

置信电气 (600517)
资产注入增厚业绩,
持续受益于配网加大投资
评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 15

首席分析师

联系人

曾朵红

汪林森

S0740514080001

021-20315167

zengdh@r.qlzq.com.cn

wangls@r.qlzq.com.cn

2016年2月3日

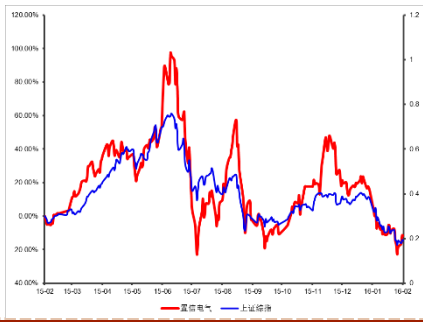
基本状况

总股本(百万股)	1,356.17
流通股本(百万股)	1,113.67
市价(元)	9.72
市值(百万元)	13,181.97
流通市值(百万元)	10,842.87

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,268.91	4,201.37	6,503.08	7,535.69	8,327.19
营业收入增速	111.45%	28.53%	54.78%	15.88%	10.50%
净利润增长率	86.22%	0.76%	55.54%	28.44%	19.70%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.23	0.33	0.42	0.50
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	38.62	30.07	25.12
PEG	0.42	61.12	0.70	1.06	1.27
每股净资产(元)	3.06	1.85	1.93	2.25	2.65
每股现金流量	0.11	0.03	-0.74	0.39	0.48
净资产收益率	13.38%	12.41%	17.02%	18.74%	19.01%
市净率	4.83	5.76	6.57	5.64	4.78
总股本(百万股)	691.40	1,244.52	1,355.08	1,355.08	1,355.08

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- 资产注入增厚业绩, 配网加大投资助力四季度经营反转。**公司预告归母净利润同比增长 55%, 武汉南瑞并表后归母净利润增长 3% 达到 4.42 亿元。公司上半年受制于国网反腐和原材料涨价等多重原因, 盈利水平大幅下滑, 一季度二季度净利润同比分别下滑 58% 和 85%, 下半年随着巡视组对电网公司的结束调查和上游硅钢材料的价格下降, 公司盈利能力持续好转, 3 季度开始利润同比开始大幅增长, 4 季度更是实现了全年业绩的做平, 预计四季度单季归母净利润在 1.8-2 亿元 (不含并表业绩)。其中配网一次设备的贡献最大, 非晶变全年实现的中标数量的翻倍, 但中标价格 15 年仍处于下降趋势, 硅钢变也有一定程度的增幅; 节能环保维持一个平稳状态, 寻找客户方面公司还是保持谨慎的扩张速度, 同时武汉南瑞在这方面还有协同的作用; 运维服务 15 年公司新开发了福建市场, 业绩上稳步前进, 继续维持较高的毛利率水平。15 年碳交易行业仍处于试点阶段, 预计 16 年为了保证 17 年建立全国统一市场, 会开展包括立法、新行业核定等大量准备工作, 置信作为最早参与碳交易市场的国网唯一企业, 在电力行业和客户来源上有明显的资源优势。
- 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。
- **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 年全国碳排放在 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。
- **投资建议：**预计公司增发后 15-17 年归母净利润为 4.44/5.70/6.83 亿元，EPS 分别为 0.33/0.42/0.50 元，对应 PE 为 30/23/19 倍。随着公司交货情况好转，业绩进入释放期，16 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，给予 2016 年 35 倍 PE，目标价 15 元，维持买入评级。
- **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。

图表 1: 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	6,503	7,536	8,327
增长率	20.83%	111.5%	28.5%	54.8%	15.9%	10.5%
营业成本	-1,176	-2,578	-3,431	-5,353	-6,155	-6,775
% 销售收入	76.1%	78.9%	81.7%	82.3%	81.7%	81.4%
毛利	370	690	770	1,150	1,381	1,552
% 销售收入	23.9%	21.1%	18.3%	17.7%	18.3%	18.6%
营业税金及附加	-7	-13	-17	-21	-23	-24
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-35	-105	-146	-213	-232	-248
% 销售收入	2.3%	3.2%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%
管理费用	-84	-176	-160	-235	-257	-276
% 销售收入	5.4%	5.4%	3.8%	3.6%	3.4%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	244	397	447	681	869	1,004
% 销售收入	15.8%	12.1%	10.6%	10.5%	11.5%	12.1%
财务费用	-13	-16	-41	-75	-79	-54
% 销售收入	0.8%	0.5%	1.0%	1.1%	1.1%	0.6%
资产减值损失	-8	-13	-24	-28	-32	-36
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	584	757	914
营业利润率	14.4%	11.2%	9.3%	9.0%	10.0%	11.0%
营业外收支	15	16	12	20	20	20
税前利润	239	384	403	604	777	934
利润率	15.4%	11.7%	9.6%	9.3%	10.3%	11.2%
所得税	-47	-86	-98	-136	-179	-220
所得税率	19.5%	22.3%	24.2%	22.5%	23.0%	23.5%
净利润	192	298	306	468	598	715
少数股东损益	40	15	20	24	28	32
归属于母公司的净利润	152	283	286	444	570	683
净利率	9.8%	8.7%	6.8%	6.8%	7.6%	8.2%
				55.5%	28.4%	19.7%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	192	298	306	468	598	715
少数股东损益	0	0	0	24	28	32
非现金支出	31	79	100	87	88	88
非经营收益	15	21	39	51	61	36
营运资金变动	46	-319	-403	-1,607	-218	-192
经营活动现金净流	284	79	41	-976	558	678
资本开支	36	99	93	43	-54	-53
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	-43	54	53
股权筹资	0	0	44	0	0	0
债权筹资	103	103	476	513	-367	-508
其他	-261	-116	-150	-89	-217	-191
筹资活动现金净流	-158	-12	370	424	-584	-699
现金净流量	90	223	318	-595	28	32
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	500	500	500
应收款项	789	1,758	2,014	3,164	3,440	3,682
存货	296	633	645	939	1,045	1,114
其他流动资产	32	35	181	425	450	490
流动资产	1,687	3,209	3,959	5,028	5,435	5,786
% 总资产	77.9%	72.4%	75.5%	79.6%	81.9%	83.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	199	578	614	638	560	486
% 总资产	9.2%	13.0%	11.7%	10.1%	8.4%	7.0%
无形资产	266	630	628	608	595	584
非流动资产	478	1,226	1,285	1,289	1,199	1,114
% 总资产	22.1%	27.6%	24.5%	20.4%	18.1%	16.1%
资产总计	2,164	4,435	5,245	6,317	6,634	6,900
短期借款	266	481	955	1,548	1,180	672
应付款项	527	1,505	1,579	1,672	1,885	2,075
其他流动负债	38	74	86	221	230	235
流动负债	831	2,060	2,621	3,440	3,295	2,981
长期贷款	0	111	114	34	34	34
其他长期负债	0	3	13	13	13	13
负债	831	2,174	2,747	3,486	3,341	3,028
普通股股东权益	1,132	2,119	2,301	2,609	3,044	3,592
少数股东权益	200	142	197	221	249	281
负债股东权益合计	2,164	4,435	5,245	6,317	6,634	6,900
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	0.328	0.421	0.504
每股净资产 (元)	1.830	3.064	1.849	1.926	2.247	2.650
每股经营现金净流 (元)	0.459	0.114	0.033	-0.738	0.391	0.477
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%	17.02%	18.74%	19.01%
总资产收益率	7.03%	6.39%	5.44%	7.03%	8.60%	9.90%
投入资本收益率	19.09%	14.89%	13.91%	13.54%	16.76%	18.91%
增长率						
营业总收入增长率	20.83%	111.45%	28.53%	54.78%	15.88%	10.50%
EBIT 增长率	15.81%	62.49%	12.78%	52.16%	27.67%	15.57%
净利润增长率	-7.31%	86.22%	0.76%	55.54%	28.44%	19.70%
总资产增长率	17.78%	104.91%	18.26%	20.44%	5.03%	4.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	143.7	136.2	156.7	155.0	145.0	140.0
存货周转天数	100.1	65.7	67.9	64.0	62.0	60.0
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	27.1	22.0	18.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.81%	-8.47%	-2.54%	37.54%	21.11%	4.84%
EBIT 利息保障倍数	19.5	24.3	11.0	9.1	11.0	18.6
资产负债率	38.42%	49.03%	52.37%	55.19%	50.35%	43.88%

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。