

2014年05月28日

赖燊生

Leon\_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

23.0RMB

## 置信电气(600517.SH)

BUY/买入

跟踪报告：变压器中标份额显著提升，节能服务利好政策出台

### 结论与建议：

近期公司发布了变压器中标公告，公司及下属子公司产品分别中标国网公司第一批配网设备协定库存招标(8.48亿元)和江苏省电力公司新建居住区供配电物资第二批协议库存招标(2.62亿元)，合计中标金额11.1亿元，占13年营收额34.0%。其中非晶变，公司中标份额达34.5%，份额上升趋势明显，预计未来仍有上升空间；节能业务方面，政策利好不断。日前，国务院印发了《2014-2015年节能减排低碳发展行动方案》，《方案》明确将加快发展低能耗低排放产业。我们认为，政策的支持力度有望超预期，对公司节能及碳资产管理业务有积极影响。

我们预计公司14-15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、7.23亿元，YOY+61.1%、58.4%，EPS0.66、1.05元，当前股价对应2014、2015年动态PE26X、16X，近期股价回档提供很好的介入机会，维持“买入”建议，目标价23.00元(15年动态PE 22X)。

### 公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2014/05/28)	16.92
上证综指(2014/05/28)	2050.23
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)	116.98
主要股东	国网电力科学研究院 (25.43%)
每股净值(元)	3.13
股价/账面净值	5.41
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.53 -15.23 11.24

### 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

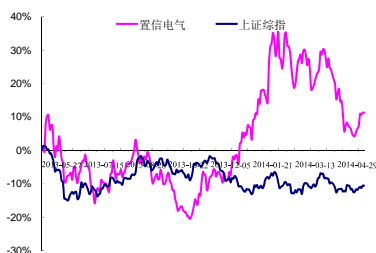
### 产品组合

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



■ **国网招标份额提升，后续中标份额有望继续提升：**公司在近期国网和省网公司举行的非晶变招标中，中标份额达到 34%，较 13 年市场份额 25% 提升明显，符合我们此前判断。展望未来，公司在规模、技术、成本方面均具有较大优势，我们预计未来招标中，公司中标率仍有提升空间

■ **配网建设加速是趋势，非晶变招标有望同比翻倍：**行业方面看，我们预计 14 年配电变招标规模约 40~50 万台，根据我们假设情形，非晶变招标量大约有 18~28 万台，中值为 23 万台，较 13 年 10 万台招标规模翻倍。行业发展景气度向上，对公司主业形成强力支撑。

■ **涉足节能服务产业，积攒相关经验，节能服务产业兴起在即：**目前公司节能业务在江西、重庆、浙江纷纷落地，虽然江西与重庆专案业务量小(订单规模小几千万级别)，但是对积累节能产业的模式形成了有益的探索。今年初与浙江签订的 3 年 60 亿节能服务合同正在敲定细节，预计今年落实 20 亿元订单是大概率事件。此外，公司不仅仅局限于国网背景企业，近期南瑞集团(公司控股股东)与中电建谈节能服务，也与节能需求强烈的河北钢铁、酒钢等央企接触，预计未来工业节能客户也将陆续落地。我们认为，随着前期经营模式的探索与积累到位，公司节能服务产业兴起是必然趋势。

■ **碳资产管理公司延伸节能服务产业链，未来大有可为：**近日国务院印发了《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》，其中第十九条提到建立碳排放权、节能量和排污权交易制度，推进碳排放权交易试点，研究建立全国碳排放权交易市场。我们认为该方案的出台对公司节能产业及碳资产管理业务是重大利好。公司于 2013 年 11 月正式成立置信碳资产管理公司，是国家电网公司系统内唯一一家专业从事碳资产经营业务的公司。主要业务包括咨询、开发、交易、投资和培训五大类业务。其中我们重点关注交易与投资类业务模式。交易类业务是公司直接参与国内国际碳交易以及提供碳交易经纪服务；投资类业务以合同能源管理项目(EMC)投融资服务、碳金融服务为主。我们认为这两项业务有效拓展了公司节能服务产业链，通过与客户开展节能业务，掌握了大量企业的碳资产资料与需求，将来在碳资产交易领域必有大作为。

■ **盈利预测：**预计公司 14-15 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、7.23 亿元，YOY+61.1%、58.4%，EPS0.66、1.05 元，近期股价回档，提供很好的介入机会，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	25.64	16.11
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	<b>中性假设</b>	<b>45</b>	<b>50%</b>	<b>23</b>
	乐观假设	50	55%	28

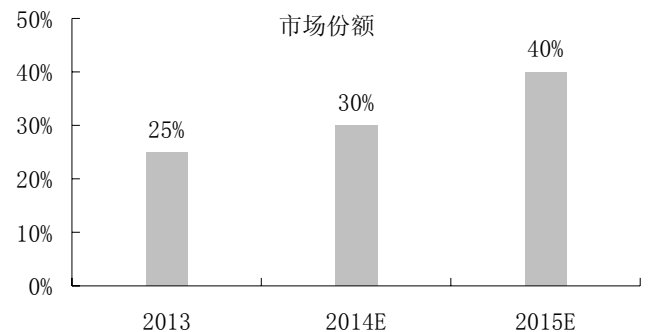
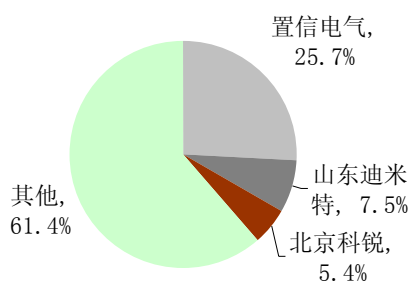
资料来源：国家电网电子商务平台 群益证券(2013/12)

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  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -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。