变压器业务低预期，节能业务完成布局

置信电气(600517)

投资评级：增持（维持评级）

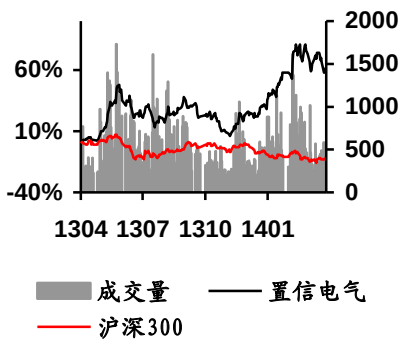
当前价格(元):	18.38
合理价格区间(元):	

郑丹丹 执业证书编号：S0570513070004
研究员 021-28972087
zhengdandan@mail.htsc.com.cn

相关研究

1《置信电气(600517):节能业务开展有序，喜迎订单落地》2013.11
2《置信电气(600517):节能业务有序布局，利好估值预期维稳》2013.10
3《置信电气(600517):非晶变有望密集交货期待巴南项目落地》2013.08

股价走势图



投资要点：

- **年报业绩基本符合预期。**公司2013年实现营业收入32.69亿元，同比增长1.11倍，来自国家电网及下属子公司的销售额占总收入的66.2%；归属股东净利润2.83亿元，同比增长86.2%；实现EPS 0.414元；新签订单40.69亿元，当年完成率超过90%。公司拟每10股派现1.5元（含税）、转增8股。

- **经营规模增大，结构趋于多元，利好业务抗风险能力增强。**2013年帕威尔电气、宏源电气、重庆亚东亚等子公司新纳入合并范围，新增硅钢变、集成变电站等产品和运维业务等，新增产品与服务形成的收入为总收入贡献了49.25%。

- **非晶合金变压器业务2013年收入低于预期，未来或迎稳健发展。**尽管纳入合并报表的非晶变经营实体增加，2013年该业务收入仍略降0.3%至14.68亿元。我们认为，配电变压器市场招标总量减少、非晶变推广不达预期为主要原因。受其影响，公司2013年新签订单与收入仅分别完成原计划的85%、80%。公司在非晶合金变压器细分市场仍占据龙头地位。我们预计，随着配电网建设深入开展，电网公司持续推广非晶变应用，非晶带材国产化逐步推进，该业务将于未来2年维持稳健发展。

- **节能业务完成布局，将自2014年逐渐兑现业绩。**公司提炼了“政府引导、企业主导、根植电网、市场运作”的业务推广模式。我们预计，未来2~3年，回款风险较小的国网系统（含国网节能公司及其下属机构）与政府引导项目将成为公司节能业务的重要订单来源。此外，公司或可通过参与电力需求侧管理介入企业能效管理，并借助变压器主业优势开发上游（铜、油等）供应商等客户资源。我们预计，节能业务将于2014、2015年对总收入贡献约20%、40%，成为重要的业绩增长点。

- **维持“增持”评级：**我们预计，2014~2016年，公司将分别实现当前股本下EPS 0.65元、0.89元和1.10元，分别对应28.1倍、20.6倍、16.7倍P/E。节能新业务的业绩兑现与快速发展，将利好未来估值维稳。

- **风险提示：**非晶变推广与节能业务拓展或不达预期；成本费用管控或不达预期；市场竞争趋于激烈。

公司基本资料

总股本(百万)	691.40
流通A股(百万)	618.71
52周内股价区间(元)	11.48-20.60
总市值(百万)	12,707.96
总资产(百万)	4,434.94
每股净资产(元)	3.06

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	3,268.91	4,893.16	7,420.00	8,997.00
+/-%	111.5%	49.69%	51.64%	21.25%
净利润(百万)	283.42	452.25	617.96	763.46
+/-%	86.22%	59.57%	36.64%	23.54%
EPS	0.41	0.65	0.89	1.10
PE	44.84	28.10	20.56	16.65

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

收入与成本预测

我们对公司现有资产于 2014～2016 年的收入与成本作了预测，如表格 1 所示。

表格1：公司营业收入与毛利率预测（至 2016 年）

	2013	2014E	2015E	2016E
总收入（百万元）	**3,268.91**	**4,893.16**	**7,420.00**	**8,997.00**
年增长率		49.7%	51.6%	21.3%
综合毛利率	21.1%	20.4%	18.4%	18.4%
非晶变				
营业收入（百万元）	1,468.03	*2,000.00*	*2,350.00*	*2,800.00*
年增长率		36.2%	17.5%	19.1%
毛利率	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%
硅钢变				
营业收入（百万元）	589.28	*700.00*	*800.00*	*880.00*
年增长率		18.8%	14.3%	10.0%
毛利率	19.3%	19.3%	19.3%	19.3%
电力变				
营业收入（百万元）	228.76			
毛利率	0%			
非晶铁心				
营业收入（百万元）	97.15	*131.15*	*160.00*	*192.00*
年增长率	86.9%	35.0%	22.0%	20.0%
毛利率	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
集成变电站				
营业收入（百万元）	545.61	*682.01*	*800.00*	*960.00*
年增长率		25.0%	17.3%	20.0%
毛利率	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
节能服务				
营业收入（百万元）		*980.00*	*2,975.00*	*3,800.00*
年增长率			203.6%	27.7%
毛利率		12.0%	12.0%	12.0%
运维收入				
营业收入（百万元）	55.13	*80.00*	*100.00*	*130.00*
年增长率		45.1%	25.0%	30.0%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他（主营）				
营业收入（百万元）	191.25	*200.00*	*150.00*	*150.00*
毛利率	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
非主营业务				
营业收入（百万元）	93.70	*120.00*	*85.00*	*85.00*
毛利率	50.9%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所预测

风险提示

非晶变推广与节能业务拓展或不达预期；成本费用管控或不达预期；市场竞争趋于激烈。

盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3209	5537	5739	9384
现金	784	1391	1715	2107
应收账款	1693	3142	2455	5627
其他应收账款	47	71	101	111
预付账款	35	52	81	99
存货	633	854	1346	1389
其他流动资产	18	28	42	51
非流动资产	1226	1175	1117	1055
长期投资	0	0	0	0
固定投资	462	472	438	386
无形资产	381	381	381	381
其他非流动资产	383	322	299	288
资产总计	4435	6712	6857	10438
流动负债	2060	3867	3366	6152
短期借款	481	481	481	481
应付账款	862	2454	1429	3946
其他流动负债	717	932	1457	1724
非流动负债	114	111	111	111
长期借款	111	111	111	111
其他非流动负债	3	0	0	0
负债合计	2174	3978	3478	6263
少数股东权益	142	163	190	223
股本	691	691	691	691
资本公积	803	803	803	803
留存公积	624	1077	1695	2458
归属母公司股	2119	2571	3189	3952
负债和股东权益	4435	6712	6857	10438

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	79	631	342	409
净利润	298	474	645	796
折旧摊销	66	59	64	66
财务费用	16	20	18	17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-319	61	-395	-507
其他经营现金	17	18	10	37
投资活动现金	156	0	0	0
资本支出	101	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	257	0	0	0
筹资活动现金	-18	-24	-18	-17
短期借款	215	0	0	0
长期借款	111	0	0	0
普通股增加	73	0	0	0
资本公积增加	723	0	0	0
其他筹资现金	-1140	-24	-18	-17
现金净增加额	223	607	324	392

利润表 单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3269	4893	7420	8997
营业成本	2578	3896	6053	7348
营业税金及附加	13	20	30	36
营业费用	105	135	191	223
管理费用	176	215	304	355
财务费用	16	20	18	17
资产减值损失	13	16	23	26
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	367	591	802	992
营业外收入	19	23	32	38
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	384	611	832	1028
所得税	86	138	187	231
净利润	**298**	**474**	**645**	**796**
少数股东损益	15	21	27	33
归属母公司净利	283	452	618	763
EBITDA	450	670	884	1075
EPS	0.41	0.65	0.89	1.10

主要财务比率 单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	111.5%	49.7%	51.6%	21.3%
营业利润	64.5%	60.9%	35.6%	23.7%
归属母公司净利	86.2%	59.6%	36.6%	23.5%
获利能力				
毛利率(%)	21.1%	20.4%	18.4%	18.3%
净利率(%)	8.7%	9.2%	8.3%	8.5%
ROE(%)	13.4%	17.6%	19.4%	19.3%
ROIC(%)	14.6%	24.7%	28.4%	29.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.0%	59.3%	50.7%	60.0%
净负债比率(%)	27.24%	14.89%	17.03%	9.46%
流动比率	1.56	1.43	1.70	1.53
速动比率	1.24	1.20	1.29	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.99	0.88	1.09	1.04
应收账款周转率	3	2	3	2
应付账款周转率	3.89	2.35	3.12	2.73
每股指标(元)				
每股收益(最新摊	0.41	0.65	0.89	1.10
每股经营现金流	0.11	0.91	0.49	0.59
每股净资产(最新	3.06	3.72	4.61	5.72
估值比率				
PE	44.84	28.10	20.56	16.65
PB	6.00	4.94	3.99	3.22
EV EBITDA	28	19	14	12

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

◎版权所有 2014 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

－报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

－投资建议的评级标准

增　持	行业股票指数超越基准
中　性	行业股票指数基本与基准持平
减　持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

－报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

－投资建议的评级标准

买　入	股价超越基准 20%以上
增　持	股价超越基准 5%-20%
中　性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减　持	股价弱于基准 5%-20%
卖　出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京
南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000
电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京
北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034
电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳
深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048
电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海
上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层 / 邮政编码：200120
电话：86 21 50106028 /传真：86 21 68498501
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn