

2014年01月21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	电气设备		
A 股价(2014/1/20)	15.69		
上证综指(2014/1/20)	1991.25		
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)	108.48		
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	5.74		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	13.5	23.0	14.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-12-19	13.74	买入

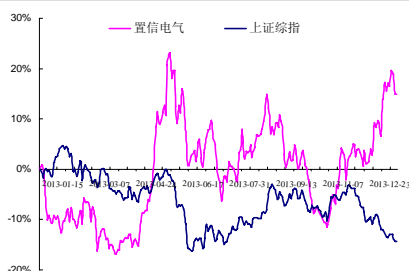
产品组合

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(600517.SH)

BUY/买入

重磅协议落地，节能服务迅猛推进

结论与建议：

公司今日发布重大协议公告，公司全资子公司置信节能与国网浙江省电力公司全资子公司浙电节能签订《2014-2016年度节能降耗项目合作协定》，双方将在未来3年开展60亿元的节能合作(见附表)，我们前期报告有提到重点关注公司节能产业的进展，此次重磅协定的落地，验证了我们的逻辑。

我们再次重申公司经营层面正迎来拐点，一方面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；另一方面非晶变推广节奏加快预期强烈，公司作为龙头受益最大。

盈利预测方面，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2.76、4.57、7.26亿元，YOY+81.6%、65.6%、58.9%，EPS0.40、0.66、1.05元，当前股价对应2014年动态PE24X，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，维持“买入”建议，目标价20.00元(对应14年动态PE 30X)。

- **集团支持力度大，公司定位为集团工业、市政等节能平台：**公司实际控制人为国家电网。随着节能减排政策深入推广，国网对节能愈加重视。公司已经被集团定位为工业、市政节能的服务平台，且成立了专门致力于节能业务的全资子公司(置信节能)，节能产业成为未来另一项主业。
- **13年初涉足节能服务产业，积攒相关经验：**公司13年落实了重庆巴南6个协议专案，江西某化工厂的电厂节能改造专案，预计订单金额1.6亿元，积累了初步的经验。
- **重磅协定落地，打开节能产业成长空间：**此次与浙电节能三年高达60亿元的框架性协议，远超市场估计的20亿元的预期，内容涵盖工业节能、市政节能等领域，重磅协议的落地打开了公司节能服务产业的空间。
- **稳健推进，为有效推广奠定基础：**浙江地处发达区域，节能产业推进从理论上具有现实可行性，有利于降低经营风险，体现管理层稳健推进的战略。随着合作的深入，公司将在节能服务产业中积累丰富的经验，为把此种商业模式有效推广到国网旗下其他区域提供无限可能。
- **财务准备有空间，节能产业盈利可期：**资金来源上，公司会采用融资方式解决(目前公司资产负债率约50%，有加杠杆的空间)。此外由于公司通过与电网公司一起合作开展节能服务，未来在回款方面也会较一般合同能源管理专案具有明显优势。我们预估14、15年分别签订20、30亿元的节能订单，根据专案设计回款3~5年估算，预计14、15年节能产业分别实现收入6、15亿元，由于借助高杠杆手段，节能产业ROE将优于公司传统业务，净利润率也有望达到8~10%。
- **非晶变14年爆发是大概率事件：**公司另一项主业非晶变14年爆发也是大概率事件。14年配电变招标规模约40~50万台，其中非晶变招标量大约23万台，较13年10万台招标规模翻倍。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%。
- **盈利预测：**预计公司2013-2015年实现净利润2.76、4.57、7.26亿元，YOY+81.6%、65.6%、58.9%，EPS0.40、0.66、1.05元，当前股价对应2014年动态PE24X，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，维持“买入”建议，目标价20.00元(对应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	276.32	456.89	726.21
同比增减	%	-48.66%	-7.31%	81.62%	65.35%	58.95%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.237	0.220	0.400	0.661	1.050
同比增减	%	-48.66%	-7.31%	81.62%	136.34%	58.95%
A 股市盈率(P/E)	X	57.86	62.42	39.23	23.77	14.94
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%

表：公司与浙电节能签订协议具体内容

项目	具体内容
合作内容	双方重点将在热电联产改造、窑炉改造、余热余压利用、电机能效提升、绿色照明、建筑节能、可再生能源等方面进行节能业务的开展与合作
合作目标	在未来三年中（2014 年-2016 年）置信节能出资 60 亿元人民币与浙电节能合作，力争每年不低于 20 亿元人民币的业务
合作模式	双方以战略合作为基础，以专案合作为体现。将结合具体专案情况进行联合投入合作。其中，浙电节能以市场管道、企业品牌为主要投入，资金投入为补充；置信节能以资金、产品为主要投入，技术服务为补充

资料来源：公司公告 群益证券(2014/01)

=预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -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	276	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)有限公司相信用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, 不对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 and 意见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, 或会买入, 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。