



电气设备

2016.01.27

评级:

增持

上次评级:

增持

平高已起，南瑞将行

——国企改革系列报告 1

	王浩（分析师）	张舒（研究助理）	洪荣华（分析师）
	0755-23976068	010-59312860	021-38675854
	wanghao013539@gtjas.com	zhangshu@gtjas.com	hongronghua@gtjas.com
证书编	S0880513090004	S0880115060067	S0880514080002

本报告导读:

我们认为平高集团资产注入，即将拉开国家电网国企混改序幕，许继集团有望复制“平高模式”继续推进整体上市，南瑞集团与国电南瑞重组有望 2016 年兑现承诺。

摘要:

- **维持行业“增持”评级。**国家电网电力装备板块主要由国网电科院、平高集团、许继集团等三家产业集团构成，我们认为国企混改将有望为国家电网下属上市公司盈利能力带来大幅提升，根据三大产业集团资产规模，以及资产注入对上市公司业绩弹性影响，重点推荐：国电南瑞（600406）、平高电气（600312）、许继电气（000400）和置信电气（600517）等。
- **国企混改或提速，国家电网大资本运作值得期待。**国家电网公司 2014 年资产总额达到 29009 亿元，是全球最大的公用事业企业。电力装备板块三大产业集团资产证券化率仅为 46.2%（国网电科院 35.9%、平高集团 62.5%、许继集团 70.3%），我们认为国家电网三大产业集团潜在资产证券化的空间仍然很大，平高集团资产注入有望拉开国网混改大幕，国家电网下属三大产业集团资本运作值得期待。
- **国网电科院/南瑞集团承诺期临近，资产注入或将提上日程。**①根据国网电科院/南瑞集团 2013 年“三年期”公开承诺，我们预计 2016 年南瑞集团有望通过资产注入等方式，解决同南瑞继保、普瑞特高压、中电普瑞之间存在的同业竞争问题。②南瑞继保盈利能力远超上市公司。如果迎来三块资产同时注入，有望大幅提升国电南瑞盈利能力与产品毛利率水平。③公司 2015 年三季度净利润创历史新高，我们认为公司业绩触底反弹迹象明确，四季度订单确认有望加速。
- **获集团资产注入，平高电气产业链有望实现全面整合。**①2015 年 10 月公告拟定增 49 亿元，收购集团上海天灵、平高威海、平高通用、国际工程和廊坊东芝股权，完善核心零部件、工程设计等产业链布局。②我们认为目前电力设备行业竞争激烈，产业链整合将是大势所趋，本次资产注入将有望促进公司向综合解决方案提供商转型，推动高端设备制造企业走向国门。③注入资产承诺净利润增速接近 30%，有利于进一步提升公司盈利能力，造就健康的、可持续的发展生态。
- **特高压直流助增长，许继电气获集团资产注入仍可期。**①直流输电系统毛利率高达 40%，受益特高压直流加速建设，公司未来三年有望迎来订单确认高峰期。②前次集团资产注入方案变更三次，集团内仍存配电设备、新能源及微电网等资产注入的可能性。③我们预计公司有望复制“平高模式”，继续推进集团资产整体上市。
- **核心风险：**国家电网公司上市平台资源整合低于预期

相关报告

电气自动化及信息化：《电气侠之原力觉醒》

2016.01.25

电气设备：《能源革命扬帆起航》

2015.11.18

电气设备：《拉开配网黄金建设期序幕》

2015.10.16

电气设备：《金融创新为能源互联网插上翅膀》

2015.10.06

电气设备：《电力后市场的大幕即将拉开》

2015.09.30

目 录

1. 政策相继落地，国企混改或提速	3
2. 国家电网混改方案值得期待	3
3. 南瑞集团承诺期临近，资产注入或将提上日程	4
3.1. 南瑞集团承诺期临近，资产注入或将提上日程	4
3.2. 业绩触底反弹，资产注入迎改善	5
4. 平高集团资产注入，产业链有望全面整合	6
4.1. 无偿划转国家电网，造就五年高速增长	6
4.2. 平高集团资产注入，产业链获全面整合	8
5. 特高压直流促业绩增长，许继集团资产注入仍可期	10
5.1. 国家电网入主，迈出资产注入第一步	10
5.2. 业绩增长迎拐点，资产注入仍可期	11
6. 置信电气再获资产注入，“一体两翼”战略或升级	13
6.1. 再次获国网电科院资产注入	13
6.2. 武汉南瑞助力“一体两翼”战略升级	15
7. 推荐及受益公司盈利预测	16

1. 政策相继落地，国企混改或提速

2015 年 8 月 24 日，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》明确要求“加大集团层面公司制改革力度，积极引入各类投资者实现股权多元化，大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市”。

2015 年 8 月 31 日，证监会、财政部、国务院国资委、银监会等四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》（证监发[2015]61 号）。《通知》明确要求“大力推进上市公司兼并重组”，鼓励“有条件的国有股东及其控股上市公司要通过注资等方式，提高可持续发展能力。”

2015 年 12 月 29 日，国资委、财政部、发展改革委等三部委联合发布《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》，将国有企业界定为商业类和公益类，要求根据国有企业功能类别实施分类改革、发展和监管。

我们认为《指导意见》和四部委《通知》为国企混改提供政策层面支撑，《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》则在操作层面给予细化和指引，随着顶层设计与政策细则的相继出台，2016 年国企混改有望加速推进。

2. 国家电网混改方案值得期待

2014 年国家电网公司资产总额达到 29009 亿元，创造营业收入 20961 亿元，《财富》世界企业 500 强保持第 7 位，是全球最大的公用事业企业。国家电网直属单位 33 家，其下属电力装备板块主要由国网电力科学研究院、平高集团有限公司、许继集团有限公司三家产业集团构成。

图 1 国家电网组织机构庞大，电力装备板块由三大集团组成

组织机构——直属单位

1 中国电力科学研究院	13 国家电网公司国际业务服务分公司	22 英大传媒投资集团有限公司
2 国网北京经济技术研究院	14 南瑞集团有限公司	23 许继集团有限公司
3 国网能源研究院	(国网电力科学研究院)	24 平高集团有限公司
4 国网智能电网研究院	15 中国电力技术装备有限公司	25 山东电电气集团有限公司
5 国家电网管理学院	(国家电网公司工程管理分公司)	26 国网节能服务有限公司
(中共国家电网公司党校)	16 鲁能集团有限公司	27 国网英大国际控股集团有限公司
6 国家电网公司高级培训中心	(都城伟业集团有限公司)	28 中国电力财务有限公司
7 国家电网技术学院(团校)	17 国网新源控股有限公司	29 英大泰和财产保险股份有限公司
8 国家电网公司运行分公司	(国网新源水电有限公司)	30 英大泰和人寿保险股份有限公司
9 国家电网公司直流建设分公司	18 国网国际发展有限公司	31 英大长安保险经纪有限公司
10 国家电网公司交流建设分公司	19 国网通用航空有限公司	32 英大国际信托有限责任公司
11 国家电网公司信息通信分公司	20 国网物资有限公司	33 英大证券有限责任公司
12 国家电网公司客户服务中心	21 国网中兴有限公司	

数据来源：国家电网社会责任报告 2014

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 of 17

国家电网是全球最大的电网企业，下属上市公司四家，自国电南瑞 2003 年上市以来便是其实际控制人，2010 年相继入主平高集团和许继集团，2012 年通过国网电科院间接参股置信电气。根据置信电气 2015 年 12 月 18 日公司公告，2014 年末三大产业集团资产证券化率仅为 46.2%，我们认为三家产业集团未来资产证券化的空间仍然很大，国网电科院资产证券化率最低 35.9%、资产规模最大 616.39 亿元，国网电科院与国电南瑞、置信电气资产重组最值得期待。

表 1 三大产业集团资产雄厚，均具备资产注入实力（2014 年末，亿元）

产业集团	总资产	净资产	控股上市公司	从事业务	总资产	净资产
国网电力科学研究院	616.39	304.62	置信电气	配电变压器、雷电监测与防护系统、高压测试与计量系统、变压器等状态监测、线路复合绝缘子、复合绝缘杆塔、煤层气能效管理（重组后）	73.93	31.33
			国电南瑞	电网自动化及工业控制业务	147.97	72.19
平高集团有限公司	158.64	73.97	平高电气	中高压交直流开关设备业务	99.12	60.89
许继集团有限公司	153.56	62.26	许继电气	输变电设备的配套和集成业务	107.92	62.34

数据来源：置信电气公司公告

2016 年 1 月 16 日国家电网公司年度工作会议，董事长讲话明确表明深化电力体制改革，落实国资国企改革任务。平高电气 2015 年 10 月 31 日公告，拟通过定增方式注入集团公司所持上海天灵等资产。我们认为平高集团向上市公司注入优质资产，符合国家国企混改的指导方向，有利于逐步实现平高集团主业资产整体上市，有利于提高平高电气可持续盈利能力。同时，我们判断平高集团资产注入将拉开国家电网国企改革大幕，南瑞集团与国电南瑞资产重组有望 2016 年兑现承诺，许继集团有望复制“平高模式”继续推进集团整体上市。

3. 南瑞集团承诺期临近，资产注入或将提上日程

3.1. 南瑞集团承诺期临近，资产注入或将提上日程

国电南瑞直接控股股东为国网电科院，实际控制人为国家电网公司，自公司 2003 年 10 月上市以来，先后经历了四次大规模的资产注入和整合，产品业务线以及竞争实力不断增强。

表 2 国电南瑞历经四次大规模资产注入

时间	交易对象	注入资产	交易额
2007 年 5 月	南瑞集团	农电自动化资产，含相关负债以及与农电自动化业务相关的只是产权及后续改进（其中含 10 项软件著作权和软件产品、1 项使用新型专利）	1.1 亿
2009 年 7 月	南瑞集团	城乡电网自动化、电气控制及成套设备加工业务相关资产	4.0 亿
2011 年 8 月	南瑞集团	安徽继远电网公司 100%股权、安徽中天电子公司 100%股权	4.8 亿

2013 年 12 月	南瑞集团	北京科东 100%股权、电研华源 100%股权、国电富通 100%股权、南瑞太阳能 75%股权和稳定分公司整体资产及负债	25.9 亿
-------------	------	--	--------

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2013 年 12 月 21 日公司公告，国网电科院/南瑞集团将继续梳理南瑞继保、普瑞特高压、中电普瑞相关业务，并承诺将于本次交易完成后 3 年内，通过业务整合、股权转让、资产注入等合法合规的方式解决国电南瑞与南瑞继保、普瑞特高压、中电普瑞之间存在的同业竞争。

表 3 国网电科院/南瑞集团与国电南瑞存在同业竞争，有望 2016 年兑现承诺

板块	南瑞集团下属企业	存在同业竞争业务
电网自动化及工业控制板块	中电普瑞	电网安全稳定实时控制
	普瑞特高压	电动汽车充换电站
保护及柔性输电板块	南瑞继保	变电站保护及综合自动化
		电网调度自动化
		工业控制自动化
智能化电气设备	江苏泰事达电气有限公司	智能配电设备
	无锡恒驰电器制造有限公司	智能配电设备

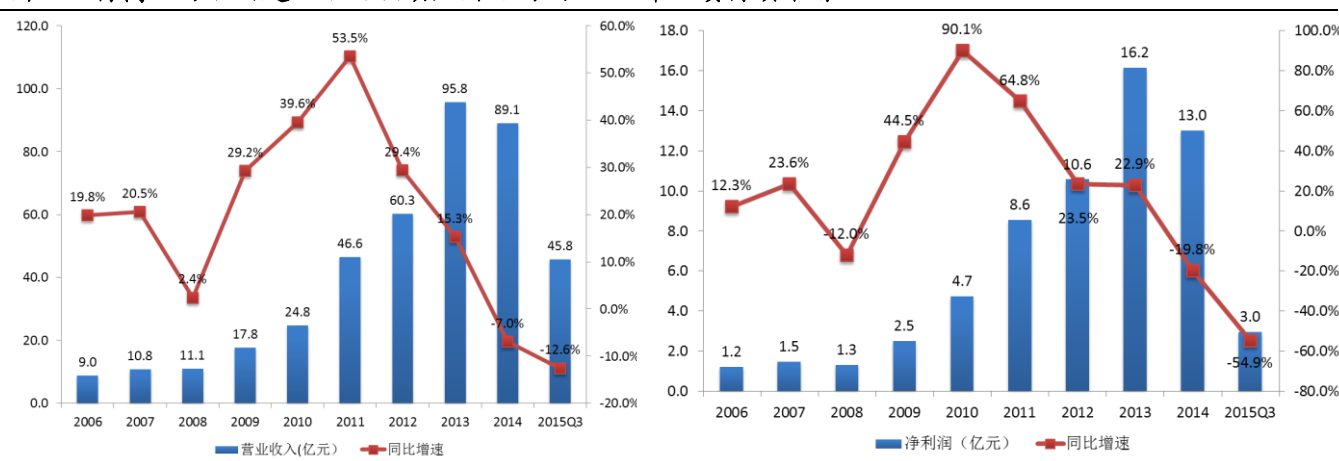
数据来源：国电南瑞公司公告，国泰君安证券研究

根据国家电科院/南瑞集团 2013 年公开承诺内容，2016 年已经进入承诺期第三个年头，通过国家电网公司历年对解决国电南瑞同业竞争问题承诺的履行情况，**我们判断对于下属集团公司内部同业竞争问题有望如期履行**，南瑞集团有望通过资产注入等方式解决同南瑞继保、普瑞特高压、中电普瑞之间存在的同业竞争问题，南瑞集团国企改革方案呼之欲出。

3.2. 业绩触底反弹，资产注入迎改善

2013 年北京科东等资产注入后，国电南瑞盈利能力得到全面提升。2014 年以来受宏观经济形势影响，以及部分项目客户交货期延后、市场竞争加剧等因素，2015 年公司经营成果出现阶段性较大波动。

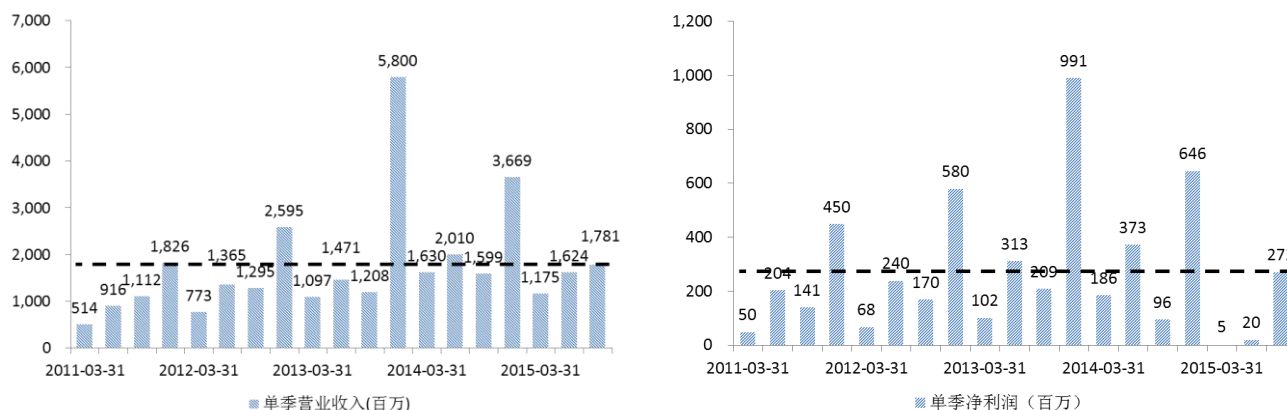
图 2 特高压与配网建设不达预期，国电南瑞 2015 年业绩持续下滑



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

根据公司三季报公告，单季营业收入和净利润同比增长为 11.4%、182.36%，2015 年三季度净利润创历史新高，我们认为公司业绩触底反弹迹象明确，四季度订单确认有望加速。按照 2014 年四季度净利润水平，我们预计公司 2015 年净利润有望达到 10 亿元左右。

图 3 2015 年三季度净利润创历史新高，国电南瑞业绩触底反弹迹象明确



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

普瑞特高压业务涵盖电力装备、新能源接入及节能服务等领域，主要从事电动汽车充换电设备等智能电网业务；中电普瑞业务主要致力于广域测量及控制、大电网安全稳定控制和智能变电站技术研发并实现产业化；南瑞继保主要从事电网、电厂和各类工矿企业的电力保护控制及智能电力装备的研发和产业化，是国内该领域最大的科研和产业化基地。其中，南瑞继保 2015 年新签合同 87.5 亿元，根据国网招标继电保护类产品订单交割周期一般在 6-12 月，考虑行业产品毛利率接近 40% 左右，我们判断南瑞继保营业收入与净利润水平都将超过国电南瑞。如果国电南瑞迎来三块资产注入，将有望进一步完善电力系统保护与控制、电动汽车充换电设备等智能电网业务布局，同时大幅提升国电南瑞盈利能力与产品毛利率水平。

4. 平高集团资产注入，产业链有望全面整合

4.1. 无偿划转国家电网，造就五年高速增长

2010 年 4 月 3 日公司公告，4 月 1 日下午平高集团按照国资委批复完成工商变更手续，其股东由“平顶山市国有资产管理委员会”变更为“国网国际技术装备有限公司”，直接和间接持有本公司股份 169,999,620 股，占公司总股本的 24.91%，公司实际控制人变为国家电网公司。

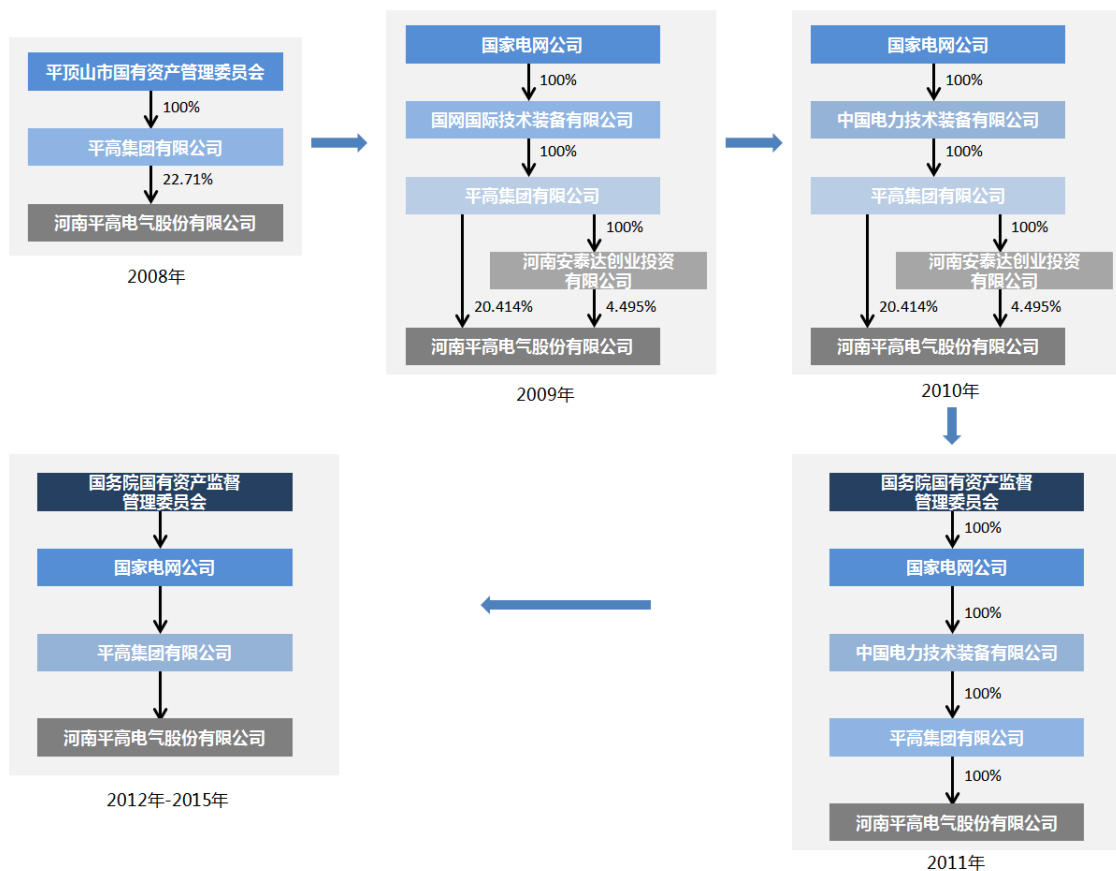
表 4 经历 3 次股权无偿划转，2012 年平高集团成为国家电网直属企业

完成划转时间	转让方	受让方	交易简述
2010/4/3	平顶山市国有资产监	国网国际技术装备	2009 年 7 月 17 日，平顶山市国有资产监督管理委员会（以

	监督管理委员会	有限公司	下简称“平顶山国资委”)、国网国际技术装备有限公司(以下简称“装备公司”)签署了《关于划转平高集团有限公司100%股权之国有产权无偿划转协议》，平顶山国资委将平高集团100%股权无偿划转给装备公司。
2011/3/26	国网国际技术装备有限公司	中国电力技术装备有限公司	2011年1月25日，国家电网公司同意将平高集团全部国有产权由国网装备无偿划转给中国电力技术装备有限公司。
2012/5/10	中国电力技术装备有限公司	国家电网公司	2012年5月9日，国家电网公司决定将其全资子公司中国电力技术装备有限公司所持平高集团有限公司100%的股权上划至国家电网公司直接持有。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

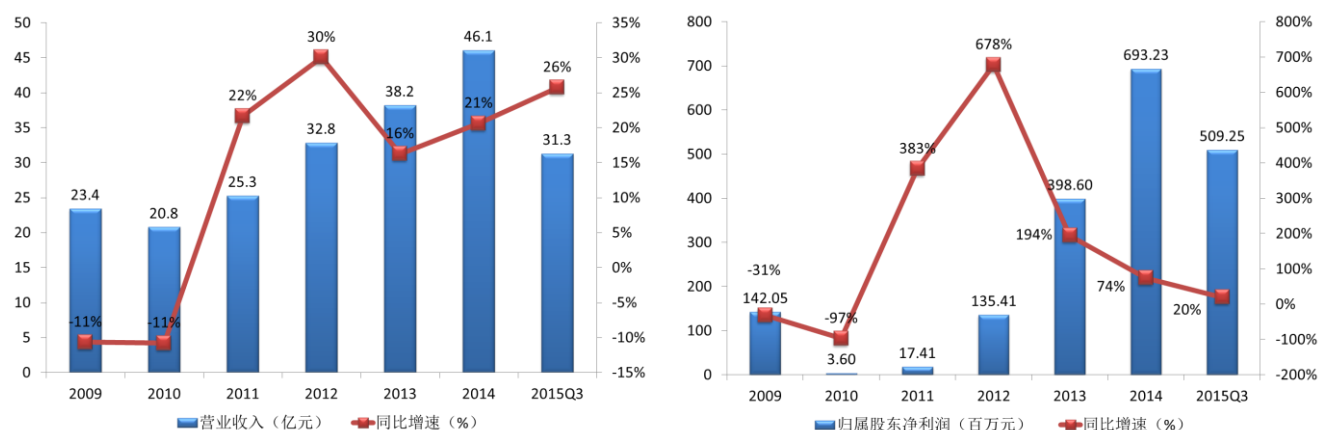
图 4 平高电气经历 4 次股权变更，终归国家电网直接控股



数据来源：2008-2014 公司年报

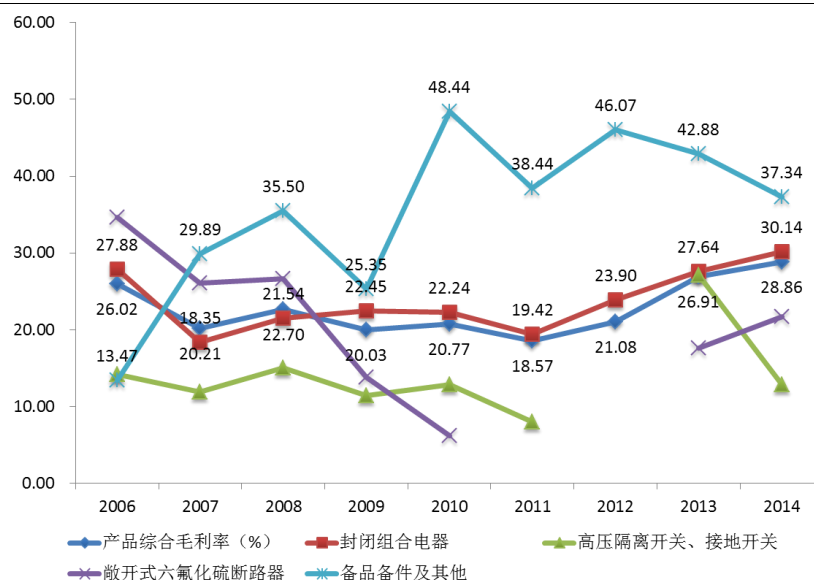
我们认为国家电网入主平高集团，从公司精细化管理到产业链全面扶持，打造平高电气开关领域国际龙头地位。积极完善公司股权结构，2011 年将河南安泰达创业投资有限公司持有平高电气 36,812,160 股过户给平高集团，2014 年出资 1.81 亿元受让河南平高东芝开关有限公司 25% 股权（最终持股比例 75%）；另一方面，大力支持交特高压直流开关设备研发，加快推进开关设备国产化，目前公司主要产品有 72.5 ~ 1100kV SF6 气体绝缘封闭式组合电器 (GIS)、72.5 ~ 1100kV 敞开式 SF6 断路器、72.5 ~ 1100kV 高压隔离开关和接地开关，成为国内外全电压等级、全系列、交直流开关设备研发制造企业。

图 5 国网电网入主后，平高电气盈利能力持续提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 6 受益特高压交流建设，平高电气产品综合毛利率大幅提升



数据来源：国家能源局、国泰君安证券研究

4.2. 平高集团资产注入，产业链获全面整合

2015 年 10 月 31 日公司公告，拟非公开发行股票募集资金总额不超过 49 亿元，收购控股股东平高集团所持上海天灵 77.50%股权、平高威海 100.00%股权、平高通用 100.00%股权、国际工程 100.00%股权和廊坊东芝 50.00%股权。

我们认为目前电力设备行业竞争激烈，产业链整合将是大型电力装备企业发展的必然趋势。公司拟通过定增方式将集团核心零部件、工程设计等资产整合进上市平台，将实现核心产品、配套零部件的产业链整合，形成核心产品、核心配套零部件、基础零部件专业门类齐全、

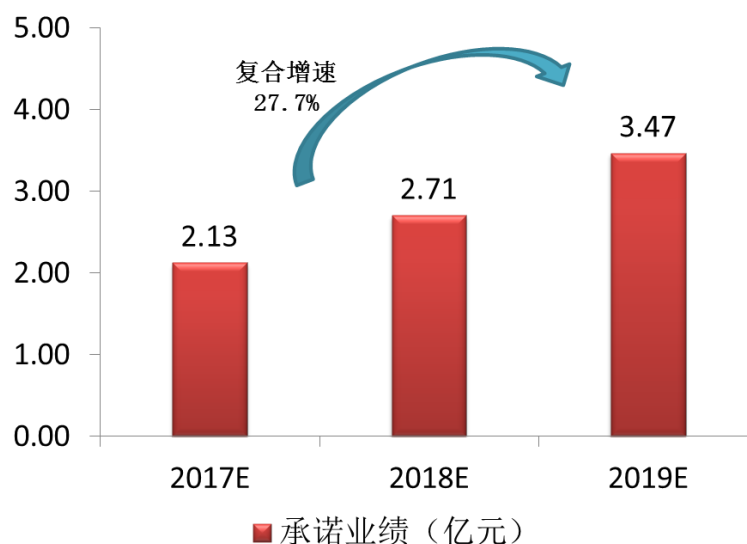
分工合理、相互促进、协调发展的开关研发制造产业格局；同时，有利于公司开拓主机市场和电力工程承包市场，培育国内/国际市场新的利润增长点，有望促进公司向现代制造服务业企业和电力工程综合解决方案提供商转型。

表 5 平高电气 49 亿定增，助力集团资产注入

分类	具体投资项目	投资总额（万元）	募集资金投资金额（万元）
收购标的公司股权	收购上海天灵90.00%股权	89,473.84	89,473.84
	收购平高威海100.00%股权	22,674.97	22,674.97
	收购平高通用100.00%股权	97,489.14	97,489.14
	收购国际工程100.00%股权	78,217.56	78,217.56
	收购廊坊东芝50.00%股权	13,867.21	13,867.21
	小计	301,722.72	301,722.72
增资部分标的公司	增资国际工程	45,000.00	45,000.00
	增资平高通用	20,000.00	20,000.00
	增资上海天灵	9,900.00	9,900.00
	增资平高威海	5,000.00	5,000.00
	小计	79,900.00	79,900.00
增资下属公司	增资天津平高	37,766.00	37,766.00
海外建厂	印度工厂建设项目	67,561.00	67,561.00
其他	补充流动资金等	-----	3,050.28
	合计	-----	490,000.00

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7 平高集团注入资产承诺业绩，三年复合增速近 30%



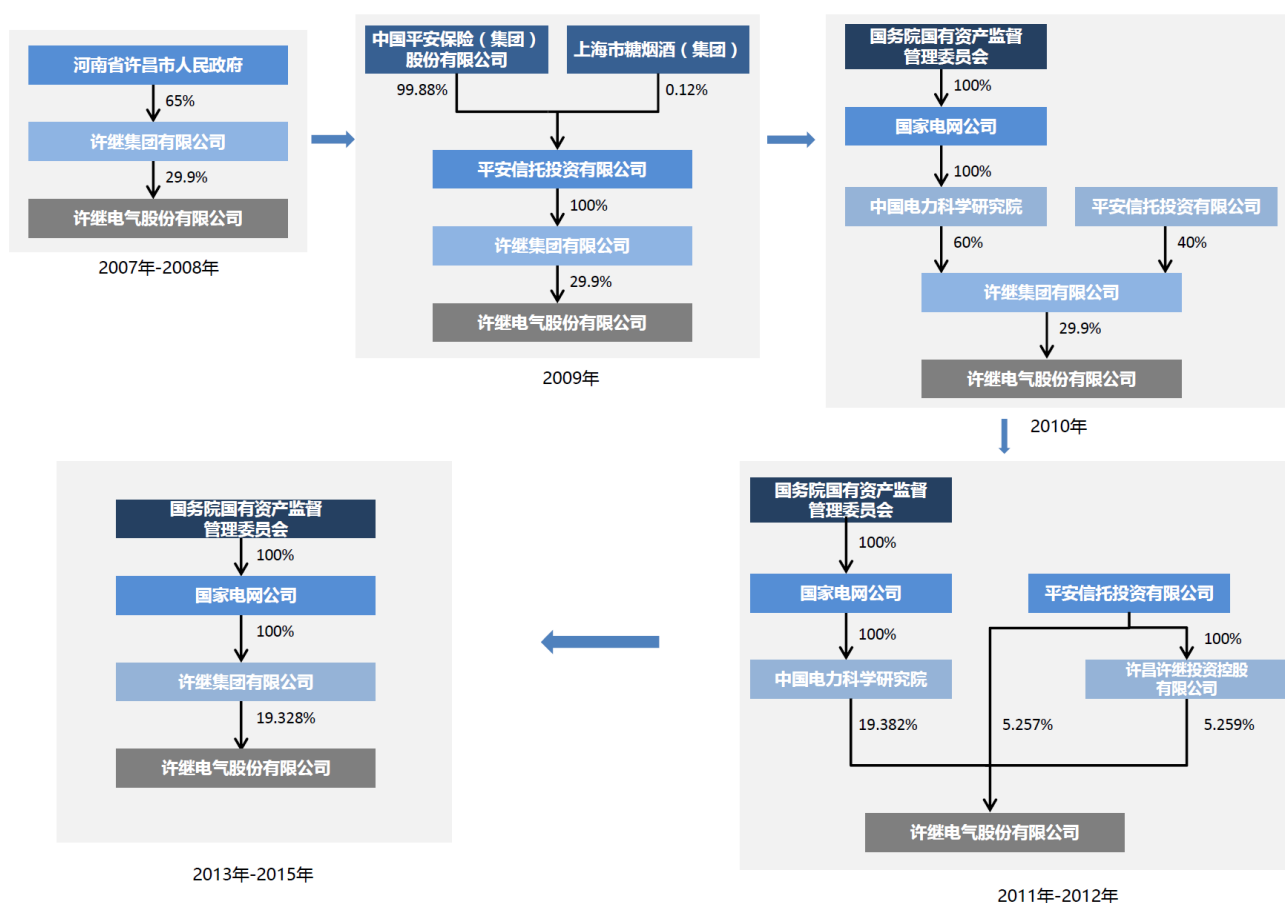
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究（备注：标的股权当年度预测净利润数=平高威海当年度预测净利润数*100%+国际工程当年度预测净利润数*100%+平高通用当年度预测净利润数*100%+上海天灵当年度预测净利润数*77.50%+廊坊东芝当年度预测净利润数*50.00%。）

5. 特高压直流促业绩增长，许继集团资产注入仍可期

5.1. 国家电网入主，迈出资产注入第一步

2010年2月23日公司公告，中国电科院以资产认缴许继电气控股股东许继集团新增注册资本出资，本次权益变动完成后，中国电科院持有许继集团60%的股权，从而间接控制许继电气113,097,220股股份，占许继电气总股本的29.90%，公司实际控制人变为国家电网公司。

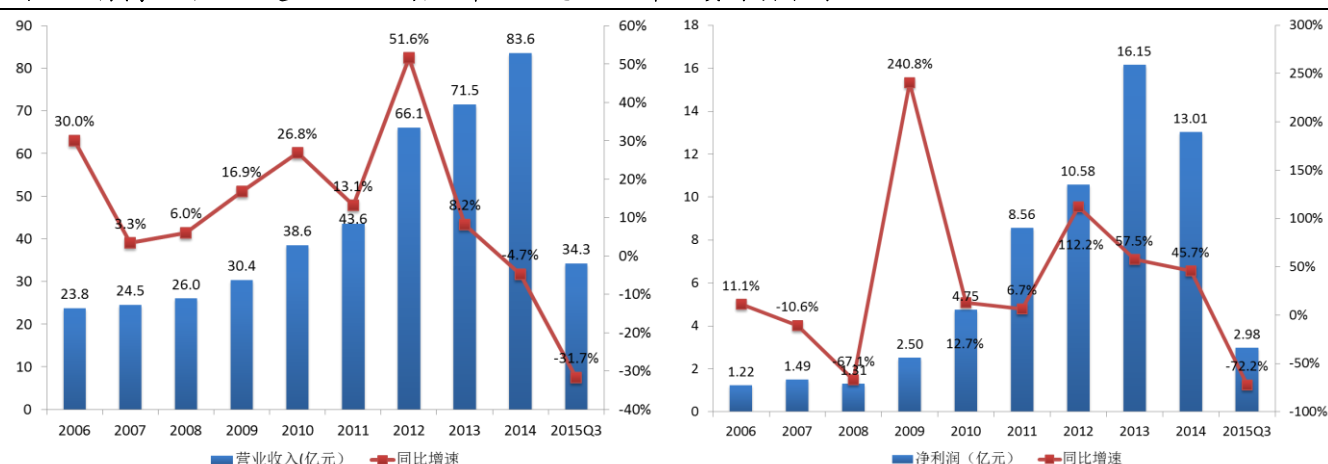
图 8 平安信托顺利退出，国家电网控股许继电气



数据来源：2007-2014 公司年报

我们认为国家电网公司成为许继电气实际控制人，有利于许继集团资产与上市平台整合，加快科研资源与产业资源有机衔接。集团资产注入方案从 2007 年开始辗转反复多次，2013 年终在国家电网公司主导下，通过向许继集团发行股份购买资产的方式，完成柔性输电分公司 100%股权、许继电源 75%股权、许继软件 10%股权、上海许继 50%股权的注入。本次重组大幅提高了集团对上市公司控制力（持股比例提高至 40%以上），有效增强上市公司输变电装备系统集成能力（直流输电设备和电动汽车充换电设备），有利于上市公司资产规模、盈利能力的大幅提高。

图 9 特高压与配网建设不达预期，许继电气 2015 年业绩持续下滑



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

5.2. 业绩增长迎拐点，资产注入仍可期

特高压直流工程建设加速明确，国网“五交八直”助力业绩增长迎拐点。2015 年国家能源局核准“两交六直”特高压工程，与我们在报告《特高压建设新常态，迎第二轮提速》中，判断 2015 年将迎来特高压直流审批与建设大年一致，我们认为在“十三五”期间用电增速放缓和新能源消纳困难的双重压力下，特高压直流有望搭乘可再生能源消纳“东风”，有望延续特高压建设新常态。

表 6 大气污染防治行动计划“四交五直”与酒泉~湖南特高压工程全获核准

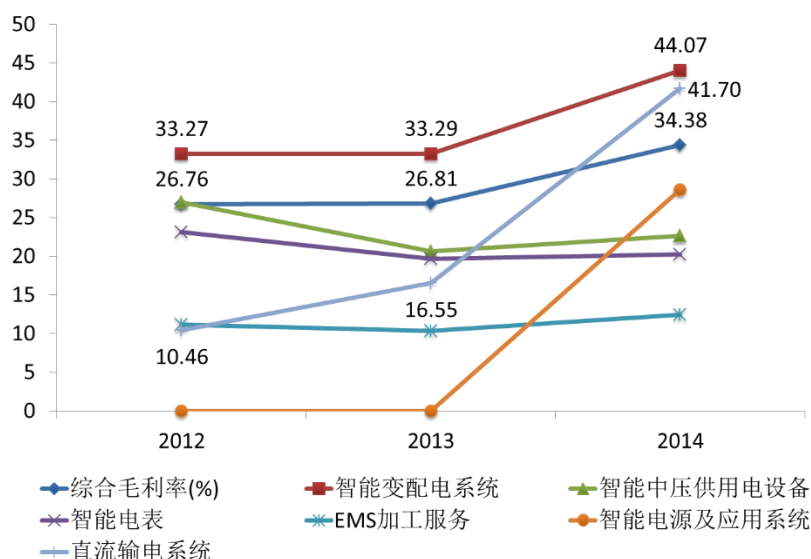
	序号	工程项目	变电/换流容量 (万千伏安)	建设进度	投产年
特高压交流	1	锡盟~山东 1000kV	1500	2014 年 7 月核准	2016 年
	2	榆横~潍坊 1000kV	1500	2015 年 5 月核准	2017 年
	3	蒙西~天津南 1000kV	2400	2015 年 1 月核准	2016 年
	4	淮南~南京~上海 1000kV	1200	2014 年 4 月核准	2016 年
特高压直流	1	宁东~浙江 ±800kV	1600	2014 年 8 月核准	2016 年
	2	晋北~江苏 ±800kV	1600	2015 年 5 月核准	2017 年
	3	上海庙~山东 ±800kV	2000	2015 年 12 月核准	2017 年
	4	锡盟~江苏 ±800kV	2000	2015 年 11 月核准	2017 年
	5	滇西北~广东 ±800kV	1200	2015 年 12 月核准	2017 年
	6	酒泉~湖南 ±800kV	1600	2015 年 5 月核准	2017 年

数据来源：国家电网公司网站，国泰君安证券研究

许继电气在特高压直流换流阀及保护系统市场份额领先，受益特高压直流建设提速有望迎来订单确认高峰期。在已招标的特高压直流工程中，公司直流换流阀市场份额排名第一，直流保护系统与南瑞集团平分天下，目前公司合计约 22 亿在手订单相继在 2016-17 年确认（酒泉~

湖南、晋北~江苏、锡盟~泰州、上海庙~山东 $\pm 800\text{kV}$ 特高压直流工程），考虑国家电网“五交八直”特高压建设方案，公司有望在未来三年迎来特高压直流业绩集中释放。

图 10 受益特高压直流加速建设，许继电气有望迎来业绩增长拐点



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 7 国网电网“十三五”规划“五交八直”，特高压建设有望迎来新常态

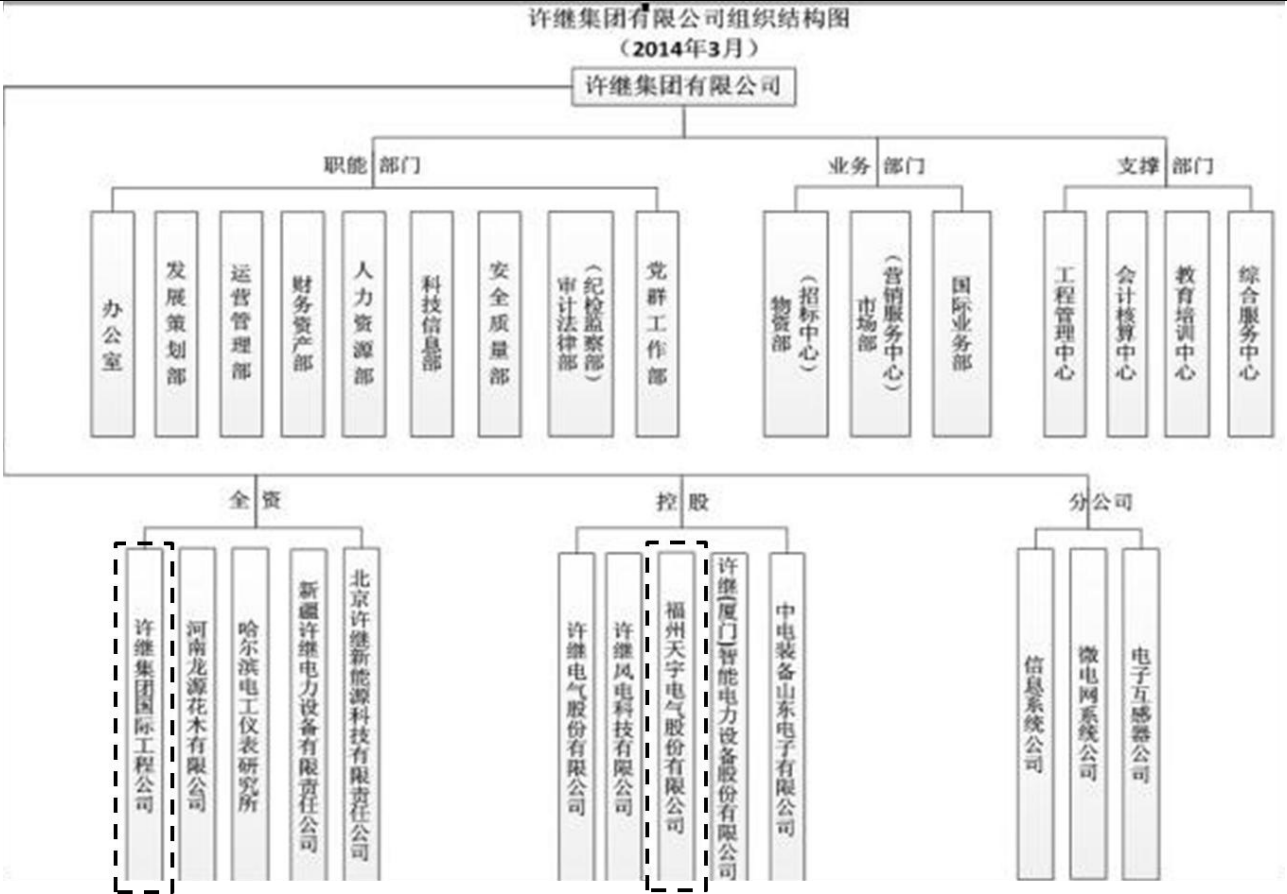
	序号	项目	规划投产时间	备注
五个特高压交流打包工程	1	蒙西~长沙、荆门~武汉、长沙~南昌	2018	西纵工程一部分
	2	张北~南昌、晋东南~东明、南阳~驻马店	2018	中纵工程
	3	南京~徐州~连云港~泰州	2018	江苏省内部环网
	4	济南~枣庄~临沂~潍坊	2018	山东省内部环网
	5	巴塘~雅安~重庆~绵阳~德格~巴塘、雅安~绵阳	2018	川渝内部环网
八条特高压直流通道	1	准东~皖南 $\pm 1100\text{kV}$ （已核准）	2018	风火打捆外送通道
	2	扎鲁特~青州 $\pm 800\text{kV}$	2018	风火打捆外送通道
	3	雅中~南昌 $\pm 800\text{kV}$	2018	解决四川弃水问题
	4	陕北~武汉 $\pm 800\text{kV}$	2018	煤电基地外送通道
	5	准东~成都 $\pm 1100\text{kV}$	2018	风火打捆外送通道
	6	陇彬~徐州 $\pm 800\text{kV}$	2018	煤电基地外送通道
	7	蒙西~湘南 $\pm 800\text{kV}$	2018	风火打捆外送通道
	8	蒙古~天津 $\pm 800\text{kV}$	2018	跨国通道

数据来源：国家电网公司网站（送电方案略有调整，建设规模变化不大）、国泰君安证券研究

集团产业链布局全面，后续资产注入预期强烈。许继集团产品覆盖发电、输电、变电、配电、用电等电力系统各个环节，拥有 1 家上市公司、14 家主要子（分）公司。其中，福州天宇电气股份有限公司、许继集团国际工程公司曾经出现在资产注入预案中，我们认为集团公司为

提升中低压设备和新能源产业布局，打开国际市场核心竞争力，有望参考平高集团资产注入方案，实现集团资产与市场公司平台的深度整合。

图 11 许继集团资产后续注入预期强烈



数据来源：公司官方网站，国泰君安证券研究

6. 置信电气再获资产注入，“一体两翼”战略或升级

6.1. 再次获国网电科院资产注入

表 8 国网电科院入主置信电气过程

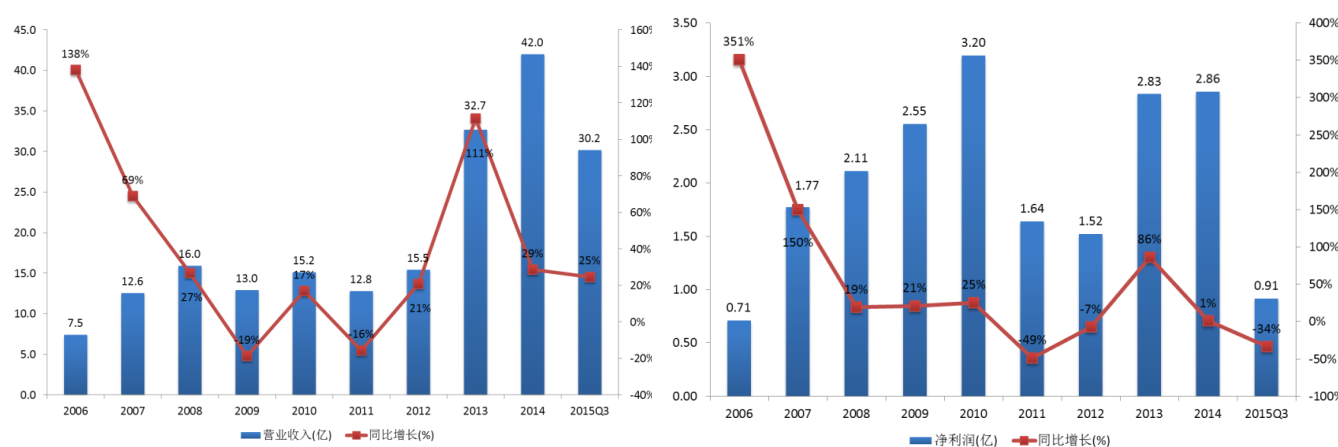
年份	事项	国网电科院持有置信电气股份情况
2012	上海市电力公司将其持有的置信电气 7287 万股股权无偿转让给国网电科院	合计持有置信电气 11.78%股份
2013	国网电科院以其持有从事非晶变为主的配电变压器相关资产认购置信电气非公开发行股份 7269.63 万股	合计持有置信电气 21.05%股份
2013	国网电科院受让置信集团所持置信电气 3152.99 万股股份，转让价格 10.38 元/股	合计持有置信电气 25.43%股份

2015	国网电科院以其持有武汉南瑞资产认购置信电气非公开发行股份 1.12 亿股	合计持有置信电气 31.57% 股份
------	--------------------------------------	--------------------

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

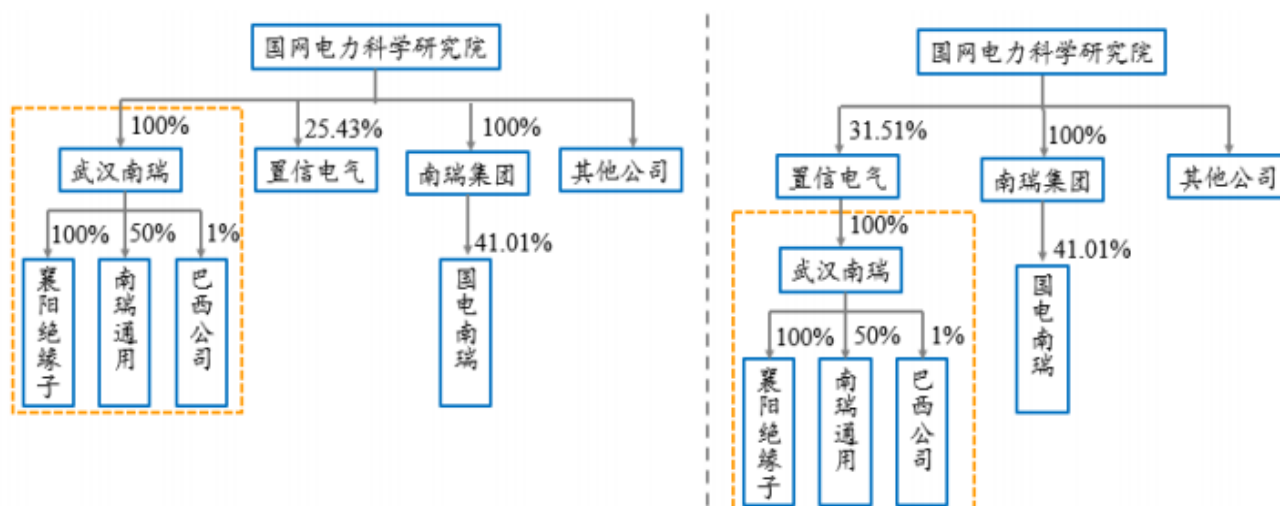
2013 年 1 月 18 日，按照国家电网公司战略部署，国网电科院将帕威尔电气、重庆亚东亚、宏源电气等股权注入置信电气，完成对国网电网系统内以非晶变为主的配电变压器业务的整合，充分发挥配电变压器资产的规模以及协同效应，提高了上市公司整体盈利能力。

图 12 获国网非晶变资产注入，置信电气业绩盈利能力提高显著



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 13 武汉南瑞注入方案

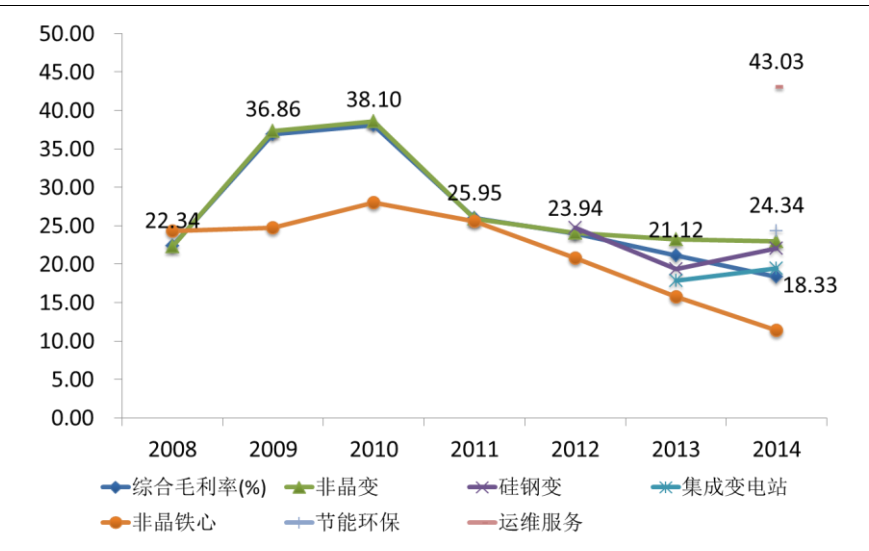


数据来源：公司公告

2015 年 12 月 24 日公司公告，置信电气向国网电科院非公开发行股份购买其持有的武汉南瑞 100% 股权，发行数量 111,645,533 股，发行价格

10.12元/股，国网电科院现持有置信电气31.67%股权。受宏观经济形势影响，以及配电变电压器业务竞争白热化，国家电网再次向置信电气注入武汉南瑞资产，增强上市公司在控股股东业务版图中的战略地位。

图 14 一次设备行业竞争激烈，置信电气寻找节能与运维新增长点



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

6.2. 武汉南瑞助力“一体两翼”战略升级

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，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，新材料一次设备中线路复合绝缘子贡献产值较大；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。

表 9 武汉南瑞全面布局运维、新材料和节能服务三大板块

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
	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
		其他复合绝缘子
	电力新材料及应用	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

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

武汉南瑞本次交易对价对应 2014 年 PE 约为 9.22 倍，我们认为我们认为本次收购资产估值远低于可比上市公司平均估值，2015-17 年承诺业绩将进一步提升置信电气盈利能力。同时，通过本次武汉南瑞与置信电气的融合，有利于丰富一次设备产品类别、节能业务内容，有助于上市公司产学研协同创新，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”战略升级。

7. 推荐及受益公司盈利预测

表 10 受益公司盈利估值表

公司	代码	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
国电南瑞	600406.SH	13.44	0.44	0.59	0.73	30	23	18
平高电气	600312.SH	13.07	0.76	1.00	1.29	17	13	10
许继电气	000400.SZ	16.2	0.54	0.94	1.28	30	17	13
置信电气	600517.SH	9.66	0.25	0.36	0.46	39	27	21

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注：收盘价取自 2016 年 1 月 26 日，盈利预测为 WIND 一致预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		