非晶铁芯使用非晶带材匝制而成，较传统硅钢变压器噪音较大。但公司凭借自身制造工艺优势，噪音问题得到很好的解决，在各项测试中指标均优于国家标准，也显示公司在行业内的领导地位。

图表四：13年行业非晶变市场份额详情



资料来源：群益证券(2013/12)

图表五：对置信非晶变市场份额判断



资料来源：群益证券(2013/12)

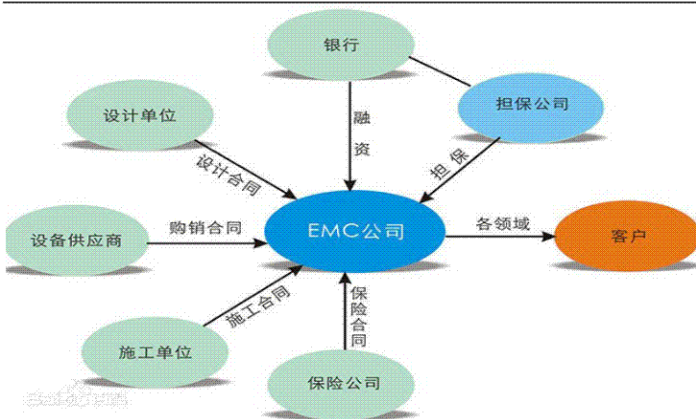
### 从单纯节能设备提供商升级为节能服务提供商

今年5月16日, 公司与重庆市巴南区政府就能源管理服务平台项目签订战略合作框架协议, 双方同意共同推进巴南地区节能减排, 发展循环经济, 推动节能与新能源综合试点工作。依据协议内容, 公司将为重庆市巴南地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。该协议的履行标志公司进军节能事业、能源合同管理等业务, 也预示公司业务模式将从单纯的节能设备提供商转向市场空间更广阔、综合管理能力要求更高的合同能源管理项目进军。

合同能源管理(Energy-Management Contracting)是以减少的能源费用来支付节能项目成本的一种市场化运作的节能机制。节能服务公司与使用者签订能源管理合同、约定节能目标, 为使用者提供节能诊断、融资、改造等服务, 并以节能效益分享方式回收投资和获得合理利润。

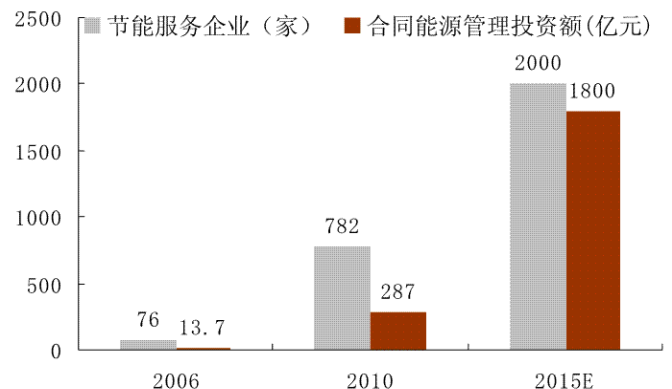
根据《2013-2017年中国EMC行业发展前景与投资战略规划分析报告》显示, 我国节能服务产业在“十一五”期间获得了持续快速发展, 不断走向成熟。从2006年到2010年, EMCA会员从89家递增至560家, 增长了5倍; 节能服务产业规模从47.3亿元递增至836.29亿元, 增长了16倍; 《规划》还显示, 到2015年, 专业化节能服务公司力争发展到2000多家, 其中年产值超过10亿元的约20家, 节能服务业总产值突破3000亿元, 市场空间较10年增长近3倍, 市场空间巨大。

图表六: EMC 商业模式



资料来源: 群益证券(2013/12)

图表七: 中国 EMC 行业发展态势



资料来源: 《中国 EMC 行业发展前景》群益证券(2013/12)

### 重庆巴南项目进展顺利, 江西化工厂EMC项目顺利落实, 未来做强做大可期

截至11月26日, 重庆巴南低碳云节能服务平台已经完成宗申机车、宗申动力两家企业的上线监测。公司下属子公司置信节能分别与宗申机车和宗申动力就节能改造项目达成初步合作意向; 另外, 重庆长寿区市政路灯节能改造项目、重庆市巫溪县市政路灯节能改造项目、东风小康集团园区改造项目、重庆德恒物流园节能改造项目, 置信节能也已经与相关业主方达成初步合作意向, 6个项目预计合同金额约2~3亿元。

此外, 近期公司落实了江西一家化工企业的自备电厂的节能改造项目, 合同金额约5000万。公司预计需要投资约4000万, 通过分期3年回收约5000万元。

通过调研, 我们了解到, 公司采取和国网节能服务中心紧密合作来推动自身节能产业的发展, 我们非常认可这种合作模式: 一方面, 国网节能服务中心可以提供客户的各项数据对其节能潜力进行评估, 特别重要的是通过客户的用电数据判断客户的经营状况, 这相当于对客户的现金流、经营能力有了个可靠的前期评估; 另一方面, 省网公司作为合作对象, 对恶意不付款的企业也有一些硬约束(如停电等措施)

根据现有订单规模及未来推广潜力, 我们预估公司节能服务产业14、15年分别实现收入3.0、12.0亿元, YOY+100%、300%。我们认为公司的模式对做强做大节能服务产业很有针对性, 值得重点关注。

### 碳资产管理牌照稀缺性，将来碳排放交易中获利

11月7号，公司发布公告，因业务发展需要，公司全资子公司“上海置信电气器材有限公司”已更名为“上海置信碳资产管理有限公司”，标志公司正式获得了国网公司旗下唯一一张碳排放交易牌照，视为公司进军节能服务的又一项前瞻性举措。

公司是上海市第二家获得牌照的企业，稀缺性突出。具有碳资产管理牌照的公司，将帮助有碳排放资产交易需求的企业和机构提供咨询与服务；此外，也具有直接买卖碳排放资产的权利。目前，北上广都成立了碳排放交易中心，节能减排是必然趋势，碳排放交易有望成为公司另一增长点。

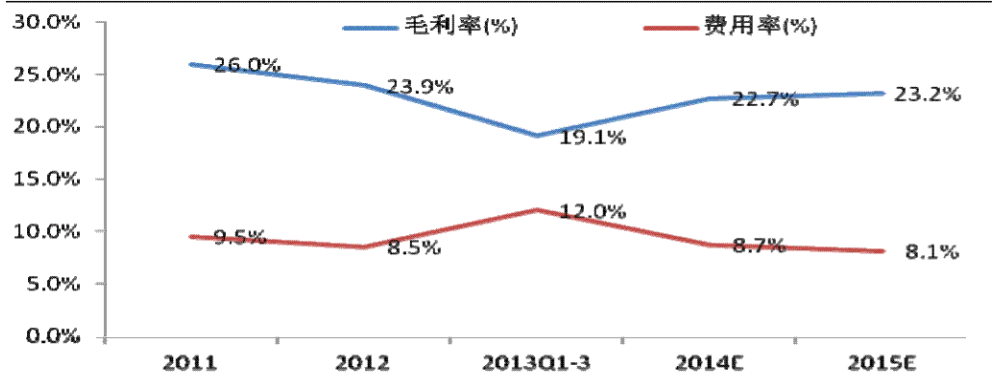
### 财务分析：毛利率改善空间较大，国网整合费用率可控

13Q1-3 公司综合毛利率 19.1%，同比下降 6.5 个百分点。公司毛利率下降一方面是产品结构变化所致，近乎零毛利的电力变收入比重占 10%；另一方面非晶变仍有些无序竞争导致毛利率同比下滑。展望未来，我们认为公司毛利率将有较大改善空间。一方面随着国家推广非晶变节奏加快，国网集中招标将肃清恶性竞争，市场向有序竞争回归；另一方面公司节能服务收入将提升规模（服务业毛利率 30~40%，远高于设备业务），高毛利产品比重将提升公司综合毛利率。

费用率方面，Q1-3 费用率 12.0%，同比提升 3.2 个百分点，今年是整合年，各项费用率较高属合理情形。国网对企业费用率控制水准非常优异，南瑞、许继、平高费用率水准都得到了良好控制，预计明年国网对企业的整合效果将体现出来。

图表八：公司毛利率、费用率走势及预测

单位：%



资料来源：公司年报，群益证券(2013/12)

### 盈利预测

公司主要产品包括非晶变、硅钢变及电力变等产品。未来驱动力主要来自于：传统主业非晶变将进入爆发时期，预计 14、15 年公司非晶变将分别实现收入 33.4、43.4 亿元，YOY+100%、30%；新业务方面，凭借合理的商业模式迅速推升节能服务产业规模，14、15 年实现 3.0、12.0 亿元，YOY+100%、300%，且长期成长空间仍然很大。

综合看，预计公司 2013-2015 年分别实现营收 30.14、49.98、70.83 亿元，YOY+95.0%、61.8%、41.7%，实现净利润 1.93、4.57、7.26 亿元，YOY+27.0%、136.3%、58.9%，EPS0.28、0.66、1.05 元，当前股价对应 2014 年动态 PE20X，公司节能服务产业模式带动长期增长空间广阔，当前动态估值有提升空间，维持“买入”建议，目标价 20.00 元（对应 14 年动态 PE 30X）。

风险提示：非晶变招标规模低于预期；节能服务产业推进低于预期

=预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)  
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)  
 卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2011	2012	2013F	2014F	2015F
营业收入	1,279	1,546	3,014	4,998	7,083
经营成本	947	1,176	2,443	3,864	5,442
营业税金及附加	6	7	11	14	22
销售费用	34	35	87	143	170
管理费用	81	84	169	260	347
财务费用	6	13	19	32	56
资产减值损失	5	8	21	23	23
投资收益	-	-	-	-	-
营业利润	199	223	265	662	1023
营业外收入	39	16	21	17	17
营业外支出	0	6	4	5	5
利润总额	239	239	284	674	1036
所得税	44	47	61	151	235
少数股东损益	30	40	30	67	75
归属于母公司所有者的净利润	164	152	193	457	726

附二: 合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013F	2014F	2015F
货币资金	513	1,223	1,053	1,158	1,389
应收帐款	747	810	1,110	1,277	1,468
存货	425	672	646	710	796
流动资产合计	1,715	2,754	2,855	4,216	5,736
长期投资净额	227	242	260	273	295
固定资产合计	462	510	797	876	1,008
在建工程	99	322	545	616	258
无形资产	953	1,309	1,970	2,093	1,850
资产总计	2,668	4,064	4,825	6,309	7,586
流动负债合计	279	296	1,140	1,311	1,482
长期负债合计	170	180	60	120	100
负债合计	449	476	1,200	1,431	1,582
少数股东权益	180	206	237	8	10
股东权益合计	1,253	2,389	2,484	3,870	3,995
负债和股东权益总计	2,668	4,064	4,825	6,309	7,586

附三: 合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013F	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	204	75	-103	25	188
投资活动产生的现金流量净额	-191	-323	-600	-88	56
筹资活动产生的现金流量净额	120	955	420	168	-12
现金及现金等价物净增加额	134	707	-283	105	232

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务.不是个人客户而设. 此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途. 群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计. 群益证券(香港)有限公司. 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务. 群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动. 群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任. 此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更. 群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券. 群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @. 此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券.