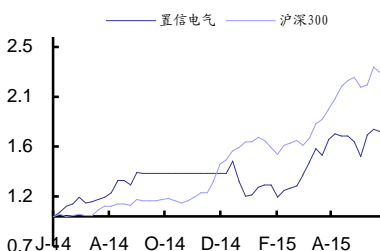


证券研究报告—动态报告
电气设备新能源
电气设备
置信电气 (600517)
买入

合理估值: 30 元 昨收盘: 18.77 元 (维持评级)

2015年06月04日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,245/1,114
总市值/流通(百万元)	23,360/20,904
上证综指/深圳成指	4,910/17,539
12个月最高/最低(元)	18.77/8.79

相关研究报告:

《置信电气-600517-唱响非晶合金变压器的新篇章》——2011-11-16
 《置信电气-600517-未来增长可期》——2011-03-30
 《G置信: 规模效应正在迅速得到体现》——2006-08-15
 《G置信: 节能政策驱动, 业绩持续爆发》——2006-06-09
 《G置信: 节能降耗政策促“非晶合金变压器”爆发式增长》——2006-06-07

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

能源互联网重要环节碳交易市场龙头

● 国网旗下重要的节能环保平台

2012 年国网电科院取得置信电气控股权, 并将一系列配电变压器资产注入置信电气; 2014 年末, 置信电气收购国网电科院旗下武汉南瑞 100% 股权。武汉南瑞是国网旗下重要的智能电网、节能环保龙头企业。

● 非晶变压器龙头企业, 受益招标量增加及非晶合金价格回落

公司是我国最大也是技术最领先的非晶合金变压器生产厂家, 非晶变压器节能效果明显, 是未来国家电网鼓励发展的方向。另外, 随着非晶合金带材价格的回落, 非晶合金变压器与硅钢变压器的成本差距在逐步缩小, 性价比凸显。

● 提早布局碳交易, 想象空间巨大,

16 年后预计国家将建立统一的碳排放交易市场, 其有望成为一个千亿级的市场。置信电气将碳交易作为战略发展方向, 将重点发展碳排放的交易和做市, 以及碳研究和培训。碳交易市场的布局将提升公司估值及想象空间。

● 风险提示

未来国家电网新增投资不达预期, 拖累公司营业收入的增长。非晶变压器替代硅钢变压器以及碳排放交易的建设可能不达预期, 无法在近期增厚公司业绩。

● 能源互联网重要环节龙头, 给予“买入”评级

在能源互联网的各个环节中, 节能及碳资产交易管理是其重要的环节, 而这两个环节, 尤其是碳交易环节是能源互联网各环节中唯一没有被市场充分挖掘的板块。今年 3 月份的政府工作报告也曾经首提碳交易, 预计政府对这一块也会有相关政策出台。

预计 15/16/17 年, 公司将分别实现营业收入 49.29 /57.50 /64.80 亿元, 同比增加 17.3%/16.7%/12.7%, 净利润 3.57 /4.60 /5.20 亿元, 同比增加 25.0%/28.8%/13.1%, 每股收益 0.29/0.37/0.42 元。

考虑到碳交易市场的巨大空间, 我们给予公司 30 元/股的合理估值和买入评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,269	4,201	4,929	5,750	6,480
(+/-%)	111.5%	28.5%	17.3%	16.7%	12.7%
净利润(百万元)	283	286	357	460	520
(+/-%)	86.2%	0.8%	25.0%	28.8%	13.1%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.23	0.29	0.37	0.42
EBIT Margin	12.2%	11.4%	11.1%	11.4%	11.7%
净资产收益率(ROE)	13.4%	12.4%	14.0%	16.0%	16.1%
市盈率(PE)	82.4	81.8	55.3	42.9	37.9
EV/EBITDA	54.8	50.2	36.3	30.9	27.4
市净率(PB)	11.0	10.2	7.7	6.9	6.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司整体运营稳定

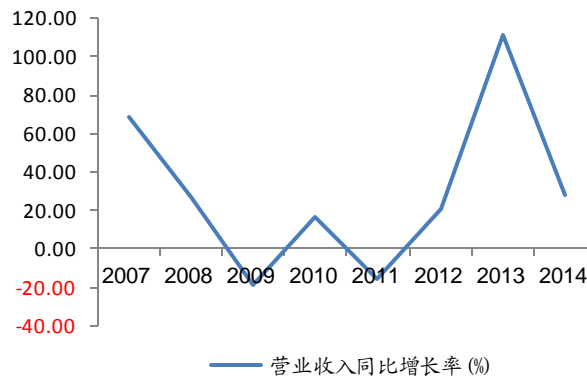
2014 年年报增速保持稳定

公司 2014 年全年实现营业收入 42.01 亿元，同比增加 28.53%。主营业务电气制造全年营业收入 34.07 亿元，同比增加 7.29%。2014 年新增节能和贸易收入，共计约 7.27 亿元。由于贸易收入的毛利率较低，仅为 2.92%，从而拉低了公司营业毛利率 1.96%。14 年公司归属上市公司股东的净利润为 2.86 亿元，同比微增 0.76%，折合 EPS0.23 元。

财务状况维持稳定

在被国网收购前，置信电气的营业收入增长呈现波浪式的形态。13 年营业收入增长 110%以上，主要是因为当年资产重组后收购的几家子公司纳入报表范围的原因。

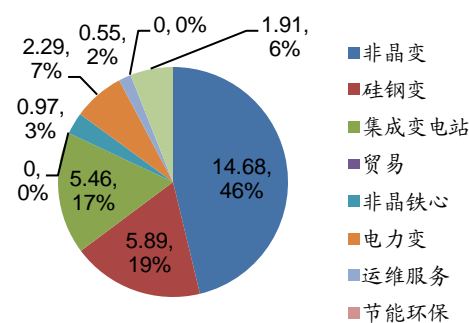
图 1: 公司营业收入变动情况



资料来源：国信证券经济研究所整理

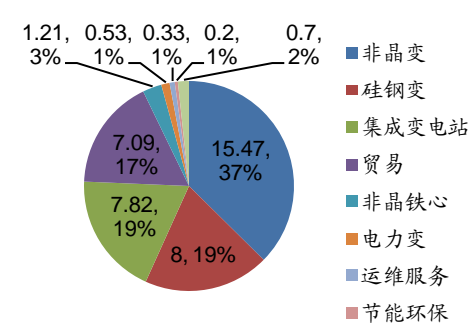
由于近年来公司增加了利润率较低的硅钢变压器以及贸易等业务，同时产品受竞争激烈以及原材料等因素，毛利率和净利率都有所下降。

图 2: 2013 年公司产品结构



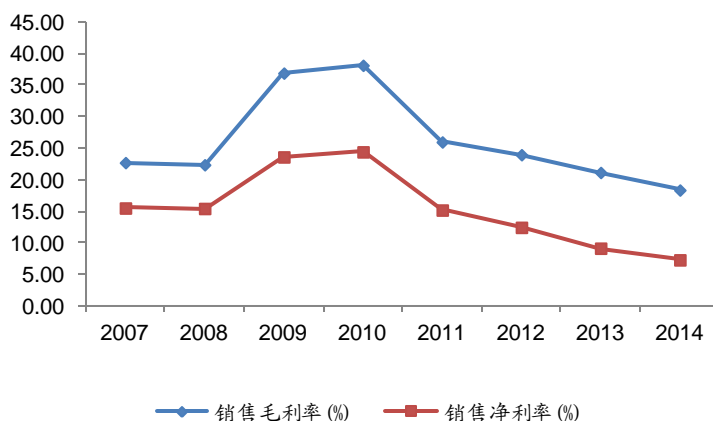
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 3: 2014 年公司产品结构



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

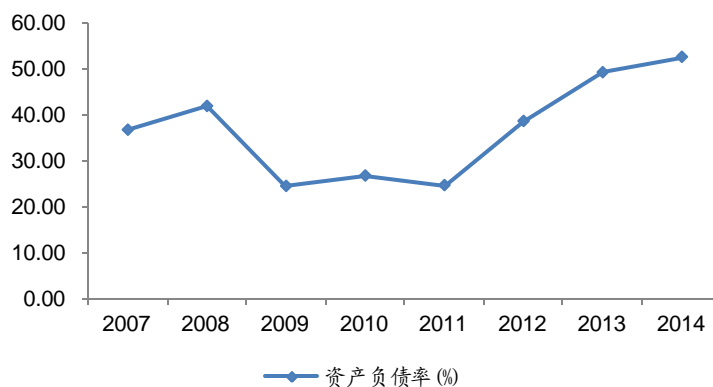
图 4: 公司毛利率和净利率变动情况



资料来源: 国信证券经济研究所整理

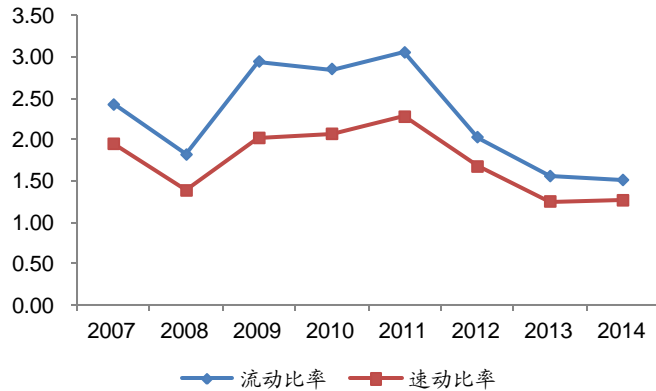
随着数次资产重组, 公司的资产负债率呈逐年增加的态势, 2014 年为 52.37%, 仍处于合理区间。

图 5: 公司负债率变动



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司营业能力情况



资料来源: 国信证券经济研究所整理

国网旗下重要的电气生产商

国网逐步取得控股地位

公司 2012 年前实际控制人为自然人徐锦鑫及其一致行动人。2012 年置信电气进行了重大资产重组, 通过定增方式, 购买国网电科院持有的上海联能置信、福建和盛置信、山东爱普置信、山西晋能置信等企业股权。同时, 国网电力科学院受让上海置信(集团)以及东方国际(集团)部分股权。完成上述交易后, 国网电力科学院持有置信电气 24.98% 的股权成为第一大股东。

2013 年公司管理层大部分更换为具有丰富国网系统运行经验的国网系人员。置信电气成为国网体系下变压器, 尤其是非晶变压器的生产平台。公司进入国网系统招标体系, 与国网及其子公司的协同作用增强。由于收购子公司的原因, 公司的产品线也从非晶体变压器拓展到了硅钢变、集成变电站等产品和运维上。13 年新增产品及服务占公司营业收入的近一半。

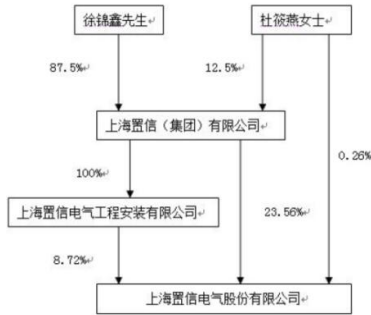
100%收购武汉南瑞, 国网进一步增强控制权

置信电气 14 年末再一次实施重大资产重组, 以 10.22 元/股的价格向控股股东国网电科院定向增发 10949.12 万股股份, 用以收购其持有的武汉南瑞 100% 股权, 溢价率为 120.52%。交易完成后, 国网电科院站置信的股份将增至 31.46%。大股东控股地位增强。由于此次重大资产重组涉及金额超过置信电气资产总额, 也构成了借壳上市, 可视为置信电气被完全纳入国网体系。

截止至财务审计评估基准日 2014 年 8 月 31 日, 武汉南瑞 2014 年前八月营业收入为 5.98 亿元, 净利润为 5809.82 亿元。公司账面净资产为 5.07 亿元。而 2013 年武汉南瑞实现营业收入 11.35 亿元, 净利润 1.23 亿元。由于收购价款为 11.19 亿元, 对应 PE 倍数(2013)为 9.09。

同时, 武汉南瑞雷电监测与防护、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、复合绝缘子、节能环保等业务也纳入到上市公司, 与置信电气原有的智能电网与节能工程服务板块产生协同, 构成公司新的增长点。未来置信电气可能成为国网旗下的节能平台。

图 7: 2012 年公司股权结构



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 8: 2014 年公司股权结构



资料来源：国信证券经济研究所整理

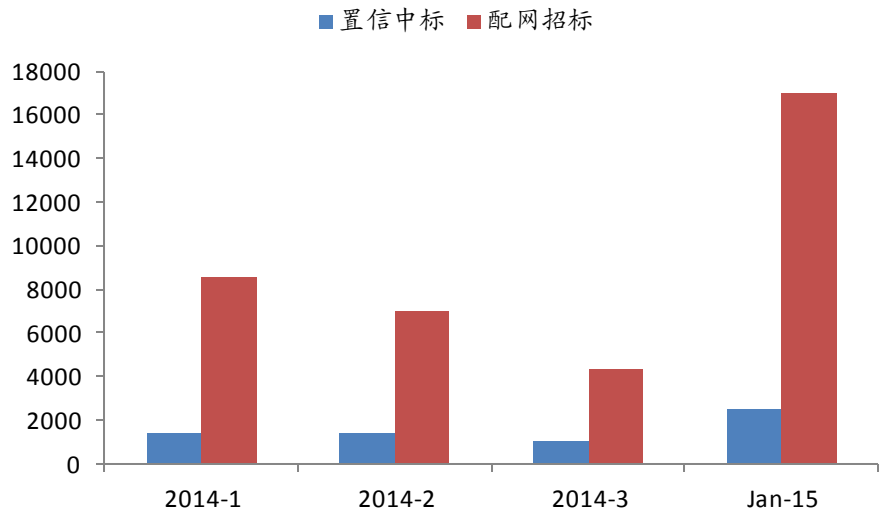
公司非晶体变压器市场空间巨大

非晶体变压器是未来配网变压器的发展方向

非晶体变压器与传统的硅钢变压器相比，具有高饱和磁感应强度、低损耗等特点。其空载损耗减少 80%以上。普通变压器空载损耗在电表走十圈的话，那么非晶合金变压器只需走一圈半。所以非晶合金变压器也被称为“没有发电机的绿色发电厂”，特别适合例如农网等空载率比较高的地区。

非晶体变压器虽然节能效果明显，但一直受价格偏高的因素制约。这种制约因素正在逐渐发生变化。一是国家在节能环保的大方针下，对非晶体变压器出台了一系列扶持政策。例如，2012年末财政部出台《节能产品惠民工程高效节能配电变压器推广实施细则》，将符合条件的高效节能变压器补贴 3.8%~28.5%不等。扣除财政补贴后，非晶体合金变压器售价 2.38 万元（税后），相对于主流的 S13 硅钢变压器 2.28 万元（税后）和 S11 硅钢变压器 2.74 万元（税后）的价格已经差别不大。根据国家电网 2012 年下发的《关于印发非晶体合金配电变压器推广应用工作意见的通知》14 年非晶配变台数不低于全年配变采购总台数的 60%，同时现有高耗能配电变压器改造及更换，原则上应采用非晶配变。

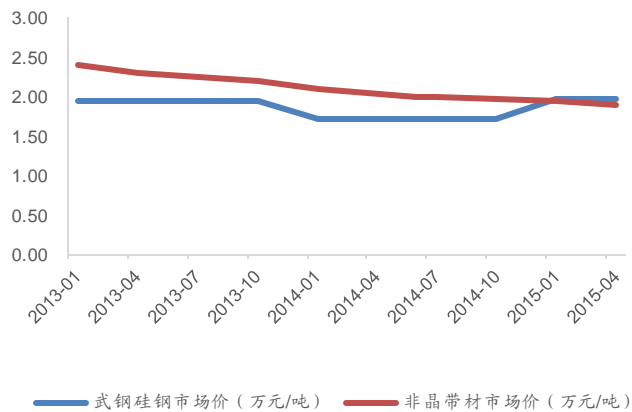
图 9: 国网招标及置信中标非晶合金情况 (MVA)



资料来源: 国家电网公司 国信证券经济研究所整理

二是目前硅钢变压器的核心部件取向硅钢自 2014 年 6 月份以来已经连续 12 个月份上涨, 涨幅高达 5000 元/吨。而非晶体变压器主要原料非晶体带材产能逐渐在扩张。目前全世界能够批量生产非晶合金带材的生产商只有日本日立金属和中国安泰科技两家, 而其也在不断投产新的产能。预计 14 年非晶合金带材的产量将达 10 万吨, 而 15 年供需不平衡的局面有望缓解, 利好下游非晶合金变压器的生产。

图 10: 非晶带材和硅钢市场价走势



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

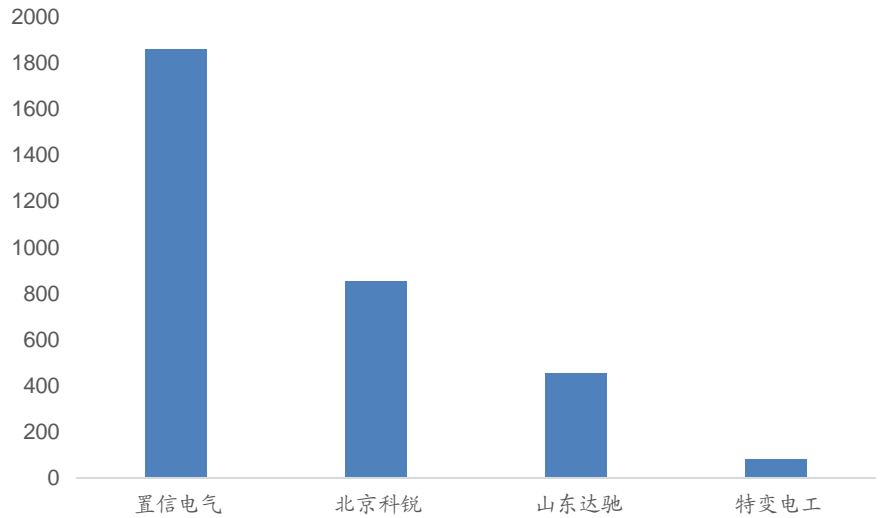
公司具有非晶体变压器的龙头地位

公司是国内非晶体变压器的龙头企业, 常年在国网非晶变压器招标的量占总量的 30%-40%。

目前变压器领域仍然存在良莠不齐的情况, 但是在高端产品市场上集中度则相对较高, 能够生产 220KV 变压器的厂家目前仅有 30 家左右。110KV 的变压器厂商 100 多家。置信电气 20KV 箱变和 10KV 变压器在历次国网招标中已经接

受过检验。同时公司 14 年研发的第三代非晶合金变压器将在今年上市，相对于二代非晶变压器每年节电超过 4300 千瓦时。公司竞争力将进一步加强。

图 11: 各主要公司非晶变中标情况 (MVA)



资料来源：国信证券经济研究所整理

布局碳交易，打开估值和想象空间

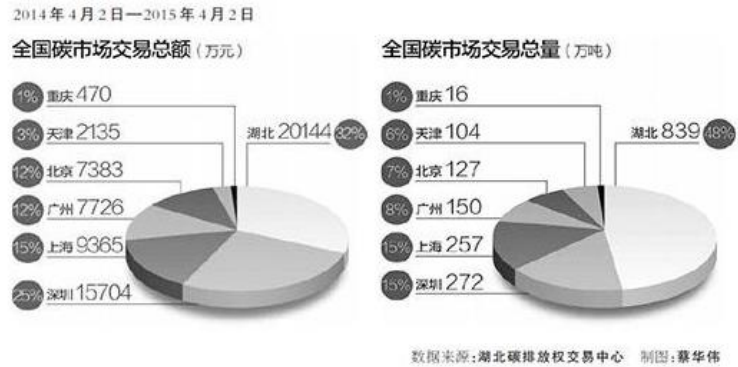
碳交易孕育巨大商机

中国的碳市场脱胎于 CDM 项目。2013 年 6 月以来，中国相继在深圳、北京、上海、天津、广东、湖北、重庆建立了 7 个碳交易市场，作为碳排放权交易的试点。近两年以来，我国的碳交易从无到有，截至 2015 年 4 月 2 日，7 个试点市场共计完成交易 6.29 亿元，涉及碳排放 1765 万吨。

目前，我国将在 2016 年启动全国统一的碳交易市场，将电力、冶金、有色、建材、化工和航空服务业等 5+1 个行业年排放量在 2.6 万吨以上的企业纳入之中，涉及约 30~40 亿吨碳排放交易量。预计整个市场规模可达 1000 亿。

而其中，置信电气重点发展的 CCER 最具有交易价值，它可以用作清缴配额用于履约，抵消企业部分实现排放量。目前 CCER 已经在广碳所上线交易，龙源电力下属风电项目成为首例 CCER 项目。随着未来做市等机制的完善，CCER 交易有望更加活跃。事实上，碳交易和其他交易市场一样，在从做市、交易等多个方面蕴藏着商机。

图 12: 我国碳市场交易情况



资料来源: 国信证券经济研究所整理

布局碳交易市场，打开估值和想象空间

置信电气碳交易平台是其子公司置信碳资产管理公司,其经营范围涉及碳排放的咨询、开发、交易、投资和培训五大类业务。置信电气目前已经与 7 个试点市场挂钩。2014 年 4 月置信碳资产发布我国首个碳指数,用于综合反映全国碳交易试点市场的整体运行状况和碳价变动。2014 年末,置信电气共有可交易的配额和 CCER 共计 1240.03 万元,较期初增加 659.58 万元。2015 年 1 季度,置信碳资产增至 1617.54 万元。

置信电气提前布局碳交易市场的战略意图明显。我们分析其目的在于以下几个方面:一,置信电气目前是国网系统内唯一一家专业从事碳资产经营的公司,而同大型发电企业一样,国网也面临着巨大的节能减碳的压力。未来这一块业务很可能依托置信的平台来展开;二,与公司其他业务形成协同作用:置信电气原有的非晶体变压器对配网端的节能作用明显,而置信节能目前在工业节能、绿色照明、楼宇市政等领域大力开拓。未来三个战略方向协同发展,不排除可以以“合同能源管理”等形式深耕“节能环保”领域。

如果统一的碳交易市场能够在 16 年开始,预计碳交易的规模和活跃度将得到大幅提升。同其他的金融市场一样,碳交易一样存在一级市场和二级市场。而置信电气将同时推进在一二级市场的交易和做市。同时,置信电气通过承接低碳研究课题,参与培训“碳交易师”、“碳核查师”等职业认证体系,树立在行业内的品牌和地位。未来公司的碳资产规模将逐渐增加。碳资产对公司业绩将在 16 年后有明显的体现。

能源互联网重要环节龙头，给予“买入”评级

在能源互联网的各个环节中,节能及碳资产交易管理是其重要的环节,而置信电气的产业布局则正是瞄准这两个环节展开。

另外,这两个环节,尤其是碳交易环节是能源互联网各环节中唯一没有被市场挖掘的板块。

今年 3 月份的政府工作报告也曾经首提碳交易,预计政府对这一块也会有相关政策出台。

预计 15/16/17 年,公司将分别实现营业收入 49.29 /57.50 /64.80 亿元,同比增加 17.3%/16.7%/12.7%,净利润 3.57 /4.60 /5.20 亿元,同比增加 25.0%/28.8%/13.1%,每股收益 0.29/0.37/0.42 元。

考虑到碳交易市场的巨大空间,我们给予公司 30 元/股的合理估值和买入评级。

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1120	986	1150	1296	营业收入	4201	4929	5750	6480
应收款项	2014	2296	2678	3018	营业成本	3431	4024	4677	5257
存货净额	645	764	888	999	营业税金及附加	17	19	23	26
其他流动资产	169	197	230	259	销售费用	146	172	200	226
流动资产合计	3959	4255	4959	5584	管理费用	160	167	193	215
固定资产	614	635	680	704	财务费用	41	34	28	25
无形资产及其他	374	360	346	332	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	298	298	298	298	资产减值及公允价值变动	(15)	(15)	15	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5245	5548	6283	6918	营业利润	391	498	644	730
短期借款及交易性金融负债	955	964	1040	1007	营业外净收支	12	12	12	12
应付款项	1424	1637	1904	2140	利润总额	403	510	656	742
其他流动负债	242	280	326	366	所得税费用	98	127	164	186
流动负债合计	2621	2882	3270	3513	少数股东损益	20	25	33	37
长期借款及应付债券	114	(116)	(116)	(116)	归属于母公司净利润	286	357	460	520
其他长期负债	13	22	32	42					
长期负债合计	126	(94)	(84)	(74)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2747	2788	3185	3439	净利润	286	357	460	520
少数股东权益	197	209	225	242	资产减值准备	11	5	2	1
股东权益	2301	2550	2872	3236	折旧摊销	75	73	83	90
负债和股东权益总计	5245	5548	6283	6918	公允价值变动损失	15	15	(15)	0
					财务费用	41	34	28	25
关键财务与估值指标					营运资本变动	(326)	(163)	(216)	(191)
每股收益	0.23	0.29	0.37	0.42	其它	(2)	7	13	16
每股红利	0.12	0.09	0.11	0.13	经营活动现金流	60	295	327	436
每股净资产	1.85	2.05	2.31	2.60	资本开支	(97)	(101)	(101)	(101)
ROIC	11%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(12)	0	0	0
ROE	12%	14%	16%	16%	投资活动现金流	(110)	(101)	(101)	(101)
毛利率	18%	18%	19%	19%	权益性融资	44	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	11%	12%	负债净变化	2	(230)	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(149)	(107)	(138)	(156)
收入增长	29%	17%	17%	13%	其它融资现金流	636	10	76	(33)
净利润增长率	1%	25%	29%	13%	融资活动现金流	385	(328)	(62)	(189)
资产负债率	56%	54%	54%	53%	现金净变动	336	(134)	164	146
息率	1%	1%	1%	1%	货币资金的期初余额	784	1120	986	1150
P/E	69.1	55.3	42.9	37.9	货币资金的期末余额	1120	986	1150	1296
P/B	8.6	7.7	6.9	6.1	企业自由现金流	(9)	220	259	365
EV/EBITDA	43.0	36.3	30.9	27.4	权益自由现金流	629	(26)	314	312

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
军工		机械		非金属及建材	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		银行	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘萍	0755-22940678
		苏淼	021-60933150		
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lpei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				