

置信电气(600517)

公司研究/深度报告

“一体两翼”布局完善，2017年碳资产业务迎发展机遇

深度研究报告/电力设备与新能源行业

2017年1月20日

报告摘要：

● 配电设备、低碳节能、工程运维三主业布局完善

公司成立于1997年，是国内非晶变压器产业的龙头企业。2015年，大股东国网科院向公司注入武汉南瑞，持股比例提升。2013年至2015年营业收入复合增长率为20.37%，归母净利润复合增长率为6.7%。在“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”战略的推动下，我们看好公司业绩呈持续增长趋势。

● 配变业务优质，贡献稳定业绩

在配电网建设改造行动计划和新一轮农村电网改造升级工程的推动下，我们认为“十三五”期间我国配网投资将处于高峰区间。按“十三五”期间年均配网总投资3400亿进行估算，配变市场规模约为360亿。一方面，非晶合金变压器空载损耗较低，公司有望受益于非晶变占比逐渐提高的市场需求结构变化。另一方面，公司作为配变领域市场占有率较高的优势企业，有望受益于国网招标模式的变化，通过变压器产品带动开关柜、避雷器、绝缘子等产品的销售，提升收入规模。

● 节能业务逐渐落地，碳市场成长空间广阔

《“十三五”节能环保产业发展规划》提出，到2020年，节能服务业总产值达到6000亿，年均复合增速约为14%。公司节能业务主要依托置信节能和武汉南瑞节能事业部，有望通过“内涵提升和外延发展”的方式做强。2017年上半年，国家发改委及各省行政单位将完成碳配额总量设定和分配，全国统一的碳交易市场有望在今年三季度启动。置信碳资产在碳交易一、二级领域布局完善，我们看好公司碳资产业务的发展前景。

● 工程运维业务具备发展潜力

在电力体制改革的大背景下，新增市场主体已逐渐进入增量配网领域，专业化的电网运维需求将逐渐提升。我们认为，在存量电网运维外包和新增配电网运维的推动下，工程运维市场有望扩大。公司有望以武汉南瑞的检测优势及运维能力为支撑，发挥各产品线子公司的协同效应，实施智能运维业务的转型升级，为客户提供更全面的运维服务。

盈利预测与投资建议：

预计公司16-18年EPS分别为0.36、0.43和0.50元，对应PE分别为27X、22X和19X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

1) 配网投资不达预期；2) 碳交易市场发展不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	6,377	7,002	7,941	8,903
增长率（%）	51.8%	9.8%	13.4%	12.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	444	485	588	678
增长率（%）	55.3%	9.5%	21.1%	15.3%
每股收益（元）	0.33	0.36	0.43	0.50
PE（现价）	29.6	27.1	22.4	19.4
PB	4.1	3.9	3.5	3.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强烈推荐	维持评级
合理估值区间：	13-17元
交易数据	2017-1-19
收盘价（元）	9.65
近12个月最高/最低	12.48/8.18
总股本（百万股）	1356.17
流通股本（百万股）	1244.52
流通股比例（%）	91.77
总市值（亿元）	130.87
流通市值（亿元）	120.10

该股与沪深300走势比较



分析师：黄彤

执业证书编号：S0100513080003

电话：(021) 60876721

Email：huangtong@mszq.com

研究助理：杨睿

执业证书编号：S0100115080001

电话：(010) 85127957

Email：yangrui_yjy@mszq.com

研究助理：张文鹏

执业证书编号：S01001150900050

电话：(010) 85127957

Email：zhangwenpeng@mszq.com

研究助理：王达婷

执业证书编号：S0100116080083

电话：(021) 60876759

Email：wangdating@mszq.com

相关研究

置信电气(600517)简评报告：《配电设备稳定增长，低碳节能提供想象空间》2016.10.26

目 录

一、配电设备、低碳节能、工程运维三主业布局完善	3
1、武汉南瑞注入，完善业务布局	3
2、业绩呈增长趋势，毛利率企稳	4
二、配变业务优质，贡献稳定业绩	5
1、配网投资加码，配变需求提升	5
2、招标结构变化，非晶变优势企业有望受益	6
三、节能业务逐渐落地，碳市场成长空间广阔	7
1、节能业务注重内涵提升与外延发展	7
2、全国统一碳交易市场将建立	9
3、公司碳资产业务布局完善	10
四、工程运维业务具备发展潜力	12
1、工程运维市场有望扩大	12
2、武汉南瑞具备智能监测能力优势	13
五、盈利预测	15
六、风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

一、配电设备、低碳节能、工程运维三主业布局完善

1、武汉南瑞注入，完善业务布局

公司成立于1997年，1998年引进消化吸收GE公司非晶技术，2003年10月上市。通过合资联营办厂，公司快速发展壮大，逐渐成为国内非晶变压器产业的龙头企业。2013年1月，国网电力科学研究院完成了与公司的重大资产重组，成为公司第一大股东。2015年12月，大股东国网电科院向公司注入武汉南瑞，持股比例增至31.57%。

图1：公司股权结构示意图

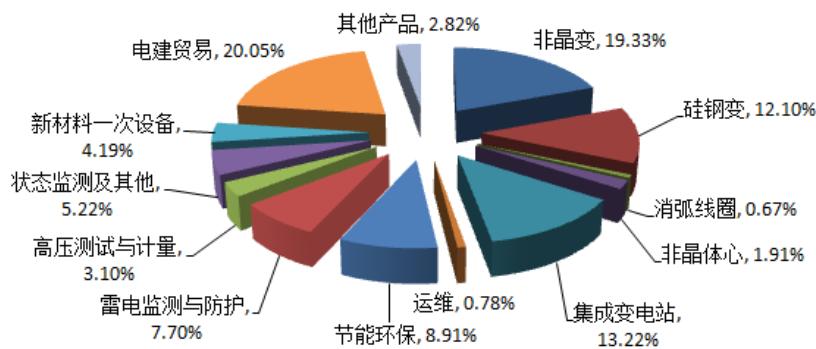


资料来源：公司公告、民生证券研究院

大股东资产注入后，公司业务板块得到丰富与完善。一次设备业务方面，在传统配电变压器基础上新增复合绝缘子、复合绝缘杆塔等产品，构成新的增长点。节能板块规模及项目积累得到提升，有望更好地分享节能产业增长。在雷电监测与防护、高压测试与计量、状态监测及其他电网运维相关业务的加强下，公司运维服务业务也得到了提升。

从收入结构上看，2015年一次设备业务收入占公司总收入的51.42%，节能业务占8.91%，包括雷电监测与防护、高压测试与计量、状态监测在内的运维业务板块占比16.8%。武汉南瑞研发实力出众，与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，助力公司实现“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。

图2：2015年公司收入结构情况

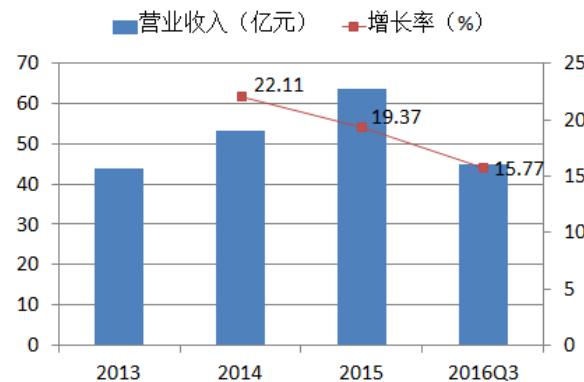


资料来源：公司公告、民生证券研究院

2、业绩呈增长趋势，毛利率企稳

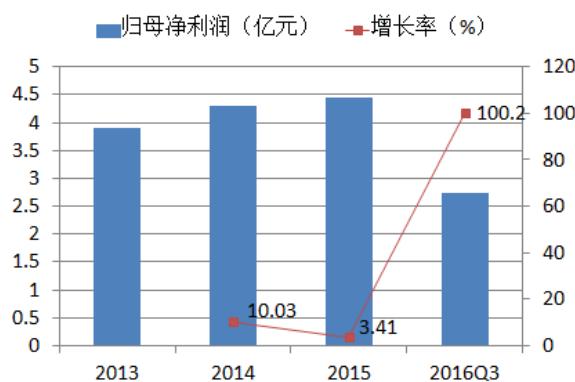
近年来，公司营业收入及净利润呈增长的趋势。2013年至2015年营业收入复合增长率为20.37%，归母净利润复合增长率为6.7%。在“一体两翼”战略的推动下，我们看好公司业绩呈持续增长趋势。

图3：2013年以来公司营业收入情况（调整后）



资料来源：公司公告、民生证券研究院

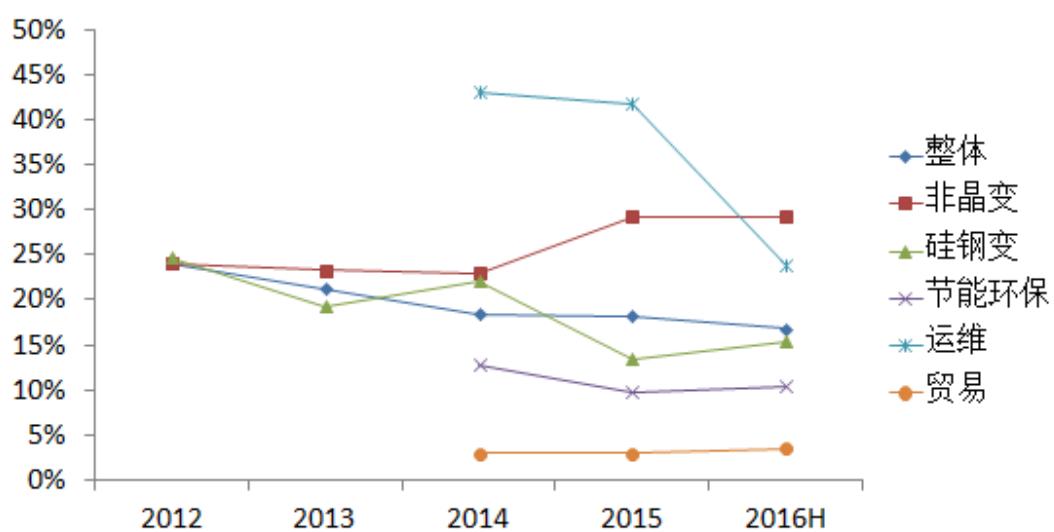
图4：2013年以来公司净利润情况（调整后）



资料来源：公司公告、民生证券研究院

毛利率方面，近年来毛利率较低的硅钢变和贸易业务收入占比提高，导致毛利率呈下滑趋势。2014年以来，公司传统一次装备板块毛利率企稳，非晶变业务毛利率反转升高；由于主材硅钢片价格上涨，硅钢变的毛利率下降。未来公司有望通过智能制造以及对主材价格控制等降本措施，提升变压器业务的毛利率。随着武汉南瑞毛利率较高的雷电监测与防护、高压测试与计量、状态监测等业务对公司传统运维业务的融合加强，我们认为公司整体综合毛利率有望呈稳中有升的趋势。

图5：公司近年来毛利率情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

二、配变业务优质，贡献稳定业绩

1、配网投资加码，配变需求提升

2015年国家能源局印发《配电网建设改造行动计划（2015-2020年）》，提出：2015-2020年，配电网建设改造投资不低于2万亿，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。2016年2月，国务院常务会议部署实施新一轮农村电网改造升级工程，预计总投资7000亿元以上。

在国家政策的催化下，各地纷纷制定电网投资规划，并向配电网特别是农电网部分倾斜。

表1. 部分省份配电网投资计划统计表

地区	配电网投资规划
云南	“十三五”期间，云南电网公司将投资263亿元用于全省农村配电网建设。
浙江	“十三五”期间，完成配电网投资800亿元以上。
山东	“十三五”期间农网建设改造工程总投资882亿元。
辽宁	“十三五”期间，规划投资893亿元进行电网建设。
广东	2016-2018年计划投资276.8亿元用于农村配电网建设。
江苏	2015-2020年，配电网建设改造投资约1400亿元。
山西	“十三五”期间，山西省配电网建设规划投资407.46亿元。
河南	“十三五”期间，河南农网计划投入700亿元。
福建	“十三五”期间，年均投入100亿元建设坚强配电网。
湖南	“十三五”期间，计划投资744.3亿元用于配电网建设。
湖北	“十三五”期间，湖北每年投入配电网改造资金100亿元。
河北	“十三五”期间，河北农网改造计划投资不少于217亿元。

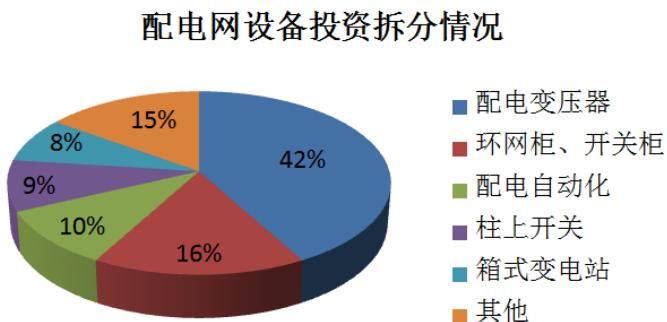
资料来源：国家电网公司、中国南方电网公司、民生证券研究院

在农配网改造的推动下，2015年的配网设备招标量有所提高。2016年受两网公司人事调整影响，配网建设改造进度情况有所放缓。预计投资缺口有望在未来三年内陆续按照行动计划的指示补足，并逐步从规划招标到确认合同传导到配电设备企业。

配电网建设能够拉动上游制造业，改善居民用电质量，支持绿色经济的发展，提升电网资产规模，有望成为自上而下电网投资的重点。同时，在电力体制改革放开配售电的大背景下，盈利能力相对较强的配电网也是自下而上社会资本关注的热点。

随着新能源汽车充换电基础设施、能源互联网下的分布式能源和电力体制改革开放配售电侧投资等多项国家重点支持方向的推进，我们看好十三五期间配电网建设情况。

按“十三五”期间年均配网总投资3400亿进行估算，其中约70%用做中低压配电网建设，考虑到工程规划建设物资采购等环节和线路设备等分类，我们估算我国中低压配网设备年投资额约为850亿元，其中配变市场规模约为360亿。

图 6：配电网设备投资比例情况


资料来源：国家电网、中国南方电网、民生证券研究院

2、招标结构变化，非晶变优势企业有望受益

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%，降低配电变压器损耗可提高电网输配电效率、降低电网运营成本。非晶合金变压器空载损耗低，SH15 型非晶合金变压器与 S11 型变压器相比，平均降低约 65%，与 S13 型相比，平均降低约 50%，因而提高非晶变压器运行比例是降低配变损耗的重要途径。

2015 年 8 月，工业和信息化部、质检总局和国家发展改革委联合发布《配电变压器能效提升计划（2015-2017 年）》，要求通过存量更新与增量提升相结合，扩大高效配电变压器运行比例；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%。

在电网公司的推广应用下，电网招标中非晶变占比逐渐提高，达到 40% 左右，预计随着非晶变上游材料价格下降，非晶变占比将持续呈提高趋势。

从 2016 年第二批配网设备协议库存招标开始，国家电网公司开始采用配电变台成套化招标采购模式。配电变台划分为以下 4 个模块：

1. 配电变压器模块：配电变压器、高压熔断器、避雷器；
2. 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；
3. 电杆模块：水泥杆、底盘和卡盘；
4. 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。

配电变压器、低压综合配电箱、附件三个模块合并一个包，即配电变台成套设备，电杆单独分包。配电变台成套设备要求配电变压器供应商作为投标人。

公司作为配变领域市场占有率较高的优势企业，有望受益于招标模式的变化，通过变压器产品带动开关柜、避雷器、绝缘子等产品的销售，提升收入规模与市场占有率。

三、节能业务逐渐落地，碳市场成长空间广阔

1、节能业务注重内涵提升与外延发展

加速培养节能环保产业是我国培育发展新动能、提升绿色竞争力的重大举措，是补齐资源环境短板、改善生态环境质量的重要支撑。《“十三五”节能环保产业发展规划》提出，到2020年，节能服务业总产值达到6000亿，年均复合增速约为14%。

公司节能业务主要依托置信节能和武汉南瑞节能事业部，以电能替代、建筑节能、绿色供能等业务为主要发展方向，通过“内涵提升和外延发展”的方式做强，分享节能产业的成长。

置信电气于2013年开始布局节能服务产业，逐步形成了“政府引导、企业主导、根植电网、市场运作”的业务推广模式。置信节能2014年净利润1725万元，2015年净利润1466万元，利润贡献稳定。随着所承担节能项目逐渐落成，荣获上海市优秀节能服务公司、上海市节能服务公司业绩排行榜第二名、“十二五”期间上海市合同能源管理服务品牌企业等荣誉。在国网公司降低供电成本的要求下，公司有望在电网节能服务领域获得更多发展机遇。

表2. 部分置信节能项目情况

时间	节能项目情况
2014	与国网浙江浙电节能服务有限公司签订《2014-2016年度节能降耗项目合作协议》，双方围绕“减能增效、减耗增效”为目标，共同组织实施相关节能降耗改造项目。
2015	签约宁波亚洲浆纸业焚烧炉发电等示范性项目。
2016	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，浙江温州、丽水以及江苏仪征等城市LED路灯照明改造项目。

资料来源：公司公告、民生证券研究院

武汉南瑞节能服务事业部成立于2012年，曾长期关注电网能效评估、工业节能技术研究，主持修订了《配电降压节电装置》、《智能照明节电装置》及《电动机轻载调压节电装置》三项相关国家标准。目前，智能用电相关节能工程、煤层气能效利用是武汉南瑞节能工程的发展重点，收入主要来自于电网系统外客户。

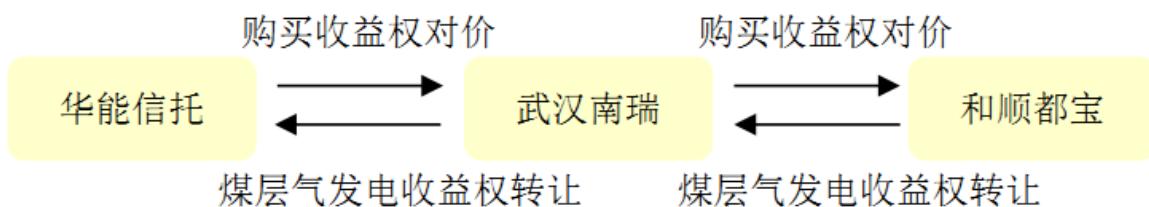
智能用电相关节能工程旨在通过各类技术手段，如配网自动化、电能质量监测、用电信息智能采集、储能系统、新能源产品接入、故障自动检修、电动汽车充放电等，结合用户实际用电需求及特点，最终实现电能有效利用，合理降低综合能耗。武汉南瑞主要服务于工业及楼宇市政等用电端用户，武汉未来科技城智能电网示范工程是公司承接该类项目中的典范。

煤层气能效利用业务同样是武汉南瑞节能业务重点的发展方向。煤层气开发利用是国家鼓励发展产业，煤层气发电项目前期研发投入较高，但发电并网后电费收入稳定，且电价及电量上网接收政策扶持，适合通过合同能源管理等方式解决项目开发阶段的融资问题。

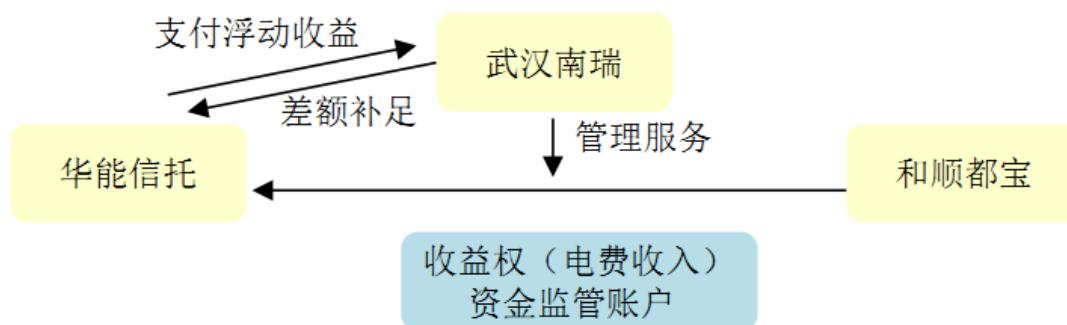
以与山西都宝项目为例，武汉南瑞开展该类业务，先基于已建成的煤层气发电电站进行尝试，引入融资方华能信托，开展收益权互换帮助业主单位和顺都宝融资，武汉南瑞提供管理服务，获取部分收益权（电费收入）带来浮动收益。

图 7：煤层气能效利用项目收益权互换协议情况（以山西都宝项目为例）

收益权转让：武汉南瑞净现金影响为零



后期：通过发电电费收入和顺都宝实现收益权回购



资料来源：公司公告、民生证券研究院

表 3. 部分武汉南瑞节能项目情况（截至 2015 年 9 月）

名称	签订时间	金额（万元）	完成情况
武汉未来城项目起步区	2012 年 6 月	23,523.00	90.03%
山西左权都宝盘城岭一期煤层气综合能效管理及节能应用服务	2015 年 6 月	11,485.18	15.91%
山西和顺都宝正邦二期煤层气综合能效管理及节能应用服务	2014 年 6 月	18,480.00	0.00%
赵庄煤层气综合能效管理及节能应用服务	2015 年 6 月	8,381.48	91.75%
山西左权都宝盘城岭二期煤层气综合能效管理及节能应用服务	2014 年 11 月	13,200.00	0.00%
王坡煤层气综合能效管理及节能应用服务		7,319.29	79.22%
华能贵诚信托有限公司特定资产收益权投资合同	2014 年 12 月	1,235.25	12.06%
山西高义钢铁转炉、烧结、轧钢节能技术改造	2014 年 3 月	5,466.00	63.93%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

2、全国统一碳交易市场将建立

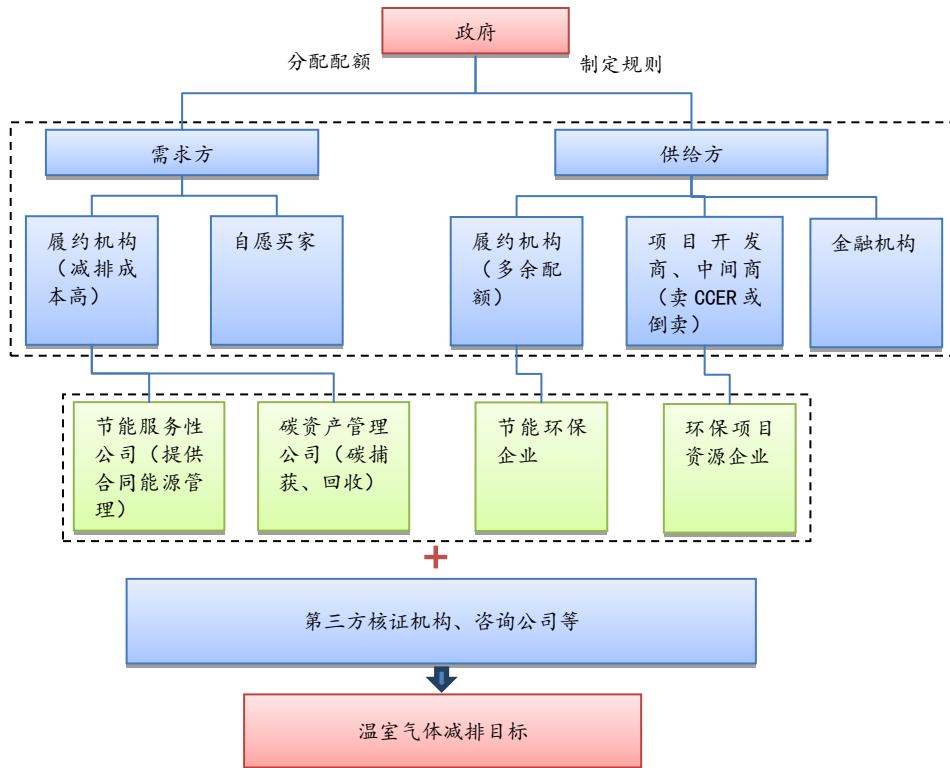
在联合国《京都议定书》倡议下，我国于2011年10月在北京、上海、天津、重庆、湖北、广东和深圳等七省市开展碳交易试点。2014年11月，国家发改委发布《国家应对气候变化规划（2014-2020）》，明确提出：深化碳排放权交易试点、加快建立全国碳排放交易市场。这标志着我国开始在国家层面推广碳排放交易。直到2015年9月，国家主席习近平同美国总统奥巴马发表关于气候变化的联合声明，确定了中国将在2017年启动国家碳排放交易体系。后续，国务院、发改委的政策发文均强调在2017年启动全国碳排放权交易市场。

图8：我国碳排放交易重要发展历程



资料来源：国务院、发改委、民生证券研究院

目前，我国七个碳交易所的交易机制，尽管具体细节不同，但总体规则是一致的。交易对象主要为总量控制下的碳排放配额（EA），同时也接受来自国内自愿减排项目产生的核证自愿减排量（CCER）。主要覆盖石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等工业行业。参与方主要为碳交易所、工业企业、碳资产管理公司、节能环保企业、CCER开发商等。

图 9：我国碳排放交易机制


资料来源：各试点碳排放权交易所、民生证券研究院

根据《2017年我国碳市场预测与展望》，截至2016年12月31日，我国七个碳交易所已累计完成了8670万吨的配额交易量，交易额愈20亿元，其中2016年碳市场配额交易总量约4290万吨、交易额约7.8亿元。截至2016年12月31日，全国已有2749个自愿减排审定项目和861个备案项目，已累计完成了7085万吨的CCER交易量。

根据规划，2017年上半年国家发改委及各省行政单位将完成碳配额总量设定和分配，全国统一的碳交易市场有望在今年三季度启动。

预计全国碳市场启动初期，平均价格水平在30-40元/吨，碳排放配额现货交易量约为2-5亿吨，交易额约为60-200亿元。

我国承诺在2030年实现单位GDP二氧化碳排放量比2005年减少60%至65%，通过控制碳配额、提高碳价格的方式可倒逼企业实现节能减排。现有减排成本约为200-300元/吨，远高于目前碳交易平均价格，因此碳交易单价有望呈提高趋势。

后续，随着碳市场覆盖行业逐步扩大、纳入企业能耗门槛下降、碳金融衍生品逐步丰富，全国碳交易市场交易额有望增至千亿元。

3、公司碳资产业务布局完善

置信碳资产成立于2013年11月，业务布局包括碳减排项目核查开发、碳排放方法学开发、碳交易服务等。人才团队素质水平较高，具有国家发改委气候战略中心、能源研究所、

碳交易所、第三方碳排放审核机构的工作经历，行业资源和经验较为丰富。

表 4. 部分置信碳资产业务发展情况

时间	业务发展情况
2014	协助南瑞集团编制《南瑞集团碳资产管理办法》。与国内七大碳交易所建立合作，率先开设国家登记簿 CCER 账户以及各地交易所 CCER 交易账户，并行推进碳交易一级市场和一级半市场。参与上海市发改委等单位低碳研究课题，研究“碳资产托管服务方案”。“碳交易师”、“碳核查师”等培训通过人保部职业认证体系。发布置信碳指数，反映全国碳交易试点市场的整体运行状况和碳价变动，成为国内碳交易指数化投资和衍生品开发的参考依据。
2015	签订《上海市排污权有偿使用和交易机制研究》、《北京电力碳市场应对及碳资产管理策略研究》等项目，作为创始会员加入中国光伏投融资联盟，成功举办“中国碳市场高峰论坛”，在第 21 届联合国气候大会（巴黎）上再次荣获“今日变革进步奖”。
2016	与多家省电力公司及地方政府沟通碳资产管理并取得战略合作意向，并承接了国家电网公司第一期“碳排放权交易培训班”。

资料来源：公司公告、民生证券研究院

表 5. 置信碳资产业务布局情况

业务	布局案例
碳咨询、课题研究	参与上海市发改委等单位低碳研究课题，研究“碳资产托管服务方案”。签订《上海市排污权有偿使用和交易机制研究》、《北京电力碳市场应对及碳资产管理策略研究》等项目。与多家省电力公司及地方政府沟通碳资产管理并取得战略合作意向，并承接了国家电网公司第一期“碳排放权交易培训班”。
碳排放方法学开发	编制电动汽车充电站及充电桩温室气体减排方法学、配电网中使用无功补偿装置温室气体减排方法学等。
CCER 碳减排项目	实施青海宏润新能源投资有限公司刚察 10 兆瓦并网光伏发电项目等光伏、风电、水电 CCER 碳减排项目。
碳金融	与浦发银行签署了国家核证自愿减排量（CCER）质押融资贷款合同。该笔碳资产质押融资业务是国家碳交易注册登记簿系统上线后发放的国内首单 CCER 融资。
碳交易	与阿坝水电开发有限公司通过北京环境交易所完成 37.8 万吨 CCER 交易。

资料来源：中国自愿减排交易信息平台、民生证券研究院

2015 年置信碳资产公司贡献了 3833 万净利润，并有 6142 万碳资产的公允价值变动损益计入。公司外购的 CCER 成本较低，全国统一的碳市场建立之后，CCER 的价格有望上升带动公司公允价值变动提升。置信碳资产在碳交易一、二级领域布局完善，我们看好公司碳资产业务的发展前景。

四、工程运维业务具备发展潜力

1、工程运维市场有望扩大

近日，《国家电网公司关于全面深化改革的意见》发布，国网要求各分子公司落实电力改革任务，积极推动售电侧改革，不断完善服务标准，主动服务售电主体，积极参与市场竞争。目前电网企业专业分类众多、资产规模庞大、业务领域广阔，在现有人员规模和成本监管要求的制约下，难以提高服务质量。电网企业开展运维外包业务可更好地实现资源优化配置，发展核心业务，增强竞争力。

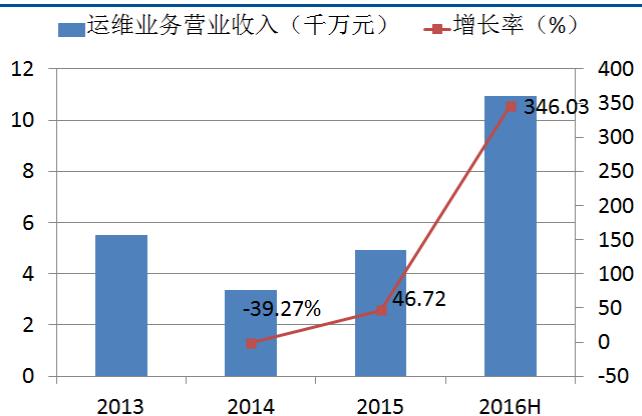
相较于安全性专业性要求较高的输电领域，配电网运维具备较好的外包基础。在电力体制改革的大背景下，新增市场主体已逐渐进入增量配网领域，专业化的电网运维需求将逐渐提升。我们认为，在存量电网运维外包和新增配电网运维的推动下，工程运维市场有望扩大。此外，随着电力电子及电网建设监测技术的快速发展，智能化运维需求市场有望逐步提升。

公司工程运维业务主要由置信电建作为平台，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服务，具体包括35kV以下的各类电业和用户工程建设，配电台区（含线路、变压器、开关）运行、监测、维修、故障消除、检修、抢修、试验等。已获得上海市建交委送变电三级资质、华东能源局承装（修、试）四级资质，送变电工程乙级设计资质，同时具备通信建设工程施工，房屋建设工程施工，管道建设工程专业施工，市政公用建设工程施工等非电力安装施工资质。

公司从2013年开始工程运维业务以来持续获得突破：2014年，在上海、江苏、安徽、福建等市场取得进展；2015年，签订福建三明地区部分县城的节能项目安装工程、泰宁县变电站技改大修等示范性项目；2016年，首次中标国网浙江电力宁波110kV输变电工程设计项目。

运维业务营业收入也呈稳中有升的趋势，并且通过浙江配网、福建配网等项目实施促进了配套工程项目的中标，设计、施工、运维一体化模式雏形初步显现。

图10：近年来公司传统运维业务营业收入情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

2、武汉南瑞具备智能监测能力优势

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。武汉南瑞在电网智能运维系统及设备中的雷电监测与防护、高压测试与计量、状态监测及其他三大领域具有较高的行业影响力及市场份额。

表 6. 公司电网智能运维系统及设备产品情况

产品线	产品系列
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

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司雷电监测系统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。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，也为其成功开拓电网外市场提供了有利支持。

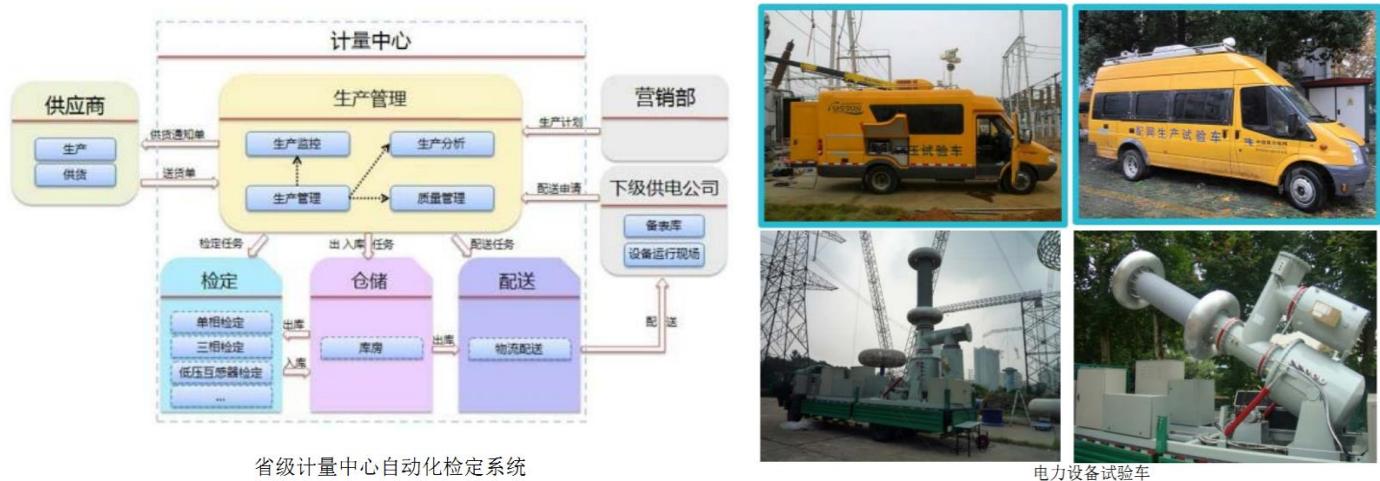
图 11：雷电监测与防护产品示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司在高压测试与计量领域的产品包括带电检测仪表、计量自动化系统、电力专用车等，主要为电网设备的校验、检定、带电检测等工作服务。自动化测试与计量系统是武汉南瑞的发展重点，其互感器自动化检定系统在全国 24 个网省招标中拿下 15 个网省公司的订单，市场份额领先。电力试验专用车是武汉南瑞推出的新型产品，其参与编制的《带电检测车技术规范》等技术标准通过国家电网公司审查，目前作为国家电网标准实施，市场正处于全面打开阶段。

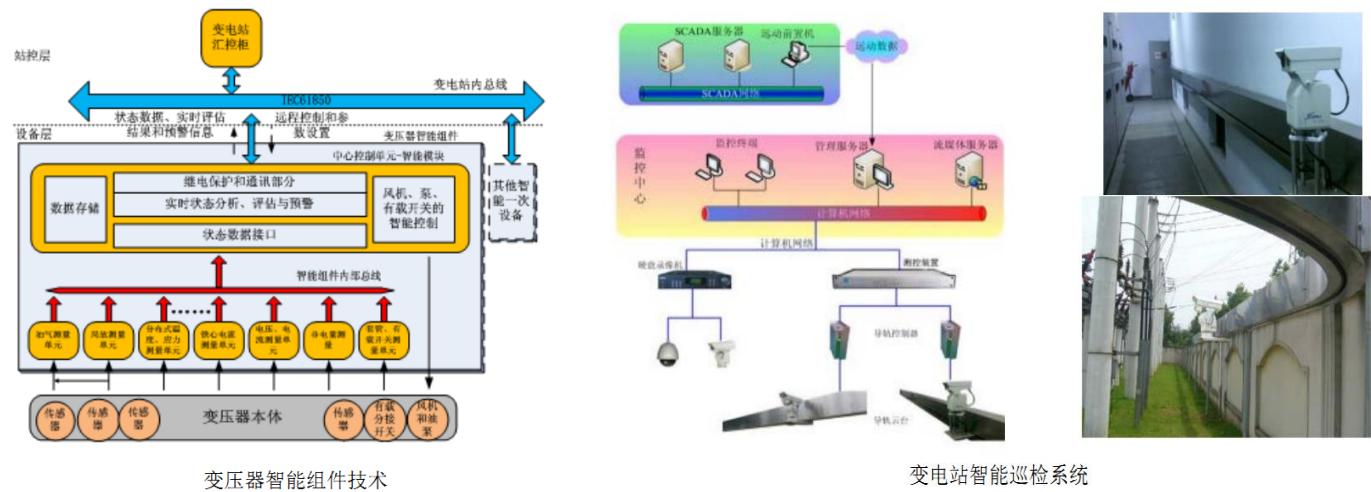
图 12: 高压测试与计量领域产品示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

武汉南瑞是国内最早研究一次设备在线监测的企业之一，其自主研发的变压器组件在线监测系统、避雷器绝缘在线监测、变压器油中气体含量在线监测、电能计量在线监测、分布式局部放电在线监测和一体化高压电缆及附件运行监测等产品已在市场上得到了广泛应用。

图 13: 在线监测产品示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司有望以武汉南瑞的检测优势及运维能力为支撑，发挥各产品线子公司的协同效应，实施智能运维业务的转型升级，拓展变电站整站运维、区域配电网运维和工业园区厂区整体运维等业务，为客户提供更全面的运维服务。

五、盈利预测

预计公司16-18年EPS分别为0.36、0.43和0.50元，对应PE分别为27X、22X和19X，维持“强烈推荐”评级。

主要逻辑：

1)“十三五”期间，我国配电网处于投资高峰区间。公司主营配电变压器业务有望受益于电网招标模式变化和招标产品结构变化。

2)公司在碳减排项目核查开发、碳排放方法学开发、碳交易服务等环节布局完善。全国统一的碳排放权交易市场将于2017年启动，有望提升碳交易市场规模、带动碳交易市场的热度。我们看好公司碳资产业务发展前景。

3)在国企改革和电力体制改革的推动下，电网工程运维市场将呈扩大趋势。公司有望以武汉南瑞的检测优势及运维能力为支撑，发挥各产品线子公司的协同效应，实施智能运维业务的转型升级，为客户提供更全面的运维服务。

六、风险提示

1)配网投资不达预期；2)碳交易市场发展不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	6,377	7,002	7,941	8,903
营业成本	5,216	5,706	6,450	7,229
营业税金及附加	29	35	40	45
销售费用	195	210	230	249
管理费用	334	350	397	445
EBIT	603	701	824	935
财务费用	81	54	41	38
资产减值损失	50	20	20	20
投资收益	4	4	4	4
营业利润	539	630	767	881
营业外收支	45	17	17	17
利润总额	584	647	784	898
所得税	124	129	157	180
净利润	460	518	627	718
归属于母公司净利润	444	485	588	678
EBITDA	709	831	988	1,133
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1764	2437	2580	2856
应收账款及票据	3543	3040	3448	3866
预付款项	451	494	558	625
存货	793	786	889	996
其他流动资产	96	96	96	96
流动资产合计	6845	7028	7758	8639
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	744	989	1233	1478
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2043	2112	2163	2172
资产合计	8888	9140	9921	10810
短期借款	1509	1509	1509	1509
应付账款及票据	2886	2606	2946	3302
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	5019	5024	5449	5891
长期借款	300	300	300	300
其他长期负债	178	178	178	178
非流动负债合计	478	478	478	478
负债合计	5497	5503	5927	6369
股本	1356	1356	1356	1356
少数股东权益	207	239	279	319
股东权益合计	3391	3638	3994	4441
负债和股东权益合计	8888	9140	9921	10810

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	51.8%	9.8%	13.4%	12.1%
EBIT 增长率	34.7%	16.3%	17.6%	13.5%
净利润增长率	55.3%	9.5%	21.1%	15.3%
盈利能力				
毛利率	18.2%	18.5%	18.8%	18.8%
净利润率	7.0%	6.9%	7.4%	7.6%
总资产收益率 ROA	5.0%	5.3%	5.9%	6.3%
净资产收益率 ROE	13.9%	14.3%	15.8%	16.4%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	153.9	153.9	153.9	153.9
存货周转天数	50.3	50.3	50.3	50.3
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.4	0.5
每股净资产	2.3	2.5	2.7	3.0
每股经营现金流	0.1	0.7	0.5	0.6
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	29.6	27.1	22.4	19.4
PB	4.1	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	18.6	15.1	12.5	10.7
股息收益率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
现金流量表 (百万元)				
净利润	460	518	627	718
折旧和摊销	156	150	184	218
营运资金变动	(457)	266	(162)	(162)
经营活动现金流	171	1,003	718	843
资本开支	108	202	218	210
投资	(16)	0	0	0
投资活动现金流	(122)	(198)	(215)	(206)
股权募资	3	0	0	0
债务募资	378	0	0	0
筹资活动现金流	(128)	(131)	(361)	(361)
现金净流量	(79)	673	143	276

插图目录

图 1: 公司股权结构示意图	3
图 2: 2015 年公司收入结构情况	3
图 3: 2013 年以来年公司营业收入情况 (调整后)	4
图 4: 2013 年以来公司净利润情况 (调整后)	4
图 5: 公司近年来毛利率情况	4
图 6: 配电网设备投资比例情况	6
图 7: 煤层气能效利用项目收益权互换协议情况 (以山西都宝项目为例)	8
图 8: 我国碳排放交易重要发展历程	9
图 9: 我国碳排放交易机制	10
图 10: 近年来公司传统运维业务营业收入情况	12
图 11: 雷电监测与防护产品示意图	13
图 12: 高压测试与计量领域产品示意图	14
图 13: 在线监测产品示意图	14

表格目录

表 1. 部分省份配电网投资计划统计表	5
表 2. 部分置信节能项目情况	7
表 3. 部分武汉南瑞节能项目情况 (截至 2015 年 9 月)	8
表 4. 部分置信碳资产业务发展情况	11
表 5. 置信碳资产业务布局情况	11
表 6. 公司电网智能运维系统及设备产品情况	13

分析师与研究助理简介

黄彤 复旦大学金融学硕士, 2011年加入民生证券, 电力设备与新能源行业研究团队负责人, 2012年新财富团队成员。

杨睿 华北电力大学硕士, 曾就职于第一财经研究院, 2015年加入民生证券, 专注能源领域研究。

张文鹏 清华大学电机系硕士, 两年电网公司调度运行经验, 2015年加入民生证券, 从事电力设备行业研究。

王达婷 复旦大学微电子学与固体电子学硕士, 2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101; 200122

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层; 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。