



高速增长起步，崛起中的节能行业龙头

2014. 2. 27

强烈推荐(首次)

姚玮(首席分析师) 姬浩(助理研究员)
电话: 020-88836125 020-88831169
邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn jih_a@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512110002

现价: 18.93
目标价: 28.00
股价空间: **48%**

电力设备与新能源行业

投资要点:

● **有别于市场的观点: 公司由传统电网产品制造向综合节能服务转型, 打造国网旗下节能独家上市平台。公司与浙江电力局旗下浙电节能签署 3 年 60 亿框架合同, 天然优势独创电网、节能利益双捆绑独特盈利模式, 确保节能项目及收入确认万无一失。公司节能服务业务从无到有, 增量弹性巨大, 两年有望再造一个置信。**

● **审时度势, 节能行业投资正当时。**审时: 发改委 2013 年发布的正式公告中 70% 与节能减排相关, 政策强力推进力度空前; 去年中以来深圳、上海、北京、广东、天津碳交易试点陆续启动, 节能市场化倒逼体系已初具雏形。度势: 近年来, 中国经济粗放式增长导致能源问题突出, 雾霾等环境问题成为社会热点, 国际社会对中国减排的舆论压力等因素都促使中国推进节能减排, 节能环保也已成为中国经济转型升级的重大战略新兴产业。根据规划, “十二五” 期间, 全国总体减排量达 6.7 亿吨标准煤, 对应投资需求约 1.34 万亿元, 市场空间广阔。

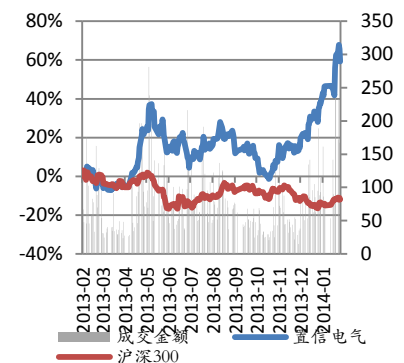
● **公司打造国网独家综合节能上市平台, 天然利益捆绑模式可复制性极强。**大型公共建筑节能、市政照明节能等领域外部经济性特征明显, 需靠政府主导, 政策强制推动。公司率先与国网浙江省网公司旗下浙电节能合作, 开拓浙江绿色照明节能、建筑和工业节能、可再生能源开发等领域的业务, 天然优势独创电网、节能利益双捆绑盈利模式。今年将是公司节能服务加速起飞的元年。在 3 年 60 亿框架协议下, 我们预计公司今年获取 20 亿项目订单可能性较大, 后续还有望迅速向国网其他省网扩张蔓延。此外公司全资子公司上海置信碳资产管理未来有望在公司节能项目基础上开展碳金融业务, 创造新的盈利点和创新融资模式。公司节能服务业务从无到有, 增量弹性巨大, 两年有望再造一个置信。

● **配网投资加速, 公司配网主业产品受益 14 年行业景气回升。**2014 年国网计划完成电网投资 3815 亿元, 同比增长 12.9%, 投资力度较过去几年明显加大。其中, 配电网建设改造投资达 1580 亿元, 国网 14 年将全面推进配电网标准化。公司目前已成为全球生产规模最大、技术水平最先进、产品规格系列最齐全和产业链最完整的非晶变制造企业。同时, 公司已完成整合国网电科院旗下的以非晶变为主的配电产品资产和业务, 整体实力再上一个台阶。我们认为今年配电变压器招标规模有望大幅回升, 公司市场份额也有进一步提升空间, 奠定公司整体业绩增长基础。

● **盈利预测与估值:** 我们预计公司 13-15 年摊薄 EPS 分别为 0.40、0.70、1.02 元, 对应 48、27、19 倍 PE。考虑到公司节能服务增量弹性巨大以及未来极好的成长性, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 行业竞争加剧风险、节能服务业务进展不达预期风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
置信电气	10.5	37.1	32.8
电力设备	6.4	9.2	23.8
沪深 300	-2.4	-11.3	-6.5

基本资料

总市值(亿元)	131
总股本(亿股)	6.914
流通股比例	89%
资产负债率	49%
大股东	国网电力科学研究院
大股东持股比例	25%

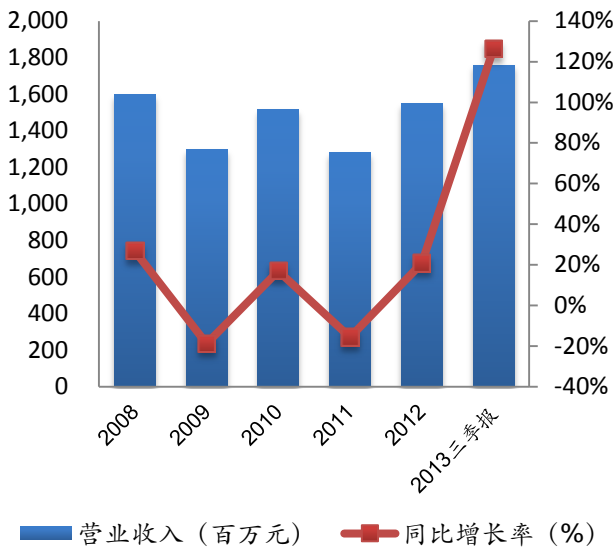
相关报告

-

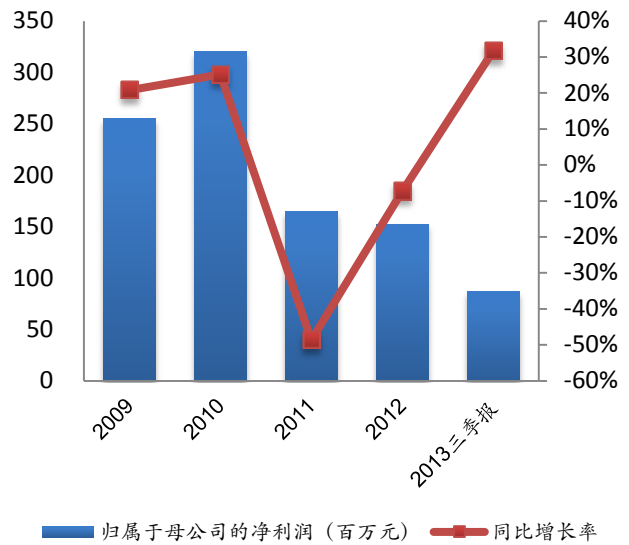


主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1545.92	3219.75	5147.48	7754.67
同比(%)	20.83%	108.27%	59.87%	50.65%
归属母公司净利润	152.19	275.51	482.82	702.56
同比(%)	-7.31%	81.03%	75.25%	45.51%
ROE(%)	11.19%	19.28%	27.26%	29.57%
每股收益(元)	0.22	0.40	0.70	1.02
P/E	59.00	47.50	27.11	18.63
P/B	7.93	9.95	7.28	5.23
EV/EBITDA	37.36	32.34	17.68	11.59

图表 1 公司近年营业收入及同比增长率情况



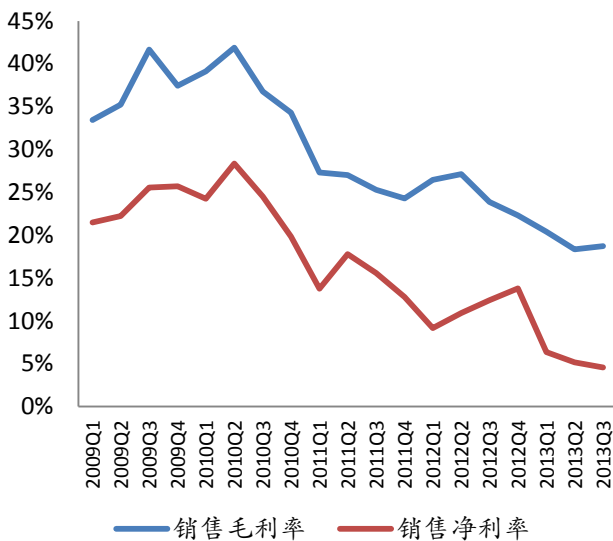
图表 2 公司近年归母净利及同比增长率情况



资料来源: WIND, 广证恒生

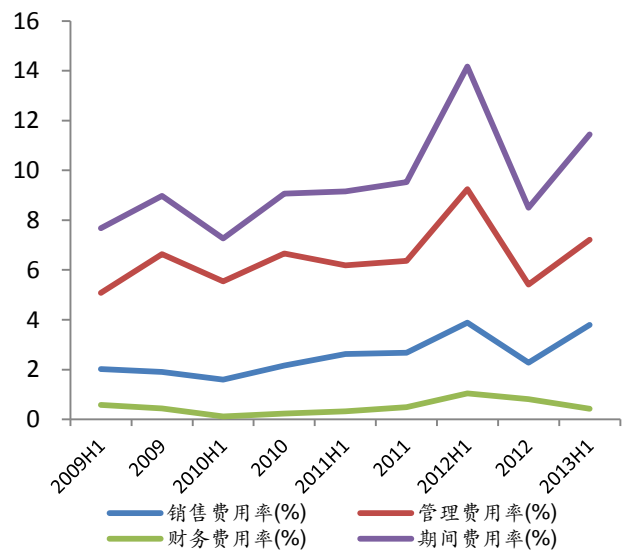
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司近年单季销售毛利率与销售净利率走势



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 4 公司近年期间费用率情况



资料来源: WIND, 广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1686.68	5450.98	7634.59	10916.22	经营活动现金流	284.13	655.53	805.39	1132.39
现金	570.22	1329.17	2058.99	3101.87	净利润	192.10	284.51	493.82	715.56
应收账款	746.31	2318.22	3500.29	4885.44	折旧摊销	0.00	35.57	73.79	110.53
其它应收款	26.80	97.04	100.94	197.32	财务费用	12.53	17.50	25.88	69.09
预付账款	31.72	164.84	149.41	324.01	投资损失	0.00	-0.12	-0.12	-0.12
存货	295.55	1525.52	1799.14	2368.74	营运资金变动	64.05	320.49	212.04	237.35
其他	16.08	16.18	25.82	38.85	其它	15.46	-2.41	-0.02	-0.02
非流动资产	477.62	694.56	909.28	1180.44	投资活动现金流	-36.36	-249.98	-288.37	-381.55
长期投资	0.00	0.12	0.24	0.36	资本支出	13.84	214.43	214.60	271.04
固定资产	168.60	357.53	542.31	766.77	长期投资	0.00	0.12	0.12	0.12
无形资产	17.69	37.72	60.50	89.82	其他	-22.52	-35.43	-73.65	-110.39
其他	291.33	299.19	306.23	323.49	筹资活动现金流	-158.67	353.40	-25.88	-69.09
资产总计	2164.31	6145.54	8543.87	12096.67	短期借款	102.54	463.70	0.00	0.00
流动负债	831.48	4621.00	6525.51	9362.74	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	266.30	730.00	968.68	1329.80	其他	-261.21	-110.30	-25.88	-69.09
应付账款	465.04	2360.01	4593.18	5276.56	现金净增加额	-195.03	758.95	491.15	681.75
其他	100.14	1530.99	963.66	2756.38					
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	20.83%	108.27%	59.87%	50.65%
负债合计	831.48	4621.00	6525.51	9362.74	营业利润增长率	12.06%	48.44%	75.95%	47.55%
少数股东权益	200.35	209.35	220.35	233.35	归属于母公司净利润	-7.31%	81.03%	75.25%	45.51%
归属母公司股东权益	1132.49	1315.19	1798.02	2500.58	获利能力				
负债和股东权益	2164.31	6145.54	8543.87	12096.67	毛利率	23.94%	21.03%	22.33%	23.64%
					净利率	12.43%	8.84%	9.59%	9.23%
					ROE	11.19%	19.28%	27.26%	29.57%
					ROIC	13.67%	13.97%	17.85%	18.50%
利润表					偿债能力				
营业收入	1545.92	3219.75	5147.48	7754.67	资产负债率	38.42%	75.19%	76.38%	77.40%
营业成本	1175.89	2542.54	3998.08	5921.84	净负债比率	19.98%	47.88%	47.99%	48.64%
营业税金及附加	7.12	6.44	10.29	19.39	流动比率	2.03	1.18	1.17	1.17
营业费用	35.28	96.59	169.87	279.17	速动比率	1.67	0.85	0.89	0.91
管理费用	83.59	209.28	334.59	558.34	营运能力				
财务费用	12.53	17.50	25.88	69.09	总资产周转率	0.77	0.77	0.70	0.75
资产减值损失	8.23	16.10	25.74	46.53	应收账款周转率	0.48	0.72	0.68	0.63
公允价值变动收益	0.00	0.02	0.02	0.02	应付账款周转率	3.40	1.80	1.15	1.20
投资净收益	0.00	0.12	0.12	0.12	每股指标 (元)				
营业利润	223.29	331.44	583.18	860.45	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.40	0.70	1.02
营业外收入	15.72	25.00	35.00	35.00	每股经营现金流(最新)	0.00	0.95	1.16	1.64
营业外支出	0.30	0.80	0.90	1.00	每股净资产(最新摊薄)	1.93	2.20	2.92	3.95
利润总额	238.71	355.64	617.28	894.45	估值比率				
所得税	46.61	71.13	123.46	178.89	P/E	59.00	47.50	27.11	18.63
净利润	192.10	284.51	493.82	715.56	P/B	7.93	9.95	7.28	5.23
少数股东损益	39.90	9.00	11.00	13.00	EV/EBITDA	37.36	32.34	17.68	11.59
归属母公司净利润	152.19	275.51	482.82	702.56					
EBITDA	237.58	392.61	691.21	996.52					
EPS (摊薄)	0.22	0.40	0.70	1.02					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



分析师简介

姚 玮 广证恒生研究团队总监，首席分析师，浙江大学工学博士，5 年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4 年证券研究经验。把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。带队获得多项分析师奖项，曾获 2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名。主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

姬 浩 电力设备新能源研究员，北京大学硕士，理工金融复合背景，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2 年证券行业研究经验，2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向电力设备、新能源及高端装备等。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北业务拓展部	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈 璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	阳思程	(86)18600497273	yangsc@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
华南业务拓展部	王 亮	(86)13241806575	wangl_a@gzgzhs.com.cn
	韦 祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	杨 翥	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
海外业务拓展部	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。