

置信电气（600517）点评报告

三季度报符合预期，配网和碳资产双轮驱动

买入（维持）

2016年10月25日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

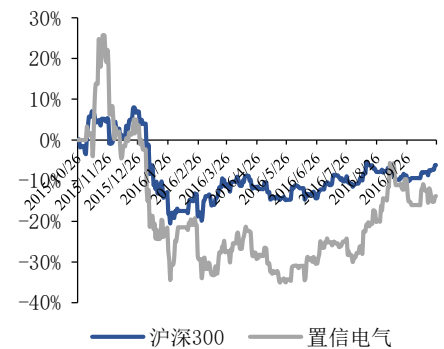
021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

投资要点：

- **2016 前三季度营收 44.80 亿元，同比增长 15.77%（考虑武汉南瑞 15 年并表调整），归母净利润 2.74 亿元，同比增长 100.2%，整体符合预期。**公司发布 2016 三季度报告，报告期内公司实现营业收入 44.80 亿元，同比增长 15.77%；实现归属母公司净利润 2.74 亿元，同比增长 100.2%，对应 EPS 为 0.20 元。其中 3 季度实现营业收入 15.11 亿元，同比增长 23.02%，环比减少 7.83%；实现归属母公司净利润 0.74 亿元，同比增长 22.77%，环比减少 39.74%。3 季度对应 EPS 为 0.05 元。公司全年预算营业收入 70 亿元，前三季度完成预算的 64%，归属于母公司净利润预算 4.6 亿元，已完成年度预算的 60%，由于电力设备行业四季度是业绩确认高峰，预计公司全年可以完成目标。
- **电气制造业持续稳定增长，降本取得较好成效毛利率在降价同时提升。**由于 2015 年配网订单的结转，置信原传统一次装备业务销售量有所增长，收入同比增加，同时毛利率同比也在提升；武汉南瑞新材料一次设备实现了高速增长；电网智能运维系统及设备与去年持平。武汉南瑞的并表，为公司在新材料一次设备、节能工程及服务等领域带来新的业绩增长点。公司通过智能制造以及对主材价格控制等措施，有效降低了成本，尽管变压器价格持续下降，公司非晶变，硅钢变，集成变电站毛利率均有一定程度提升。
- **节能业务增长较好，毛利率因转包有所下滑，碳资产业务目前主要来自公允价值变动收益。**置信电气的节能业务主要是向国网节能平台做设备供应，节能公司自主招标，面向系统内采购价格比国网集中招标要好，主要是由于节能项目工程及服务的转包项目增多，毛利率下滑。公司低碳节能业务取得较好增长，置信碳资产与多家省电力公司及地方政府取得战略合作意向，签订南通配电网节能改造、国网湖南节能公司中频炉改造等电网节能项目，江苏、浙江等配网改造设备租赁及节能改造等项目已基本落地。
- **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

股价走势



市场数据

收盘价（元）	11.05
一年最低/最高价	12.50/8.18
市净率（倍）	4.61
流通市值（百万元）	12306.04

基础数据

每股净资产（元）	2.61
资本负债率（%）	61.86%
总股本（百万股）	1356.17
流通 A 股（百万股）	1113.67

相关研究

1. 中美批准《巴黎协定》碳市场升温 PPP 模式为配网设备迎来契机

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 and 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，

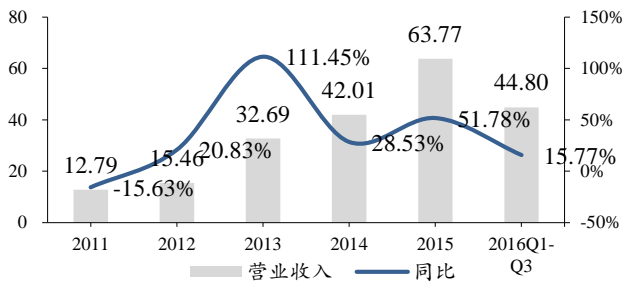
- **碳资产盘查：**作为国网旗下唯一从事碳资产的公司，利用资源优势可以主要在国网内部开展。
- **一级半市场减排分成：**帮项目开发碳减排量，享受的分成，签约期结束后重新进行评估。2020 年，中国可能会参与全球碳交易市场，届时国内碳减排量可出售到国外，由于海外碳减排成本更高，预计将为国内的碳资产管理公司带来更多收益。
- **二级市场代理碳交易：**二级市场主要就是代客户做碳相关交易，获取佣金收益，低吸高抛碳赚取差价。

■ **前三季度三大费用率 8.83%，同比下降 0.62 个百分点，应收款和存货比年初分别增长 17.18%和 44.25%，预收款比年初大幅下滑。**2016 年前三季度公司销售费用为 1.16 亿元，同比增长 34%，销售费用率 2.58%，去年同期为 2.85%；发生管理费用为 2.38 亿，同比增长 53%，管理费用率 5.30%，去年同期为 5.14%；财务费用 0.43 亿，同比降低 4%，财务费用率 0.95%，去年同期为 1.46%。2016 年前三季度公司应收账款 40.57 亿元，与年初 34.63 亿增长 17.18%，主要系营收规模增大所致；存货 11.43 亿元，较年初 7.93 亿增长 44.25%；预收账款 1.26 亿较年初 3.67 亿减少 65.80%，主要是去年结转的订单已完成。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为-3.12 亿元，去年同期为-3.53 亿元，主要系回款收到的现金较去年同期增加所致。

■ **投资建议：**我们预计公司 16-18 年归母净利润为 5.02/6.10/7.01 亿元，EPS 分别为 0.37/0.45/0.52 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 2017 年 30 倍 PE，目标价 13 元，维持买入评级。

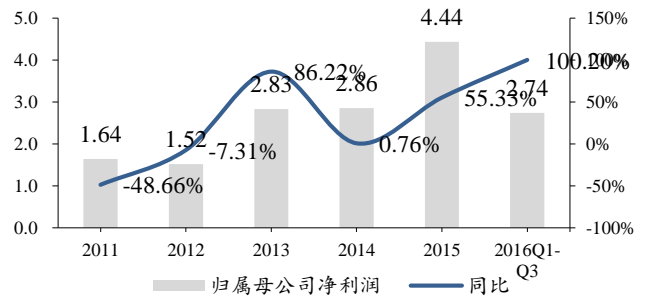
■ **风险提示：**配网投资不达预期；碳交易市场推进缓慢；节能项目进度不达预期。

图表 1: 2016Q1-Q3 收入 44.80 亿元, 同比增长 15.77%



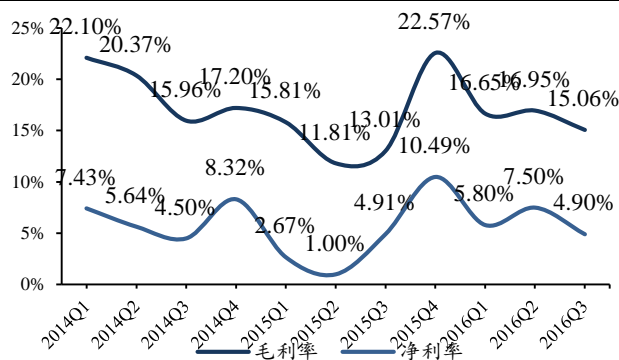
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 2016 Q1-Q3 盈利 2.74 亿元, 同比增长 100.20%



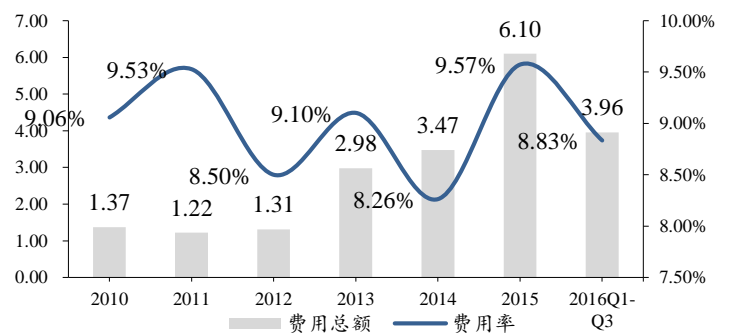
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 2016 Q1-Q3 毛利率同比回升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 2016 Q1-Q3 费用率下降



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 公司运营情况

置信电气	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	2.16%	6.66%	0.23%	9.06%	38.10%	21.09%	153.02	101.32	1.55
2011	2.68%	6.36%	0.49%	9.53%	25.95%	12.83%	144.58	148.90	2.55
2012	2.28%	5.41%	0.81%	8.50%	23.94%	9.84%	98.75	141.77	2.84
2013	3.22%	5.38%	0.50%	9.10%	21.12%	8.67%	64.80	134.31	0.79
2014	3.48%	3.81%	0.97%	8.26%	18.33%	6.80%	67.01	154.54	0.41
2015	3.06%	5.24%	1.27%	9.57%	18.20%	6.96%	49.59	151.77	1.71
2016Q1-Q3	2.58%	5.30%	0.95%	8.83%	16.22%	6.12%	69.65	226.62	(3.12)
2015Q1-Q3	2.85%	5.14%	1.46%	9.45%	13.35%	3.03%	73.18	179.00	(3.53)

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 公司分季度经营情况

置信电气	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	同比	环比
营业收入	7.91	10.01	12.28	33.57	13.29	16.39	15.11	23.02%	-7.83%
毛利率	15.81%	11.81%	13.01%	22.57%	16.65%	16.95%	15.06%	2.05%	-1.89%
毛利润	1.25	1.18	1.60	7.57	2.21	2.78	2.28	42.40%	-18.10%
期间费用率	12.28%	9.27%	7.78%	9.68%	9.38%	7.98%	9.28%	1.50%	1.31%
销售费用	0.35	0.25	0.26	1.09	0.38	0.41	0.38	43.92%	-7.06%
管理费用	0.51	0.57	0.47	1.79	0.75	0.79	0.83	74.99%	4.60%
财务费用	0.12	0.10	0.22	0.37	0.12	0.11	0.20	-10.99%	80.08%
期间费用	0.97	0.93	0.96	3.25	1.25	1.31	1.40	46.72%	7.26%
资产减值损失	-0.01	0.05	-0.02	0.47	0.05	0.06	0.06	-498.28%	-3.77%
营业利润	0.30	0.16	0.77	4.16	1.02	1.56	0.84	8.85%	-46.13%
营业外收入	0.04	0.02	0.11	0.57	0.03	0.10	0.19	69.20%	89.00%
利润总额	0.33	0.18	0.88	4.45	1.02	1.66	1.02	15.34%	-38.48%
所得税	0.12	0.09	0.24	0.80	0.22	0.38	0.22	-8.46%	-42.55%
归属于母公司净利润	0.21	0.10	0.60	3.52	0.77	1.23	0.74	22.77%	-39.74%
净利率	2.67%	1.00%	4.91%	10.49%	5.80%	7.50%	4.90%	-0.01%	-2.60%
存货	6.84	6.42	7.74	7.93	9.03	11.52	11.43	47.70%	-0.78%
股本	13.56	13.56	13.56	13.56	13.56	13.56	13.56		
EPS	0.02	0.01	0.04	0.26	0.06	0.09	0.05	22.77%	-39.74%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,269	5,342	6,377	6,915	7,735	8,486
增长率	111.45%	63.4%	19.4%	8.4%	11.9%	9.7%
营业成本	-2,578	-4,242	-5,216	-5,559	-6,269	-6,889
% 销售收入	78.9%	79.4%	81.8%	80.4%	81.0%	81.2%
毛利	690	1,100	1,161	1,356	1,467	1,596
% 销售收入	21.1%	20.6%	18.2%	19.6%	19.0%	18.8%
营业税金及附加	-13	-29	-29	-22	-23	-25
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-105	-199	-195	-187	-170	-170
% 销售收入	3.2%	3.7%	3.1%	2.7%	2.2%	2.0%
管理费用	-176	-258	-334	-346	-356	-373
% 销售收入	5.4%	4.8%	5.2%	5.0%	4.6%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	397	614	603	802	918	1,028
% 销售收入	12.1%	11.5%	9.4%	11.6%	11.9%	12.1%
财务费用	-16	-57	-81	-132	-118	-94
% 销售收入	0.5%	1.1%	1.3%	1.9%	1.5%	1.1%
资产减值损失	-13	-26	-50	-25	-1	-1
公允价值变动收益	0	9	64	6	0	0
投资收益	0	3	4	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.6%	0.6%	—	0.0%	0.0%
营业利润	367	544	539	650	799	933
营业利润率	11.2%	10.2%	8.4%	9.4%	10.3%	11.0%
营业外收支	16	26	45	20	20	20
税前利润	384	570	584	670	819	953
利润率	11.7%	10.7%	9.2%	9.7%	10.6%	11.2%
所得税	-86	-121	-124	-146	-183	-217
所得税率	22.3%	21.2%	21.3%	21.8%	22.3%	22.8%
净利润	298	449	460	524	636	736
少数股东损益	15	20	16	24	29	34
归属于母公司的净利润	283	429	444	501	607	702
净利率	8.7%	8.0%	7.0%	7.2%	7.9%	8.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	784	1,509	1,764	1,809	2,087	2,403
应收款项	1,758	3,194	3,656	2,700	2,787	2,937
存货	633	776	793	802	870	919
其他流动资产	35	321	631	408	405	427
流动资产	3,209	5,801	6,845	5,720	6,150	6,686
% 总资产	72.4%	78.1%	77.0%	74.2%	75.9%	77.8%
长期投资	0	117	509	509	509	509
固定投资	578	770	807	775	759	720
% 总资产	13.0%	10.4%	9.1%	10.1%	9.4%	8.4%
无形资产	630	692	692	669	655	642
非流动资产	1,226	1,626	2,043	1,988	1,958	1,906
% 总资产	27.6%	21.9%	23.0%	25.8%	24.1%	22.2%
资产总计	4,435	7,427	8,888	7,708	8,107	8,592
短期借款	481	1,010	1,509	1,565	1,275	963
应付款项	1,505	2,641	3,308	1,758	1,941	2,132
其他流动负债	74	176	202	227	233	238
流动负债	2,060	3,828	5,019	3,550	3,449	3,333
长期贷款	111	414	300	200	200	200
其他长期负债	0	105	179	179	179	179
负债	2,171	4,346	5,498	3,929	3,828	3,712
普通股股东权益	2,119	2,879	3,184	3,549	4,021	4,588
少数股东权益	142	197	207	231	260	293
负债股东权益合计	4,432	7,422	8,889	7,709	8,108	8,593

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.410	0.345	0.327	0.369	0.448	0.518
每股净资产 (元)	3.064	2.313	2.348	2.617	2.965	3.383
每股经营现金净流 (元)	0.114	0.008	0.126	0.204	0.629	0.634
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	13.38%	14.90%	13.93%	14.10%	15.10%	15.31%
总资产收益率	6.39%	5.78%	4.99%	6.49%	7.49%	8.17%
投入资本收益率	14.89%	16.87%	16.55%	19.84%	23.06%	25.92%
增长率						
营业总收入增长率	111.45%	63.42%	19.37%	8.44%	11.86%	9.70%
EBIT 增长率	62.49%	54.81%	-1.86%	33.04%	14.47%	12.09%
净利润增长率	86.22%	51.34%	3.41%	12.85%	21.32%	15.67%
总资产增长率	104.79%	67.46%	19.76%	-13.28%	5.18%	5.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	136.2	152.5	178.4	133.9	123.9	118.9
存货周转天数	65.7	60.6	54.9	52.7	50.7	48.7
应付账款周转天数	93.9	108.3	128.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	35.2	38.2	40.0	37.1	29.7	24.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.47%	-3.19%	-1.15%	-3.52%	-16.39%	-27.24%
EBIT 利息保障倍数	24.3	10.8	7.4	6.1	7.8	11.0
资产负债率	48.99%	58.55%	61.85%	50.97%	47.21%	43.20%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	298	449	460	524	636	736
少数股东损益	0	0	0	24	29	34
非现金支出	79	106	156	110	77	70
非经营收益	21	56	12	110	103	79
营运资金变动	-319	-601	-457	-468	36	-25
经营活动现金净流	79	10	171	300	881	894
资本开支	99	104	108	9	26	-3
投资	0	-2	-16	-6	0	0
其他	255	6	2	6	0	0
投资活动现金净流	156	-99	-122	-9	-26	3
股权筹资	0	44	3	0	0	0
债权筹资	103	731	378	-44	-291	-312
其他	-116	-209	-515	-178	-258	-235
筹资活动现金净流	-12	566	-134	-222	-549	-546
现金净流量	223	477	-85	68	307	350

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

