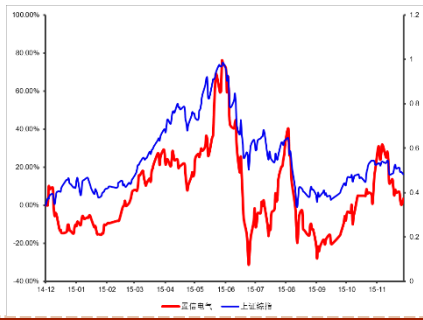


置信电气 (600517.SZ)
气候峰会取得重大突破,
碳交易和配网龙头迎来发展春天

评级: 买入 前次: /
 目标价(元): 18
 首席分析师
 曾朵红 汪林森
 S0740514080001 S0740115070024
 021-20315167
 zengdh@r.qlzq.com.cn wangls@r.qlzq.com.cn
 2015年12月14日

基本状况

总股本(百万股)	1,244.52
流通股本(百万股)	1,113.67
市价(元)	12.76
市值(百万元)	15,873.44
流通市值(百万元)	14,210.43

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,268.91	4,201.37	5,426.50	6,133.42	6,755.85
营业收入增速	111.45%	28.53%	29.16%	13.03%	10.15%
净利润增长率	86.22%	0.76%	-11.56%	57.85%	36.32%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.23	0.20	0.32	0.44
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本-市场/市场)					
市盈率(倍)	36.10	46.37	62.88	39.83	29.22
PEG	0.42	61.12	—	0.69	0.80
每股净资产(元)	3.06	1.85	1.95	2.17	2.51
每股现金流量	0.11	0.03	-0.17	0.42	0.50
净资产收益率	13.38%	12.41%	10.40%	14.75%	17.41%
市净率	4.83	5.76	6.54	5.88	5.09
总股本(百万股)	691.40	1,244.52	1,244.52	1,244.52	1,244.52

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 里程碑式《巴黎协定》诞生, 全球碳排放迈出重要一步。**12月12日, 巴黎气候大会顺利闭幕, 200多个国家代表经过13天的谈判, 制定了一份新的气候协议, 并于2020年开始实施, 此次会谈终结了哥本哈根的挫折, 走出了历史性的一步。巴黎气候大会协议明确了将2020年后每年1000亿美元气候资金作为基础并在此后逐步提高, 包括制定2025年的新目标; 建立每五年一次的盘点机制, 并在此基础更新自主减排目标; 远期目标方面在本世纪末将升温控制在2摄氏度以下, 并尽力向1.5摄氏度努力。我国提交了对于碳排放的自主贡献: 2020年的目标是单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降40%-45%, 2030年二氧化碳排放达到峰值并争取尽早达峰, 单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降60%-65%, 还计划于2017年启动全国碳排放交易体系。
- 碳市场空间广阔, 置信电气是国内最早开始布局碳市场产业的公司。**置信电气长期深耕于碳交易市场, 从事低碳领域咨询、开发、交易、投资和教育文化五大类业务, 将极大的受益于我国乃至全球的碳交易市场的推进, 目前7个主要市场的累计成交量只有4083.28万吨, 而14年全国碳排在976亿吨, 随着碳配额的不断降低, 交易量增长空间极大, 未来碳市场排放量会涉及到30-40亿吨。全资子公司置信碳资产研究并发布“置信碳指数”, 是我国首个反映碳交易市场总体走势的统计指数, 同时在碳减排项目开发和碳减排方法学上, 置信碳资产签订项目涉及碳减排773万吨, 开发方法学涉及“电动汽车”、“输电线路”和“特高压”。看好置信碳资产公司的三种盈利模式, **碳资产盘查:**作为国网旗下唯一从事碳资产的公司, 利用资源优势可以主要在国网内部开展。**一级半市场减排分成:**帮项目开发碳减排量, 享受的分成, 签约期结束后重新进行评估。2020年, 中国可能会参与全球碳交易市场, 届时国内碳减排量可出售到国外, 由于海外碳减排成本更高, 预计将为国内的碳资产管理公司带来更多收益。**二级市场代理碳交易:**二级市场主要就是代客户做碳相关交易, 获取佣金收益, 低吸高抛碳赚取差价。

- **配网龙头受益于加大投资，首先利好一次设备。**国家能源局下发《配电网建设改造行动计划（2015-2020年）》，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。配电网作为关乎民生的重要公共基础设施，建设的投入一直不足，近年发展虽然取得了一定成效，但用电水平比国际先进水平仍有差距。同时今年以来宏观经济出现L形走势，增长的压力比较大，配电网加大投入兼顾保障民生和拉动投资的双重效果，经过多年的呼唤政策终于落地。《计划》中规划到2020年，中心城市、城镇地区、乡村及偏远地区的供电可靠性分别达到99.99%、99.88%和99.72%。特别是对于农网来说，从配网设备的层面来看，配电变压器、开闭所、柱上断路器、箱式变电站、环网柜等一次设备作为配网的主要组成设备在采购规模上会有较大提升。置信作为一次设备的龙头企业和电网公司的直属产业单位，必将大大受益于本轮配网建设改造，主业保持每年的平稳增长。
- **国家电网调整招投标策略，集中化发展有利于规模性企业。**国家电网公司为了提高设备标准化程度，保证采购设备的质量，向市场中公布了《关于开展配电变台成套化招标的预告》，从设备的零散化招标变为模块化招标，大大利好于成套能力比较强的规模性大企业。我们一直强调集中化招标是未来配网设备物资招标的必然趋势，从招标配电变压器变为招标配电变压器模块（包括变压器、熔断器、避雷器），同时，不允许联合招标。这一变化意味着让置信电气这样的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，置信由单一的设备供应变为全套设备提供商，为公司发展带来新的经济增长点，随着很多不具有变压器核心技术的小企业的淘汰，置信电气在全行业的市场占有率将进一步提升。
- **主业非晶变今年呈爆发式增长，上半年交货问题基本解决，业绩从四季度开始反转。**三部委联合印发配电变压器能效提升计划通知，高效能变压器替代量超预期。截止2013年底，我国在网运行的配电变压器总台数约1530万台，总容量约48亿千伏安。其中，电网公司运行管理的配电变压器台数约860万台，其他企业运行管理的约670万台。替代的目标为到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%，意味着我国高效能配网变压器替代空间在200万台以上，今年国家电网招标50万台变压器（去年20万台），非晶变占比50%左右（去年9万台）。预计今年置信电气在非晶变上渗透率达到30%，中标6万台，比去年翻一倍。
- **武汉南瑞的注入给置信电气带来更强的研发和设备成套能力，集团定位于研发+制造新平台。**武汉南瑞主要从事电网智能运维系统及设备、新材料一次设备、节能工程及服务相关的研发、生产、销售和技术服务。截至2014年，武汉南瑞已建成覆盖全国33个省（市、自治区）的656个雷电探测站和38个数据中心站，并已实现全国联网。武汉南瑞在雷电监测与预警方面技术优势突出，和置信自身的核心产品变压器形成有力互补。武汉南瑞承诺2015-2017年实现净利润分别不少于13,258.77万元、14,838.36万元和15,704.73万元。
- **投资建议：**预计公司增发前15-17年归母净利润为2.53/3.99/5.43亿元，EPS分别为0.20/0.32/0.44元，对应PE为63/40/29倍。增发后，15-17年增加武汉南瑞归母净利润1.33/1.48/1.57亿元，EPS增厚为0.29/0.40/0.52元，对应PE为45/32/25倍。随着下半年公司交货情况好转，业绩进入释放期，明年招标集中化趋势更有利于公司提升市场份额，同时碳交易市场的活跃程度不断提升，首次给予公司“买入”的投资评级，目标价为18元，增发前后对应于2016年56倍和45倍PE。
- **风险提示：**配网投资不达预期；碳交易市场推进缓慢；节能项目进度不达预期。

内容目录

巴黎大会终结哥本哈根遗憾，碳交易成为全球能源热点	- 5 -
里程碑式《巴黎协定》诞生，全球碳排放迈出重要一步。	- 5 -
碳交易市场明确时间节点，17年全国统一的碳交易市场.....	- 6 -
置信碳资产管理公司立足于电力行业，专注于碳市场领域	- 9 -
配网投资加大和招标集中化趋势为主业提供强力保障	- 10 -
配网龙头受益于加大投资，首先利好一次设备。	- 10 -
明年下半年全面实行模块化招标，置信份额会明显提升	- 11 -
置信电气拳头产品——非晶变今年爆发式增长.....	- 12 -
武汉南瑞强势注入，集团定位研发和制造全新平台	- 12 -
集团新定位，科研+制造形成互补	- 12 -
雷电监测与防护+变压器，台区招标方式有优势.....	- 14 -
节能服务业务两方形形成互补.....	- 16 -
盈利预测与投资建议	- 17 -
相对估值.....	- 17 -
投资建议.....	- 17 -
风险提示	- 18 -

图表目录

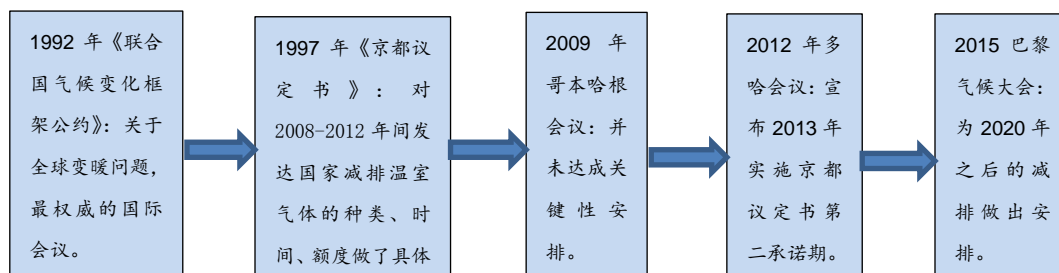
图表 1: 碳交易市场的历史发展进程图.....	- 5 -
图表 2: 世界主要地区 2014 年碳排放量对比.....	- 6 -
图表 3: 《京都协议》后建立的碳交易市场.....	- 6 -
图表 4: 碳交易市场的价格变动.....	- 7 -
图表 5: 目前 7 个交易试点的规模.....	- 7 -
图表 6: 国内碳交易市场发展历程.....	- 8 -
图表 7: 未来碳市场的发展阶段.....	- 9 -
图表 8: 置信电气碳交易业务开展方向.....	- 9 -
图表 9: 配网一次和二次设备的投资比例估算.....	- 10 -
图表 10: 配电变台划分为以下 4 个模块.....	- 11 -
图表 11: 国网 2015 配网设备招标数据.....	- 12 -
图表 12: 武汉南瑞的简要财务情况.....	- 13 -
图表 13: 武汉南瑞的主要产品.....	- 13 -
图表 14: 交易前后股权对比.....	- 14 -
图表 15: 雷电预警系统.....	- 15 -
图表 16: 可比上市公司估值比较.....	- 17 -
图表 17: 置信电气财务三张表.....	- 19 -

巴黎大会终结哥本哈根遗憾，碳交易成为全球能源热点

里程碑式《巴黎协定》诞生，全球碳排放迈出重要一步。

- **里程碑式《巴黎协定》诞生，全球碳排放迈出重要一步。**第 21 届联合国气候变化大会(COP21)于今年 11 月 30 日至 12 月 11 日在法国巴黎勒布尔格博览中心召开，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。12 月 12 日，巴黎气候大会顺利闭幕，各个国家代表经过 13 天的谈判，制定了一份新的气候协议，并于 2020 年开始实施，此次会谈终结了哥本哈根的挫折，走出了历史性的一步。巴黎气候大会协议明确了将 2020 年后每年 1000 亿美元气候资金作为基础并在此后逐步提高，包括制定 2025 年的新目标；建立每五年一次的盘点机制，并在此基础更新自主减排目标；远期目标方面在本世纪末将升温控制在 2 摄氏度以下，并尽力向 1.5 摄氏度努力。

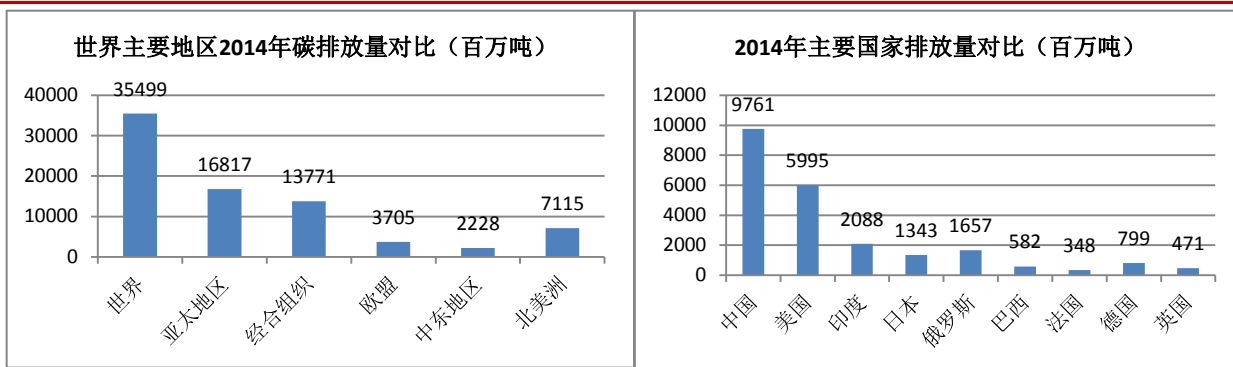
图表 1：碳交易市场的历史发展进程图



来源：中泰证券研究所

- **我国在大会上提交了自主贡献，明确未来低碳化目标。**中国明确提出了一些短期目标：计划于 2017 年启动全国碳排放交易体系，也将采用强制减排+自愿减排模式（仿欧盟模式），将覆盖钢铁、电力、化工、建材、造纸和有色金属等重点工业行业。我国的应对气候变化国家自主贡献文件，明确提出于 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值，到 2030 年非化石能源占一次能源消费比重提高到 20%左右，2030 年单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 60%至 65%，森林蓄积量比 2005 年增加 45 亿立方米左右。

图表 2：世界主要地区 2014 年碳排放量对比



来源：中泰证券研究所

碳交易市场明确时间节点，2017 年全国统一的碳交易市场

- 碳交易市场在全球范围内建立。**“碳交易”又称“碳排放权交易”、“温室气体排放权交易”，是指在一个特定管辖区域内，允许获得碳排放配额的排放主体将其剩余的指标拿到市场上买卖，确保区域实际排放量不超过限定排放总量的一种减排措施。主要有两种类型，**第一种是强制型**，在强制市场，首先要制定目标，即“上限”，将总量目标转化为可交易的配额，经过政府的初始分配后，由企业自主交易，交易产品是“经核证的减排量 CER”。这是由政府创造的市场，其市场规模和交易价格由政府的总量控制目标决定。配额分配类似于中国计划经济时期的票证发放。这种方式能降低减排成本，避免不公平扭曲竞争同时实现确定的减排目标。**第二种是自愿型**，自愿碳交易机制是对强制碳交易机制的有益补充，分为自愿总量控制与交易如美国芝加哥气候交易所 CCX 和基于项目减排量的自愿交易。交易产品是企业资源减排额度和购买碳补偿项目。这种交易类型关系到公司的社会责任和市场策略。近年来，在规模最大的欧盟碳排放交易体系 EU ETS 的带领下，不但各国国内排放交易体系不断发展，新西兰和澳大利亚亦出台了全国性排放交易体系，美国东北部（区域温室气体减排行动，即 RGGI）和加利福尼亚（西部气候倡议，即 WCI 的组成部分）出台了地方性交易体系。与此同时，一些新兴经济体（例如韩国）也宣布计划为国内气候政策构建市场机制。

图表 3：《京都协议》后建立的碳交易市场

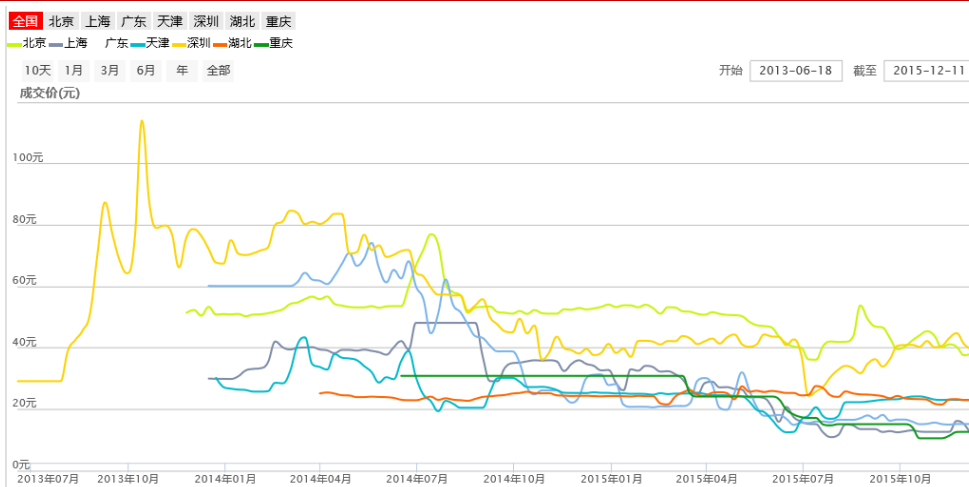
地区	名称	启动时间	性质
欧盟	欧盟碳排放交易体系 (EUETS)	2005.01	强制性
美国	芝加哥气候交易所 (CCX)	2003	自愿参与
美国	区域温室气体减排行动 (RGGI)	2009.01	强制性
英国	英国碳排放贸易体系 (UKETG)	2002.03	强制性
澳大利亚	新南威尔士交易体系	2003.01	自愿参与

来源：中泰证券研究所

- 《京都议定书》建立了三种碳排放交易机制，遏制全球变暖：清洁发展机制 (CDM)、联合履行机制 (JI) 和国际排放贸易机制 (ET)。**清洁发

展机制 (CDM): 发达国家通过提供资金和技术的方式, 与发展中国家开展项目级的合作, 通过项目所实现的“经核证的减排量”(简称 CER), 用于发达国家缔约方完成在议定书中的减排承诺。联合履行机制 (JI): 发达国家之间通过项目级的合作, 其所实现的减排单位 (简称 ERU), 可以转让给另一发达国家缔约方, 但是同时必须在转让方的“分配数量”(简称 AAU) 配额上扣减相应的额度。国际排放贸易机制 (ET): 一个发达国家, 将其超额完成减排义务的指标, 以贸易的方式转让给另外一个未能完成减排义务的发达国家, 并同时从转让方的允许排放限额上扣减相应的转让额度。

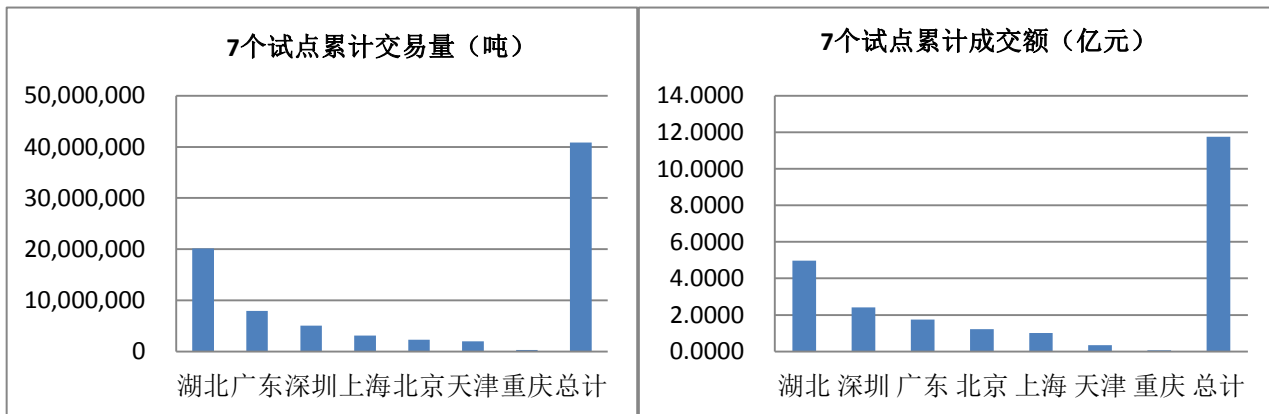
- 我国 7 个碳排放试点逐步开展碳排放权交易市场。**受《京都议定书》影响, 我国的碳交易起步主要是从与发达国家开发 CDM 项目而产生的“核证减排量 (CER)”交易开始。2002 年荷兰政府与中国政府签订内蒙古自治区辉腾锡勒风电场项目, CDM 由此正式进入中国, 此后越来越多的中国企业积极参与 CDM 项目开发。2006 年中国逐渐取代印度、巴西成为 CDM 项目第一大国。第二阶段的起点是 2011 年, 这一年国务院出台《关于开展碳排放权交易试点工作的通知》, 文件规定建立国内的碳交易市场机制来实现 2020 年我国控制温室气体排放的行动目标, 并提出由深圳、北京、天津、上海、重庆、广东、湖北 7 个省市先行试点, 逐步开展碳排放权交易市场试点。

图表 4: 碳交易市场的价格变动


来源: 碳排放网、中泰证券研究所

率先建立碳排放权交易市场, 这标志着国内碳交易配额交易型市场正式开端。截至今年 11 月底, 北京、上海、天津、重庆、广东、深圳和湖北 7 个碳排放权交易试点累计交易地方配额约目前纳入 7 个试点碳交易平台的排放企业和单位共有 2000 多家, 7 个试点累积的碳交易量为 4083.28 万吨, 累积的碳交易额 of 11.75 亿元。

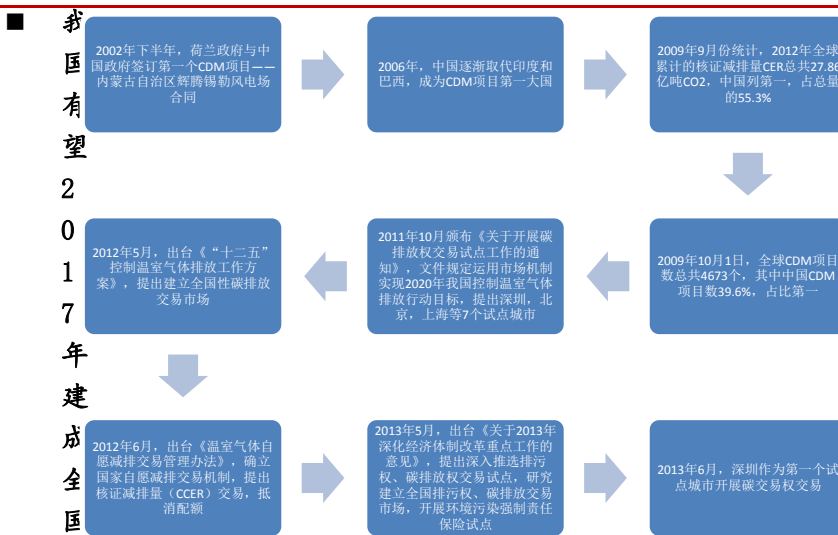
图表 5: 目前 7 个交易试点的规模



来源：中泰证券研究所

- 同时, 试点地区不断完善配额分配、温室气体排放核算核查等各项规则。碳排放权交易试点并不注重碳的价格, 关键是要通过试点探索建立碳市场的机制, 比如确定总量、配额分配、交易量和排放量核查等。

图表 6: 国内碳交易市场发展历程

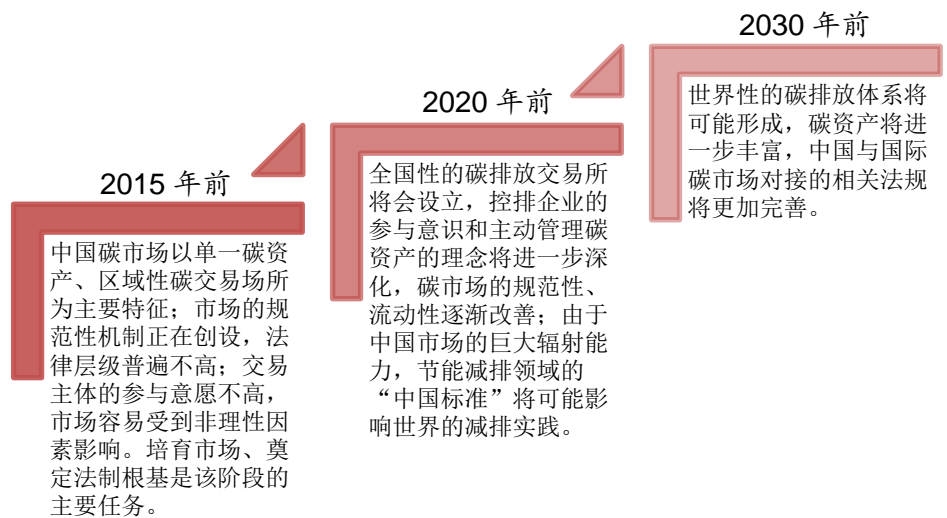


来源：中泰证券研究所

的碳交易市场, 期货市场预计远期超千亿。事实上, 我国碳交易市场正在逐步拓展。国家发改委气候司国内政策和履约处处长蒋兆理表示在碳交易市场启动的时间上, 2016年有望试运营, 2017年有望正式运营。未来碳市场排放量会涉及到30-40亿吨, 如果仅仅考虑现货(目前有7个试点交易所均为现货市场), 估计交易额会在12-80亿元, 如果进一步考虑考虑期货, 交易金额会大幅增加, 活跃性也将大幅提升, 交易金额可能达到600亿到4000亿元。到2020年, 中国可能会进一步参加全球碳交易市场, 届时减排量也可以出售到国外。

- 中国碳金融展望报告以三个时间节点勾勒出未来碳市场的发展蓝图。

图表 7: 未来碳市场的发展阶段



来源：公司公告，中泰证券研究所

置信碳资产管理公司立足于电力行业，专注于碳市场领域

- 国网系统唯一从事碳资产经营的企业，发展目标是成为国内外有影响力的碳交易综合服务商。置信电气成立的“上海置信碳资产管理有限公司”是国家电网旗下唯一从事碳资产经营业务的公司，可为客户节能项目的减排量提供资产评估、管理、交易等服务，为客户创造二次收益。置信碳资产注册资金 1 亿元人民币，主要业务包括低碳领域咨询、开发、交易、投资和教育文化五大类。

图表 8: 置信电气碳交易业务开展方向

咨询	碳盘查、低碳规划、低碳研究、企业社会责任报告；
开发	碳减排量项目开发、碳减排方法学开发、置信碳指数开发；
交易	国内、国际碳市场交易；
投资	碳交易经纪商、碳金融；
培训	低碳培训、杂志和新媒体；

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司研究并发布“置信碳指数”是我国首个反映碳交易市场总体走势的统计指数。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。置信碳指数是由上海置信碳资产管理有限公司研究开发的我国首个反映碳交易市场总体走势的统计指数。
- 碳减排项目开发上，置信碳资产共签订了碳减排项目合同 20 个，设计水电、风光等多种类型，预计共产生减排量 773 万吨，归属公司 260 万吨。碳减排方法学上，公司开发了“电动汽车充电站及充电桩温室气体减排方法学”和“输电线路减碳量的认定方法学”，其中第一项已得到联合国的认证成功纳入国家温室气体自愿减排方法学（第五批）备案清单。今

年公司还将做特高压和无功补偿的认定方法学，已向国家发改委提交备案申请。

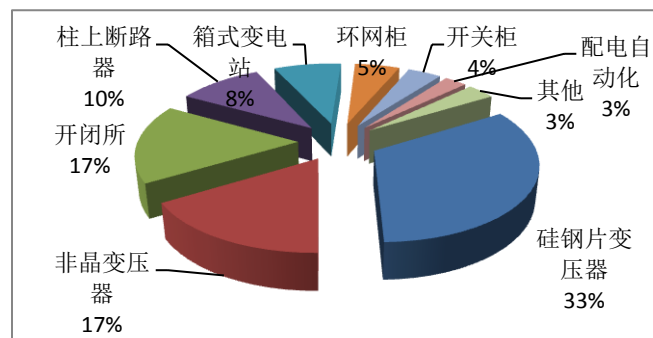
- **看好置信碳资产公司的三种盈利模式。**
碳资产盘查：作为国网旗下唯一从事碳资产的公司，利用资源优势主要在国网内部开展，立足于电力行业，大规模服务收入可观。
一级半市场减排分成：帮项目开发碳减排量、去发改委拿批文。这个减排量可以去交易所交易，其中置信可以享受的分成，签约期结束后重新进行评估。2020年，中国可能会参与全球碳交易市场，届时国内碳减排量可出售到国外，由于海外碳减排成本更高，预计将为国内的碳资产管理公司带来更多收益。
二级市场代理碳交易：二级市场主要就是代客户做碳相关交易，获取佣金收益，低吸高抛碳市场做市方面发改委气候司选定了6个行业，约束了60亿吨的碳排放总量。目前在试点的情况下大部分地区是配额过度，交易量不是很大。未来全国市场开放后，发放的配额缺口会很大，交易量会快速上升。

配网投资加大和招标集中化趋势为主业提供强力保障

配网龙头受益于加大投资，首先利好一次设备。

- **配网龙头受益于加大投资，首先利好一次设备。**国家能源局下发《配电网建设改造行动计划(2015-2020年)》，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。配电网作为关乎民生的重要公共基础设施，建设的投入一直不足，近年发展虽然取得了一定成效，但用电水平比国际先进水平仍有差距。同时今年以来宏观经济出现L形走势，增长的压力比较大，配电网加大投入兼顾保障民生和拉动投资的双重效果，经过多年的呼唤政策终于落地。《计划》中规划到2020年，中心城市、城镇地区、乡村及偏远地区的供电可靠性分别达到99.99%、99.88%和99.72%。特别是对于农网来说，从配网设备的层面来看，配电变压器、开闭所、柱上断路器、箱式变电站、环网柜等一次设备作为配网的主要组成设备在采购规模上会有较大提升。置信作为一次设备的龙头企业和电网公司的直属产业单位，必将大大受益于本轮配网建设改造，主业保持每年的平稳增长。

图表 9：配网一次和二次设备的投资比例估算



来源：中泰证券研究所

- **农配网是短期内追加投资重点，配网一次设备采购量大幅提升。**国家电网公司于7月上旬召开的加快推进农网改造升级工程动员部署会，将在年初已安排902亿元农网投资的基础上，新增农网改造升级工程投资674亿元，全年国家电网农网改造升级投资将达1576亿元，农网投资规模创历史新高，再加上南网和其他地方电网的农网投资，全国3000亿元的配网投资中农网将占70%以上。由此可见2015年追加的投资主要在农配网上，农配网的主要问题在于供电能力不足，变压器容量不足，供电电压偏低，所以我们预计后续电网公司将加大一次设备的采购力度，配网一次设备将占追加农配网投资的20-25%，主要设备包括配电变压器、开闭所、柱上断路器、箱式变电站、环网柜等。

明年下半年全面实行模块化招标，置信份额会明显提升

- **国家电网调整招投标策略，集中化发展有利于规模性企业。**国家电网公司为了提高设备标准化程度，保证采购设备的质量，向市场中公布了《关于开展配电变台成套化招标的预告》，从设备的零散化招标变为模块化招标，大大利好于成套能力比较强的规模性大企业。我们一直强调集中化招标是未来配网设备物资招标的必然趋势，从招标配电变压器变为招标配电变压器模块（包括变压器、熔断器、避雷器），同时，不允许联合招标。这一变化意味着让置信电气这样的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，置信由单一的设备供应变为全套设备提供商，为公司发展带来新的经济增长点，随着很多不具有变压器核心技术的小企业的淘汰，置信电气在全行业的市场占有率将进一步提升。

图表 10：配电变台划分为以下 4 个模块

模块名称	营业收入（万元）
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

来源：国家电网公司电子商务平台，中泰证券研究所

- **从明年第二批开始全面实施，置信明年业绩超预期的关键因素。**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。

置信电气拳头产品——非晶变今年爆发式增长

- **主业非晶变今年呈爆发式增长，上半年交货问题基本解决，业绩从四季度开始反转。**三部委联合印发配电变压器能效提升计划通知，高效能变压器替代量超预期。截止 2013 年底，我国在网运行的配电变压器总台数约 1530 万台，总容量约 48 亿千伏安。其中，电网公司运行管理的配电变压器台数约 860 万台，其他企业运行管理的约 670 万台。替代的目标为到 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%，意味着我国高效能配网变压器替代空间在 200 万台以上，今年国家电网招标 50 万台变压器（去年 20 万台），非晶变占比 50%左右（去年 9 万台）。预计今年置信电气在非晶变上渗透率达到 30%，中标 6 万台，比去年翻一倍。
- **国网非晶变压器招标量同比上升 150%，置信传统制造业未来乐观。**据统计，国网 2015 年前三批含新增批次招投标非晶变总计 217806 台，同比增长了 150%左右，前三批含新增批次中非晶变占比 47.03%。15 年配电四次招标，第一批 17.8 万台，第二批 7.8 多万台，新增批次 14.5 万台，第三批 7 万台，全年集中招标总共在 47 万台左右，其中非晶变四次招标总体占 21.8 万台，第一批非晶变 8.5 万台，第二批 3.8 万台，新增批次 6.2 万台，第三批 3.3 万台；公司预计今年中标非晶变 6 万台，公司配电变压器的市场份额远超其他竞争企业。

图表 11：国网 2015 配网设备招标数据（台）

		非晶变	硅钢变	批次合计
武 汉 南	2015 年第 1 批	85031	93493	178524
	2015 年第 2 批	38436	39517	77953
	2015 年新增批次	61754	83525	145279
	2015 年第 3 批	32585	37048	69633
	合计	217806	253583	471389

来源：国家电网电子商务平台，中泰证券研究所

瑞强势注入，集团定位研发和制造全新平台

集团新定位，科研+制造形成互补

- **武汉南瑞的注入给置信电气带来更强的研发和设备成套能力，集团定位于研发+制造新平台。**武汉南瑞主要从事电网智能运维系统及设备、新材料一次设备、节能工程及服务相关的研发、生产、销售和技术服务。截至 2014 年，武汉南瑞已建成覆盖全国 33 个省（市、自治区）的 656 个雷电探测站和 38 个数据中心站，并已实现全国联网。武汉南瑞在雷电监测与预警方面技术优势突出，和置信自身的核心产品变压器形成有力互补。**武汉南瑞承诺 2015-2017 年实现净利润分别不少于 13,258.77 万元、14,838.36 万元和 15,704.73 万元。**

图表 12: 武汉南瑞的简要财务情况

项目	2014.12.31	2013.12.31	2012.12.31
	/2014年度	/2013年度	/2012年度
资产总额	216,050.65	183,029.86	115,198.74
负债总额	158,450.54	133,586.79	75,845.92
所有者权益	57,600.11	49,443.07	39,352.82
归属于母公司所有者权益	57,600.11	49,296.59	38,861.28
营业收入	114,137.78	117,794.87	72,471.08
营业利润	12,773.62	12,940.44	2,437.11
利润总额	14,177.81	13,795.31	3,066.60
净利润	12,260.09	12,123.91	2,526.45
归属于母公司所有者的净利润	12,260.09	12,468.97	2,398.79
归属于母公司所有者的净利润（扣除非经常性损益后）	11,066.53	11,745.04	2,709.63

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 武汉南瑞主要从事电网智能运维系统及设备、新材料一次设备、节能工程及服务相关的研发、生产、销售和技术服务。武汉南瑞的主营业务主要面向电力行业及相关工业行业。电网智能运维系统及设备、新材料一次设备是武汉南瑞的传统优势业务，目前主要服务于电力行业，少部分服务于大型工矿企业等客户。节能工程及服务是武汉南瑞近年来开展的新兴业务，主要针对各类工业客户。

图表 13: 武汉南瑞的主要产品

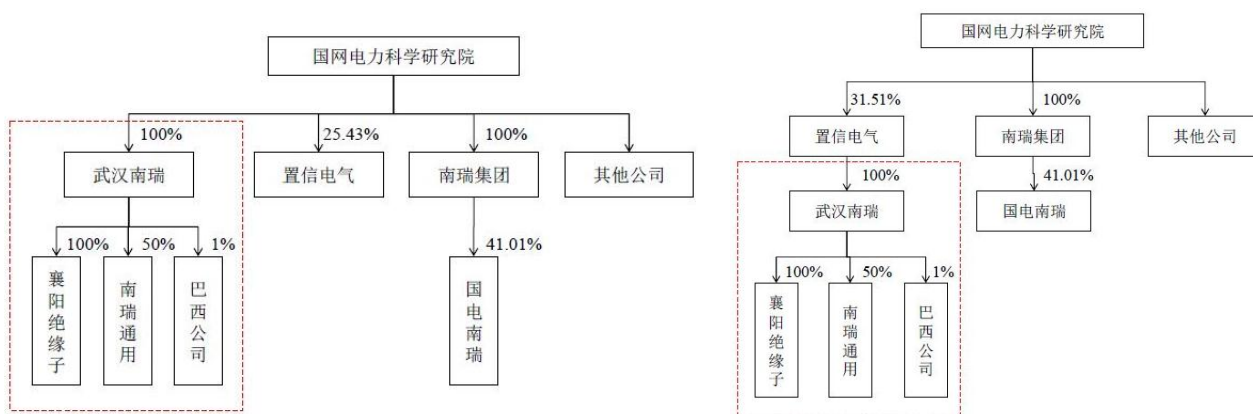
产品线	子产品线	产品系列
电网智能运维系统及设备	雷电监测与防护	雷电监测系统
		雷电预警系统
		各类专用防雷产品
		新型降阻剂
		杆塔接地电阻测量仪
	高压测试与计量	高压试验装置
		局放检测与定位装置
		检定校准装置与系统
		计量自动化系统
		校验及测试标准装置
		电能计量三维仿真实训系统
		电力专用车
	状态监测及其他	变压器状态监测系统
		变电站智能巡检系统
		输电线路作业仿真培训系统
新材料一次设备	线路复合绝缘子	交直流棒形悬式复合绝缘子
		电气化铁道用复合绝缘子

	电力新材料及应用	其他复合绝缘子
		复合绝缘杆塔
		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	各类工业节能	智能用电相关节能工程
		煤层气能效管理
		其他工业节能

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 电网是武汉南瑞主要产品的典型应用场所，电网智能运维系统及设备主要用于电网的运行监测、日常维护与检修、集中检修等环节，属于电网辅助设备，但对于电网的安全运行至关重要；新材料一次设备方面，目前线路复合绝缘子贡献产值较大，主要用于各级输电线路。节能工程及服务则以各类工业行业为主要下游。伴随着国内电力工业持续高投资，电网建设日趋完善，电力设备规模也日趋庞大。受电网安全运行、智能化等因素驱动，与电网智能运行维护有关的先进产品及技术得以推广及实施，从而带来了巨大的市场机遇。
- 收购完成后，置信在控股股东层面战略地位得到有利增强。通过本次交易，将进一步增强上市公司在控股股东业务版图中的战略地位。控股股东对公司的持股比例也将进一步提升，为未来争取更多资源带来有利因素。

图表 14:交易前后股权对比



来源：公司公告，中泰证券研究所

雷电监测与防护+变压器，台区招标方式有优势

- 收购武汉南瑞之后，有效丰富了置信电气的业务构成，显著提升上市公司的盈利水平和竞争实力。通过本次交易，置信电气的运维服务业务将得到显著提升，新增雷电监测与防护、高压测试与计量、状态监测及其他等电网运维相关业务。武汉南瑞上述业务均位居行业龙头地位。在智能电网建设背景下，在国家电网“三集五大”的“大运行体系”、“大检

修体系”建设推动下，相关智能化运维系统及产品有望帮助上市公司进一步扩展发展空间。通过本次交易，置信电气还将丰富一次设备产品类别、节能业务内容。另外，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，与上市公司原有产品相结合后，有望推出更加丰富的产品组合和系统。最终帮助上市公司更好地实现“以一次设备为主体，以节能服务产业和运维服务产业为两翼”的“一体两翼”发展战略。本次交易前，上市公司的变压器收入占比较高，收入增长及盈利情况与配电网节能变压器推广这一因素关联性较强。本次交易后，公司的业务构成显著丰富，多种产品、业务线齐头并进，并且增加了智能电网、智能运维等驱动因素，节能板块规模及项目积累也得以进一步提升。上市公司的资产规模、持续盈利能力、市场竞争力均能够得到有效提升。为未来的高速发展提供有效保障。

- **武汉南瑞在雷电监测与预警方面技术优势突出，和置信自身的核心产品变压器形成有力互补。**武汉南瑞主要从事雷电监测与防护涉及产品种类较多，其中雷电监测与预警专业性突出，技术壁垒极高。特别在应用于电力系统的雷电监测及预警产品方面，仅有武汉南瑞等极少数单位有能力介入，因此武汉南瑞目前在国家电网及南方电网的市场占据很高份额，雷电预警系统目前还处于市场推广早期，在江苏、浙江、湖北、广州等地区的示范工程中也占据领先地位。截至 2014 年，武汉南瑞已建成覆盖全国 33 个省（市、自治区）的 656 个雷电探测站和 38 个数据中心站，并已实现全国联网。除技术地位，武汉南瑞目前已拥有的探测网络及相关数据积累也具有巨大价值，为其在电网雷电监测领域的竞争优势构筑了极高壁垒，同时为其成功开拓电网外市场提供了有利支持。除监测预警系统之外，武汉南瑞也从事部分防雷产品制造，如避雷器、避雷针、二次设备浪涌保护器、接地降阻产品等，这些产品由于壁垒较低，呈现高度竞争态势，但武汉南瑞目的是借助以监测和预警为核心的整体解决方案业务带动产品销售，单独外销并非业务重心。

图表 15：雷电预警系统



来源：公司公告，中泰证券研究所

近年来带电检测成为了电气设备检测的新兴发展方向，电力专用车就是在这背景下诞生的新型产品，目前该市场正在逐步打开之中。武汉南瑞目前在该领域的中标率超过 50%。武汉南瑞是国家电网公司《输变电设备检修试验车技术规范》、《带电检测车技术规范》等相关技术标准的起草单位，在此领域技术积累深厚。电网智能运维行业技术壁垒、人才壁垒、资质壁垒均很高。

节能服务业务两方形成互补

- **政策支持强和下游工业的持续发展带动节能产业迅速增长。**近年来节能产业实现高速增长，特别是“十二五”规划中将转变经济发展方式和节能环保提到了战略性高度，极大地促进了相关节能技术及产品的推广应用。根据《节能减排“十二五”规划》、《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十二五”规划》等文件，到 2015 年，我国节能服务业总产值可突破 3,000 亿元，则 2013 年-2015 年产业规模的复合增速将超过 22%。我国节能产业有望长期得到国家大力支持。目前虽然下游重化工业中相当一部分自身业务呈现出增速放缓态势，但节能收益对相关企业的价值或将更加凸显，高效、先进节能应用有望得到下游客户的持续青睐。根据《节能减排“十二五”规划》，锅炉改造、电机系统节能、余热余压利用、建筑节能、交通运输节能等方面均蕴含巨大市场机会。同时，规划中还明确提出加快地热能、生物质能、煤层气等清洁能源商业化利用，加快分布式能源发展等目标。下游工业的持续发展电力工业方面，伴随我国经济持续增长，电力总体需求依然有望保持持续增长态势。综上，节能市场空间广阔，其中不乏新兴热点领域，为相关企业提供良好的成长机遇。
- **节能领域市场竞争激烈，占有率分散，空间大。**节能涉及领域广泛，典型应用包括工业节能、建筑节能、交通运输节能、分布式等新能源利用等。由于包含领域众多、技术手段复杂多样，节能产业构成十分分散。目前市场上参与者广泛，通过不同的产品、技术、商业模式、工程项目介入节能产业。对于大部分领域，由于技术手段较为传统，相关壁垒较低，市场竞争相对激烈。根据统计，2014 年度全国合同能源管理投资项目共实现节能量为 2,559 万吨标准煤，排名第一的中节能节能量占比仅为 2.7%，排名前十企业合计占比为 17%，从侧面说明了节能产业的高度分散特点。
- **武汉南瑞注入后，节能环保板块实力将进一步提升，更好地分享节能产业增长。**武汉南瑞主要从事电网智能运维系统及设备、新材料一次设备、节能工程及服务相关的研发、生产、销售和技术服务。节能工程及服务主要面向工业等领域的节能工程总包及设备安装。武汉南瑞的节能服务事业部主要负责电力系统节能降耗业务，及其他领域的节能服务业务。本次交易前，置信电气的变压器收入占比较高，收入增长及盈利情况与配电网节能变压器推广这一因素关联性较强。置信电气全资子公司置信节能是隶属于国家电网旗下南瑞集团公司。置信节能注册资本金 1.5 亿元，长期致力于节能环保产品的研发与生产，节能环保技术的研究与创新，以及节能环保整体解决方案的服务，置信节能主要业务领域涉及建筑节能、地毯怨气、工业节能、绿色照明、电力节能、管理节能和新能源。本次交易后，公司的业务构成显著丰富，多种产品、业务线齐头并进，节能板块规模及项目积累也得以进一步提升。节能环保板块实力也将进一步提升，更好地分享节能产业增长。节能产业属于充分竞争市场，而且各细分领域差异较大。对于技术手段单一、资金实力较差的企业，其从事节能工程及服务很难实现差异化竞争，大多利润水平位于低位。具备较好技术手段，能够紧抓市场热点，具备良好资金实力、项目管理

能力的企业，有望实现较好的利润水平。未来以上差异化格局有望得以持续。

盈利预测与投资建议

- **原配网业务程井喷式增长。**今年配网业务订单已呈现翻倍的模式，特别是公司优势产品非晶变压器的应用环境，迎来放量阶段，预计未来三年配网业务将保持 20% 以上的稳步增长。
- **武汉南瑞。**武汉南瑞在雷电监测与预警方面技术优势突出，和置信自身的核心产品变压器形成有力互补。武汉南瑞承诺 2015-2017 年实现净利润分别不少于 13,258.77 万元、14,838.36 万元和 15,704.73 万元
- **盈利预测：**在不考虑摊薄股本的情况下，我们预计公司 2015 年-2017 年的营业收入分别为 54.26 亿元、61.33 亿元和 67.56 亿元，同比增速分别为 29.2%、13%、10.1%；归属于上市公司股东的净利润分别为 2.53 亿元、3.99 亿元、5.43 亿元，同比增速分别为-11.54%、57.71%、36%；EPS 分别为 0.20/0.32/0.44，对应 PE 为 63/40/29。增发增厚影响（以发行 1.12 亿股计，原总股本 12.4 亿股），EPS 分别为 0.29/0.40/0.52，对应 PE 为 45/32/25

相对估值

- 根据 2015 年 12 月 11 日收盘价，我们选取比较纯正的配网企业进行对比。

图表 16：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			PE		
					2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
002350.SZ	北京科锐	17.82	38.90	38.89	0.36	0.57	0.80	49.76	31.38	22.36
300477.SZ	合纵科技	52.81	57.13	13.73	0.78	1.22	1.83	67.57	43.45	28.82
600290.SH	华仪电气	14.51	76.45	76.45	0.32	0.50	0.72	45.63	29.03	20.19
300001.SZ	特锐德	27.07	271.23	223.36	0.21	0.31	0.45	131.98	88.41	60.63
平均值	/	/	/	/	/	/	/	73.74	48.07	33.00

来源：中泰证券研究所

投资建议

- 随着下半年公司交货情况好转，业绩进入释放器，明年招标集中化趋势更有利于公司提升市场份额，同时碳交易市场的活跃程度不断提升，首次给予公司“买入”的投资评级，目标价为 18 元，增发前后对应于 2016

年 56 倍和 45 倍 PE。

风险提示

- **配网投资落地低于预期：**配网投资直接影响到公司主业，特别是变压器投资的力度不达预期，公司的非晶变产品销售将会受影响。
- **碳交易市场推进低于预期：**17 年建立全国交易市场，逐步将部分新行业划入交易范围，公司碳资产业务与碳交易市场的活跃程度息息相关。
- **节能服务项目进度不达预期：**新项目投产进度和效益回收慢于预期。

图表 17: 置信电气财务三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,546	3,269	4,201	5,426	6,133	6,756
增长率	20.83%	111.5%	28.5%	29.2%	13.0%	10.1%
营业成本	-1,176	-2,578	-3,431	-4,600	-5,110	-5,526
% 销售收入	76.1%	78.9%	81.7%	84.8%	83.3%	81.8%
毛利	370	690	770	827	1,023	1,230
% 销售收入	23.9%	21.1%	18.3%	15.2%	16.7%	18.2%
营业税金及附加	-7	-13	-17	-17	-18	-20
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-35	-105	-146	-173	-164	-168
% 销售收入	2.3%	3.2%	3.5%	3.2%	2.7%	2.5%
管理费用	-84	-176	-160	-196	-209	-217
% 销售收入	5.4%	5.4%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	244	397	447	441	631	825
% 销售收入	15.8%	12.1%	10.6%	8.1%	10.3%	12.2%
财务费用	-13	-16	-41	-78	-66	-42
% 销售收入	0.8%	0.5%	1.0%	1.4%	1.1%	0.6%
资产减值损失	-8	-13	-24	-22	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	9	6	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	—	—	0.0%	0.0%
营业利润	223	367	391	347	564	782
营业利润率	14.4%	11.2%	9.3%	6.4%	9.2%	11.6%
营业外收支	15	16	12	20	20	20
税前利润	239	384	403	367	584	802
利润率	15.4%	11.7%	9.6%	6.8%	9.5%	11.9%
所得税	-47	-86	-98	-91	-147	-206
所得税率	19.5%	22.3%	24.2%	24.7%	25.2%	25.7%
净利润	192	298	306	277	437	596
少数股东损益	40	15	20	24	38	53
归属于母公司的净利润	152	283	286	253	399	543
净利率	9.8%	8.7%	6.8%	4.7%	6.5%	8.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	570	784	1,120	737	731	851
应收款项	789	1,758	2,014	2,323	2,441	2,593
存货	296	633	645	765	822	858
其他流动资产	32	35	181	234	229	243
流动资产	1,687	3,209	3,959	4,059	4,223	4,546
% 总资产	77.9%	72.4%	75.5%	76.3%	77.1%	78.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	199	578	614	606	612	593
% 总资产	9.2%	13.0%	11.7%	11.4%	11.2%	10.3%
无形资产	266	630	628	608	595	584
非流动资产	478	1,226	1,285	1,258	1,251	1,221
% 总资产	22.1%	27.6%	24.5%	23.7%	22.9%	21.2%
资产总计	2,164	4,435	5,245	5,317	5,474	5,766
短期借款	266	481	955	1,011	721	409
应付款项	527	1,505	1,579	1,433	1,563	1,691
其他流动负债	38	74	86	196	202	206
流动负债	831	2,060	2,621	2,641	2,485	2,306
长期贷款	0	111	114	14	14	14
其他长期负债	0	3	13	13	13	13
负债	831	2,174	2,747	2,667	2,512	2,332
普通股股东权益	1,132	2,119	2,301	2,429	2,703	3,122
少数股东权益	200	142	197	221	260	312
负债股东权益合计	2,164	4,435	5,245	5,317	5,474	5,766

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.246	0.410	0.229	0.203	0.320	0.437
每股净资产(元)	1.830	3.064	1.849	1.951	2.172	2.508
每股经营现金净流(元)	0.459	0.114	0.033	-0.190	0.405	0.480
每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	13.44%	13.38%	12.41%	10.40%	14.75%	17.40%
总资产收益率	7.03%	6.39%	5.44%	4.75%	7.28%	9.42%
投入资本收益率	19.09%	14.89%	13.91%	11.36%	16.00%	20.51%
增长率						
营业总收入增长率	20.83%	111.45%	28.53%	29.16%	13.03%	10.15%
EBIT增长率	15.81%	62.49%	12.78%	-1.42%	43.09%	30.81%
净利润增长率	-7.31%	86.22%	0.76%	-11.56%	57.84%	36.30%
总资产增长率	17.78%	104.91%	18.26%	1.37%	2.96%	5.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	143.7	136.2	156.7	147.6	137.6	132.6
存货周转天数	100.1	65.7	67.9	60.7	58.7	56.7
应付账款周转天数	107.4	93.9	99.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	41.6	35.2	41.7	31.6	25.0	20.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.81%	-8.47%	-2.54%	10.17%	-0.52%	-13.01%
EBIT利息保障倍数	19.5	24.3	11.0	5.7	9.6	19.7
资产负债率	38.42%	49.03%	52.37%	50.16%	45.88%	40.45%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	192	298	306	277	437	596
少数股东损益	0	0	0	24	38	53
非现金支出	31	79	100	80	54	49
非经营收益	15	21	39	55	48	25
营运资金变动	46	-319	-403	-648	-35	-72
经营活动现金净流	284	79	41	-212	542	650
资本开支	36	99	93	10	26	-3
投资	0	0	-1	-6	0	0
其他	0	255	0	6	0	0
投资活动现金净流	-36	156	-94	-10	-26	3
股权筹资	0	0	44	0	0	0
债权筹资	103	103	476	-44	-291	-312
其他	-261	-116	-150	-92	-193	-169
筹资活动现金净流	-158	-12	370	-136	-483	-481
现金净流量	90	223	318	-359	33	172

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。