

王鹏
 0755-25310483
 wpeng@cmschina.com.cn

2009年1月5日

置信电气(600517.SH)/22.39元

获江苏省10亿元订单，2009年业绩增长有保证

工业·电力设备

目标估值：24-29元

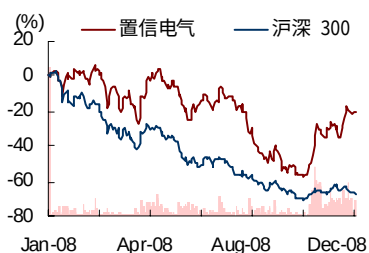
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	1821
总股本(万股)	41247
已上市流通股(万股)	35511
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	80
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	24.6
资产负债率	41.9%
主要股东	上海置信(集团)公司
主要股东持股比例	23.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-4	-21
相对表现	15	29	46



相关报告

- 1、《置信电气(600517) - 业绩稳定增长，毛利率开始回升》10/29/2008
- 2、《置信电气(600517) - 加强产业链控制，巩固垄断地位》7/28/2008
- 3、《置信电气(600517) - 市场、产能和原材料供应保障公司快速增长》3/31/2008
- 4、《置信电气跟踪报告——认识公司优势，把握长期价值》3/4/2008
- 5、《置信电气跟踪报告——成功商业模式的复制带来高速增长》1/2/2008
- 6、《置信电气跟踪报告——市场空间巨大，产销量成倍增长》10/26/2007
- 7、《置信电气深度报告——垄断地位巩固，不存在原材料瓶颈》7/23/2007

2009年1月5日置信电气公告，公司全资子公司上海置信电气非晶有限公司与江苏帕威尔电气有限公司签订了《江苏省电力公司集中规模招标采购2009年度电网项目10kV、20kV非晶合金变压器框架采购协议》，协议合计金额为人民币100,110万元。公司预计在2009年9月30日前交付20,913台非晶合金变压器。

□ **新一轮城网和农网建设投资为节能变压器的推广带来巨大机遇。**2008年11月，国网公司公布增加城网投资3000亿元，农网投资2500亿元。从2005年至2007年，我国每年城网和农网专项建设投资平均每年仅为216亿元。在本轮城网和农网建设投资中，节能电力设备在新增设备中的占比将大大增加，对原有落后设备的替代也将加快。

置信电气生产的10kV和20kV(新产品)非晶合金变压器属于在城网和农网中大量使用的配电变压器，市场空间将大幅增长。我国每年配电变压器市场容量约为70万台，未来三年每年的市场容量有望超过90万台，非晶合金变压器在配电变压器中的占比将达到10%左右，即9万台。置信电气到2010年包括各合资子公司的总产能为7.4万台。

□ **非晶合金变压器具有较高的技术壁垒和市场壁垒，置信电气的行业地位稳固。**在国家节能减排政策的推动下，非晶合金变压器在“十一五”以来的3年中得到了快速发展。置信电气的产量从2005年的4127台猛增至2008年的30000台左右。而在此期间，置信电气在非晶合金变压器的市场占有率一直保持在80%左右，业内没有出现任何竞争对手，这主要是因为该产品不仅要求具备较强的抗击穿性能和降低噪音的技术，在市场推广中也有明显的排他性。一个省的市场被置信电气占领后，其他的企业就很难渗透进来。本次江苏省采购协议中，江苏省电力公司把近一半的配电变压器市场份额交给了置信电气。其他企业很难进入该市场。

□ **重申“强烈推荐”投资评级：**我们预计2008、2009、2010年每股收益为0.72、1.33和1.56元。按09年20倍市盈率计算，估值区间为24-29元，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	745	1258	1927	3311	3821
同比增长	138%	69%	53%	72%	15%
营业利润(百万元)	80	224	377	695	812
同比增长	193%	181%	68%	85%	17%
净利润(百万元)	68	177	298	550	643
同比增长	333%	161%	68%	85%	17%
每股收益(元)	0.34	0.86	0.72	1.33	1.56
PE	65.7	26.0	31.0	16.8	14.4
PB	15.2	6.2	9.3	6.2	4.4

资料来源：招商证券

表 1、销售收入结构预测

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	745.3	1258.4	1927.0	3311.1	3821.5
非晶合金配电变压器	658.6	1135.8	1795.2	3164.8	3646.5
非晶合金组合式变压器	76.1	106.2	112.5	123.7	148.5
非晶合金地下变压器	7.1	11.2	13.7	16.5	19.7
其它	3.5	5.2	5.6	6.2	6.8
收入增长率	138%	69%	53%	72%	15%
非晶合金配电变压器	172%	72%	58%	76%	15%
非晶合金组合式变压器	18%	40%	6%	10%	20%
非晶合金地下变压器	71%	58%	22%	20%	20%
毛利率	21.0%	23.1%	23.0%	24.3%	23.8%
非晶合金配电变压器	20.0%	22.7%	23.0%	24.3%	23.9%
非晶合金组合式变压器	27.9%	27.5%	23.0%	23.0%	23.0%
非晶合金地下变压器	31.1%	21.8%	21.6%	21.6%	21.6%

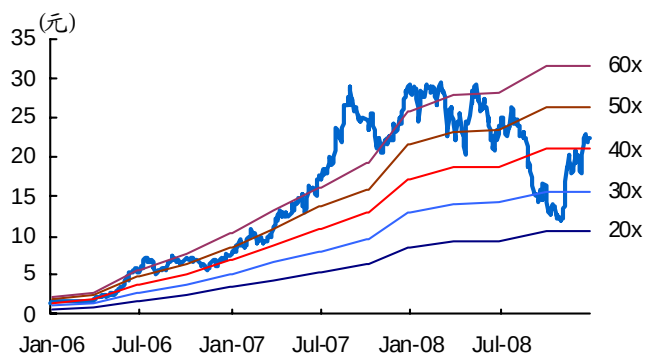
资料来源: 招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	745	1258	1927	3311	3821
营业成本	558	973	1484	2507	2911
营业税金及附加	3	7	10	11	13
营业费用	59	31	29	40	38
管理费用	51	62	58	76	69
财务费用	4	3	24	3	3
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	42	54	22	25
营业利润	80	224	377	695	812
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	80	224	377	696	813
所得税	11	29	49	91	107
净利润	69	195	327	605	707
少数股东损益	1	18	29	54	64
归属于母公司净利润	68	177	298	550	643
EPS (元)	0.34	0.86	0.72	1.33	1.56

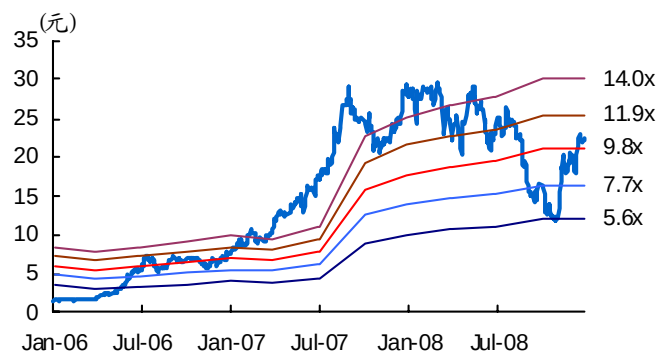
资料来源: 招商证券

图 1: 置信电气历史 PE Band



资料来源：招商证券

图 2: 置信电气历史 PB Band



资料来源：招商证券

参考报告:

- 1、《置信电气（600517）- 业绩稳定增长，毛利率开始回升》10/29/2008
- 2、《置信电气（600517）- 加强产业链控制，巩固垄断地位》7/28/2008
- 3、《置信电气（600517）- 市场、产能和原材料供应保障公司快速增长》3/31/2008
- 4、《置信电气跟踪报告—认识公司优势，把握长期价值》3/4/2008
- 5、《置信电气跟踪报告—成功商业模式的复制带来高速增长》1/2/2008
- 6、《置信电气跟踪报告—市场空间巨大，产销量成倍增长》10/26/2007
- 7、《置信电气深度报告—垄断地位巩固，不存在原材料瓶颈》7/23/2007

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	613	1124	1587	1936	2443
现金	180	538	671	446	793
交易性投资	0	0	0	0	1
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	179	314	482	656	681
其它应收款	1	2	4	7	8
存货	215	220	371	702	815
其他	37	49	59	125	146
非流动资产	94	147	186	268	338
长期股权投资	21	62	62	62	62
固定资产	61	65	108	188	259
无形资产	5	3	5	4	4
其他	7	16	10	13	13
资产总计	706	1271	1772	2204	2781
流动负债	398	464	691	559	472
短期借款	103	85	375	100	100
应付账款	240	301	252	376	291
预收账款	4	5	7	18	20
其他	51	73	57	66	60
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	398	464	691	559	472
股本	200	206	412	412	412
资本公积金	2	309	206	206	206
留存收益	92	230	371	880	1482
少数股东权益	15	62	92	146	210
母公司所有者权益	293	744	989	1498	2100
负债及权益合计	706	1271	1772	2204	2781

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	52	89	(82)	174	467
净利润			298	550	643
折旧摊销			11	19	28
财务费用			24	3	3
投资收益			(54)	(22)	(25)
营运资金变动			(392)	(437)	(248)
其它			32	61	65
投资活动现金流	(42)	(0)	(52)	(101)	(100)
资本支出			(52)	(100)	(100)
其他投资			(0)	(1)	(0)
筹资活动现金流	21	269	266	(298)	(20)
借款变动			289	(275)	0
普通股增加			206	0	0
资本公积增加			(103)	0	0
股利分配			(156)	(41)	(41)
其他			30	19	22
现金净增加额	31	358	132	(224)	347

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	745	1258	1927	3311	3821
营业成本	558	973	1484	2507	2911
营业税金及附加	3	7	10	11	13
营业费用	59	31	29	40	38
管理费用	51	62	58	76	69
财务费用	4	3	24	3	3
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	42	54	22	25
营业利润	80	224	377	695	812
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	80	224	377	696	813
所得税	11	29	49	91	107
净利润	69	195	327	605	707
少数股东损益	1	18	29	54	64
母公司所有者净利润	68	177	298	550	643
EPS (元)	0.34	0.86	0.72	1.33	1.56

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	138%	69%	53%	72%	15%
营业利润	193%	181%	68%	85%	17%
净利润	333%	161%	68%	85%	17%
获利能力					
毛利率	25.1%	22.7%	23.0%	24.3%	23.8%
净利率	9.1%	14.1%	15.5%	16.6%	16.8%
ROE	23.2%	23.8%	30.1%	36.7%	30.6%
ROIC	17.5%	22.1%	23.9%	34.8%	29.4%
偿债能力					
资产负债率	56.3%	36.5%	39.0%	25.4%	17.0%
净负债比率	14.8%	6.8%	21.2%	4.5%	3.6%
流动比率	1.5	2.4	2.3	3.5	5.2
速动比率	1.0	1.9	1.8	2.2	3.5
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.5	1.4
存货周转率	3.7	4.5	5.0	4.7	3.8
应收帐款周转率	4.9	5.1	4.8	5.8	5.7
应付帐款周转率	3.3	3.6	5.4	8.0	8.7
每股资料(元)					
每股收益	0.34	0.86	0.72	1.33	1.56
每股经营现金	0.26	0.43	-0.20	0.42	1.13
每股净资产	1.47	3.61	2.40	3.63	5.09
每股股利	0.20	0.06	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	65.7	26.0	31.0	16.8	14.4
PB	15.2	6.2	9.3	6.2	4.4
EV/EBITDA	87.1	33.4	19.1	10.9	9.3

分析师简介

王鹏：工学学士，MBA，6 年证券从业经验，现为招商证券电力设备行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。