

2014年07月09日

证券研究报告 公司研究 电气设备

置信电气(600517)深度报告

买入(首次)

当前价: 10.66元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

节能业务照亮未来成长大道

投资要点

- **资产重组后成为国网旗下最大配电变压器制造平台。**国网已把绝大部分的配电变压器业务注入公司,公司产品已从非晶变压器扩大到硅钢变压器、电力变压器制造和集成变电站建设等,新注入资产改变了公司仅有非晶变单一业务的劣势,减少了非晶变行业波动给业绩带来的冲击,提高了公司的经营稳定性。
- **配网建设提速利好变压器业务。**2014年两网配网投资额同比翻番,根据国网未来五年规划,2013-2015年配电网投资复合增长率有望15%以上;2013年10-35kV配电变压器招标容量同比下降约50%,2014年10-35kV配电变压器招标量有望较大反弹。
- **公司在2014年国网10kV变压器招标中市场份额第一。**在2014年国网第一批(农)配网设备协议库存招标中获得了247.03万kVA(8794台)的10kV变压器订单,占该类总招标容量的19.98%;在2014年国网第一次协议库存招标中,分别获得了313.76万kVA的10kV非晶合金变压器订单和2316.72万kVA的10kV硅钢变压器订单,市占率分别达29.70%和9.56%,以上各项都在该类市场居首。
- **节能业带来数十亿增量业务。**公司先后与国家环保部、国电节能、重庆巴南区政府、浙电节能等机构签订合作协议。其中重庆巴南和浙江项目将在未来三年内为公司带来数十亿的业务量,而且可复制性强,以后可利用探索出的模式在其他省市迅速拓展节能业务。1.巴南项目,公司拟在巴南区投资3.5亿元建设能源管理服务平台,预计该节能服务平台将在2017年实现累计节能服务产值4.2亿元,并形成年产值2.2亿元;2.浙江项目,在2014年-2016年三年中,置信节能拟出资60亿元人民币与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,力争每年不低于20亿元人民币的业务。
- **盈利预测与投资建议。**公司2014年7月8日收盘价为10.66元,我们预计公司2014~2016年EPS分别为0.39元、0.65元、0.74元,对应PE为27X、16X、14X,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**节能服务业务发展速度不及预期;行业竞争激烈毛利率下降风险;国产非晶带材扩产不达预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3268.91	5914.37	8005.42	10493.36
增长率	111.45%	80.93%	35.36%	31.08%
归属母公司净利润(百万元)	283.42	487.89	813.15	918.47
增长率	86.22%	72.14%	66.67%	12.95%
每股收益EPS(元)	0.228	0.392	0.653	0.738
PE	46.81	27.19	16.32	14.44
PB	6.26	5.42	4.43	3.67

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:赵曦

执业证号:S1250514060002

电话:021-50755229

邮箱:zhaox@swsc.com.cn

分析师:刘正

执业证号:S1250513090003

电话:023-63810475

邮箱:liuzh@swsc.com.cn

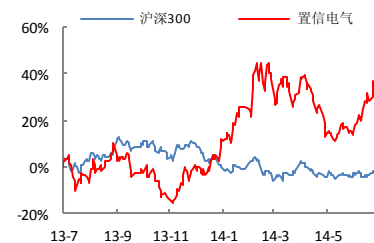
分析师:文雪颖

执业证号:S1250514060001

电话:023-67909731

邮箱:wenny@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

总股本(亿股)	12.45
流通A股(亿股)	11.14
52周内股价区间(元)	6.58-11.56
总市值(亿元)	132.67
总资产(亿元)	43.15
每股净资产(元)	3.13

相关研究

目 录

一、非晶合金变压器龙头.....	1
（一）公司概况.....	1
（二）重组后新增硅钢变、集成变电站业务.....	2
二、配网建设提速利好变压器业务.....	3
（一）2014 年两网配网投资额大幅上升.....	3
（二）2014 年配电变压器招标量有望回升.....	4
（三）公司在 2014 年国网 10kVA 变压器招标中份额居首.....	5
三、非晶合金变压器符合未来节能趋势.....	6
（一）节能降耗压力日益加大.....	6
（二）非晶合金变压器节能潜力大.....	7
（三）政策引导变压器进行节能产品替代.....	8
（四）非晶变压器市场空间仍然很大.....	9
（五）影响非晶合金变压器推广的不利因素得到缓解.....	10
（六）与安泰子公司合作打通非晶变产业链.....	11
四、节能业务腾飞在即:打造国网节能环保业务平台.....	12
（一）节能服务“三步走”战略计划.....	12
（二）节能服务市场空间广阔.....	13
（三）EMC 模式带动非晶变压器销量.....	14
（四）发布置信碳指数扩大公司节能领域影响力.....	15
五、节能项目储备充裕.....	15
（一）重庆巴南项目——首张节能订单打开成长新空间.....	16
（二）浙江项目——未来三年 60 亿潜在业务.....	17
六、盈利预测与投资建议.....	18

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

插图目录

图 1: 公司股权结构及下属子公司	1
图 2: 公司主要产品	2
图 3: 公司 2009-2013 年主营业务结构	2
图 4: 公司 2009-2013 年主营业务毛利率（%）	2
图 5: 公司 2009-2014Q1 营业收入及增速	3
图 6: 公司 2009-2014Q1 净利润及增速	3
图 7: 国网 2006-2014 年电网投资情况（亿元）	4
图 8: 南网 2006-2014 年电网投资情况（亿元）	4
图 9: 2012-至今国网集中采购各批次变压器招标情况（MVA）	4
图 10: 2012-至今国网集中采购各批次变压器同、环比增长	4
图 11: 2005-2013 年中国全社会用电量	6
图 12: 1967-2012 年中国二氧化碳排放量（百万吨煤当量）	6
图 13: 2005-2013 年中国单位 GDP 能耗及增速	6
图 14: 2008 年世界主要国家单位 GDP 能耗比较	6
图 15: 节能服务“三步走”战略计划	12
图 16: 2003-2013 年中国节能服务产业总产值及增速	13
图 17: 2003-2013 年中国合同能源管理项目投资额及增速	13

表格目录

表 1: 2014 年国网第一批(农)配网设备协议库存招标 10kV 变压器中标情况	5
表 2: 2014 年国网第一次协议库存招标 10kV 非晶合金变压器中标情况	5
表 3: 2014 年国网第一次协议库存招标 10kV 硅钢变压器中标情况	5
表 4: 节能环保相关政策	7
表 5: 非晶变、硅钢变能耗对比	8
表 6: 变压器产品换代时间表	8
表 7: 未来十年非晶合金变压器需求量	9
表 8: 高能效节能变压器推广财政补贴标准	10
表 9: 2011-2020 年非晶合金带材需求量预测	11
表 10: 节能业务发展规划	12
表 11: 非晶变、硅钢变综合能耗对比（KWH/年）	14
表 12: 节能业务相关项目	15
表 13: 重庆市巴南区国民经济和社会发展情况	16
表 14: 浙江省“十二五”节能专项规划重点工程	17
表 15: 浙江省“十二五”节能专项规划重点工程	18
表 16: 分业务收入及毛利率	18
附：财务预测表（单位：百万元）	20

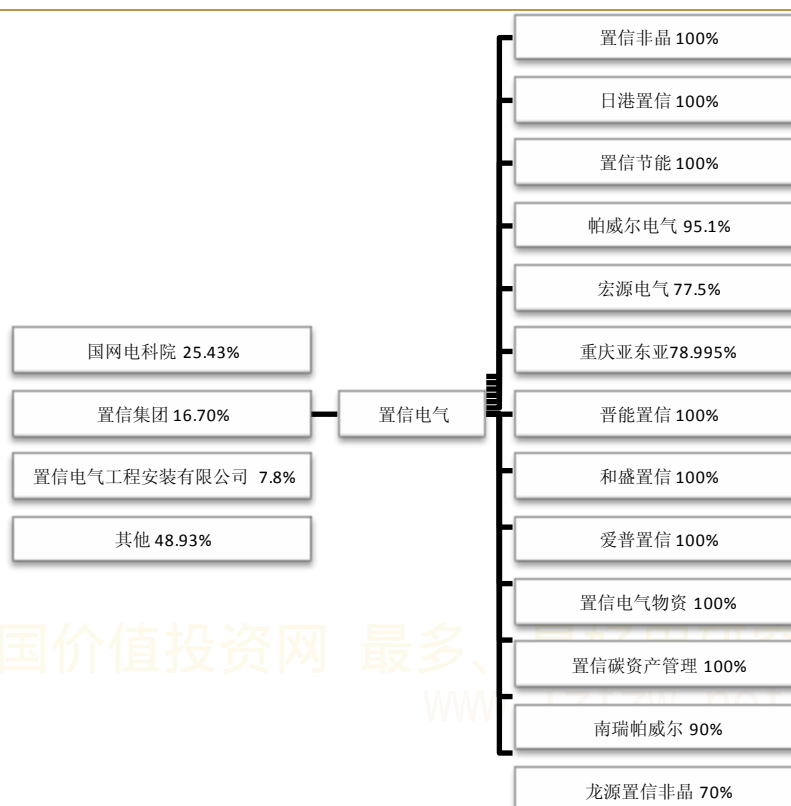
一、非晶合金变压器龙头

（一）公司概况

公司成立于 1997 年 11 月，并于 2003 年 10 月完成上市，通过引进美国通用电气等名企的技术，自主开发生产一系列具有国际先进水平的非晶合金变压器。从 1998 年率先在国内规模化生产非晶合金变压器开始，已逐渐成为国内生产规模最大、技术水平最先进、产品规格和系列最齐全的非晶合金变压器生产企业。2013 年公司配电变压器约占国网市场的 20%，其中非晶变市场占有率高达 35% 排名第一，是毫无疑问的非晶合金变压器行业龙头。

资产重组后成为国网旗下最大配电变压器制造平台。2013 年 1 月公司顺利完成了资产重组，新注入的资产包括置信节能 66% 股权、和盛置信 60% 股权、爱普置信 49% 股权、晋能置信 49% 股权、河南豫缘 30% 股权、龙源置信 30% 股权、帕威尔电气 90% 股权、重庆亚东亚 78.995% 股权、宏源电气 77.5% 股权，注册资本达到 6.9 亿元。国网电科院成为其控股股东，公司成为国网旗下第四家上市公司。通过此次重组国网把绝大部分的配电变压器业务注入公司，公司产品已从非晶变压器扩大到硅钢变压器、电力变压器制造和集成变电站建设等，是目前国网旗下最大的配电变压器制造企业。目前在国网内部仅剩福州天宇和许继电气中的变压器业务少量变压器制造资产，且承诺未来 3-5 年进行停产或转产。置信作为国网旗下唯一变压器制造平台，变压器龙头地位未来将牢不可破。

图 1：公司股权结构及下属子公司



数据来源：公司年报，西南证券

（二）重组后新增硅钢变、集成变电站业务

公司主营业务结构：重组后公司业务主要由非晶变、硅钢变和集成变电站三部分构成，产品包括配电类非晶油变、干变，硅钢油变、干变、开关柜、消弧线圈、非晶铁芯和集成式变电站等。

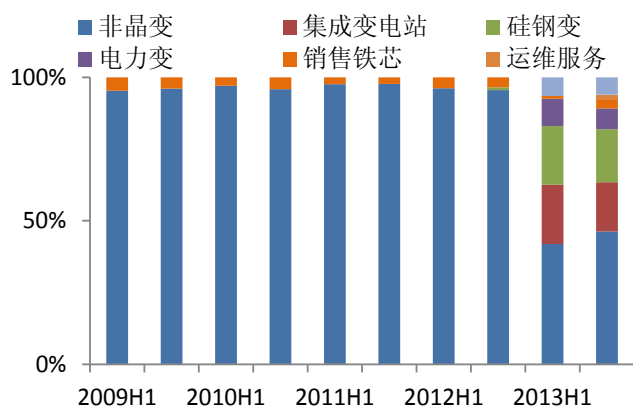
图 2：公司主要产品



数据来源：公司官网，西南证券

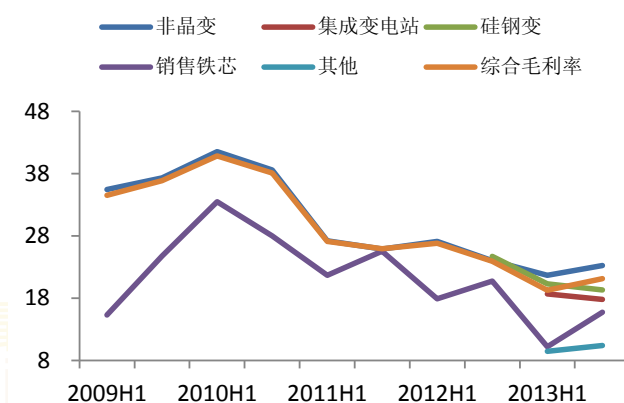
公司收入主要来自非晶变压器，重组前占营收比 95%以上，重组后下降至 44.91%，主要系新增的硅钢变和集成式变电站业务扩大了营业规模，两者分别占 2013 年营收的 18.03%、16.69%。2010 年后公司毛利率一直随核心产品非晶变压器呈现下降态势，2013 年开始企稳。

图 3：公司 2009-2013 年主营业务结构



数据来源：公司公告，西南证券

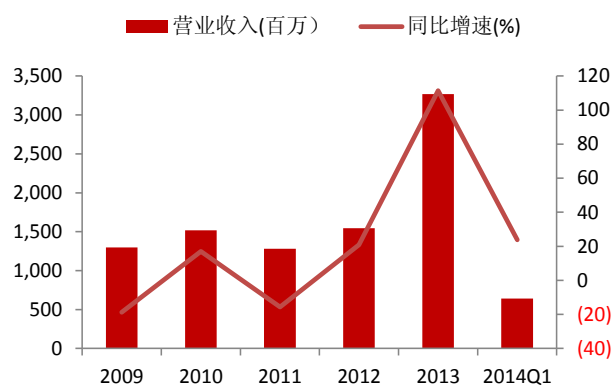
图 4：公司 2009-2013 年主营业务毛利率（%）



数据来源：公司公告，西南证券

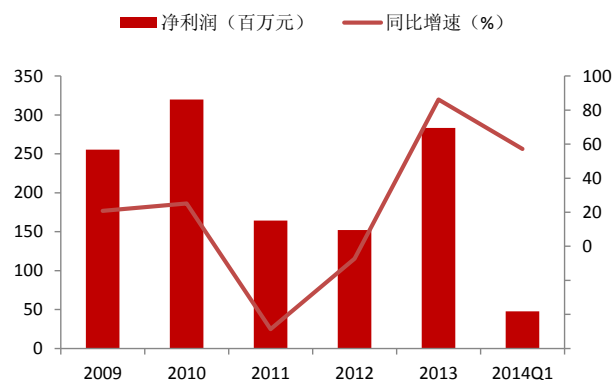
公司业绩状况：因占营业收入 95%以上的非晶变压器在国内的推广一直不及预期，公司重组前营业收入和净利润一直增长乏力，重组后公司营业收入和净利润情况都得到了明显改善，2013 年实现营业收入 32.69 亿元，同比增长 111.45%，归属母公司股东净利润 2.83 亿元，同比增长 86.22%。加入硅钢变和集成式变电站业务改变了公司仅有非晶变单一业务的劣势，减少了非晶变行业波动给业绩带来的冲击，提高了公司的经营稳定性。

图 5: 公司 2009-2014Q1 营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 6: 公司 2009-2014Q1 净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

二、配网建设提速利好变压器业务

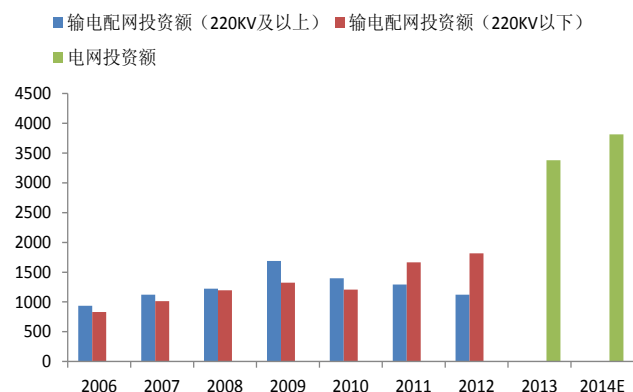
我国电力需求增长迅速，电网的高速建设和投资拉动了输变电设备的市场需求。庞大的电力建设资金给变压器行业带来了机遇和挑战，促使变压器行业得到了快速发展。2014-2020 期间，我国变压器市场将在国内电网建设及改造周期的直接影响之下，步入一个较高速的发展期，产业规模还将持续增大。前瞻产业研究院发布的《2014-2018 年中国电力变压器行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》分析显示，随着电网改造工程的深入，电网升级速度的加快，我国变压器生产仍将保持较快增速，预计到 2015 年，我国变压器产量将超过 20 亿千伏安。

（一）2014 年两网配网投资额大幅上升

2014 年两网配电网投资同比翻番。非晶合金变压器受制于原材料特性，目前主要应用在 10kV 电压等级的配电端，公司生产的变压器也主要是 10kV 等级的，配电变压器的需求量直接影响到公司的下游需求。国家电网、南方电网两大电网公司 2014 年电网固定资产投资共计 4881 亿元，同比增长约 12.07%，其中国网 2014 年计划完成电网投资 3815 亿元，同比增长 12.90%。根据国家电网、南方电网规划，预计 2014 年配电网投资 1614 亿元，同比增长 100%，其中国家电网配电网投资 1580 亿元，同比增长 80%。国家电网 2014 年加大配网自动化建设和农村电网改造力度也将加快变压器的更新换代，更多能耗较高的旧款变压器将替换成符合节能降耗趋势的非晶合金变压器。

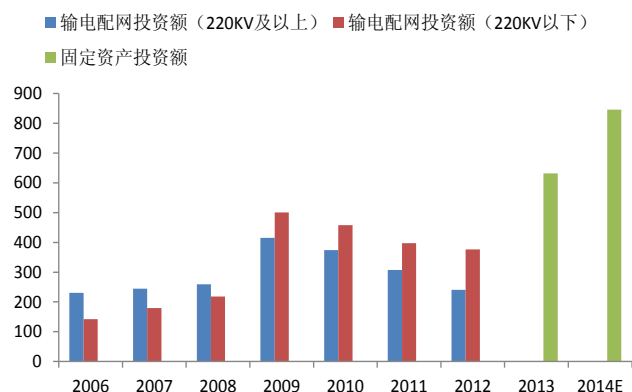
2014-2015 年都将是配网投资高峰。业内预计“十二五”期间中国配电网总投资将超过 8000 亿元，年均超过 1600 亿元，但前三年配网投资一直低于预期，2014 年也刚好达到目标，预计 2015 年配网投资额将进一步增加。

图 7: 国网 2006-2014 年电网投资情况 (亿元)



数据来源: 公开资料, 西南证券

图 8: 南网 2006-2014 年电网投资情况 (亿元)

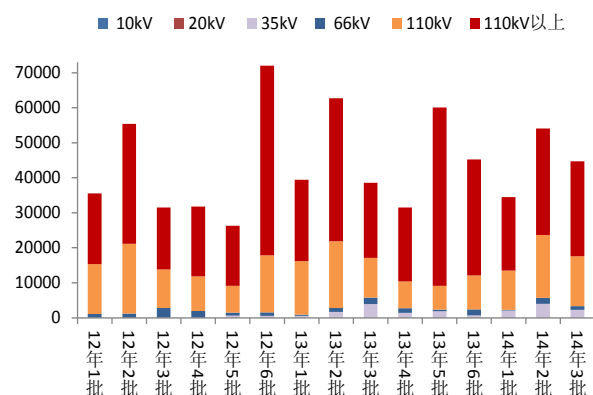


数据来源: 公开资料, 西南证券

(二) 2014 年配电变压器招标量有望回升

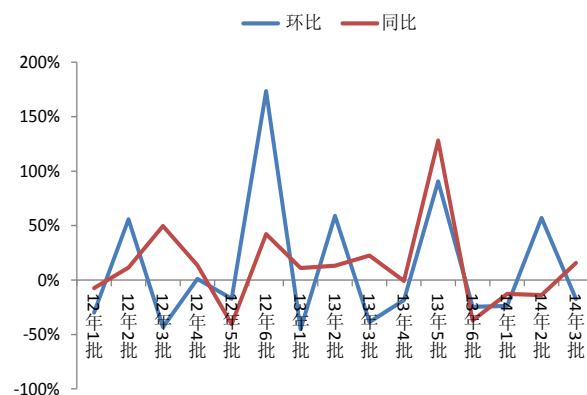
66kV 及以下变压器降幅收窄。2014 年国家电网前三批集中采购中变压器招标总容量合计 13.32 万 MVA, 同比下降 5.36%, 占去年招标总量 48.0%。其中 66kV 及以下变压器招标量为 1.14 万 MVA, 同比下降 26.74%, 但降幅有所收窄。

图 9: 2012-至今国网集中采购各批次变压器招标情况 (MVA)



数据来源: 国家电网公司电子商务平台, 西南证券

图 10: 2012-至今国网集中采购各批次变压器同、环比增长



数据来源: 国家电网公司电子商务平台, 西南证券

配网设备需求开始回暖。2014 年国网第一批(农)配网设备协议库存招标中变压器共招标 12.79 万台, 对应 3389.49 万 kVA; 其中硅钢变招标 7.90 万台, 对应 2079.48 万 kVA; 非晶变招标 4.73 万台, 对应 1266.97 万 kVA。2014 年第一次农配网设备协议库存招标变压器容量同比增长 10%左右, 环比 2013 年第二次农配网设备协议库存招标增长 100%。

预计 10-35kV 变压器 2014 年招标量将有较大反弹。受外围经济不景气以及各省等待配网改造规划的影响, 2013 年配网建设放缓, 因此变压器招标出现了显著下降, 根据国家电网招标数据, 2013 年全年共招标配电变压器 20.46 万台 (5373 万 KVA), 较 2012 年减少 4.51 万台 (647 万 kVA), 其中 10-35kV 配电变压器招标容量同比下降 50%左右, 110kV 变压器招标容量同比下降 4.2%。2014 年配网设备需求回暖的背景下预计配电变压器招标量有所回升, 由于 10-35kV 投资下滑明显而 110kV 投资基本没下降, 预计 2014 年 110kV 产品招标量

平稳, 10-35kV 招标量将有较大反弹。

非晶变压器招标量持续上升。虽然 2013 年配电变压器招标量出现了显著下降, 但非晶变压器占比却从 23.06% 上升至 37.42% (以台数计算), 同比提升了 14.36 个百分点。

(三) 公司在 2014 年国网 10kVA 变压器招标中份额居首

公司在 2014 年国网第一批(农)配网设备协议库存招标中获得了 247.03 万 kVA (8794 台) 的 10kV 变压器订单, 占 10kV 变压器总招标容量的 19.98%, 雄踞市场第一。

表 1: 2014 年国网第一批(农)配网设备协议库存招标 10kV 变压器中标情况

	总容量 (万 kVA)	份额	10kV 变压器 (万 kVA)	份额	10kV 箱式变电站 (万 kVA)	份额
置信电气	247.03	19.98%	225.58	20.61%	21.45	15.16%
北京科锐	78.17	6.32%	66.18	6.05%	11.99	8.47%
总招标量	1236.24	100%	1094.69	100%	141.55	100%

资料来源: 国家电网公司电子商务平台、西南证券

公司在 2014 年国网第一次协议库存招标中, 获得了 313.76 万 kVA 的 10kV 非晶合金变压器订单, 作为市场上绝对的非晶合金变压器龙头, 市占率虽因为招标规模加大、参与企业增多较 2013 年第二批招标略有下降, 但仍然高达 29.70%。

表 2: 2014 年国网第一次协议库存招标 10kV 非晶合金变压器中标情况

	总容量 (万 kVA)	份额	10kV 变压器 (万 kVA)	份额	10kV 箱式变电站 (万 kVA)	份额
置信电气	313.76	29.70%	305.37	30.59%	8.38	14.46%
北京科锐	56.81	5.38%	53.12	5.32%	3.69	6.37%
总招标量	1056.31	100%	998.33	100%	57.98	100%

资料来源: 国家电网公司电子商务平台、西南证券

在竞争激烈的硅钢变市场, 公司获得了 2316.72 万 kVA 的 10kV 硅钢变压器订单。由于新合并了数家变压器企业, 公司市场份额迅速提高到 9.56%, 比 2013 年第二批招标中的市占率提高了 3.26 个百分点, 继续占据第一的位置。

表 3: 2014 年国网第一次协议库存招标 10kV 硅钢变压器中标情况

	总容量 (万 kVA)	份额	10kV 变压器 (万 kVA)	份额	10kV 箱式变电站 (万 kVA)	份额
置信电气	2316.72	9.56%	230.11	10.53%	1.56	0.66%
北京科锐	37.14	1.53%	25.35	1.16%	11.79	4.96%
总招标量	2422.72	100%	2185.05	100%	237.68	100%

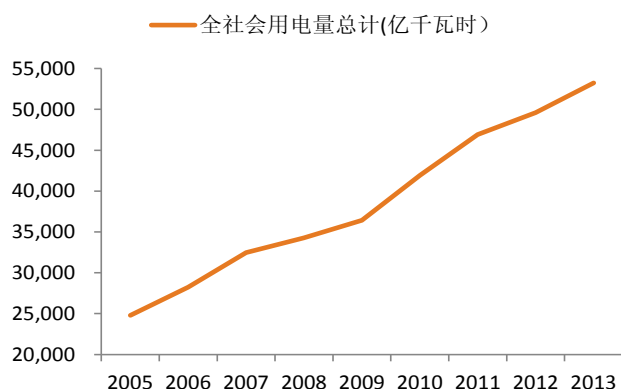
资料来源: 国家电网公司电子商务平台、西南证券

三、非晶合金变压器符合未来节能趋势

(一) 节能降耗压力日益加大

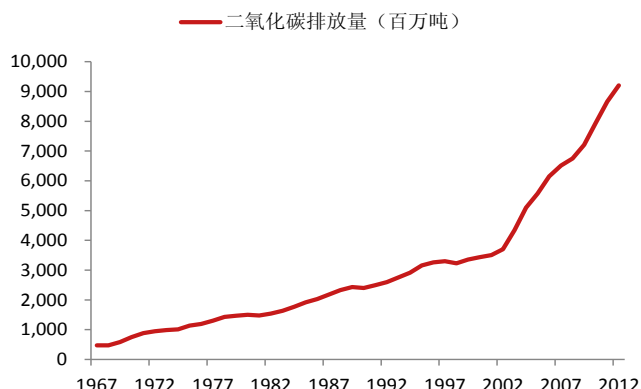
过去三十多年中国经济保持着高速增长，但资源消耗过高和环境污染问题也日趋严重。随着中国工业化进程的不断推进，全社会用电量从 2005 年的 2.48 万亿千瓦时增长到 2013 年的 5.32 万亿千瓦时，年均复合增长率达 10.01%。同时，2012 年的二氧化碳排放量达到了 9208.05 百万吨标准煤，是 1978 年二氧化碳排的 6.44 倍。

图 11: 2005-2013 年中国全社会用电量



数据来源: Wind, 西南证券

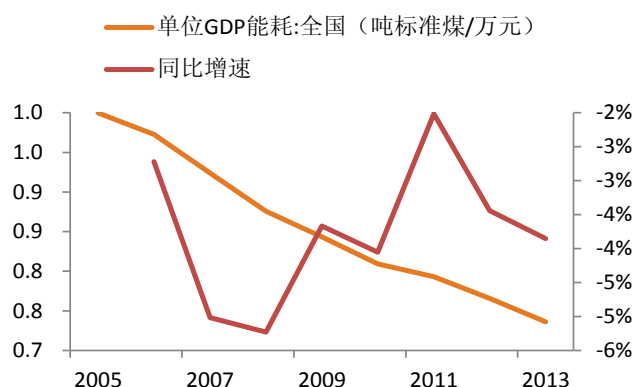
图 12: 1967-2012 年中国二氧化碳排放量 (百万吨煤当量)



数据来源: Wind, 西南证券

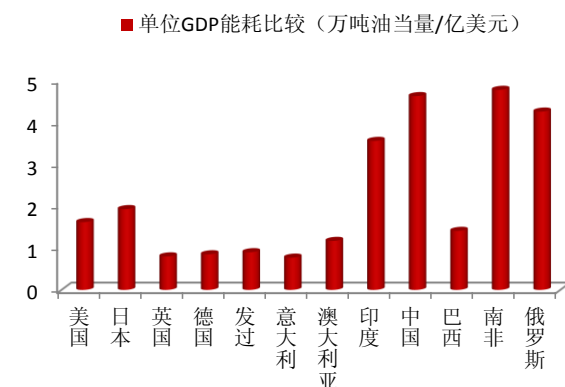
单位 GDP 能耗仍有较大下降空间。在经济增长与环境保护的矛盾日益突出的背景下，中国政府采取一系列措施，如提高节能环保准入门槛，遏制高耗能行业盲目扩张，大力淘汰落后产能等大力推动节能降耗，并取得明显成效。中国单位 GDP 能耗逐年降低，从 2005 年的 1 吨标准煤/万元下降至 2013 年的 0.736 吨标准煤/万元，单位 GDP 能耗不到十年间下降了 26.47%。虽然节能降耗工作取得了一定成果，但是跟发达国家甚至部分发展中国家的单位 GDP 能耗相比仍然有较大差距。

图 13: 2005-2013 年中国单位 GDP 能耗及增速



数据来源: Wind, 西南证券

图 14: 2008 年世界主要国家单位 GDP 能耗比较



数据来源: 世界银行, BP 世界能源统计 2009, 西南证券

推出各项政策推进节能降耗。《节能减排“十二五”规划》明确要求 2015 年全国 GDP 能耗相对 2010 年下降 16%，工业增加值能耗下降 21% 左右，但 2011-2013 年部分指标完成情况落后于时间进度要求，形势十分严峻。为确保全面完成“十二五”节能减排降碳目标，国务院又印发了《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》，提出 2014-2015 年，单位 GDP 能耗、化学需氧量、二氧化硫、氨氮、氮氧化物排放量分别逐年下降 3.9%、2%、2%、2%、5% 以上，单位 GDP 二氧化碳排放量两年分别下降 4%、3.5% 以上。

表 4：节能环保相关政策

发布时间	政策名称	政策内容
2010.4	关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展意见的通知	到 2015 年，建立比较完善的节能服务体系，专业化节能服务公司进一步壮大，服务能力进一步增强，服务领域进一步拓宽，合同能源管理成为用能单位实施节能改造的主要方式之一。
2012.8	《节能减排“十二五”规划》	到 2015 年，全国万元国内生产总值能耗下降到 0.869 吨标准煤（按 2005 年价格计算），比 2010 年下降 16%。“十二五”期间，实现节约能源 6.7 亿吨标准煤。
2013.8	《关于加快发展节能环保产业的意见》	节能环保产业产值年均增速 15% 以上，到 2015 年，节能环保产业总产值达到 4.5 万亿元。采用合同能源管理机制的节能服务业销售额年均增速保持 30%，到 2015 年，分别形成 20 个和 50 个左右年产值在 10 亿元以上的专业化合同能源管理公司和环保服务公司。
2014.2	《2014-2015 年节能减排科技专项行动方案》	至 2015 年末，科技创新对国家实现节能减排目标的支撑能力明显增强，自主知识产权节能减排技术和装备体系初步形成，节能减排相关技术标准与规范体系进一步完善，节能减排科技创新与服务能力体系初步建立，节能减排技术推广应用形成规模效应。
2014.5	关于开展区域工业绿色转型发展试点工作的通知	通过 3 年（2015-2017 年）的努力，试点地区在资源能源利用效率、污染排放水平、大宗工业固废资源化利用等方面取得显著成效，并在能源消耗总量控制等部分领域取得显著成效。
2014.5	《2014—2015 年节能减排低碳发展行动方案》	2014—2015 年，单位 GDP 能耗、化学需氧量、二氧化硫、氨氮、氮氧化物排放量分别逐年下降 3.9%、2%、2%、2%、5% 以上，单位 GDP 二氧化碳排放量两年分别下降 4%、3.5% 以上。

数据来源：公开资料、西南证券

（二）非晶合金变压器节能潜力大

中国配电变压器损耗较高。变压器是电力输送的关键电气设备，由于数量众多，其本身消耗的电能也相当可观。相关数据显示变压器自身消耗的电能占全国发电量的 3%-10%，占配电网损耗的 30%-60%，其中空载损耗约占变压器总损耗的 50%-80%。中国配电网负荷波动较大，一般企业专用变压器 70% 以上、居民用公用变压器 80% 以上的时间处于空载或轻载运行，造成配电损耗较高。

变压器铁芯越薄空载损耗越低，非晶合金变压器与传统变压器相比，铁心材料由非晶合金材料替代了传统硅钢片材料，材料厚度仅为硅钢片的 1/10，电阻系数约为硅钢片的 3 倍，这两方面因素使非晶变的铁心涡流损耗小，因此非晶变压器比传统的硅钢片变压器空载损耗下降约 80%，空载电流下降约 85%，是目前节能效果较理想的配电变压器。

表 5：非晶变、硅钢变能耗对比

产品容量 (KVA)	S9			S11			S13			SH15		
	空载损耗 (W)	负载损耗 (W)	空载电流 (%)	空载损耗 (W)	负载损耗 (W)	空载电流 (%)	空载损耗 (W)	负载损耗 (W)	空载电流 (%)	空载损耗 (W)	负载损耗 (W)	空载电流 (%)
30	130	600	2.1	100	600	2.1	65	600	0.63	33	600	1.7
50	170	870	2	130	870	2	85	870	0.6	43	870	1.3
63	200	1040	1.9	150	1040	1.9	100	1040	0.57	50	1040	1.2
80	250	1250	1.8	180	1250	1.8	125	1250	0.54	60	1250	1.1
100	290	1500	1.6	200	1500	1.6	145	1500	0.48	75	1500	1
125	340	1800	1.5	240	1800	1.5	170	1800	0.45	85	1800	0.9
160	400	2200	1.4	280	2200	1.4	200	2200	0.42	100	2200	0.7
200	480	2600	1.3	340	2600	1.3	240	2600	0.39	120	2600	0.7
250	560	3050	1.2	400	3050	1.2	280	3050	0.36	140	3050	0.5
315	670	3650	1.1	480	3650	1.1	335	3650	0.38	170	3650	0.5
400	800	4300	1	570	4300	1	400	4300	0.3	200	4300	0.5
500	960	5100	1	680	5100	1	480	5100	0.3	240	5100	0.3
630	1200	6200	0.9	810	6200	0.9	600	6200	0.27	320	6200	0.3
800	1400	7500	0.8	980	7500	0.8	700	7500	0.24	380	7500	0.3
1000	1700	10300	0.7	1150	10300	0.7	850	10300	0.21	450	10300	0.3
1250	1950	12000	0.6	1360	12000	0.6	975	12000	0.18	530	12000	0.2
1600	2400	14500	0.6	1640	14500	0.6	1200	14500	0.18	630	14500	0.2

数据来源：《2013 非晶合金变压器行业分析报告》，西南证券

（三）政策引导变压器进行节能产品替代

随着节能环保压力的增大，中国各项“节能降耗”政策不断深入，制定出如下政策鼓励节能变压器发展：

1) 下达节能减排目标。2012 年 8 月下发的《节能减排“十二五”规划》要求“十二五”期间降低电力变压器损耗，其中空载损耗降低 10%~13%，负载损耗降低 17%~19%。在国家鼓励发展节能型、智能化配电变压器产品的背景下，目前在网运行的部分高能耗配电变压器已不符合行业发展趋势，面临着升级换代的需求，未来将逐步被节能环保的变压器所取代。从历史上看，我国变压器经历了 S7、S8、S9、S10、S11 等几个系列的替代过程，在近年的国家城网、农网改造中又开始大批量采用 S13 及 S15 型产品，其空载损耗较 S9 型变压器降低 50%-80%。

表 6：变压器产品换代时间表

更替时间	产品替代情况
80 年代中期	政府强制性采用 S7 系列低损耗配电变压器淘汰 JB1300-73 和 JB500-64 标准的高能耗变压器
1998 年	全国推行城乡电网改造，用 S9 系列配电变压器取代 S7 系列
2012 年 10 月	GB20052 标准修订完成，把 S9 型作为淘汰目标，S11 型作为合格目标，而 S13 型和 S15 型作为高效节能目标

数据来源：公开资料，西南证券

2) 财政补贴支持节能变压器推广。为推动节能变压器应用, 国家已将节能变压器纳入财政补贴推广范围, 2012年11月20日, 财政部、发改委和工信部联合印发了《节能产品惠民工程高效节能配电变压器推广实施细则》, 首次将变压器列为节能补贴产品, 对符合条件的高效节能变压器进行3.8%-28.5%的财政补贴。推广产品范围涵盖S13及以上能效标准的硅钢变压器和SH15非晶变压器, 只要该变压器就可结合其他指标被节能产品认证机构评定为节能产品, 即可享受国家鼓励性节能政策, 并进入政府采购目录之中。

3) 标准制定升级推动变压器产品提升能效。2013年国家标准化委员会发布了《三相配电变压器能效限定值及能效等级》公告, 修订提高了能效限定值水平和节能评价水平, 衡量变压器是否节能也将由以S7、S9、S11等来划分改以能效一级、二级、三级来划分。通过标准制定升级推动变压器产品提升能效也有望引导节能变压器市场的进一步发展。

(四) 非晶变压器市场空间仍然很大

未来中国非晶合金变压器的市场需求量主要来自三方面:

1) 存量变压器改造需求。截止2010年底, 我国存量配电变压器约37亿kVA, 如果未来十年存量配电变压器15%更换为非晶合金变压器, 则非晶合金变压器需求量达5.55亿kVA。

2) 新增变压器需求。国网2012年曾向各省网公司下文要求, 2012-2014年新增变压器中, 分别有50%、55%、60%采用非晶合金变压器, 且现有高能耗配电变压器改造及更换, 原则上应全部采用非晶变。但从招标数据上看, 即使2013年配电变压器中非晶变压器占比同比提升了14.36个百分点至37.42% (以台数计算), 仍然远低于55%的预期。

3) 新能源领域方面需求。国家规划到2020年风电装机容量达1.5亿千瓦, 预计未来风电装机容量将快速增长, 随着非晶合金变压器在风电电站的应用比例提升, 预计未来十年非晶合金变压器在风电领域需求量将快速增长。

基于以上三个方面的需求, 《2012-2016年中国非晶合金变压器行业市场前瞻与投资预测分析报告》对中国非晶合金变压器的未来市场需求量做了如下预测:

表 7: 未来十年非晶合金变压器需求量

细分市场	需求量
存量改造非晶合金变压器需求量 (亿 KVA)	5.55
未来新增非晶合金变压器需求量 (亿 KVA)	5.26
风电非晶合金变压器需求量 (亿 KVA)	0.09
未来十年非晶合金变压器总需求量 (亿 KVA)	10.9
合计台数 (万台) (按 500KVA 每台计算)	218
每台非晶合金变压器价格 (万元) (容量为 500KVA)	6.5
未来十年非晶合金变压器合计市场规模 (亿元)	1417

数据来源: 前瞻产业研究院《2012-2016年中国非晶合金变压器行业市场前瞻与投资预测分析报告》, 西南证券

（五）影响非晶合金变压器推广的不利因素得到缓解

价格劣势得到转变

非晶变的价格过高。一台 315KVA 非晶合金变压器售价 4.00 万元（含税）、S13 硅钢变压器售价 3.50 万元（含税）、S11 硅钢变压器售价 3.3 万元（含税），非晶变价格较 S11 硅钢变压器高 21.21%。而且非晶变仅在空载时候低损，在负载情况下并不具有节能优势，即对于主要的损耗铜损来说没大作用。所以，非晶变在住宅区、办公楼（白天满负载，晚上基本空载）农网等负载率低的地方节能效率高，但是在城市市政方面的负载降耗优势就不明显了，因此非晶变在性价比上处于劣势。

财政补贴政策使得非晶变价格劣势逆转。2012 年 11 月 20 日，财政部出台《节能产品惠民工程高效节能配电变压器推广实施细则》，符合条件的高效节能变压器获得 3.8%-28.5% 不等的补贴。变压器中 S13 硅钢变压器、非晶合金变压器符合补贴条件，扣除财政补贴后，非晶合金变压器售价 2.38 万元（除税）、S13 硅钢变压器售价 2.28 万元（除税）、S11 硅钢变压器售价 2.74 万元（除税）。经过节能补贴后，非晶合金变压器、S13 硅钢变压器价格优势立即显现，从购置成本和节能效益上考虑都加快了对 S11 硅钢变压器的替代。

表 8：高效节能变压器推广财政补贴标准

产品型号	能效水平	铁芯材料	补贴标准（元/KVA）
油浸式	能效 1 级	非晶合金	30
		电工钢带	20
	能效 2 级	非晶合金	4
		电工钢带	10
干式	能效 1 级	非晶合金	40
		电工钢带	25
	能效 2 级	非晶合金	6
		电工钢带	15

数据来源：《节能产品惠民工程高效节能配电变压器推广实施细则》，西南证券

非晶合金带材不再是瓶颈

中国非晶合金带材长期供给不足影响非晶变推广。非晶合金变压器推广以来，中国对非晶带材的需求日益提高，预计 2011-2020 年需求量达到 130.55 万吨。但非晶带材技术壁垒较高，安泰科技没有产业化之前，全球仅有日本日立金属能够生产，国内非晶合金带材市场长期处于供不应求的状态，价格高昂。即使安泰科技量产后，国内非晶带材供给对进口的依赖程度依然很高，2012 年我国使用非晶带材 4 万吨，国产量仅 8000 吨。非晶合金带材供给不足一定程度影响了非晶变压器的推广速度，处于产业战略的考虑，在国内厂商产量达到一定规模之前，国内非晶带材需求一直被压抑。

表 9：2011-2020 年非晶合金带材需求量预测

细分市场	需求量
存量改造非晶合金变压器所需带材量（万吨）	66.6
未来新增非晶合金变压器所需带材量（万吨）	63
风电非晶合金变压器所需带材量（万吨）	1.08
2011-2020 年非晶合金变压器所需带材总量（万吨）	130.55

数据来源：前瞻产业研究院《2012-2016 年中国非晶合金变压器行业市场前瞻与投资预测分析报告》，西南证券

中国非晶合金带材供应量 2014 年有望翻番。安泰科技量产以后，市场份额逐步提高到 25% 左右，供给的增加使得非晶带材的价格已经降低了近三分之一。2013 年安泰科技供应量约 2 万吨、日立金属对中国的供应量约 3 万吨，共计 5 万吨，可生产 10 万台非晶变。2014 年安泰科技非晶带材生产线设计产能增长到 4 万吨，并且 1 月公司董事会决定在此基础上投资建设非晶带材生产线技改项目，计划新增产能 1.2 万吨，日立金属也考虑将对中国的非晶带材供应量增至 5 万吨，另青岛黎明云路新能源科技有限公司预计 2014 年实现非晶带材产量 8000 吨，成为世界上三具备万吨级非晶带材生产能力的企业之一，届时带材供应量共计可达 10 万吨左右，对应可生产近 20 万台非晶变。根据安泰科技的规划，“十二五”期间将达到 10 万吨产能，未来中国非晶合金带材供给将大幅增长，产能瓶颈将打破，价格也将逐步走低。

（六）与安泰子公司合作打通非晶变产业链

公司于 2014 年 6 月 30 日与安泰南瑞签订合资协议书，共同出资 9,000 万元人民币成立合资公司天津置信安瑞电气有限公司，其中公司持股 51%，安泰南瑞持股 49%。合资公司经营范围为非晶铁心、配电变压器、输配电工具及材料的生产销售、科技咨询、技术开发转让等。

优化产业布局，完善产业链。非晶配电变压器是公司最核心、最具优势的业务，而非晶合金带材是生产非晶变压器最重要的材料，目前全球非晶合金带材基本掌握在日立和安泰科技手上，公司与安泰科技的子公司成立合资公司可使公司有更稳定的非晶带材、非晶铁心供给，为扩大非晶变压器生产规模打下基础。同时可与安泰科技共同打造贯通产业链上下游的产业集群，进一步优化配电变压器产业布局，提高配电变产业的综合竞争力。

深化与安泰科技的合作可加固公司在非晶变压器领域的龙头地位，同时在天津打造优势产业集群，使得公司配电变压器产品将能够辐射华北、东北市场，缩短北方市场的供货半径，并且加速形成行业内具有国际竞争力的技术优势与产业规模。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

四、节能业务腾飞在即:打造国网节能环保业务平台

（一）节能服务“三步走”战略计划

适时提出“一体两翼”战略。中国能源利用效率低、用能管理方式粗放，造成单位 GDP 能耗较高，为达到制定的节能减排目标，实现社会经济的科学发展，就必须提高高耗能行业的能源效率，大力推进节能服务产业的开展，并加强对工业企业节约能源所需各种技术性服务的支持，促进全社会能源节约和能源利用效率的提高。因此公司调整了发展战略目标，紧紧围绕国家“节能减排”的工作要求，提出了“一体两翼”的发展战略，即以一次中低压设备为主体，以节能服务产业和运维服务产业为两翼，通过节能服务产业的升级带动产品制造的升级。公司节能变压器产业和节能环保服务业将齐头并进，在未来进一步加强企业竞争优势，提升企业盈利能力。

图 15: 节能服务“三步走”战略计划



数据来源: 公司官网, 西南证券

国网节能业务主要实施者之一。2013 年南瑞集团与国网节能公司、浙江电力在节能服务领域签订战略合作协议，成为国家电网下承接节能服务业务的主体之一，公司作为南瑞集团下节能业务的主要实施者在业务拓展上将具有得天独厚的资源优势。在各项有利形势下公司积极布局节能服务业务，先后与国家环保部、国家电网节能服务公司、重庆巴南区政府、浙电节能等机构签订合作协议，公司节能服务产业近期的发展目标为“至 2020 年实现 200 亿元的营业收入，其中节能服务产业达到 70 亿元”。

表 10: 节能业务发展规划

阶段	时间	投资额度 (亿元)	节能市场 合同额 (亿元)	经营计划
第一阶段: 培育期	2013-2014	3	5	以节能产业示范项目为主，整合集团内外部资源，打造专业节能服务资源整合平台，建立多种渠道的融资渠道，确定发展模式。联合政府，选择 1-3 家典型工业园区，建立能效数据平台，打造节能示范园区；采用 BOT 建设及融资租赁方式开发节能市场；引入专业技术人才，充实专家库，积极培养内部人才。

阶段	时间	投资额度 (亿元)	节能市场 合同额 (亿元)	经营计划
第二阶段: 发展期	2015-2017	20	30	提供节能产业系统性解决方案; 从用能客户扩展到电网企业以及发电企业; 拓展其行业的上下游供应商及客户。根据国家节能产业规划涉足十大行业等重点节能工程; 继续深度打造节能工业园区; 开展国网公司系统内生产、工作场所节能改造示范工程; 通过合作项目实践, 分行业打造内部专家人才。
第三阶段: 成熟期	2018-2020	50	70	成为地方政府机构的战略合作伙伴, 提高全国知名度, 扩大市场份额; 拥有自主知识产权的节能技术; 向节能设备制造等实体领域拓展。独立提供各行业的系统性解决方案, 打造高效专业的节能服务团队。

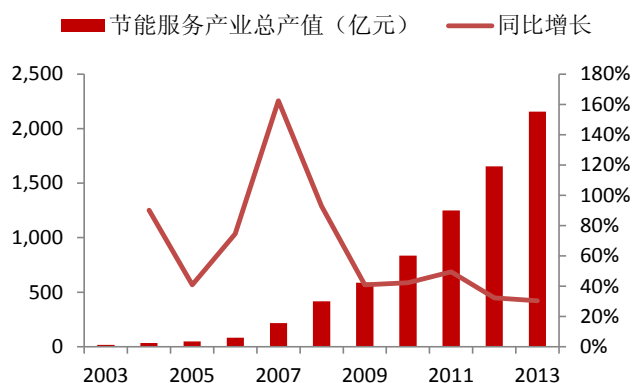
数据来源: 公司官网、西南证券

（二）节能服务市场空间广阔

2015 年节能环保产业产值有望达到 4.5 万亿元。节能环保产业位列 2010 年国家发布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中七大战略性新兴产业之首, 受到国家各项政策支持, 未来发展环境优越。市场空间来看, 2013 年国务院印发的《关于加快发展节能环保产业的意见》明确“十二五”期间, 节能环保产业产值年均增长 15% 以上, 到 2015 年, 节能环保产业总产值达到 4.5 万亿元, 增加值占国内生产总值的比重为 2% 左右。

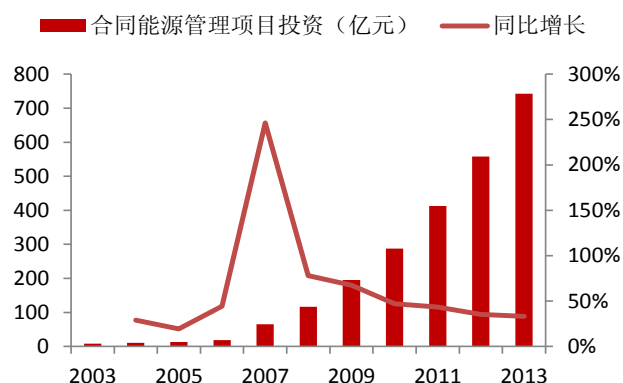
EMC 市场销售额年均增速料将保持 30%。2003-2013 年, 中国节能服务产业产值从 17.67 亿元增长到 2155.6 亿元, 年复合增速 54.76%, 其中合同能源管理市场总投资额从 8.51 亿元增长到 742.3 亿元, 年复合增速 50.11%, 形成节能量 2559 万吨标准煤, 占 2013 年全国节能能力目标 (6000 万吨标准煤) 的 42.65%。从国家规划来看, 未来依然将继续保持高速增长, 2012 年国务院印发的《“十二五”节能环保产业发展规划》, 要求节能环保服务快速、稳步发展, 《“十二五”节能环保产业发展规划》指出, 合同能源管理是八大重点工程之一, 采用合同能源管理机制的节能服务业销售额年均增速保持 30%, 到 2015 年节能服务业总产值要达 3000 亿元, 合同能源管理产值将达 2400 亿元, 分别形成 20 个和 50 个左右年产值在 10 亿元以上的专业化合同能源管理公司和环保服务公司。

图 16: 2003-2013 年中国节能服务产业总产值及增速



数据来源: 《中国节能服务产业发展报告》, 西南证券

图 17: 2003-2013 年中国合同能源管理项目投资额及增速



数据来源: 《中国节能服务产业发展报告》, 西南证券

建筑节能面临 1.5 万亿元投资机会。电力节能市场在所有节能中所占的比例最大，如果电力节能完全铺开，不仅市场空间非常巨大，而且将呈现爆发式增长。按照节能产业协会提供的数据，2013 年中国节能服务产业产值已经超过 2000 亿元，且 2020 年前行业增速仍能保持 30%到 40%的增长，而国家发改委的测算显示 2020 年前用于建筑节能项目的投资至少要有 1.5 万亿元。

（三）EMC 模式带动非晶变压器销量

战略方向转变后公司商业模式由单一的设备制造走向集合同能源管理、融资租赁、EPC 总包和运维服务、资产运作为一体的多元化经营，全力打造综合性节能服务平台。公司节能业务主要分为四个方面：（1）公用事业节能，目前主要是路灯改造（2）分布式新能源建设：（3）能效综合服务，提供政府、企业、园区等不同层级的综合能效管理；（4）建筑节能，楼宇、综合园区的节能改造。公司节能业务依托非晶变压器的节能优势，而高能耗变压器替换改造是合同能源管理的理想投资标的，所以非晶变压器改造项目理所当然成为公司节能业务的重点。

公司合同能源管理业务有效激发了电网外非晶变需求。过去依靠政策支持广非晶变推进速度较慢，现在公司从卖产品转变为卖能源管理，投入变压器，加大非晶变的卖出规模。变压器节能更新合同能源管理项目通过节电效益的分享方式，分期收回投入资金，可减少企业的前期资金投入，批量推进 S9 及以下型号变压器的淘汰工作，从而提高非晶变压器的更新换代速度，拉动其销量，以此达到公司与社会双赢的目的。假设一台 315KVA 非晶合金变压器补贴后售价 3.2 万元（含税），首期仅收取 2.5 万元/台，余下 7 千元以合同能源管理节点效益的形式收回，以 315KVA 的 SH15 型非晶合金变压器为例，该型号变压器年综合能耗为 5412 千瓦时，而同容量 S9 型硅钢铁芯变压器年综合能耗为 7863 千瓦时，二者相比，每台非晶合金变压器每年可节电 2451 千瓦时，折合电费 1274.52 元（假设电价为 0.52 元/千瓦时），余下的 7 千元在 5 年半内全部回收，后面可享受非晶变压器的超低损耗所带来的收益，今后每年节约下来的电费作为持续收入。

表 11：非晶变、硅钢变综合能耗对比（KWH/年）

产品容量（KVA）	S9	S11	S13	SH15
30	1390	1243	1071	914
50	1925	1729	1508	1302
63	2285	2040	1795	1550
80	2794	2450	2181	1862
100	3303	2862	2592	2249
125	3925	3434	3091	2674
160	4721	4132	3740	3250
200	5614	4928	4438	3849
250	6571	5787	5198	4512
315	7863	6932	6220	5412
400	9316	8188	7354	6374
500	11104	9731	8750	7574
630	13660	11749	10718	9346

产品容量 (KVA)	S9	S11	S13	SH15
800	16272	14213	12839	11271
1000	21254	18558	17086	15126
1250	24612	21720	19832	17650
1600	29955	26229	24071	21277

数据来源:《2013 非晶合金变压器行业分析报告》, 西南证券

(四) 发布置信碳指数扩大公司节能领域影响力

2014 年 4 月 30 日, 全资子公司上海置信碳资产管理有限公司在上海环境能源交易所正式发布“置信碳指数”(Zhixin Carbon Index, ZXCI), 作为我国首个反映碳交易市场总体运行情况和碳价格走势的统计指数, 有望成为未来指数化投资和指数衍生品开发的权威参考依据。“置信碳指数”。

随着国内碳排放交易的推进, 碳资产管理业的兴起, 公司成立上海置信碳资产管理有限公司, 使得节能业务产业链更加完善, 同时置信碳资产管理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, 将依托国家电网、南瑞集团的资源优势, 在碳交易经纪、市场评估咨询等方面拓展新的业务, 目前已经组建了国内从事碳资产咨询和研究领域顶尖的人才团队, 致力于发展成国内最大的碳金融服务企业。相信随着碳排放交易的发展, 将为公司带来更大的经济效益。

五、节能项目储备充裕

根据“一体两翼”的战略指引, 公司大力拓展新业务, 在节能服务领域快速布局形势一片向好, 已与国家环保部对外合作中心、国网节能、地方政府、各网省电力节能公司等多家机构在节能工程、碳减排项目开发、运维服务体系等方面开展深入合作, 通过实践逐步摸索出可复制的节能业务推广模式。公司规划到 2014 年底, 投资额度达到 3 亿元, 节能市场合同额 5 亿元, 从目前公司进行中的项目来看, 完成的可能性很高。

表 12: 节能业务相关项目

序号	合作对象	合作项目	项目内容
1	环保部环境保护合作中心	战略合作与相关项目	由环保部对外合作中心、国开行和北欧环境金融公司共同发起的“中国北欧环境保护合作计划”, 将优先支持置信电气及其下属公司开展节能服务领域的投资项目
2	国网节能	楼宇、市政交通节能服务战略合作	总包国网节能的楼宇、市政交通节能项目以及其它领域的节能技术改造项目
3	江西省化工企业	氯碱行业 EMC 项目	订单金额为 4800 万元左右, 投资回收期 5 年
4	重庆巴南区政府	节能服务合作框架	为巴南区企业提供耗能数据采集、用能监测(控制)、节能评估、节能项目改造等服务
5	浙电节能	2014-2016 年度节能降耗项目合作	拟在 2014 年-2016 年出资 60 亿元人民币与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, 力争每年不低于 20 亿元人民币的业务

数据来源: 公司公告, 西南证券

（一）重庆巴南项目—首张节能订单打开成长新空间

公司 2013 年 5 月与重庆市巴南区政府就能源管理服务平台项目签订战略合作框架协议，为巴南地区企业提供耗能数据采集、用能监测（控制）、节能评估、节能项目改造等服务。2013 年 7 月又与环保部对外合作中心签署合作协议，双方将在节能环保金融服务、节能环保咨询服务和节能环保产业服务领域密切合作，将重庆巴南绿色低碳示范园区项目纳入合作范围，并共同努力将巴南模式在全国推广，两项协议打开了公司节能业务的落实将为公司节能事业、能源合同管理等业务的拓展产生积极影响。

2014 年开始为公司贡献收入。为落实合作协议，公司拟在巴南区投资 3.5 亿元建设能源管理服务平台，预计该节能服务平台将在 2017 年实现累计节能服务产值 4.2 亿元，并形成年产值 2.2 亿元，项目建成后每年可实现管理节能 5% 左右、技术节能 10% 至 30%。项目建成将分为四个阶段：企业能效服务系统建设阶段、重点行业能效云应用建设阶段、园区低碳云平台建设阶段和辐射西南地区的产业化运营阶段。企业能效服务系统建设方面，公司从 2013 年下半年开始，从巴南区 10 个不同领域中选出 20 个具有代表性的高耗能企业、学校等作为先期的节能改造的目标，首先对这 20 个企业、学校进行在线监测，确定节能方案，采购相关设备并实施运营，预计 2014 年开始为公司贡献收入。

巴南区内企业节能需求量大。巴南区是重庆主城九区之一，经济发展较快，2012 年三次产业的比例为 9:51:40，工业在该区的比重依然是最大的，而工业的能耗又是最高的，因此在该区开展综合节能服务具有很大的市场潜力和示范效应。目前该区正在积极调整产业结构、转变经济发展方式，大力发展新兴产业，力争实现绿色低碳发展，公司为其建设的能源管理服务平台正是助其实现目标的利器，该项目将按照“统一规划、创新发展、绿色生态”的理念，利用公司在资本运营、产业链整合、技术实力等多方面的优势，逐步建设企业节能服务平台，共同打造以立足巴南、辐射西南、面向全国“低碳云”产业集群，相信随着合作协议的逐步落实，具体订单会接踵而至。长远来看，能源管理服务平台搭建好后，公司将掌握巴南区内企业的能耗数据，具有了拿下区内企业后续节能改造项目的先发优势，我们认为未来相当长时间内区内企业节能改造项目都会优先交给公司去完成。

表 13：重庆市巴南区国民经济和社会发展情况

年份	人均 GDP (元)	GDP (亿元)	工业总产值 (亿元)	全社会固定资产投资完成额(亿元)	行政区域土地面积 (平方公里)
2007	16,549	142.57	281.25	163.63	1,825
2008	19,877	175.56	359.98	205.30	1,825
2009	26,988	243.33	431.99	271.33	1,825
2010	34,205.	308.72	551.40	327.26	1,825
2011	42,635	395.10	581.20	341.07	1,825
2012	44,749	420.85	580.00	429.15	1,825

数据来源：《重庆市巴南区国民经济和社会发展统计公报》，西南证券

逐步向重庆市内潜在节能市场渗透。2013 年 11 月公司公告称重庆巴南低碳云节能服务平台已经完成重庆宗申机车工业制造有限公司、宗申动力制造技术中心两家企业的上线监测。新的订单方面，公司下属子公司置信节能也分别与宗申机车和宗申动力就节能改造项目达成初步合作意向。公司与巴南区的合作也为公司带来了重庆市内其他地区的潜在节能业务，置信节能已经与相关方就重庆市长寿区市政路灯节能改造项目、重庆市巫溪县市政路灯节能改

造项目、东风小康集团园区改造项目、重庆德恒物流园节能改造项目达成初步合作意向。

巴南模式可在全国推广。巴南项目是公司首个采取合同能源管理方式开展的节能业务，也是公司首个综合性工业建筑节能案例，目前公司已与环保部签订协议，将向全国推广巴南模式，未来公司有更多机会与各地政府合作，承担大规模的综合性的节能工程。公司依靠电网的股东背景，其节能业务在社会资源、订单获取、项目规模、风险和收益方面较细分领域的节能公司均具有绝对的优势。类似巴南项目的国家电网牵头下与当地政府合作的项目订单未来可能陆续出现，节能业务未来发展空间巨大，成为公司业绩最重要的增长点。

(二) 浙江项目—未来三年 60 亿潜在业务

公司下属全资子公司上海置信节能环保有限公司与国网浙江省电力公司下属全资子公司国网浙江浙电节能服务有限公司签订《2014-2016 年度节能降耗项目合作协议》。在 2014 年-2016 年三年中，置信节能将出资 60 亿元人民币与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，力争每年完成不低于 20 亿元人民币的业务。浙电节能主要负责开拓市场渠道，置信节能则以资金、产品为主要投入通过合同能源管理、项目总包、工程实施等多种形式负责项目实施。利润分配上双方将按具体投入比例和项目收益根据双方投入情况，针对具体项目进行协商。

浙江省对节能减排的重视程度较高，节能方面的成绩也一直处于全国前列，发改委 2013 年发布的历次节能目标完成情况“晴雨表”中，浙江省节能预警等级均为三级。浙江经信委统计数据显示，2013 年浙江省单位生产总值能耗下降 3.7%，超出年初省政府确定下降 3.5% 的目标，“十二五”前三年累计下降约为 11.96%，完成“十二五”下降 18% 目标进度的 66.43%，2014-2015 年还需下降 6.04 个百分点。近年来，浙江省通过持续推广实施合同能源管理来调动社会资金与技术参与节能改造，最大程度降低用能单位节能改造的资金和技术风险。而国家电网浙江浙电节能服务有限公司是浙江省合同能源管理运作模式的成功探索者，未来市场开拓方面的实力毋庸置疑。

表 14: 浙江省“十二五”节能专项规划重点工程

序号	重点工程	具体内容
1	建筑节能推进工程	完成低能耗绿色建筑示范项目 200 项，新建民用建筑全面执行节能标准，新增节能民用建筑面积 1 亿平方米，其中太阳能、地热能等可再生能源建筑应用面积超过 200 万平方米，形成年节约标准煤 350 万吨的节能能力
2	商业及民用节能推进工程	重点商业企业单位建筑面积综合电耗比 2010 年下降 13%，重点商业企业万元增加值能耗比 2010 年下降 18%，节约标准煤 30 万吨。
3	公共机构节能推进工程	以 2010 年能源资源消耗为基数，行政机关及教、科、文、卫、体等系统公共机构人均能耗下降 15%，单位建筑面积综合能耗下降 12%。

数据来源：《浙江省“十二五”节能专项规划》，西南证券

虽然合作协议上没有具体的合作项目，但是从双方拟合作的领域来看，浙江省内未来三年的机遇非常大。从《浙江省“十二五”节能专项规划》来看，双方合作的重点建筑节能方面，规划提出“十二五”期间省内节能住宅面积占住宅面积比重年均提高 4 个百分点，到“十二五”末，完成低能耗绿色建筑示范项目 200 项，全省新建民用建筑全面执行节能设计标准，新增节能民用建筑面积 1 亿平方米，其中太阳能、地热能等可再生能源建筑应用面积新增超过 200 万平方米，与非节能建筑相比，形成年节约标准煤 350 万吨的节能能力。

表 15：浙江省“十二五”节能专项规划重点工程

年份	城镇居民人均住房建筑面积（平方米）	城镇人口数（万人）	城镇居民住房建筑面积（亿平方米）
2009	35.10	2999.22	10.53
2010	35.30	3354.06	11.84
2011	36.90	3403.45	12.56
2012	37.10	3461.46	12.84
2013	38.82	3518.70	13.66

数据来源：2009-2013 年《浙江省国民经济和社会发展统计公报》，Wind、西南证券

六、盈利预测与投资建议

在国网未来几年配网投资增长确定性强的基础上，公司非晶合金、硅钢变压器销量有望稳步增长。而公司新开辟节能业务的是业绩增速最大的变量，主要取决于：1、已签订合作协议的实施情况；2、未来浙江模式、巴南模式在其他省市的复制是否顺利，新增订单的获取情况；3、合同能源管理方式对公司非晶合金变压器销量的带动。

假设 1：非晶合金变压器需求上升，预计非晶合金变压器 2014-2016 年增速为 30%、20%、11%，毛利率分别为 24.3%、24.5%、24%。

假设 2：硅钢变压器需求稳定，假设 2014-2016 年增速为 20%、13%、6%，毛利率将逐步下降，预计 2013-2015 年毛利率为 19.8%、19.3%、18.8%。

假设 3：2014-2016 年节能业务规模达到 6 亿元、20 亿元、40 亿元，净利润率为 10%。

假设 4：期间费用率、各项业务所得税率、增值税率、节能业务所得税减免政策等基本保持不变。

表 16：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2013A	2014E	2015E	2016E
非晶合金变压器	收入	1468.03	1908.44	2290.13	2542.04
	增速	——	30.00%	20.00%	11.00%
	毛利率	23.25%	24.30%	24.50%	24.00%
硅钢变压器	收入	589.28	707.14	799.06	847.01
	增速	——	20.00%	13.00%	6.00%
	毛利率	19.32%	19.80%	19.30%	18.80%
集成变电站	收入	545.61	1800.00	1800.00	1800.00
	增速	——	20.00%	10.00%	7.00%
	毛利率	20.67%	22.50%	25.00%	25.00%
节能业务	收入	0.00	600.00	2000.00	4000.00
	增速	——	——	333.33%	200.00%
	毛利率	——	21.00%	25.00%	23.00%
非晶合金铁芯	收入	97.15	194.30	310.88	404.14
	增速	86.86%	100.00%	60.00%	30.00%
	毛利率	15.76%	15.12%	14.76%	14.50%

单位: 百万元		2013A	2014E	2015E	2016E
电力变压器	收入	228.76	251.64	264.22	272.14
	增速	——	10.00%	5.00%	3.00%
	毛利率	——	18.00%	17.50%	16.80%
其他	收入	246.38	283.34	311.67	327.25
	增速	——	15%	10%	5%
	毛利率	10.42%	10.42%	10.42%	10.42%
合计	收入	3175.21	5744.85	7775.96	10192.59
	增速	111.45%	80.93%	35.36%	31.08%
	毛利率	21.12%	21.57%	23.02%	22.35%

数据来源: 公司公告, 西南证券

公司 2014 年 7 月 8 日收盘价为 10.66 元, 我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.39 元、0.65 元、0.74 元, 对应 PE 为 27X、16X、14X, 首次覆盖给予“买入”评级。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	727.42	414.01	560.38	734.54	营业收入	3268.91	5914.37	8005.42	10493.36
应收和预付款项	1792.85	3327.24	3598.45	5482.43	减:营业成本	2578.50	4638.85	6162.70	8148.40
存货	632.70	1748.06	1414.77	2767.16	营业税金及附加	12.62	22.83	30.91	40.51
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	105.25	177.43	224.15	314.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	175.98	295.72	320.22	472.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	16.30	86.41	118.13	220.41
固定资产和在建工程	578.41	526.07	450.73	399.39	资产减值损失	13.02	8.82	8.82	8.82
无形资产和开发支出	628.34	586.68	545.01	503.35	加:投资收益	0.12	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1.55	0.77	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.00
资产总计	4361.27	6602.83	6569.35	9886.87	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	481.12	2347.70	765.48	3101.05	营业利润	367.37	684.30	1140.49	1288.21
应付和预收款项	1505.48	1527.00	2486.64	2803.18	加:其他非经营损益	16.38	0.00	0.00	0.00
长期借款	111.21	111.21	111.21	111.21	利润总额	383.75	684.30	1140.49	1288.21
其他负债	2.75	2.75	2.75	2.75	减:所得税	85.62	171.07	285.12	322.05
负债合计	2100.56	3988.66	3366.07	6018.19	净利润	298.14	513.22	855.37	966.16
股本	691.40	691.40	691.40	691.40	减:少数股东损益	14.72	25.33	42.22	47.69
资本公积	802.95	802.95	802.95	802.95	归属母公司股东净利润	283.42	487.89	813.15	918.47
留存收益	624.36	952.49	1499.38	2117.09	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2118.71	2446.84	2993.73	3611.44	经营性现金净流量	75.17	-1901.55	2102.96	-1706.17
少数股东权益	142.00	167.33	209.55	257.24	投资性现金净流量	155.89	-50.00	-30.00	-60.00
股东权益合计	2260.71	2614.17	3203.28	3868.68	筹资性现金净流量	-18.15	1638.14	-1926.58	1940.33
负债和股东权益合计	4361.27	6602.83	6569.35	9886.87	现金流量净额	218.80	-313.41	146.37	174.16

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格, 报告所采用的数据均来自合法、合规渠道, 分析逻辑基于分析师的职业理解, 通过合理判断得出结论, 研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

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。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有, 仅限内部使用, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入: 未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持: 未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性: 未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避: 未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市: 未来 6 个月内, 行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市: 未来 6 个月内, 行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市: 未来 6 个月内, 行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编: 400023
电话: (023) 63725713
网站: www.swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编: 100033
电话: (010) 57631234
邮箱: research@swsc.com.cn

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net