



13 年业绩符合预期，14 年是转型腾飞之年

2014. 3. 18

强烈推荐(维持)

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: 19.39
目标价: 28.00
股价空间: 44%

电力设备与新能源行业

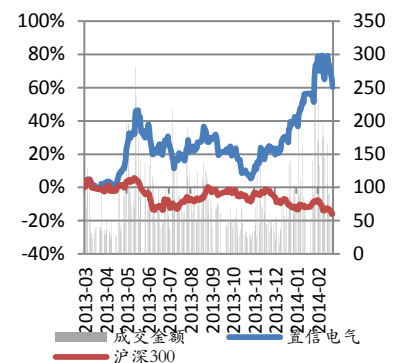
事件:

3月18日公司发布2013年度业绩快报:合并报表追溯调整后公司实现营业收入32.69亿元,同比增长4.24%;利润总额3.84亿元,同比增长11.08%;归属于上市公司股东的净利润2.83亿元,同比增长10.36%,EPS0.41元。公司拟10转8派1.5元,仍需董事会及股东大会审议。

点评:

- **业绩符合预期，14 年是公司转型腾飞之年。**2013 年，公司完成整合国网电科院旗下的以非晶变为为主的配电变压器资产和业务，国网电科院入主成为公司第一大股东，公司配电变龙头地位更加稳固。同时，公司自去年开始进入节能服务领域，不到一年时间陆续签订重庆项目、浙电节能 3 年 60 亿协议等一系列节能服务订单，电网产品制造向综合节能服务商转型加速且坚决。今年起节能服务订单和收入将逐步开始放量。
- **非晶变节能环保效益显著，公司主业受益非晶变景气提升。**2014 年国网计划完成电网投资 3815 亿元，同比增长 12.9%，其中，配电网建设改造投资达 1580 亿元，投资力度较过去几年明显加大。非晶变具有空载损耗低、维护费用低、寿命长等特点，节能环保效益显著，是变压器节能改造不二之选。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，整合国网配电资产和业务后整体实力再上一个台阶。我们认为今年非晶变受配电投资、节能改造双推动，需求有望大幅增长，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。
- **公司定位国网节能服务平台，天然利益捆绑模式可复制性极强。**今年 1 月，公司与国网浙江省网公司旗下浙电节能签署协议，未来 3 年投资 60 亿，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。公司依靠天然优势独创电网、节能利益双捆绑盈利模式，确保节能项目及收入确认万无一失。我们预计上半年公司订单将逐步明朗，全年获取 20 亿订单可能性较大，后续还有望迅速向国网其他省网扩张蔓延。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。公司管理层联手二级市场增持，也彰显对公司未来发展信心。
- **盈利预测与估值:**我们预计公司 14-15 年摊薄 EPS 分别为 0.70、1.02 元，对应 28、19 倍 PE，维持“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	-2.6	39.0	31.0
电力设备	-1.2	13.0	17.8
沪深 300	-6.9	-9.3	-12.1

基本资料

总市值(亿元)	134.063
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%

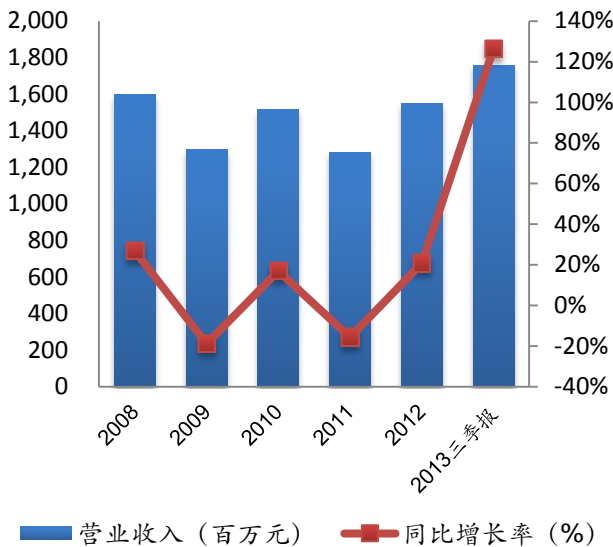
相关报告

- 置信电气(600517)点评报告:工信部下推工业节能监察,非晶龙头受益显著-2014.3.13
- 置信电气(600517)调研简报:高速增长起步,崛起中的节能行业龙头-2014.2.27

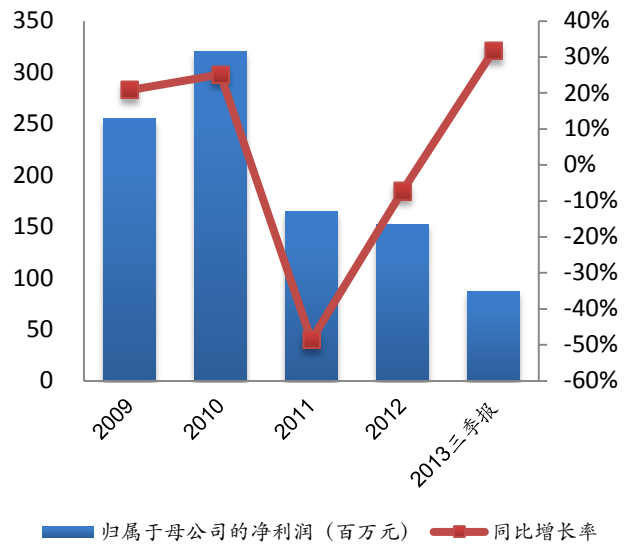


主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1545.92	3268.75	5203.83	7819.47
同比(%)	20.83%	111.44%	59.20%	50.26%
归属母公司净利润	152.19	284.50	486.76	706.98
同比(%)	-7.31%	86.93%	71.10%	45.24%
ROE(%)	11.19%	19.85%	27.31%	29.56%
每股收益(元)	0.22	0.41	0.70	1.02
P/E	59.00	47.12	27.54	18.96
P/B	7.93	10.12	7.40	5.32
EV/EBITDA	37.36	30.94	17.98	11.80

图表 1 公司近年营业收入及同比增长率情况



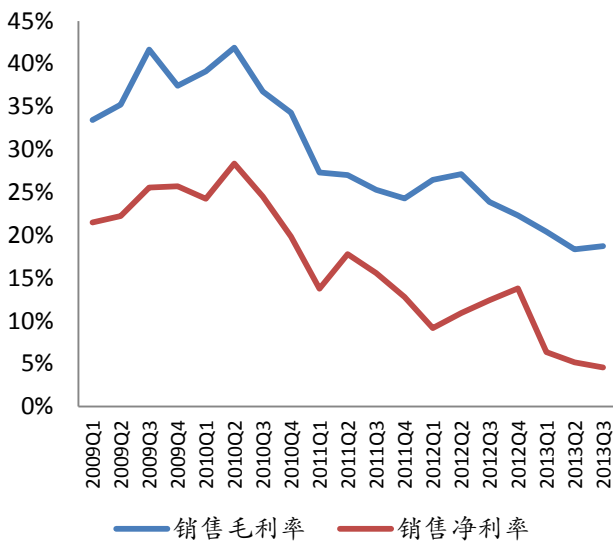
图表 2 公司近年归母净利及同比增长率情况



资料来源: WIND, 广证恒生

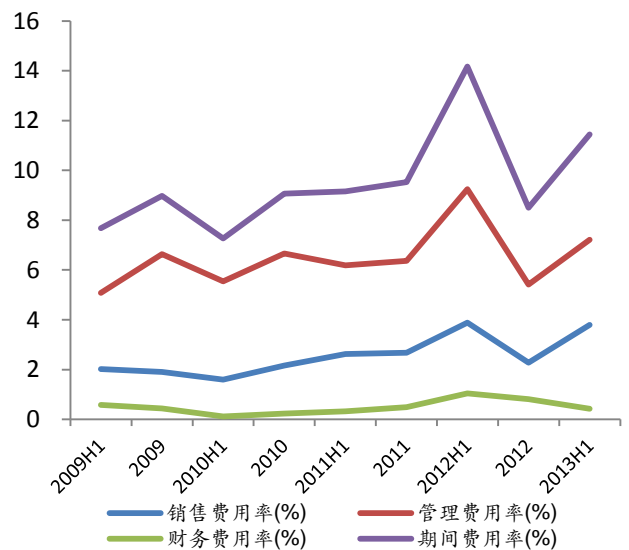
资料来源: WIND, 广证恒生

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	5520.39	7716.50	11009.23	经营活动现金流	284.13	665.48	786.31	1171.72
现金	570.22	1334.95	2081.53	3127.79	净利润	192.10	293.50	497.76	719.98
应收账款	746.31	2353.50	3538.61	4926.27	折旧摊销	0.00	35.61	75.06	111.76
其它应收款	26.80	98.92	101.22	199.52	财务费用	12.53	14.39	26.87	70.28
预付账款	31.72	167.83	149.86	327.52	投资损失	0.00	-0.12	-0.12	-0.12
存货	295.55	1548.75	1819.17	2388.96	营运资金变动	64.05	324.52	186.75	269.84
其他	16.08	16.43	26.10	39.18	其它	15.46	-2.41	-0.02	-0.02
非流动资产	477.62	701.80	916.35	1187.52	投资活动现金流	-36.36	-257.26	-289.47	-382.79
长期投资	0.00	0.12	0.24	0.36	资本支出	13.84	221.67	214.43	271.05
固定资产	168.60	363.84	548.39	772.77	长期投资	0.00	0.12	0.12	0.12
无形资产	17.69	38.32	61.18	90.57	其他	-22.52	-35.48	-74.92	-111.62
其他	291.33	299.52	306.54	323.82	筹资活动现金流	-158.67	356.51	-26.87	-70.28
资产总计	2164.31	6222.19	8632.85	12196.75	短期借款	102.54	463.70	0.00	0.00
流动负债	831.48	4688.66	6601.56	9445.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	266.30	730.00	1006.62	1334.23	其他	-261.21	-107.19	-26.87	-70.28
应付账款	465.04	2403.02	4627.59	5326.39	现金净增加额	-195.03	764.73	469.97	718.65
其他	100.14	1555.64	967.35	2784.87					
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2012	2013E	2014E	2015E
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%	111.44%	59.20%	50.26%
负债合计	831.48	4688.66	6601.56	9445.49	营业利润增长率	12.06%	60.98%	63.61%	47.25%
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%	86.93%	71.10%	45.24%
归属母公司股东权益	1132.49	1324.18	1810.94	2517.91	盈利能力				
负债和股东权益	2164.31	6222.19	8632.85	12196.75	毛利率	23.94%	21.03%	22.31%	23.62%
					净利率	12.43%	8.98%	9.57%	9.21%
					ROE	11.19%	19.85%	27.31%	29.56%
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	ROIC	13.67%	14.34%	17.69%	18.53%
营业收入	1545.92	3268.75	5203.83	7819.47	偿债能力				
营业成本	1175.89	2581.25	4042.60	5972.39	资产负债率	38.42%	75.35%	76.47%	77.44%
营业税金及附加	7.12	6.54	10.41	19.55	净负债比率	19.98%	47.60%	49.56%	48.50%
营业费用	35.28	91.53	171.73	281.50	流动比率	2.03	1.18	1.17	1.17
管理费用	83.59	202.66	338.25	563.00	速动比率	1.67	0.85	0.89	0.91
财务费用	12.53	14.39	26.87	70.28	营运能力				
资产减值损失	8.23	13.08	26.02	46.92	总资产周转率	0.77	0.78	0.70	0.75
公允价值变动收益	0.00	0.02	0.02	0.02	应收账款周转率	0.48	0.72	0.68	0.63
投资净收益	0.00	0.12	0.12	0.12	应付账款周转率	3.40	1.80	1.15	1.20
营业利润	223.29	359.46	588.10	865.97	每股指标 (元)				
营业外收入	15.72	25.00	35.00	35.00	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.41	0.70	1.02
营业外支出	0.30	0.80	0.90	1.00	每股经营现金流(最新)	0.00	0.96	1.14	1.69
利润总额	238.71	383.66	622.20	899.97	每股净资产(最新摊薄)	1.93	2.22	2.94	3.98
所得税	46.61	90.16	124.44	179.99	估值比率				
净利润	192.10	293.50	497.76	719.98	P/E	59.00	47.12	27.54	18.96
少数股东损益	39.90	9.00	11.00	13.00	P/B	7.93	10.12	7.40	5.32
归属母公司净利润	152.19	284.50	486.76	706.98	EV/EBITDA	37.36	30.94	17.98	11.80
EBITDA	237.58	420.58	698.12	1003.81					
EPS (摊薄)	0.22	0.41	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
华北区域机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
北京机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
广州机构销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
深圳机构销售	杨崧	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	黄诚	(86)18616267711	huangc@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。