2014 年 12 月 23 日

证券研究报告 公司研究 电气设备

置信电气（600517）公告点评

买入（维持）

当前价：12.24 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

非晶占有率稳定，节能与碳交易空间巨大

- **事件：**公司发布公告下属子公司产品中标国家电网公司 2014 年第二批配网设备协议库存货物招标采购项目，合计中标金额 5.13 亿元，占 2013 年营业收入的 15.69%。上述中标项目合同的履行对公司 2015 年业绩将产生积极的影响。
- **非晶变压器市场占有率保持在 30%水平。**在国家电网 2014 年第二批配网设备协议库存货物招标中公司及下属子公司合计中标 5.13 亿元，合计中标变压器 10879 台，其中硅钢变压器 4474 台，非晶合金变压器 6405 台，从容量看，合计中标 306.8 万 kVA，其中硅钢变压器 119.3 万 kVA，非晶合金变压器 187.5 万 kVA，市占率分别为 6.87%与 29.84%，整体看公司非晶合金变压器在国家电网 2014 年前两批配网设备协议库存货物招标中市场占有率保持在 30%左右的水平，稳居龙头位置。
- **资产注入提升节能服务实力。**公司拟注入武汉南瑞 100%股权，武汉南瑞在电网能效评估、电力需求侧能效监测技术以及节能改造技术上全国领先，公司收购武汉南瑞后在节能服务领域的技术实力得到显著加强，我们认为这有利于公司节能大单的加速执行。我们预计资产注入有望在明年上半年完成。
- **公司收入结构将获明显改善。**资产注入后未来公司收入结构也将发生显著变化，将由变压器业务提供绝大多数利润转变为变压器、节能服务和电网智能运维业务共同提供，公司业绩受变压器业务的影响将明显减弱，有利于公司未来盈利的持续稳定增长。根据北极星节能环保网《武汉南瑞触角伸至节能服务领域》报道，武汉南瑞计划到“十二五”末实现产值 40 亿元，预计其未来 5 年净利润年复合增长率超 30%，对公司盈利能力有明显增厚。
- **加快布局碳交易市场。**公司全资子公司碳资产管理公司于 2013 年 11 月成立，2014 年 10 月增资 9760 万元，业务涉及低碳咨询、碳资产开发、碳交易经纪、节能资产服务等。公司是国网下唯一从事碳资产管理的公司，未来有望成为行业标杆，分享碳交易市场未来的高速发展，同时在碳交易市场的布局也有利于提升公司节能产业的整体竞争力。
- **盈利预测及评级：**暂不考虑资产注入的情况下，我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.39 元、0.65 元、0.74 元，当前股价对应 PE 为 32X、19X、17X，维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示：**节能服务业务发展速度不及预期的风险；行业竞争激烈毛利率下降的风险；国产非晶带材扩产不达预期的风险。

指标/年度	2013A	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）	0.23	0.39	0.65	0.74
净资产收益率 ROE	13.38%	19.94%	27.16%	25.43%
PE	53	31	19	17
PB	7.2	6.2	5.1	4.2

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：赵曦

执业证号：S1180511010008

电话：021-50755229

邮箱：zhaox@swsc.com.cn

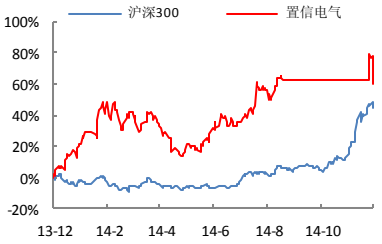
分析师：文雪颖

执业证号：S1250514060001

电话：023-67909731

邮箱：wenxy@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)	7.58-15.07
总市值(亿元)	152.33
总资产(亿元)	50.65
每股净资产(元)	1.73

相关研究

1. 置信电气（600517）：业绩略低预期，静待节能业务全面释放 (2014-10-29)
2. 置信电气（600517）：期待下半年节能业务业绩释放 (2014-08-21)
3. 置信电气（600517）：节能业务照亮未来成长大道 (2014-07-09)

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	727.42	414.01	560.38	734.54
应收和预付款项	1792.85	3327.24	3598.45	5482.43
存货	632.70	1748.06	1414.77	2767.16
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	578.41	526.07	450.73	399.39
无形资产和开发支出	628.34	586.68	545.01	503.35
其他非流动资产	1.55	0.77	0.00	0.00
资产总计	4361.27	6602.83	6569.35	9886.87
短期借款	481.12	2336.74	741.25	3061.13
应付和预收款项	1505.48	1527.00	2486.64	2803.18
长期借款	111.21	122.31	135.71	151.41
其他负债	2.75	2.62	2.53	2.61
负债合计	2100.56	3988.67	3366.13	6018.33
股本	691.40	691.40	691.40	691.40
资本公积	802.95	802.95	802.95	802.95
留存收益	624.36	952.48	1499.32	2116.96
归属母公司股东权益	2118.71	2446.83	2993.67	3611.31
少数股东权益	142.00	167.33	209.55	257.23
股东权益合计	2260.71	2614.16	3203.22	3868.54
负债和股东权益合计	4361.27	6602.83	6569.35	9886.87

利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3268.91	5914.37	8005.42	10493.36
减:营业成本	2578.50	4638.85	6162.70	8148.40
营业税金及附加	12.62	22.83	30.91	40.51
营业费用	105.25	177.43	224.15	314.80
管理费用	175.98	295.72	320.22	472.20
财务费用	16.30	86.44	118.22	220.57
资产减值损失	13.02	8.82	8.82	8.82
加:投资收益	0.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	367.37	684.27	1140.40	1288.05
加:其他非经营损益	16.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	383.75	684.27	1140.40	1288.05
减:所得税	85.62	171.07	285.10	322.01
净利润	298.14	513.20	855.30	966.04
减:少数股东损益	14.72	25.33	42.22	47.68
归属母公司股东净利润	283.42	487.87	813.08	918.35
现金流量表	**2013**	**2014E**	**2015E**	**2016E**
经营性现金净流量	75.17	-1901.55	2102.98	-1706.13
投资性现金净流量	155.89	-50.13	-30.09	-59.92
筹资性现金净流量	-18.15	1638.26	-1926.52	1940.21
现金流量净额	218.80	-313.41	146.37	174.16

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠
010-57631295
13716334008
wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

易芳
0755-88285458
18610942879
yifang@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn