

## 碳资产交易来临，催生企业再次成长

### 投资要点

- **事件:** 近日第五届国际清洁能源论坛开幕式及主题峰会顺利召开，对我国及国际的能源转型和碳减排策略进行探讨，并发布了《温室气体减排与碳市场发展报告(2016)》。
- **事件点评:** 此次会议与10月底国务院发布的《“十三五”控制温室气体排放工作方案》都着重提及了碳排放市场的建设问题，运行全国碳排放交易市场势在必行，我们认为此举将有利于早期碳交易布局的企业。
- **碳资产发展迅速，提前布局享受空间红利:** 我国目前碳交易已有7个试点省市，超2000余家的单位被纳入，规模超欧盟一半以上。随着碳减排的迫切需求，政策的不断更新，碳交易市场将具备广阔的空间。公司是国网旗下唯一的碳资产管理公司，背景优势明显，人员经验丰富，并且及早布局，能尽享碳资产交易的红利。
- **电气设备及节能运维稳步发展:** “十三五”期间，配网投资建设将进一步加大，公司是国内非晶变压器龙头，且恰时切入节能领域，目前业务包括建筑节能、绿色照明节能、工业节能、碳减排项目开发等，公司的国网背景也将确保订单无忧；公司2013年起涉足工程运维领域，成长迅速，并入武汉南瑞后，公司的工程运维业务实现了优势互补。武汉南瑞的雷电监测与防控业务处于国内垄断地位，将对公司在行业中的地位起到明显帮助作用。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2016-2018年EPS分别为0.33元、0.38元和0.41元，对应PE分别为32倍、28倍和27倍。考虑到公司是国网旗下唯一的碳资产管理平台，并提早布局大力发展碳资产管理业务，有望随着碳交易市场的成立而得到市场认可，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6376.96	7183.04	8052.52	9212.52
增长率	51.78%	12.64%	12.10%	14.41%
归属母公司净利润(百万元)	443.58	450.94	521.58	551.15
增长率	55.33%	1.66%	15.67%	5.67%
每股收益EPS(元)	0.33	0.33	0.38	0.41
净资产收益率ROE	13.56%	12.75%	13.48%	13.12%
PE	33	32	28	27
PB	4.32	4.00	3.65	3.36

数据来源: Wind, 西南证券

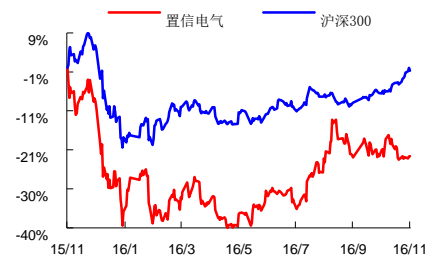
### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 谭菁  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹  
电话: 021-68415929  
邮箱: lzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

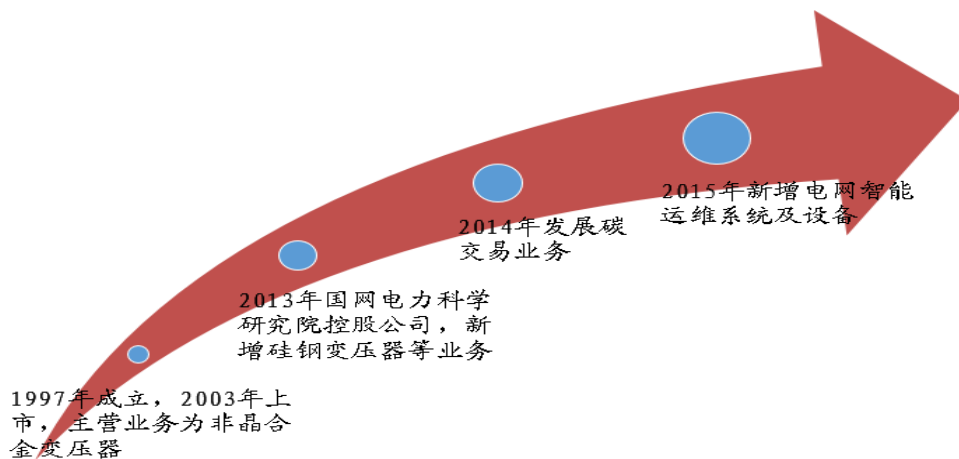
总股本(亿股)	13.56
流通A股(亿股)	11.14
52周内股价区间(元)	8.42-14.04
总市值(亿元)	146.74
总资产(亿元)	92.85
每股净资产(元)	2.45

### 相关研究

## 1 主业发展成三大板块

公司在 2003 年上市时，主营非晶变压器、集成变电站等多种一次设备。2013 年国网电科院入主公司后，在不断巩固非晶变行业领先地位的基础上，拓展了一系列新业务，初步形成了装备制造、低碳节能、运维服务三大产业板块。经过多年的发展，目前已拥有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，并成为中国专业化非晶配电变压器龙头企业。

图 1：公司主营业务变迁历史



数据来源：公司年报，西南证券整理

## 2 碳资产管理优势明显

第五届国际清洁能源论坛的召开提升了市场进一步对碳排放问题的关注；国务院印发的《“十三五”控制温室气体排放工作方案》也明确了 2017 年将启动全国碳排放权交易市场，启动碳市场配额分配工作会；在 11 月 4 日生效的《巴黎协定》表明全球范围都将加大碳减排控制力度，标志着全球减排新时代的到来。

目前我国拥有深圳、上海、北京、广东、天津、湖北和重庆 7 个试点省市，纳入单位数超 2000 家。目前 7 个试点年配额即超过欧盟的一半，近 12.4 亿元，随着后续的全局开展，种种事件催化碳交易市场快速完善，碳减排份额将如同金融衍生品实现运作，开启了广阔的市场空间。

公司早期便成立了上海置信碳资产管理有限公司，所属行业为金融保险业，明确了碳资产管理的运作方式类似于金融资产管理，将碳资产做成金融衍生品来开发。公司是国家电网公司旗下唯一的碳资产公司，同时吸引来了有丰富经验的人员开发碳资产业务。在 2016 年电网行业纳入了碳资产控排范围，相当于对公司提供了更广阔的市场空间。

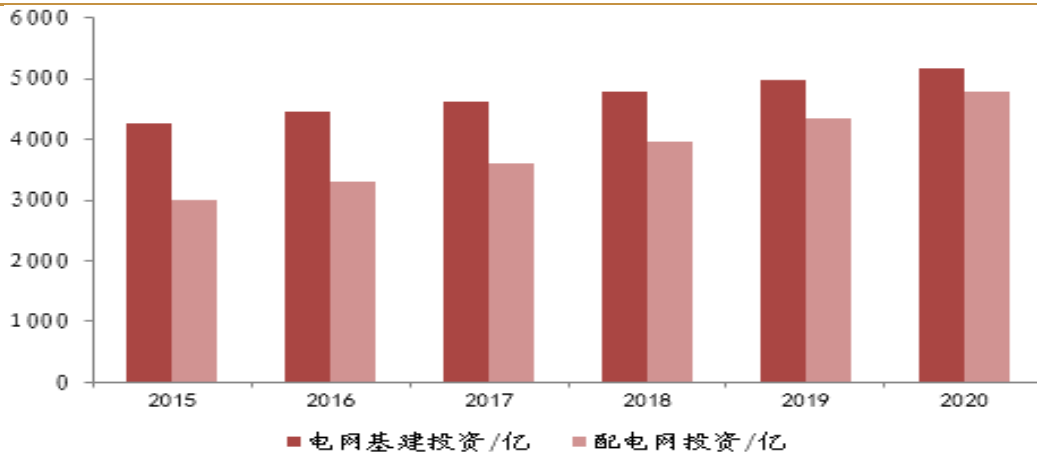
目前公司与 7 大碳交易所均有合作，并布局了各省的碳资产管理合作意向。在 2015 年公司碳资产管理业务即获得了约 6000 万元的利润，今年将随着电网的开放，利润得到明显提升。

### 3 一次设备及节能运维发展稳健

#### 一次设备保持稳健

国家电网公司 2015 年完成电网投资 4521 亿元，增长 17.1%，而配电网规划的投资则达到 3000 亿元。该规划将从政策层面上引导电网公司社会资本加大对配电网的投资。按配电网规划 2016-2020 年累计投资不低于 1.7 万亿元取年平均均值 3400 亿元测算，未来 5 年配电网投资占将电网总投资额的 65% 以上，复合增长率接近 9.75%。

图 2：2015-2020 年预计配电网投资将稳定增长

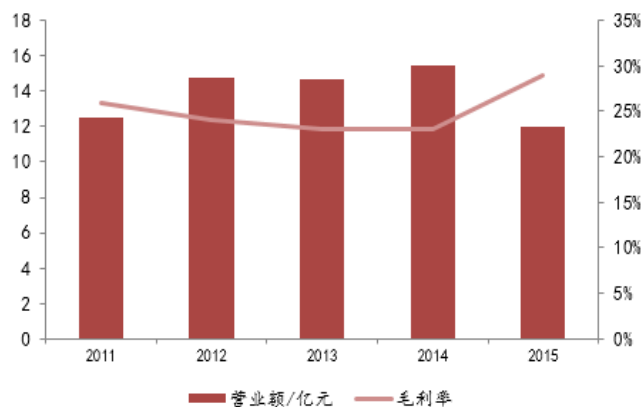


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司已挂网运行的变压器包括非晶变 33 万台、硅钢变 8 万台左右，生产规模较大，生产能力、试验设备及试验能力在国内同行业领域属领先水平；市场布局基本形成，主要以国家电网公司、南方电网公司集中招标为核心竞争市场，逐步开拓支柱产业市场。

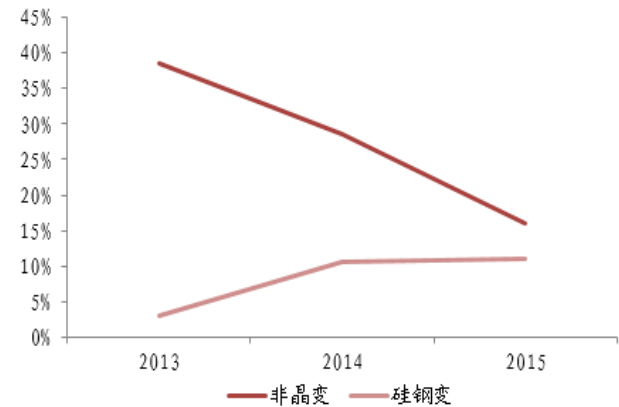
非晶变龙头地位稳固，非晶合金变压器是公司的标杆性产品，市占率一度遥遥领先。近年来虽然由于进入者增多市占率与营收水平有所下降，但近五年来毛利率均在 20% 以上，目前市占率已经稳定在 16% 左右。硅钢变资产自 2012 年注入公司之后市场占有率后稳定提升至 10% 以上，目前公司已经成为硅钢变市场重要的参与者。

图 3：公司近年来营收变化



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：公司非晶变与硅钢变近三年市占率变化



数据来源：公司年报，西南证券整理

而根据国家电网公司在 2015 年 10 月发布的配电变台成套化招标公告,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,且不接受联合体投标。配电变台划分为 4 个模块,这一政策出台有利于行业集中度的提升,规范竞价机制,有利于相关企业实现更高利润率。

### 节能业务初步成型

公司的低碳节能业务起步较晚。在国家电网公司的节能服务体系初具规模的情况下,国网节能服务有限公司于 2013 年成立,统筹期间节能环保业务,提出把公司打造成国内顶尖、国际知名的节能技术、新能源与能源高效利用集成供应商。在此大背景下,2013 年置信电气以建筑、市政节能为主,目前业务包括建筑节能、绿色照明节能、工业节能、碳减排项目开发、碳排放方法学开发、碳交易等;经营模式初步成型。目前公司已签约多个项目,正处于落地执行阶段,其中母公司节能业务 80%左右的营收来自国网系统内部。

**表 1: 近年来节能业务大单**

年份	项目内容
2014 年	合计 60 亿元、为期 3 年的意向性节能服务框架性订单, 15 年落地约 3 亿元
2015 年	宁波亚洲浆纸业焚烧炉发电示范项目
2016 年	与南瑞集团签订 10.45 亿元合同, 南瑞集团将按年为周期分 8 期向公司支付设备费用
2016 年	国网湖南节能公司中频炉改造

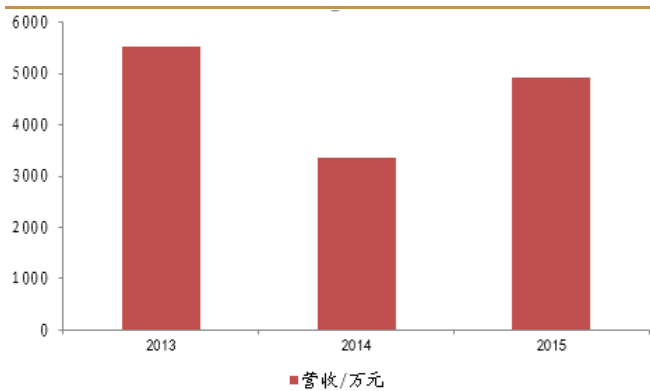
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 工程运维业务保持稳定

母公司的工程运维业务从 2013 年开始, 顺应行业发展趋势逐步开展。主要由置信电建作为发展载体, 涵盖配网电力工程建设、配网运检抢修、配网设备检测维护等。近几年来公司该板块业务稳定开展, 市场逐步打开, 2016 年上半年, 中标了国网浙江电力宁波 110kV 输变电工程设计项目, 为之后业务空间打开奠定了良好的基调。

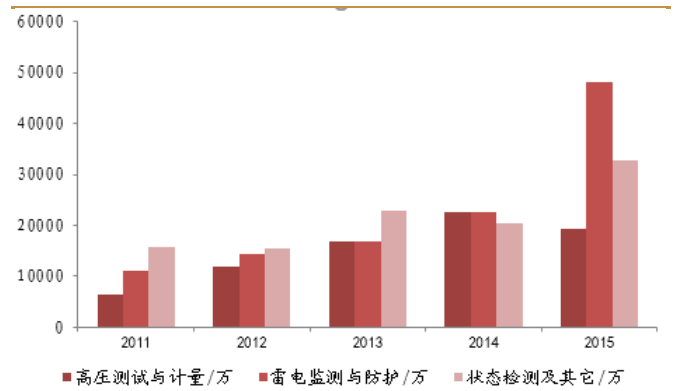
公司收购武汉南瑞之后, 对公司的工程运维服务能力有了极大的帮助, 并且雷电监测与防护业务处于国内垄断地位。武汉南瑞进入运维市场较早, 产品服务成熟, 竞争力强。近年来由于电网需求量上升, 依仗产品的口碑和竞争力在国网及南网市场占据了较大的市场份额, 公司运维业务平稳推进的同时, 武汉南瑞各项产品营收金额的快速成长成为公司该板块的一大亮点, 也必将为公司业务开展和打通市场提供具备实操意义的借鉴方案。

**图 5: 公司 2013-2015 年运维业务营业收入**



数据来源: 公司年报, 西南证券

**图 6: 武汉南瑞 2011-2015 三项产品营业收入**



数据来源: 公司公告, 西南证券

## 4 盈利预测与投资建议

### 关键假设:

假设 1: 随着电网新增建设速度的放缓, 传统电力设备如变压器等需求将在未来几年持续下滑, 公司的传统主业电气设备制造也进入了缓慢发展期, 而工程建设运维将提升发展空间, 带来公司主业平稳发展。综合考虑, 公司的电气制造业务将持平或保持小幅增长;

假设 2: 公司的节能业务中, 碳资产管理在 2015 年即实现了收入, 今年新增加了电网范围, 凭借公司背景率先合作, 业绩有望大幅提升, 并能延续发展。公司的节能服务工作及武汉南瑞的雷电业务在国内优势明显。综合考虑, 预计公司的新增订单量在未来几年能维持在 50% 以上;

假设 3: 公司的贸易业务将随着公司加大销售力度等动作而得到提升, 预计新签订单量能保持 20% 以上的增长。

基于以上假设, 我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表:

**表 2: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
电气制造业	收入	4447.52	4536.47	4627.20	4719.74
	增速	-	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	23.50%	23.00%	23.00%	23.00%
节能业务	收入	557.77	892.43	1338.65	2007.97
	增速	-	60.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	9.76%	10.00%	15.00%	15.00%
贸易	收入	1255.53	1632.19	1958.63	2350.35
	增速	-	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	2.93%	3.00%	3.00%	3.00%
其他	收入	116.14	121.95	128.04	134.45
	增速	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	20.69%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	6376.96	7183.04	8052.52	9212.52
	增速	117.53%	12.64%	12.10%	14.41%
	毛利率	18.20%	16.79%	16.76%	16.11%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.33 元、0.38 元和 0.41 元, 对应 PE 分别为 32 倍、28 倍和 27 倍。考虑到公司是国网旗下唯一的碳资产管理平台, 并提早布局大力发展碳资产管理业务, 有望随着碳交易市场的成立而得到市场认可, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6376.96	7183.04	8052.52	9212.52	净利润	459.81	467.44	540.67	571.32
营业成本	5216.40	5977.05	6703.10	7728.38	折旧与摊销	106.01	132.83	144.15	156.04
营业税金及附加	28.69	30.24	34.33	39.47	财务费用	81.07	59.22	40.88	42.92
销售费用	195.22	214.05	235.13	265.32	资产减值损失	49.82	20.00	30.00	30.00
管理费用	334.14	343.95	384.62	447.51	经营营运资本变动	-294.80	-168.53	-207.04	-222.11
财务费用	81.07	59.22	40.88	42.92	其他	-230.95	-65.33	-69.92	-70.41
资产减值损失	49.82	20.00	30.00	30.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>170.95</b>	<b>445.65</b>	<b>478.74</b>	<b>507.76</b>
投资收益	3.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-201.25	-160.00	-160.00	-160.00
公允价值变动损益	63.53	34.70	39.99	42.15	其他	79.30	97.94	39.99	42.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-121.95</b>	<b>-62.06</b>	<b>-120.01</b>	<b>-117.85</b>
<b>营业利润</b>	<b>538.78</b>	<b>573.22</b>	<b>664.45</b>	<b>701.06</b>	短期借款	554.11	-1177.14	-34.38	-3.69
其他非经营损益	45.42	29.43	31.85	33.30	长期借款	186.39	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>584.21</b>	<b>602.65</b>	<b>696.29</b>	<b>734.37</b>	股权融资	238.98	0.00	0.00	0.00
所得税	124.40	135.20	155.62	163.05	支付股利	-124.45	-193.31	-196.52	-227.31
净利润	459.81	467.44	540.67	571.32	其他	-982.66	-59.22	-40.88	-42.92
少数股东损益	16.23	16.50	19.09	20.17	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-127.62</b>	<b>-1429.67</b>	<b>-271.79</b>	<b>-273.91</b>
归属母公司股东净利润	443.58	450.94	521.58	551.15	<b>现金流量净额</b>	<b>-85.28</b>	<b>-1046.09</b>	<b>86.95</b>	<b>116.00</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1764.39	718.30	805.25	921.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4107.64	4286.55	4859.46	5594.50	销售收入增长率	51.78%	12.64%	12.10%	14.41%
存货	792.65	923.45	1038.09	1198.33	营业利润增长率	37.72%	6.39%	15.92%	5.51%
其他流动资产	180.02	118.61	122.85	128.51	净利润增长率	50.47%	1.66%	15.67%	5.67%
长期股权投资	27.94	27.94	27.94	27.94	EBITDA 增长率	42.86%	5.43%	11.00%	5.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	807.32	845.76	876.69	899.52	毛利率	18.20%	16.79%	16.76%	16.11%
无形资产和开发支出	684.87	674.35	660.04	641.92	三费率	9.57%	8.59%	8.20%	8.20%
其他非流动资产	523.29	522.54	521.78	521.02	净利率	7.21%	6.51%	6.71%	6.20%
<b>资产总计</b>	<b>8888.12</b>	<b>8117.50</b>	<b>8912.09</b>	<b>9933.00</b>	ROE	13.56%	12.75%	13.48%	13.12%
短期借款	1509.06	331.93	297.54	293.86	ROA	5.17%	5.76%	6.07%	5.75%
应付和预收款项	3407.32	3524.79	3995.37	4655.85	ROIC	15.75%	13.91%	14.31%	13.94%
长期借款	300.00	300.00	300.00	300.00	EBITDA/销售收入	11.38%	10.65%	10.55%	9.77%
其他负债	280.52	295.44	309.67	329.78	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5496.90</b>	<b>4452.15</b>	<b>4902.59</b>	<b>5579.48</b>	总资产周转率	0.90	0.84	0.95	0.98
股本	1356.17	1356.17	1356.17	1356.17	固定资产周转率	10.26	9.43	10.12	11.10
资本公积	377.16	377.16	377.16	377.16	应收账款周转率	2.37	2.02	2.07	2.08
留存收益	1450.83	1708.46	2033.52	2357.37	存货周转率	7.10	6.76	6.69	6.78
归属母公司股东权益	3184.16	3441.79	3766.85	4090.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.77%	—	—	—
少数股东权益	207.06	223.56	242.65	262.82	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3391.22</b>	<b>3665.35</b>	<b>4009.50</b>	<b>4353.52</b>	资产负债率	61.85%	54.85%	55.01%	56.17%
负债和股东权益合计	8888.12	8117.50	8912.09	9933.00	带息债务/总负债	32.91%	14.19%	12.19%	10.64%
					流动比率	1.36	1.52	1.54	1.54
					速动比率	1.21	1.29	1.31	1.30
					股利支付率	28.06%	42.87%	37.68%	41.24%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.33	0.33	0.38	0.41
					每股净资产	2.50	2.70	2.96	3.21
					每股经营现金	0.13	0.33	0.35	0.37
					每股股利	0.09	0.14	0.14	0.17
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	725.85	765.27	849.48	900.02					
PE	33.02	32.48	28.08	26.57					
PB	4.32	4.00	3.65	3.36					
PS	2.30	2.04	1.82	1.59					
EV/EBITDA	19.41	18.24	16.29	15.24					
股息率	0.85%	1.32%	1.34%	1.55%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn