

置信电气 (600517)

非晶变、碳资产、运维服务龙头迎来战略机遇期

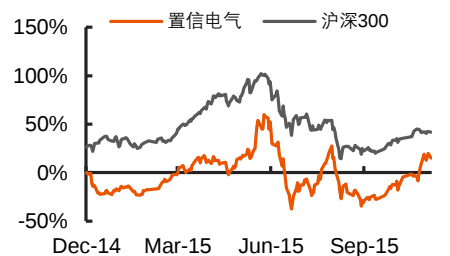
推荐 (首次)

现价: 15.60 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.zhixindianqi.com.cn
大股东/持股	国网电力科学研究院/25.43%
实际控制人/持股	国资委/25.43%
总股本(百万股)	1,245
流通 A 股(百万股)	1,114
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	194.15
流通 A 股市值(亿元)	173.73
每股净资产(元)	1.82
资产负债率(%)	52.80

行情走势图



证券分析师

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

皮秀 一般从业资格编号
S1060115060018
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

朱栋 一般从业资格编号
S1060114070038
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **配网投资提速, 非晶变招标量大增。**《配电网建设改造行动计划 (2015-2020)》明确 2015 年配电网建设改造投资不低于 3000 亿元, “十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。2015 年, 在国家电网 4 个批次的配网设备集中招标中, 非晶变的招标量约 21.5 万台, 比去年同期增长 178%, 非晶变占配电变压器的比例由去年的 27% 提升至 47%。
- **公司配电变压器市占率遥遥领先。**在 2015 年前三个批次的配网集招中, 国家电网共招非晶变 17.2 万台、硅钢变 21.2 万台; 公司中标非晶变 3.36 万台、硅钢变 2.39 万台, 市占份额分别为 19.5% 和 11.3%, 远高于竞争对手。在最近一个批次的招标中, 公司中标非晶变 1.76 万台, 硅钢变 1.29 万台, 市占份额分别为 29.1% 和 15.9%。我们预计公司将在正在开展的国网 2015 年最后一批配网设备集招中延续高市占份额。
- **国网改用配电变台成套化招标, 利好大型变压器企业。**新的招标模式要求配电变压器供应商作为配电变台投标人, 包内其他物资可外购外协, 意味着置信电气这种大型变压器企业将由单一设备供应商变为设备集成商, 设备集成业务将带来额外的利润空间, 且公司变压器的市占份额有望在此过程中得到进一步提升。
- **全国碳交易排放体系将启, 碳资产业务迎契机。**我国计划于 2017 年启动全国碳排放交易体系, 届时, 碳交易市场覆盖的碳排放量可能涉及 30~40 亿吨, 现货交易额预计达 12 亿至 80 亿元, 未来衍生品市场有望达千亿元级别。公司深度布局碳产业, 是国网旗下唯一碳资产管理公司, 开发的“电动汽车充电站及充电桩温室气体减排方法学”已成功纳入国家温室气体自愿减排方法学 (第五批) 备案清单, 并发布置信碳指数, 公司未来想象空间巨大。
- **资产注入大幅提升运维实力。**武汉南瑞注入大幅提升公司在电网运维服务方面竞争优势, 据估算国网范围内电网运维业务规模超百亿元, 未来公司有望在国网系统获得超过 10% 的市占率, 收入规模有望达 10 亿元级别。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3269	4,201	4,918	6,347	7,869
YoY(%)	111.5	28.5	17.1	29.1	24.0
净利润(百万元)	283	286	254	472	711
YoY(%)	86.2	0.8	-11.0	85.8	50.6
毛利率(%)	21.1	18.3	14.9	18.2	20.4
净利率(%)	8.7	6.8	5.2	7.4	9.0
ROE(%)	13.2	12.2	10.2	17.4	21.8
EPS(摊薄/元)	0.23	0.23	0.20	0.38	0.57
P/E(倍)	68.5	68.0	76.4	41.1	27.3
P/B(倍)	9.2	8.4	8.0	7.3	6.1

- **投资建议。**不考虑武汉南瑞注入，预计公司 2015、2016、2017 年 EPS 分别为 0.20、0.38、0.57 元，对应 11 月 23 日收盘价 PE 为 76.4、41.1、27.3 倍。考虑武汉南瑞注入，2015、2016、2017 年 EPS 分别为 0.29、0.46、0.64 元，对应 11 月 23 日收盘价 PE 为 53.8、33.9、24.4 倍，资产注入将显著增厚公司 EPS。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示。**配网投资进度不及预期；非晶带材大幅涨价，非晶变毛利率下滑；全国碳交易体系建设进度不及预期；非公开发行进度不及预期。

正文目录

一、非晶变龙头，混合所有制典范	5
1.1 原为民营控股企业，国家电网逐步入主	5
1.2 混合所有制典范，内生动力足	5
1.3 非晶变压器专业制造企业	5
二、筹划非公开发行，优质资产注入	6
2.1 交易标的武汉南瑞主营业务	6
2.2 武汉南瑞近年盈利水平	6
2.3 本次非公开发行购买资产成功实施后对公司的影响	7
三、借配网投资提速东风，配电变压器业务大发展	8
3.1 配网迎来重要发展机遇期	8
3.2 高效节能配电变压器是发展趋势，非晶变迎来“黄金时期”	9
3.3 公司是配电变压器龙头企业，在非晶变方面占据绝对领先地位	10
3.4 国网改用配电变台成套化招标，利好大型变压器企业	11
四、全国碳排放体系将启，碳资产业务迎契机	11
4.1 全国碳排放交易 2017 年启动，未来市场空间广阔	11
4.2 巴黎气候大会即将召开，碳交易迎来催化	13
4.3 深度布局碳产业，国网旗下唯一碳资产管理公司	13
五、盈利预测和风险提示	15
5.1 盈利预测及投资评级	15
5.2 风险提示	16

图表目录

图表 1	国网电科院入主置信电气过程	5
图表 2	2014 年公司各项业务收入及毛利率情况	5
图表 3	武汉南瑞主要业务板块及产品	6
图表 4	武汉南瑞近三年营业收入和净利润	7
图表 5	武汉南瑞主要业务营业收入/成本情况（万元）	7
图表 6	非公开发行成功实施后公司股权结构变化	7
图表 7	2015 年配网建设相关政策和事项	8
图表 8	节能变压器推广相关政策	9
图表 9	主要配电变压器子公司	10
图表 10	配电变台 4 个模块	11
图表 11	2014 年世界各国二氧化碳排放情况	12
图表 12	中国历年二氧化碳排放量	12
图表 13	2015 年 1-10 月各试点省市碳交易情况	12
图表 14	我国碳交易体系建立的三个阶段	13
图表 15	置信碳资产主要业务	14
图表 16	CCER 项目开发和交易流程	15
图表 17	各项业务营收与毛利率预测	15
图表 18	可比公司估值对比	16

一、 非晶变龙头，混合所有制典范

1.1 原为民营控股企业，国家电网逐步入主

置信电气成立于 1997 年，2003 年 10 月上市，属民营控股、国有大型企业参股的上市公司，是国内专业化生产非晶变的龙头企业。2012-2013 年，国网电科院通过无偿受让上海电力公司持有的置信电气股份、认购非公开发行股份以及受让部分置信集团持有股份，持有置信电气 25.43% 股份，置信电气控股股东变为国网电科院，实际控制人为国家电网公司。与此同时，置信电气主营业务由生产和销售非晶变和非晶铁心拓展到非晶变、非晶铁心、硅钢变、集成变电站、消弧线圈等一次中低压设备的生产和销售、运维业务、节能环保服务和碳资产管理等业务。

图表1 国网电科院入主置信电气过程

年份	事项	国网电科院持有置信电气股份情况
2012	上海市电力公司将其持有的置信电气 7287 万股股权无偿转让给国网电科院	合计持有置信电气 11.78% 的股份
2013	国网电科院以其持有从事非晶变为主的配电变压器相关资产认购置信电气非公开发行股份 7,269.63 万股	合计持有置信电气 21.05% 的股份
2013	国网电科院受让置信集团所持置信电气 31,529,867 股股份，转让价格 10.38 元/股	合计持有置信电气 25.43% 的股份

资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 混合所有制典范，内生动力足

公司是典型混合所有制上市公司，国有资本方国网电科院持有公司 25.43% 的股本，为第一大股东，民营资本方徐锦鑫及其一致行动人持有公司 24.73% 的股份，国有资本与民营资本优势互补，公司既保留民营机制的灵活性，又具备国有机制的规范性。

基于混合所有制经济的自身属性，公司在体制机制、集约管控、资源调配、资本运作、薪酬分配等诸多方面相较传统国有企业灵活，有利于激发企业内生动力和员工积极性。

1.3 非晶变压器专业制造企业

公司 2014 年实现营业收入 42.01 亿元，同比增长 28.53%，其中非晶变压器占比 37.42%，为公司最主要的业务；归属于上市公司股东的净利润 2.86 亿元，同比增长 0.76%。公司在巩固传统非晶变行业龙头地位的同时，初步形成了电气装备、低碳节能、电网运维三大产业格局。

图表2 2014 年公司各项业务收入及毛利率情况

业务类型	营业收入（万元）	营收占比	毛利率
非晶变	154,723.28	37.42%	22.97%
硅钢变	80,010.68	19.35%	22.01%
集成变电站	78,232.55	18.92%	19.45%
非晶铁心	12,110.48	2.93%	11.38%
电力变压器	5,264.90	1.27%	
贸易	70,867.13	17.14%	2.92%
节能环保	1,951.78	0.47%	24.34%
运维服务	3,347.95	0.81%	43.03%

业务类型	营业收入（万元）	营收占比	毛利率
其他	6,988.46	1.69%	26.97%

资料来源：公司年报，平安证券研究所

二、筹划非公开发行，优质资产注入

2014 年 12 月，公司发布《发行股份购买资产暨关联交易预案》，拟以 10.22 元/股的价格向大股东国网电科院发行股份约 10,949.12 万股，收购国网电科院旗下的全资子公司武汉南瑞，交易标的预评估值 11.19 亿元。2015 年 11 月 3 日，公司重大资产重组事项获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过。

2.1 交易标的武汉南瑞主营业务

武汉南瑞主要从事电网智能运维、新材料一次设备、节能工程及服务三大板块，电网智能运维、新材料一次设备主要面向电力行业，节能工程及服务则主要面向煤层气利用等领域。

图表3 武汉南瑞主要业务板块及产品

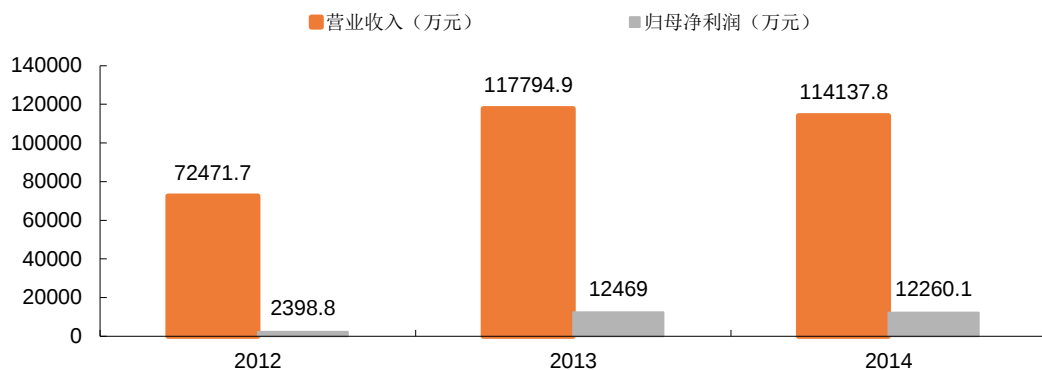
产品线	子产品线	产品系列
电网智能运维	雷电监测与防护	雷电监测与预警；各类专用防雷系统；接地降阻模块；新型降阻剂；杆塔接地电阻测量仪
	输电线路智能运维	电气设备状态测试仿真培训系统；带电作业仿真培训系统；输变电三维可视化运行管理平台；智能巡检产品
	一次设备状态监测与检修	输电线路状态监测；变压器状态监测系统；开关类设备状态监测系统；其他状态监测与检修系统
	高压测试与计量	高压试验装置；局放检测与定位装置；检定校准装置与系统、计量自动化系统；校验及测试标准装置；电能计量三维仿真实训系统；电力设备试验车
新材料一次设备	复合绝缘子	交直流棒形悬式复合绝缘子；电气化铁道用复合绝缘子；其他复合绝缘子
	电力新材料及应用	碳纳米管改性铝合金芯导线；变压器植物绝缘油
节能工程及服务	能效管理	煤层气能效管理；光伏工程承包（后续该业务停止）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 武汉南瑞近年盈利水平

武汉南瑞 2014 年实现营业收入 11.41 亿元，净利润 1.23 亿元，净利率 10.7%，高于置信电气 2014 年净利率水平。尽管因避免同业竞争不再开展光伏工程承包业务，但该块业务盈利水平低，不会对武汉南瑞未来盈利能力产生影响。

图表4 武汉南瑞近三年营业收入和净利润



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表5 武汉南瑞主要业务营业收入/成本情况 (万元)

主要业务/产品	2014		2013		2012	
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本
雷电监测与防护	22539.3	10230.9	16795.9	8909.4	14343.1	7868.8
高压测试与计量	22515.5	15892.8	16780.6	12294.1	11957.0	8853.1
状态监测及其他	20280.8	14687.6	22753.2	16105.0	15392.1	11605.3
新材料一次设备	23021.3	17693.0	23075.6	17245.4	20231.5	14605.4
节能工程及服务	25601.9	24717.4	38202.7	33618.7	9612.0	10174.1

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

2.3 本次非公开发行购买资产成功实施后对公司的影响

(1) 股权结构的影响

本次交易完成前, 国网电科院持有置信电气 25.43%股份, 置信电气控股股东为国网电科院, 实际控制人为国家电网。本次交易完成后, 国网电科院持有置信电气 31.46%股份, 置信电气控股股东仍为国网电科院, 实际控制人仍为国家电网。

图表6 非公开发行成功实施后公司股权结构变化

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	数量 (万股)	比例 (%)	数量 (万股)	比例 (%)
国网电力科学研究院	31,649.34	25.43	42,598.46	31.46
徐锦鑫及其一致行动人	30,778.18	24.73	30,778.18	22.73
其他 A 股公众投资者	62,024.71	49.84	62,024.71	45.81
总股本	124,452.23	100	135,401.35	100

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

(2) 业务方面: 电网运维实力大幅提升

本次重组后, 公司运维服务业务下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内容; 同时公司将增加新材料一次设备业务, 包括复合绝缘子等制造等; 节能板块也将得到有力提升。

武汉南瑞的电网智能运维板块在业内均居于行业领先地位，具有“技术带动系统、系统带动产品”特点。武汉南瑞雷电监测与防护业务技术出众，经国家电网评定其各项指标达到世界领先，授予国家电网科技进步一等奖，产品目前在国家电网内市场优势显著。高压测试与计量方面，武汉南瑞的计量自动化系统在半数以上省份中标，电力设备试验车等新产品参与技术标准制定。输电线路智能运维方面，武汉南瑞的输电带电作业培训系统、运维检修自动化系统等产品在国家电网内较早推出，市场地位领先。一次设备状态监测与检修方面，武汉南瑞能提供变电设备全套检测方案，在相关招标中份额较为领先。

我们认为，武汉南瑞的注入使得公司在电网运维服务方面的实力得到大幅提升。当前，国网大运行体系、“大检修体系”的建设深入推进，在国网三产企业逐步剥离的趋势下，国网旗下的产业单位（平高电气、许继电气等）积极布局电网运维业务，并获国网公司默许，我们认为武汉南瑞注入后公司在电网运维服务方面已具备竞争优势。据估算国网范围内电网运维业务规模超百亿元，武汉南瑞的注入将坐实公司在国网运维体系中的重要地位，未来公司有望在国网系统获得超过 10% 的市占率，收入规模有望达 10 亿元级别。

此外，武汉南瑞脱身于科研院所，在高技术产品研发、技术服务等方面优势更加突出，而上市公司相对更擅长产品制造、工艺优化、质量控制等环节，本次交易完成后，上市公司通过整合优化，原有资产及新增资产的竞争实力、运营效率等均有望得到提升。

（3）显著增厚 EPS

2015 年 6 月，置信电气与国网电科院就标的资产盈利预测补偿事宜签署《盈利预测补偿协议》，国网电科院承诺，标的资产武汉南瑞在 2015 年、2016 年、2017 年三个会计年度实现的实际净利润数将不低于 13,258.77 万元、14,838.36 万元、15,704.73 万元，按承诺的最低值计算，将会对公司 2015、2016、2017 年 EPS 起到大幅增厚作用，详见后续“盈利预测和风险提示”章节。

三、 借配网投资提速东风，配电变压器业务大发展

3.1 配网迎来重要发展机遇期

政策落地，配网 6 年投资两万亿。2015 年 8 月，国家能源局印发《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》，明确 2015-2020 年配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元，即“十三五”期间配网投资年均不低于 3400 亿元，而 2014 年全国配网投资估计为 1600-2000 亿元。

图表7 2015 年配网建设相关政策和事项

时间	事项	主要内容
2015.7	国家能源局启动实施新增农村电网改造升级近千亿投资项目	项目总计 2139 个，遍及中西部地区 1629 个县，投资约 926.2 亿元。
2015.8	国家能源局印发《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》	明确 2015-2020 年配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，并将对配网投资完成情况进行考核。
2015.9	国家发改委发布《关于加快配电网建设改造的指导意见》	至 2020 年，中心城市（区）用户年均停电时间不超过 1 小时，综合电压合格率达到 99.97%；城镇地区用户年均停电时间不超过 10 小时，综合电压合格率达到 98.79%；乡村地区用户年均停电时间不超过 24 小时，综合电压合格率达到 97%。

时间	事项	主要内容
2015.9	国家能源局召开全国配电网建设改造动员会议	国家能源局局长努尔·白克力出席会议，解读两大文件，布置重点工作。
2015.10	国家能源局召开配电网改造行动计划宣贯交流会	指导各省开展配电网规划工作，全面推进配电网建设改造。

资料来源：发改委网站，平安证券研究所

电动汽车充电、微网等欲发展，配网建设需先行。2015 年，国务院发布《加快电动汽车充电基础设施建设指导意见》、国家能源局下发《关于推进新能源微网示范项目建设的指导意见》，可以预测“十三五”期间用电侧的变革将持续深化，电动汽车充电系统、分布式能源和微电网将得到长足发展，尤其以战略新兴产业电动汽车的发展将会对用电侧带来深远影响，配电网作为基础设施，具有先行建设发展的必要性。

3.2 高效节能配电变压器是发展趋势，非晶变迎来“黄金时期”

配电变压器是电力变压器产品中的一种，是在配电网终端、工厂企业、用户等使用的降压变压器，按其冷却介质分类可以分为油浸式配电变压器及干式配电变压器，按照铁芯材料来区分为硅钢铁芯变压器和非晶合金铁芯变压器。

输变电能耗大头在配电变压器，输变电节能政策直指配电变压器。据统计，我国输配电损耗占全国发电量的 6.6%左右，其中配电变压器损耗占到 40-50%。以 2013 年全国发电量 5.32 万亿千瓦时计算，全国配电变压器电能损耗约 1700 亿千瓦时，相当于三峡电站 2013 年全年发电量（约 1000 亿千瓦时）的 1.7 倍，电能损耗十分严重。在此背景下，高效节能配电变压器的推广得到了政策层面的大力支持。

图表8 节能变压器推广相关政策

年份	政策或标准	发布单位	有关内容
2012	《节能减排“十二五”规划》	国务院	“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%。
2013	《三相配电变压器能效限定值及能效等级》（GB 20052-2013）	质检总局、国家标准委	对配电变压器在空载和负载下的损耗水平提出了更高的要求。
2015	《配电变压器能效提升计划（2015-2017 年）》	工信部、质检总局、发改委	到 2017 年底，初步完成高耗能配电变压器的升级改造，高效配电变压器在网运行比例提高 14%；建成较为完善的配套体系和规范的市场秩序，当年新增量中高效配电变压器占比达到 70%；预计到 2017 年，累计推广高效配电变压器 6 亿千伏安，实现年节电 94 亿千瓦时。
2015	《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》	国家能源局	从配电变压器研发、生产、使用等多个环节，运用政策引导和市场机制，促进高效节能配电变压器的推广应用，提高覆盖率；大力推进老旧配变、高损配变升级改造，推动非晶合金变压器、高过载能力变压器、调容变压器等设备的应用。逐步淘汰 S7（S8）型高损耗变压器。
2015	《关于加快配电网建设改造的指导意见》	国家发改委	逐步淘汰高损耗变压器，推广先进适用的节能型设备，实现绿色节能环保。

资料来源：发改委，平安证券研究所

节能变压器应用比例离目标值差距甚远，未来发展空间大。截至 2015 年上半年，全国在网运行配电变压器中高效配电变压器比例不足 8.5%，新增量中高效配电变压器占比仅为 12%，与《配电变

压器能效提升计划（2015-2017 年）》提出的 2017 年高效配电变压器在网运行比例提高至 14%、当年新增量中高效配电变压器占比达到 70%的目标差距甚远，高效配电变压器产业潜力巨大。

非晶变压器节能效果显著，“十三五”迎黄金发展时期。非晶合金变压器采用非晶合金材料作为其铁芯的主要材料。非晶合金是由被熔化的铁硅硼合金用特殊的工艺以极高速度一次性从喷嘴中喷出，并迅速冷却后形成厚度为 0.02-0.03mm 的固体薄带，带材的原子排列组合上呈无序结构。非晶变由于采用非晶合金带材制作铁芯，磁滞和涡流损耗小，与传统硅钢变相比，空载损耗明显降低，非晶配电变压器（SH15）在空载状况下比传统硅钢变压器（S11）节能 65%以上，负载状况下差异不大。目前非晶变是配电变压器中最为节能、环保的变压器，特别适用于农村电网和发展中地区等负载率较低的地方。在配网投资加大、农网建设先行、高效节能政策利好驱动背景下，非晶变将在“十三五”期间迎来发展的“黄金时期”。

2015 年非晶变招标比例大幅提升。根据我们统计，2015 年，在国家电网 4 个批次的配网设备集中招标中，非晶变的招标量约 21.5 万台，比去年同期增长 178%，非晶变占配电变压器的比例由 27%提升至 47%。

3.3 公司是配电变压器龙头企业，在非晶变方面占据绝对领先地位

技术先进，非晶变运行经验丰富。公司通过引进美国通用电气（GE）公司的非晶合金变压器设计和制造技术，自主开发生产具有国际先进水平的非晶变。公司技术起点高，在消化吸收引进技术的基础上，充分发挥人才团队优势，结合我国电网改造和实际市场需求，经过二次开发和技术创新，已全面掌握非晶变的研发、设计和制造技术。公司拥有先进的非晶变和非晶铁心生产流水线等生产、试验设备，拥有超过 30 万台非晶变挂网运行，其中安全运行时间最长超过 15 年。

变压器子公司数量众多，投标明显有利。公司主要配电变压器子公司有 8 家，均具备国家电网公司投标资质，相比主要竞争对手北京科锐等依靠单一投标主体，公司在投标主体数量方面具有明显优势。各子公司盘踞几大主要市场腹地，基本辐射全国，缩短全国范围内的供货半径。

图表9 主要配电变压器子公司

序号	配电变压器子公司	持股比例	所处位置
1	上海置信电气非晶有限公司	100%	上海
2	江苏南瑞帕威尔电气有限公司	90%	南京
3	重庆市亚东亚集团变压器有限公司	78.99%	重庆
4	江苏宏源电气有限责任公司	77.5%	南京
5	山西晋能置信电气有限公司	100%	山西晋中
6	福建和盛置信非晶合金变压器有限公司	100%	福建泉州
7	山东爱普置信非晶合金变压器有限公司	100%	济南
8	天津置信安瑞电气有限公司	51%	天津

资料来源：公司年报，平安证券研究所

与安泰科技联姻，打通上下游产业链。2014 年，公司与安泰科技合资成立天津置信，使公司配电变压器产品将能够辐射华北、东北市场，公司和安泰科技分别持有天津置信 51%和 49%的股份。安泰科技是国内最主要的非晶带材生产企业，为置信电气、北京科锐、合纵科技等主要的非晶变生产企业供应非晶带材。本次合作实现了公司与安泰科技的利益捆绑，有利于公司获得相比竞争对手更为稳定可靠的非晶带材供应。

国网最主要的配电变压器平台，市占率遥遥领先。公司属国网控股企业，是国网公司最主要的配电变压器生产制造平台，具备天然的竞争优势。在 2015 年前三个批次的配网集招中，国家电网共招非晶变 17.2 万台、硅钢变 21.2 万台；公司中标非晶变 3.36 万台、硅钢变 2.39 万台，市占份额分别

为 19.5%和 11.3%，而主要竞争对手市占份额均低于 5%。此外，公司在前三个批次的箱变的市占份额达 7.5%。

最近批次市占率急升，并有望延续。在 2015 年 10 月完成的国家电网 2015 年配网设备协议库存新增批次货物招标过程中（最近的一个批次），公司中标非晶变 1.76 万台，硅钢变 1.29 万台，市占份额分别为 29.1%和 15.9%，箱变的市占份额达到 10.9%，变压器类产品市占份额整体处于提升过程中，我们预计，在正在开展的国网第三批配网设备集招中公司市占份额将延续新增批次的强势。

3.4 国网改用配电变台成套化招标，利好大型变压器企业

2015 年 10 月，国家电网公告拟对新建或改造配电网（含城网、农网）应用新版典型设计方案的完整配电变台，实行成套化招标，从 2015 年第三批次的配网设备集招开始执行。

图表10 配电变台 4 个模块

模块名称	包括的内容
配电变压器模块	配电变压器、高压熔断器、避雷器
低压综合配电箱模块	箱体、智能电容器组、塑壳断路器和测量电流互感器等
电杆模块	水泥杆、底盘和卡盘
附件模块	横担、变压器双杆支持架、绝缘导线或电缆、抱箍、螺栓和接线端子等

资料来源：国网公告，平安证券研究所

按照成套化集成程度，采用两种分包方式，方式一：配电变压器、低压综合配电箱、附件合并为一个包，即配电变台成套设备；电杆单独分包。方式二：4 个模块分别分包，低压综合配电箱、附件仍按“总部统一组织监控、省公司具体实施”模式组织招标。

先期由国家电网公司所属各省（自治区，直辖市）电力公司自主选择适合的分包方式，自国家电网公司 2016 年第二批配网设备协议库存招标开始，全部采用方式一实施成套化招标采购。无论采用方式一还是方式二，均要求配电变压器供应商作为投标人，包内其他物资可外购外协，意味着置信电气这种大型变压器企业将由单一设备供应商变为设备集成商，设备集成业务将带来额外的利润空间，且变压器的市占份额有望在此过程中得到进一步提升。

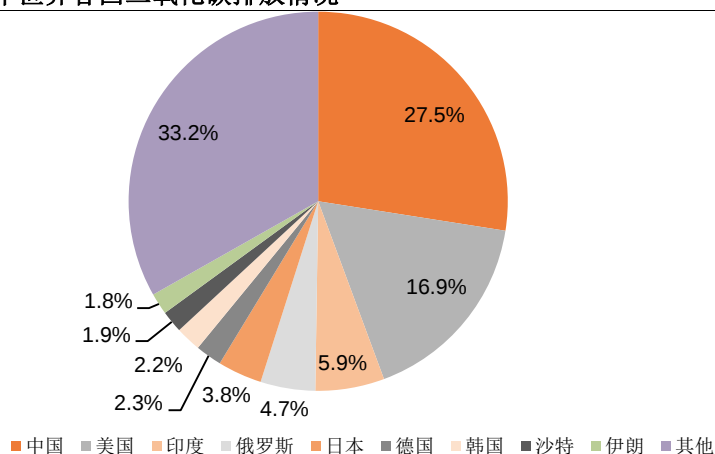
四、 全国碳排放体系将启，碳资产业务迎契机

4.1 全国碳排放交易 2017 年启动，未来市场空间广阔

2015 年 9 月 25 日，在习近平访美期间中美两国元首发表《中美元首气候变化联合声明》，中方重申到 2030 年单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 60~65%，计划于 2017 年启动全国碳排放交易体系。

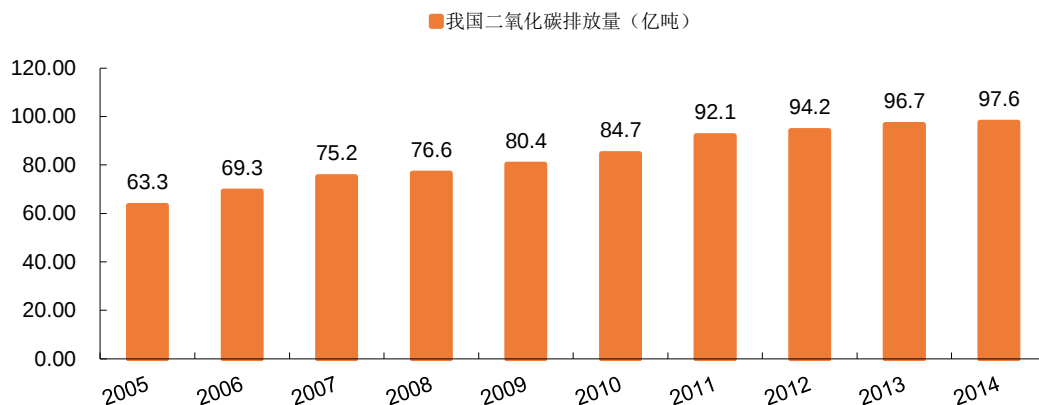
2014 年，我国二氧化碳排放量为 97.6 亿吨，约占全球二氧化碳排放总量的 27.5%，位居世界第一，美国与欧盟分别排放 59.9 亿吨和 37 亿吨，占全球碳排放总量的 16.9%和 10.5%。单位 GDP 排放方面，中国、美国、欧盟分别为 9.4 吨/万美元、3.44 吨/万美元、2 吨/万美元，我国单位国内生产总值二氧化碳排放远高于美国和欧盟。

图表11 2014 年世界各国二氧化碳排放情况



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表12 中国历年二氧化碳排放量



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2014 年全球碳交易规模 447 亿欧元，欧盟交易额 411 亿欧元，占全球交易额的 92%。我国碳交易从 2013 年 6 月在深圳率先试点，目前已经有深圳、上海、北京、广东、天津、重庆、湖北七大试点省市。2015 年 1-10 月，国内 7 个试点省市的碳排放交易量总计 2541 万吨，交易金额达 6.24 亿元，平均交易价格 24.6 元/吨。

根据发改委气候司官员的表态，全国碳交易市场覆盖的碳排放交易量可能涉及 30~40 亿吨，现货交易额预计达 12 亿至 80 亿元。未来衍生品市场开放后，衍生品市场有望达千亿元级别。

图表13 2015 年 1-10 月各试点省市碳交易情况

试点省市	交易量 (万吨)	交易金额 (万元)	交易均价 (元/吨)
湖北	1266.28	31891.6	25.19
广东	669.54	10963.9	16.38
深圳	229.51	8462.9	36.87
上海	142.88	3689.3	25.82
北京	122.67	5736.2	46.76
天津	97.15	1385.3	14.26

试点省市	交易量（万吨）	交易金额（万元）	交易均价（元/吨）
重庆	12.94	230.9	17.84

资料来源：WIND，平安证券研究所

4.2 巴黎气候大会即将召开，碳交易迎来催化

2015 年 11 月 30 日至 12 月 11 日，联合国第 21 届气候变化大会将在法国巴黎召开，预计 195 个《联合国气候变化框架公约》(UNFCCC) 签约国以及各非政府组织、企业和科学集团将出席会议。巴黎会议的核心是抑制或控制碳排放，有望继《联合国气候变化框架公约》《京都议定书》后达成一项抑制全球气候变暖、具有约束力的多边协定，确保地球升温不超过工业革命前 2 摄氏度。

我国作为第一大碳排放国，在减排方面面临较大压力，巴黎会议上全球性控排协议达成后，将对我国全国碳交易体系建立起到催化作用，预计未来在碳交易市场覆盖的我国碳排放量提升的同时，碳配额分配将会收紧，交易活跃度将会提升，交易价格也有望提升。

图表14 我国碳交易体系建立的三个阶段

时间	阶段类型	主要任务
2016 年底之前	准备阶段	完成碳排放权交易市场基础建设工作，具备启动交易的条件；争取国务院《碳排放权交易管理条例》的出台，同时出台相关配套细则和技术标准，以及所有行业企业温室气体核算方法和标准，研究确定全国碳排放权交易配额总量及配额分配方法和标准，完善注册登记系统等。
2017 年至 2020 年	运行完善阶段	根据出台的各项政策法规，逐步将 31 个省区市及新疆生产建设兵团纳入全国碳排放权交易范围，做好配额的初始分配，调整和完善交易制度，实现市场稳定运行。
2020 年以后	稳定深化阶段	通过增加交易产品、发展多元化交易模式等，逐步形成运行稳定、健康活跃的交易市场；探索与国际上其他碳市场进行连接的可行性，中国碳市场迈向国际化。

资料来源：百度百科，平安证券研究所

4.3 深度布局碳产业，国网旗下唯一碳资产管理公司

公司全资子公司上海置信碳资产管理有限公司成立于 2013 年 11 月，注册资本金 1 亿元，是国家电网公司旗下唯一一家和上海市首家专业从事碳资产管理业务的公司，致力于发展成为中国最大的碳交易综合服务商。

置信碳资产主要业务包括低碳咨询、碳资产开发、碳交易服务、低碳投资和培训等五大类。

置信碳资产主要核心优势包括两方面：（1）核心人员来自交易所、国家发改委、第三方碳审核机构、知名咨询公司等专业机构，熟悉国内、国际碳交易市场，参与上海碳市场设计、中国自愿减排交易管理办法制定、国家碳交易登记注册系统建设等工作，具有丰富的行业经验。（2）作为国家电网系统内唯一碳资产管理公司，置信碳资产依托国家电网和南瑞集团全方位的股东资源支持及品牌影响力，扩展电网系统内外的项目资源，快速推广碳资产管理服务业务。

图表15 置信碳资产主要业务

业务名称	业务内容
低碳咨询	区域、行业和企业的碳盘查、低碳规划、低碳课题研究和企业社会责任报告等
碳资产开发	涵盖清洁发展机制（CDM）及中国自愿减排（CCER）项目开发、方法学开发等
碳交易服务	直接参与国内、国际碳交易以及提供碳交易经纪服务
低碳投资	合同能源管理项目（EMC）投融资服务、碳金融服务等
培训	“低碳经济师”、“碳资产管理师”和“碳核查师”等低碳培训课程

资料来源：公司网站，平安证券研究所

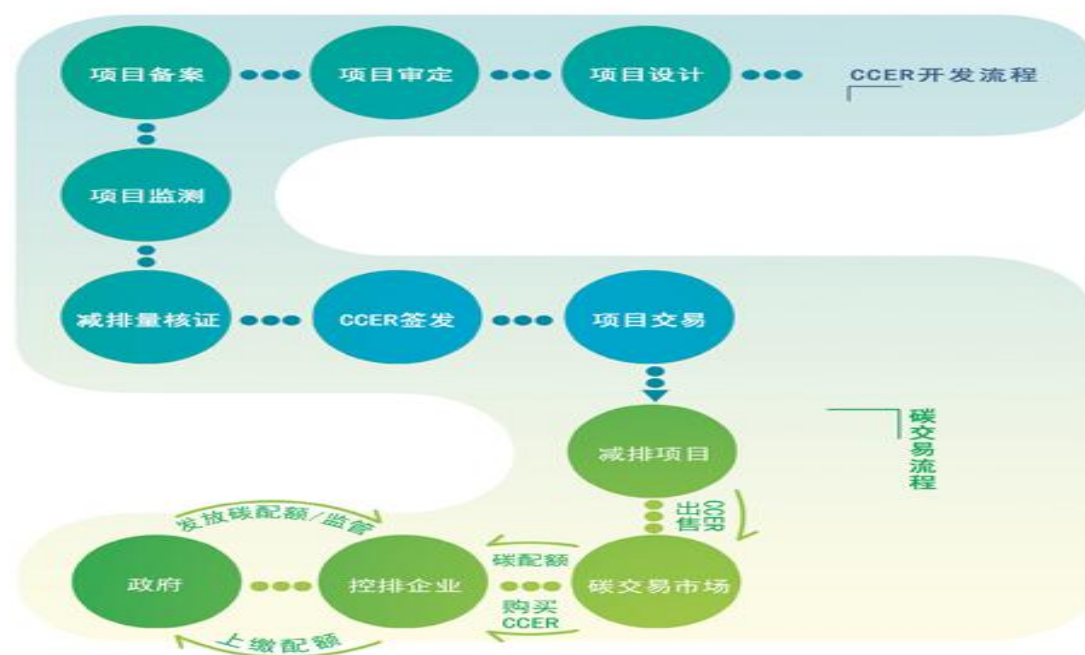
几大主要业务介绍：

（1）碳盘查。以相关国际准则或国家/地区温室气体排放报告编制指南为依据，协助客户摸清温室气体排放“家底”、编制温室气体排放报告/清单，提出系统改进建议和低碳解决方案。按照目前北京的行情，单家企业盘查费用超过 10 万元，国网旗下公司众多，预计仅国网旗下公司碳盘查业务便有上亿元规模。

（2）碳减排项目开发。置信碳资产为企业提供国际清洁发展机制项目（CDM）、中国自愿减排机制项目（CCER）的开发与咨询，通过快速精准地为企业评估、开发和申报碳减排项目，协助业主进行项目的注册、备案及减排量的签发与交易，并按受益提成等获得受益。2015 年上半年，签订福清嘉儒风电、乌尔古力山二期风电等碳资产开发项目，14 个项目获发改委备案公示。此外，为更好地开发国网系统内项目，公司积极推动相关碳减排方法学的开发，“电动汽车充电站及充电桩温室气体减排方法学”已成功纳入国家温室气体自愿减排方法学（第五批）备案清单，随着国家电网公司重返国内充电站/桩市场，预计公司未来将在充电站相关项目开发上占据主动。

（3）碳交易服务。目前碳交易市场参与主体除试点区域控排企业外，还包括各类投资机构与个人。置信碳资产可为控排企业提供合规履约服务，为投资机构和个人提供参与交易的经纪代理服务，与券商类似，收取交易佣金。2014 年 4 月 30 日，置信碳指数（Zhixin Carbon Index, ZXCI）在上海环境能源交易所正式发布，该指数综合反映了全国碳交易试点市场的整体运行状况和碳价变动情况，是未来的指数化投资和指数衍生品开发的重要参考依据。

图表16 CCER 项目开发和交易流程



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

五、盈利预测和风险提示

5.1 盈利预测及投资评级

盈利预测。不考虑武汉南瑞注入, 预计公司 2015、2016、2017 年营业收入分别为 49.2、63.5、78.7 亿元, 归母净利润分别为 2.54、4.72、7.11 亿元, EPS 分别为 0.20、0.38、0.57 元, 对应 11 月 23 日收盘价 PE 为 76.4、41.1、27.3 倍。

图表17 各项业务营收与毛利率预测

		2014A	2015E	2016E	2017E
非晶变压器	营业收入(万元)	154,723	162,459	259,935	363,909
	营收增速	5.4%	5%	60%	40%
	毛利率(%)	22.97	22.5	24	24
硅钢变压器	营业收入(万元)	80,011	112,015	128,817	141,699
	营收增速	35.78%	40%	15%	10%
	毛利率(%)	22	10	11	12
集成变电站	营业收入(万元)	78,233	86,056	94,661	104,128
	营收增速	43.39%	10%	10%	10%
	毛利率(%)	19.45	17.5	18	18.5
非晶铁心	营业收入(万元)	12,110	12,110	12,110	12,110
	营收增速	24.66%	0	0	0
	毛利率(%)	11.38	4	4	4
节能环保	营业收入(万元)	1,952	5,855	8,783	13,175
	营收增速		200%	50%	50%

		2014A	2015E	2016E	2017E
	毛利率(%)	24.34	20	22	24
运维服务	营业收入(万元)	3,348	6,696	20,088	36,158
	营收增速	-39.27%	100%	200%	80%
	毛利率(%)	43.03	50	60	60
贸易	营业收入(万元)	70,868	92,127	92,127	92,127
	营收增速		30%	0	0
	毛利率(%)	2.92	2.92	4	6
其他	营业收入(万元)	6,989	13,977	18,170	23,621
	营收增速	-63.46%	100%	30%	30%
	毛利率(%)	26.97	19.82	22	24

资料来源：平安证券研究所

我们预计武汉南瑞 2015 年将全年并表，考虑武汉南瑞注入后，公司股本由现有的 12.45 亿股增至 13.54 亿股，按国网电科院承诺的 2015、2016、2017 年三个会计年度实现的实际净利润数将不低于 13,258.77 万元、14,838.36 万元、15,704.73 万元计算，合并报表后公司 2015、2016、2017 年归母净利润分别为 3.87、6.2、8.68 亿元，EPS 分别为 0.29、0.46、0.64 元，对应 11 月 23 日收盘价 PE 为 53.8、33.9、24.4 倍。

估值对比。以公司在配电变压器领域的主要竞争对手许继电气、北京科锐、合纵科技作为类比对象，可以看出公司估值略低于可比公司平均估值。

图表18 可比公司估值对比

股票名称	股票代码	EPS (元)			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
许继电气	000400	0.49	0.86	1.28	41.8	23.8	16.0
北京科锐	002350	0.32	0.47	0.68	60.9	41.5	28.7
合纵科技	300477	0.78	1.21	1.71	63.9	41.2	29.2
平均值					55.5	35.5	24.6
置信电气	600517	0.29	0.46	0.64	53.8	33.9	24.4

资料来源：平安证券研究所

注：上述公司EPS均取自平安证券预测值，置信电气EPS已考虑武汉南瑞并表

投资评级。考虑到公司是配电变压器绝对龙头，碳交易想象空间巨大，资产注入奠定公司在电网运维服务业务方面的优势地位，我们看好公司未来的发展，首次给予“推荐”评级。

5.2 风险提示

- (1) 配网投资进度不及预期；
- (2) 非晶带材大幅涨价，非晶变毛利率下滑；
- (3) 全国碳交易体系建设进度不及预期；
- (4) 非公开发行进度不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	3959	4702	6283	6970
现金	1120	1475	1714	2125
应收账款	1914	2033	3024	3264
其他应收款	52	57	93	88
预付账款	137	144	190	214
存货	645	914	1167	1189
其他流动资产	92	78	96	92
非流动资产	1285	1373	1587	1812
长期投资	0	0	0	0
固定资产	499	561	699	824
无形资产	374	434	507	595
其他非流动资产	413	377	381	393
资产总计	5245	6075	7870	8783
流动负债	2621	3334	4891	5249
短期借款	955	1974	2723	3036
应付账款	1005	1198	1615	1716
其他流动负债	661	163	552	496
非流动负债	126	97	82	68
长期借款	114	93	78	62
其他非流动负债	13	4	5	6
负债合计	2747	3432	4973	5316
少数股东权益	197	213	244	289
股本	1245	1245	1245	1245
资本公积	250	250	250	250
留存收益	806	968	1260	1706
归属母公司股东权益	2301	2430	2653	3177
负债和股东权益	5245	6075	7870	8783

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	41	-332	149	748
净利润	306	269	503	756
折旧摊销	76	69	88	109
财务费用	41	56	99	119
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-403	-724	-538	-232
其他经营现金流	22	-2	-3	-4
投资活动现金流	-94	-147	-299	-332
资本支出	103	118	211	222
长期投资	-1	0	0	0
其他投资现金流	8	-29	-88	-110
筹资活动现金流	369	-184	-361	-318
短期借款	474	0	0	0
长期借款	2	-20	-16	(16)
普通股增加	553	0	0	0
资本公积增加	-553	0	0	0
其他筹资现金流	-107	-164	-345	-303
现金净增加额	318	-663	-512	98

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4201	4918	6347	7869
营业成本	3431	4186	5189	6268
营业税金及附加	17	17	25	30
营业费用	146	133	165	205
管理费用	160	202	241	291
财务费用	41	56	99	119
资产减值损失	24	0	0	0
公允价值变动收益	9	2	3	3
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	391	327	630	960
营业外收入	13	16	14	15
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	403	342	643	973
所得税	98	72	140	218
净利润	306	269	503	756
少数股东损益	20	15	31	45
归属母公司净利润	286	254	472	711
EBITDA	506	455	811	1181
EPS (元)	0.23	0.20	0.38	0.57

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	28.5	17.1	29.1	24.0
营业利润(%)	6.5	-16.4	92.8	52.3
归属于母公司净利润(%)	0.8	-11.0	85.8	50.6
获利能力				
毛利率(%)	18.3	14.9	18.2	20.4
净利率(%)	6.8	5.2	7.4	9.0
ROE(%)	12.2	10.2	17.4	21.8
ROIC(%)	9.6	6.7	10.3	13.2
偿债能力				
资产负债率(%)	52.4	56.5	63.2	60.5
净负债比率(%)	(2.0)	23.3	38.4	28.9
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.3	1.1	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	2.3	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	3.7	3.8	3.7	3.8
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.20	0.38	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	-0.27	0.12	0.60
每股净资产(最新摊薄)	1.85	1.95	2.13	2.55
估值比率				
P/E	68.0	76.4	41.1	27.3
P/B	8.4	8.0	7.3	6.1
EV/EBITDA	38.7	44.5	25.6	17.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033