

2014年12月18日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

16.0RMB

置信电气(600517.SH)

BUY/买入

收购武汉南瑞 100%股权，增强协同效应，构建新增长点

结论与建议：

公司今日发布重大资产重组公告，拟以10.22元/股，发行1.09亿股，收购控股股东国网电科院旗下武汉南瑞100%股权，资产评估值11.19亿元(收购PB2.2X，对应13年PE 9X)，我们预计将增厚公司15-16年EPS11%、10%。

此次预案承诺，过渡期间盈利归上市公司所有，因此15年开始实现净利将纳入公司合并报表。考量资产注入因素，我们预计公司14-16年净利润分别为4.59、8.61、11.04亿元，YOY+61.8%\87.6%\28.3%，摊薄后EPS0.34、0.64、0.82元，当前股价对应14-16年PE37X、20X、15X，公司节能产业与资产注入驱动高成长，维持“买入”建议，目标价16.0元(对应15年PE 25X)

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2014/12/17)	12.45
上证综指(2014/12/17)	3061.02
股价 12 个月高/低	20.6/10.04
总发行股数(百万)	1244.52
A 股数(百万)	1113.67
A 市值(亿元)	154.94
主要股东	国网电力科学研究院 (25.43%)
每股净值(元)	1.73
股价/账面净值	7.20
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.0 0.0 59.5

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

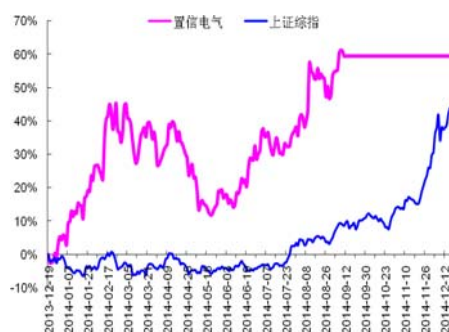
产品组合

生产、销售变压器及母线槽	45.1%
集成变电站	27.5%
硅钢变	19.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.5%
一般法人	44.0%

股价相对大盘走势



■ **收购武汉南瑞，将增厚公司 15-16 年 EPS11%、10%：**武汉南瑞研发实力出众，在一次设备智能化领域、电网运维智能化领域、新材料领域拥有深厚技术积累。2011、2012、2013 及 2014 年 1-8 月，武汉南瑞实现净利润分别为 2,171 万元、2,161 万元、1.23 亿元和 5,810 万元，我们预计武汉南瑞 15-16 年净利润分别为 1.5、1.8 亿元，据侧测算，将增厚公司 15-16 年 EPS11%、10%。

■ **增强公司控股股东比例，有利于公司未来发展定位：**本次交易完成后，公司控股股东国网电科院持股比例增加(由 25.43%提升至 31.46%)，改变此前两大股东持股比例接近的局面，增强公司控制地位，对公司未来发展定位更加清晰。

■ **与公司现有业务协同效应强，新增有力盈利点：**通过本次交易，上市公司的运维服务板块得到有力提升，新增雷电监测与防护、高压测试与计量、输电线路智能运维、一次设备状态监测与检修等交易标的旗下电网运维相关业务。交易标的上述业务盈利能力较强，未来将进一步受益于智能电网投资和运维智能化。上市公司的一次设备板块也将新增复合绝缘子等产品，构成新的增长点

■ **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，我们预计 14-16 年将分别落实 10、20、30 亿元订单，公司节能服务产业兴起，将成为公司业绩的新驱动力。

■ **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。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：**此次预案承诺，过渡期间盈利归上市公司所有，因此 15 年开始实现净利将纳入公司合并报表。考量资产注入因素，我们预计公司 14-16 年净利润分别为 4.59、8.61、11.04 亿元，YOY+61.8%\87.6%\28.3%，摊薄后 EPS0.34、0.64、0.82 元，15、16 年因为资产注入因素分别增厚 11%、10%，当前股价对应 14-16 年 PE37X、20X、15X，公司节能产业与资产注入驱动高成长，维持“买入”建议，目标价 16.0 元(15 年 PE 25X)

..... 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	152.19	283.42	458.63	861.00	1104.37
同比增减	%	-7.31%	86.23%	61.82%	87.73%	28.27%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.112	0.209	0.339	0.636	0.816
同比增减	%	-7.31%	86.23%	61.82%	87.73%	28.27%
A 股市盈率(P/E)	X	110.76	59.48	36.75	19.58	15.26
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.150	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.80%	1.20%	0.80%	0.80%	0.80%

武汉南瑞财务状况

单位：百万元

	2011	2012	2013	2014.01-08
资产总额	614.36	1156.56	1904.10	1970.23
负债总额	381.88	767.75	1413.73	1462.79
所有者权益	232.49	388.80	490.37	507.44
母公司所有者权益	227.29	382.30	484.48	507.44
营业收入	427.01	728.43	1135.38	597.70
营业利润	12.14	14.81	128.12	64.62
利润总额	27.45	21.10	136.66	66.19
净利润	21.68	22.91	121.91	58.10
归属母公司净利润	21.71	21.61	122.51	58.10
归属于母公司扣非净利润	8.91	24.71	115.27	56.76

资料来源：公司公告 群益证券(2014/12)

=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	2012	2013	2014F	2015F	2016F
营业收入	1,546	3,269	4,777	9,449	12,025
经营成本	1,176	2,579	3,732	7,411	9,115
营业税金及附加	7	13	18	24	31
销售费用	35	105	153	220	279
管理费用	84	176	201	397	502
财务费用	13	16	42	46	58
资产减值损失	8	13	10	15	12
投资收益	-	0	-	-	-
营业利润	223	367	621	1,096	1,400
营业外收入	16	19	10	22	32
营业外支出	0	3	2	1	1
利润总额	239	384	629	956	1,432
所得税	47	86	145	210	270
少数股东损益	40	15	26	36	57
归属于母公司所有者的净利润	152	283	459	861	1,104

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
货币资金	570	784	940	752	602
应收帐款	789	1,758	2,110	2,426	2,790
存货	296	633	759	835	919
流动资产合计	1,687	3,209	3,873	4,081	4,383
长期投资净额	-	-	-	-	-
固定资产合计	169	462	554	665	798
在建工程	30	117	175	350	701
无形资产	478	1,226	1,728	2,406	3,551
资产总计	2,164	4,435	5,601	6,486	7,934
流动负债合计	831	2,060	2,472	2,720	2,992
长期负债合计	-	114	200	400	401
负债合计	831	2,174	2,672	3,120	3,393
少数股东权益	200	142	396	459	600
股东权益合计	1,132	2,119	2,533	2,908	3,941
负债和股东权益总计	2,164	4,435	5,601	6,486	7,934

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	284	79	120	200	200
投资活动产生的现金流量净额	-36	156	-312	-500	-850
筹资活动产生的现金流量净额	-159	-18	349	112	500
现金及现金等价物净增加额	89	217	157	-188	-150

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, 或会买入, 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。