

2014年04月04日

赖桑生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

23.0RMB

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2014/4/3)	18.38
上证综指(2014/4/3)	2043.70
股价 12 个月高/低	20.6/11.48
总发行股数(百万)	691.40
A 股数(百万)	618.71
A 市值(亿元)	127.08
主要股东	国网电力科学研究院 (25.43%)
每股净值(元)	3.06
股价/账面净值	6.00
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-7.8 18.5 58.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-12-19	13.74	买入
2014-01-21	15.69	买入

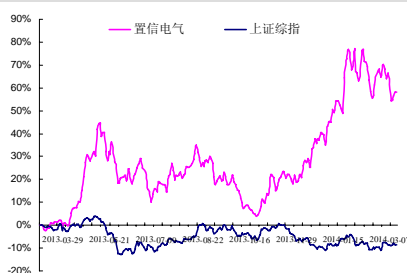
产品组合

生产	44.91%
生产、销售硅钢铁心配	18.03%
电变压器	
集成变电站	16.69%
电力变压器	7.00%
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

业绩点评：非晶变与节能服务双驱动，持续高增长可期

结论与建议：

公司今日发布2013年业绩报告，13年实现收入32.69亿元(YOY+111.5%)，实现净利润2.83亿元(YOY+86.2%)，EPS0.41元，符合预期。公司13年分红方案为10股转增8股并派现金1.5元。

展望未来，一方面公司传统主业非晶变在14年招标同比有翻倍增长空间，公司作为行业龙头受益显著；另一方面，公司依托国网资源，积极介入到市政节能及工业节能领域，并已经取得了重大进展。预计公司2014-2015年分别实现营收52.77、78.56亿元，YOY+61.4%、48.9%，实现净利润4.57、7.25亿元，YOY+61.1%、58.8%，EPS0.66、1.05元，当前股价对应2014、2015年动态PE28X、18X，考量公司传统与新兴节能业务均有大幅增长态势，当前动态估值仍有提升空间，维持“买入”建议，目标价23.00元(15年动态PE 22X)。

- 13 年实施资产重组，公司主业扩充，实现收入与利润同比大幅增长：**公司重组工作于 13 年初实施完毕 新纳入合并范围帕威尔电气 宏源电气、重庆亚东亚后，全年收入、净利润分别同比增长 111.5%、86.2%。公司传统主业非晶变收入 14.68 亿元(YOY-0.33%) 收入未实现增长主要是由于配电规划推迟出台影响全年招标计划 根据业内统计 13 年配电变招标同比下降超 30%；公司新增硅钢变与集成电站业务，分别实现收入 5.89、5.46 亿元，三者构成公司变压器主要收入来源。
- 非晶变 14 年爆发是大概率事件：**展望 14 年，主业非晶变爆发是大概率事件。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 29.4、35.2 亿元，YOY+100.0%、20%。
- 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。
- 涉足节能服务产业，积攒相关经验，节能服务产业兴起在即：**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。此外，公司 14 年初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。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：**目前公司在手现金 7.8 亿元，公司资产负债率 49%，有加杠杆的空间。业务模式上，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 10、25 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%。
- 盈利预测：**经营展望上，公司预计 14 年将实现新签订单 70 亿元(YOY+72%)，净利润也同比增长超 50%，展现了对前景的信心。我们预计公司 2014-2015 年实现净利润 4.57、7.23 亿元，YOY+61.1%、58.4%，EPS0.66、1.05 元，当前股价对应 2014、2015 年动态 PE28X、18X，维持“买入”建议，目标价 23.00 元(15 年动态 PE 22X)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	164.19	152.19	283.42	456.56	723.19
同比增减	%	-48.66%	-7.31%	86.22%	61.09%	58.40%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.237	0.220	0.410	0.660	1.046
同比增减	%	-48.66%	-7.31%	86.22%	61.09%	58.40%
A 股市盈率(P/E)	X	57.86	83.50	44.84	27.83	17.57
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.100	0.150	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.73%	0.54%	0.82%	0.54%	0.54%

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

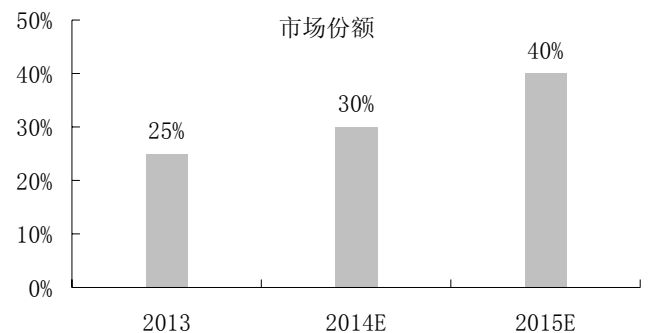
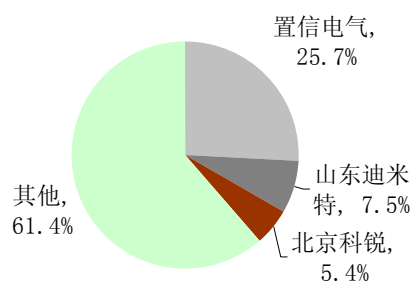
资料来源：国家电网电子商务平台 群益证券(2013/12)

图表一：13 年行业非晶变市场份额详情

单位：%

图表二：对置信非晶变市场份额判断

单位：%



资料来源：群益证券

资料来源：群益证券

表二：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

=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	2013	2014F	2015F
营业收入	1,279	1,546	3,269	5,277	7,649
经营成本	947	1,176	2,579	4,143	5,945
营业税金及附加	6	7	13	16	26
销售费用	34	35	105	165	236
管理费用	81	84	176	298	425
财务费用	6	13	16	34	49
资产减值损失	5	8	13	18	15
投资收益	-0	-	0	-	-
营业利润	199	223	367	604	954
营业外收入	39	16	19	17	22
营业外支出	0	0	3	1	1
利润总额	239	239	384	619	975
所得税	44	47	86	140	215
少数股东损益	30	40	15	23	36
归属于母公司所有者的净利润	164	152	283	457	723

附二: 合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	471	570	784	940	752
应收帐款	517	789	1,758	2,110	2,426
存货	350	296	633	759	835
流动资产合计	1,372	1,687	3,209	3,880	4,088
长期投资净额	-	-	-	-	-
固定资产合计	184	169	462	554	665
在建工程	-	30	117	175	350
无形资产	465	478	1,226	1,746	2,431
资产总计	1,838	2,164	4,435	5,626	6,519
流动负债合计	449	831	2,060	2,472	2,720
长期负债合计	-	-	114	200	400
负债合计	449	831	2,174	2,672	3,120
少数股东权益	160	200	142	401	465
股东权益合计	1,228	1,132	2,119	2,552	2,934
负债和股东权益总计	1,838	2,164	4,435	5,626	6,519

附三: 合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	255	284	79	120	200
投资活动产生的现金流量净额	-6	-36	156	-312	-500
筹资活动产生的现金流量净额	-230	-159	-18	349	112
现金及现金等价物净增加额	19	89	217	157	-188

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。