

输变电设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

置信电气

600517

推荐

农网需求依然较大，短期增长趋势明确

我们于09年3月11日调研置信电气，通过调研我们认为，农网市场的投资依然明确，公司产品未来的市场需求能够保持增长。安泰科技带材的产出对于公司的竞争压力短期有限，长期来看市场推进带来的需求提升能够缓解未来市场份额的下降。未来2-3年公司保持增长的趋势比较明确。

投资要点：

- 行业需求依然巨大，公司可以保持增长。
- 农网市场对于非晶合金变压器的需求依然巨大。置信电气的主要市场江苏省09年农村中低压电网建设与改造等涉农项目资金比2008年增加了27.5%，明确提出了继续大力推进非晶合金变压器的使用，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，市场空间大幅增长。
- 电网公司规范国有企业职工持股尚未对置信电气有实质性影响。我们通过其他途径了解到，江苏帕威尔电气有限公司的大股东将由苏源集团转变为南瑞集团。我们认为，未来作为国网公司嫡系的国电南瑞的子公司，非晶和金变压器的推广力度更会有所加强。而对于其他省市电力三产的剥离，目前对置信电气尚无实质性影响。我们认为，未来更关注于质量和成本的竞争。置信仍能保持原有竞争优势。
- 竞争环境：安泰科技带材的产出短期内影响不大。
- 时间上判断，短期安泰带材影响不大。安泰科技的产出对于公司而言，一方面可以推进国内推广非晶合金变压器的力度，加大行业需求；另一方面，国内带材厂商的出现，可以增强置信对于日立金属的议价能力。非晶带材的价格一直维持在去年2.8万/吨左右的水平，而近一年内国内取向硅钢的价格持续走低，置信近期也会与日立金属进行带材采购价格下调的沟通。
- 长期来看，安泰的带材与日立金属的带材只是竞争关系而非替代关系。从性能上来看，短期安泰的带材和日立金属的带材势必会存在一定的差距；从成本来看，目前由于安泰科技尚不能规模化，成本优势并不明显；从产量来看，安泰科技的带材大规模替代日立金属带材，成为国内非晶合金带材的主供应商的可能性不大。因此我们认为，未来安泰科技的带材和日立金属的带材之间不会出现替代关系。
- 投资建议：未来2-3年公司保持增长的趋势比较明确。我们预计2008-2010年EPS为0.56元、0.96元和1.22元，目标价格24.00元，维持评级为“推荐”。

6-12个月目标价：24.00元

当前股价：19.86元

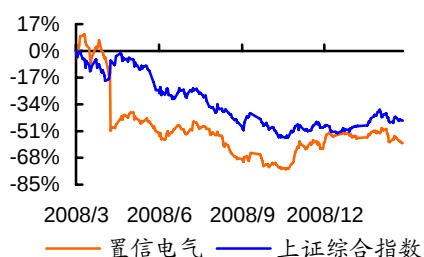
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2128.85
总股本(百万)	412
流通股本(百万)	355
流通市值(亿)	71
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	1.96
资产负债率	36.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
置信电气	-15.16	9.12	30.74
上证综合指数	-8.27	8.94	2.36



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1258	1674	2298	2783
同比(%)	69%	33%	37%	21%
归属母公司净利润(百万元)	177	230	397	503
同比(%)	150%	30%	73%	27%
毛利率(%)	22.7%	23.3%	27.9%	28.8%
ROE(%)	23.8%	23.9%	29.2%	27.0%
每股收益(元)	0.43	0.56	0.96	1.22
P/E	46.20	35.63	20.66	16.29
P/B	11.00	8.52	6.03	4.40
EV/EBITDA	33	23	14	11

资料来源：中投证券研究所

一、公司简介：国内非晶合金变压器龙头

上海置信电气股份有限公司（以下简称置信电气）是生产和销售非晶合金变压器的龙头企业，市场占有率超过 80%。08 年 7 月，公司公告向汇盈投资发展有限公司收购上海日港置信非晶体金属有限公司 60%的股权。收购完成后，置信电气持有上海日港置信非晶体金属有限公司 100%的股权。目前公司的业务结构包括日港置信的非晶合金铁芯以及原有的非晶合金变压器产品，其中日港置信的非晶合金铁芯 95%是公司内部销售。

我们此次调研主要是针对目前市场对于公司在产品市场的拓展、竞争环境的逐步激烈等问题的关注。

- 1、行业需求：农网市场的增长情况，非晶合金变压器未来的市场空间
- 2、竞争环境：安泰科技的带材对于公司的影响，竞争加剧后的行业环境

二、行业需求依然巨大，公司可以保持增长

2.1 农网市场对于非晶合金变压器的需求依然巨大

从两网公司投资规划来看，对于城市配网改造以及农网建设的投资力度加大。

南方电网今明两年进一步加大城网改造和农网完善的投资力度，初步计划每年新增加投资约 300 亿元用于城网改造和农网完善。09 年南方电网投资规模约 880 亿元，较 08 年 480 亿元同比增长高达 72.6%，其投资重点则在 220kV、110kV 和 35/10kV 配网改造。

国网公司虽然整体投资额并没有显著增长，但是对于农网建设方面的投资力度依然较大。我们以置信电气所在的主要市场江苏省为例进行分析。江苏省电力公司 09 年将投资 300 亿元进行电网建设及技改工作，相对于 08 年实际完成电网建设投资额 294 亿元没有明显增长。但是按照我们的了解，根据江苏省电力公司预算管理委员会会议内容，09 年农村中低压电网建设与改造等涉农项目资金比 2008 年增加了 27.5%，因此我们判断，江苏省电力公司在 09 年电网投资的结构方面调整较大，农网改造依然是重点，投资增速依然明确。而经苏省也明确提出了继续大力推进非晶合金变压器的使用，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。从年初公司公告的大单就可以看出，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。这一订单额已经可以保证置信电气 09 年江苏市场的明显增长。

2.2 电网公司规范国有企业职工持股尚未对置信电气有实质性影响

国资委出台“关于规范国有企业职工持股、投资的意见”，其中禁止职工投资为本企业提供燃料、原材料、辅料、设备及配件和提供设计、施工、维修、产品销售、中介服务或与本企业有其他业务关联的企业。与电网员工持股会控股的关联企业成立合资公司，是置信电气开拓各省电网市场的主要方式，市场可能会担心置信电气的合资模式将不再行之有效。我们通过其他途径也有所了解，一直对置信电气需求最大的江苏帕威尔置信的另一家合资方江苏帕威尔电气有限公司，其大股东将由苏源集团转变为南瑞集团。我们认为，此次股权变更对于置信电气而言反而是好事，作为国网公司嫡系的国电南瑞的子公司，非晶和金变压器的推广力度更会有所加强。而对于其他省市电力三产的剥离，目前对置信电气尚无实质性影响。我们认为，相对阳光化的招标体制下，更关注于质量和成本的竞争。置信与其他竞争对手相比，仍能保持原有的竞争优势。

三、竞争环境：安泰科技带材的产出短期内影响不大

3.1、时间上判断，短期安泰带材影响不大，反而给公司带来对日立金属带材的议价能力提升

按照安泰科技(000969)的公告，公司“年产4万吨非晶带材及制品项目”首条1万吨生产线已进入热试阶段，热试完成即可开始试生产，后续3万吨产能的两条生产线的技术优化方案，并进入了设备定制阶段。按照中投证券计算机/通信行业分析师罗延军的预测，二季度安泰科技完成非晶项目由热试进入试生产，后续三条线的调试时间将远少于第一条线，年底4万吨生产线将进入投产阶段。

通过跟置信电气的沟通，我们认为，安泰科技的量产短期内对公司影响不大。目前非晶合金变压器所使用的带材都还是采购于日立金属，而由于市场对非晶合金变压器需求的不断增长，日立金属也在不断的扩产，08年非晶合金带材产能达到5.2万吨，预计09计划再次扩产，年底达到9万吨产能。考虑到安泰带材的达产时间以及成品率情况，短期内市场的带材主要供应商依然是日立金属。

公司认为，铁芯并不是行业进入的壁垒，只要下游需求增长提速，上游带材、铁芯的扩产能力相对较快。而安泰科技的产出对于公司而言，一方面可以推进国内推广非晶合金变压器的力度，加大行业需求；另一方面，国内带材厂商的出现，可以增强置信对于日立金属的议价能力。非晶带材的价格一直维持在去年2.8万/吨左右的水平，而近一年内国内取向硅钢的价格持续走低，置信近期也会与日立金属进行带材采购价格下调的沟通。

3.2、长期来看，安泰的带材与日立金属的带材只是竞争关系而非替代关系

我国企业目前所使用的非晶合金变压器生产工艺都是基于美国联信公司的非晶和金带材性能，而由于非晶合金独特的材料特性，安泰科技的带材在铁损、磁通率、带材宽度等性能上和日立金属存在一定的差异，进而短期内会影响其带材大规模的投入使用。根据我们跟置信电气的沟通，公司认为，通过适当的工艺改进，安泰科技的带材在使用时应该不会影响产品的性能。

那么，安泰科技的带材是否会替代日立金属的带材呢？从性能上来看，短期安泰的带材和日立金属的带材势必会存在一定的差距，随着技术的成熟，差距会逐步缩小；从成本来看，目前由于安泰科技尚不能规模化，成本优势并不明显；从产量来看，安泰科技的带材大规模替代日立金属带材，成为国内非晶合金带材的主供应商的可能性不大。因此我们认为，未来安泰科技的带材和日立金属的带材之间不会出现替代关系，而我们不排除安泰科技初期进入市场会通过压低价格来进行市场推广，由此带来变压器厂商采用安泰带材而加大与置信电气的竞争力度。

我们认为，面对行业内的竞争格局可能发生的变化，置信电气的竞争力主要体现在以下几个方面：第一，置信电气的非晶合金变压器技术来自于美国 GE，具有 10 年以上挂网运行经验，技术相对成熟，具有低噪音、高可靠性的特点；第二，长期以来形成的上游谈判力，规模化生产带来的成本最低；第三，市场推进力度较强，前期与省电网公司关联企业成立合资公司这一有效的营销模式使得市场进入能力较强。因此我们判断这些竞争优势对于新进入者而言在 2-3 年较难达到。当然不可否认未来随着竞争者的增多，公司不可能再保持 80% 左右的市场份额，但是随着非晶合金变压器的推广力度加大，市场需求的增长对于公司市场份额的下降会有一定的弥补，公司依然可以保持增长。

四、投资建议：推荐

➤ 收入预测

我们采用分地区产量增长情况对公司收入进行预测。

江苏市场：作为公司最主要的销售市场，江苏市场 08 年的销售收入占到公司主营业务收入的 70% 以上。09 年江苏市场加大农网建设力度，投资资金同比增长 27.5%。我们认为考虑到非晶合金变压器比例的提升，20kV 产品的投入，置信电气江苏市场应该能够保持和行业同步的增速。2010 年依然可以维持这一增速。

上海市场：公司在上海市场主要销售的市组合变压器，和房地产建设新开工项目完工程度相关性较大。08 年公司在上海市场的份额有所提升，但相对增速有所下降。我们判断 2009 年公司在上海市场增速提升较不明显，2010 年开始有所好转。

山西、福建、山东市场：市场推广力度加大，预计山西、福建市场可以达

到产能满产销售，山东市场 09 年大致 2000 台的销量。

表 1: 置信电气分地区销量预测

分地区增长	2008E	2009E	2010E
江苏	22000	28000	34000
江苏市场增长率		27%	21%
上海	4000	3000	5000
福建	1000	4000	5000
山西	0	3000	4000
山东	1000	2000	3000
total	28000	40000	51000
增长率		43%	28%

数据来源：中投证券研究所

销售价格：由于变压器主要原材料铜的价格持续下滑，非晶合金变压器价格也一直有所下滑，从 08 年到目前价格下降了接近 10%。

表 2: 置信电气非晶合金变压器收入预测

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
产能（台）	15000	25000	28000	40000	51000
上海公司（原有产能）	10000	20000	20000	20000	20000
（新建产能）				3000	6000
江苏帕威尔置信	5000	5000	5000	5000	5000
福建和盛置信			1000	4000	5000
山东爱普置信			1000	2000	3000
上海联能			1000	3000	8000
山西公司				3000	4000
产销率			100.00%	100.00%	95.00%
销量（台）	12000	20000	28000	40000	48450
均价增幅			-5.00%	-5.00%	0.00%
单价（万元/台）	6.21	6.26	5.95	5.65	5.65
销售收入（百万元）	745.13	1252.37	1665.65	2260.53	2738.06
增长率	137.91%	68.07%	33.00%	35.71%	21.13%

数据来源：中投证券研究所

表 3: 置信电气主营业务收入预测

营业收入（百万元）	2007A	2008E	2009E	2010E
变压器及母线槽	1,252.37	1,665.65	2,260.53	2,738.06
销售铁芯	5.87			
内部抵消		-150.17	-711.62	-861.95
日港置信		158.07	749.08	907.32
合计	1,258.24	1,673.56	2,297.98	2,783.43

数据来源：中投证券研究所

➤ 毛利率预测

表 4: 非晶合金变压器毛利率预测

非晶合金变压器分类占比	2007Q1	2008E	2009E	2010E
非晶合金组合式变压器	34.93%	24.93%	19.93%	24.93%
非晶合金配电变压器	61.45%	71.45%	76.45%	71.45%
非晶合金地下变压器	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
产品总占比	97.32%			

非晶合金变压器毛利率	2007Q1	2008E	2009E	2010E
非晶合金组合式变压器	34.80%	34.80%	34.80%	34.80%
非晶合金配电变压器	17.04%	17.04%	17.04%	17.04%
非晶合金地下变压器	42.43%	42.43%	42.43%	42.43%
综合毛利率	23.66%	21.25%	20.36%	21.25%

资料来源：中投证券研究所

“十一五”对节能降耗的要求使得公司产品有较大的发展机会，而未来 2-3 年公司保持增长的趋势也比较明确。我们预计 2008-2010 年 EPS 为 0.56 元、0.96 元和 1.22 元，目标价格 24.00 元，维持评级为“推荐”。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1124	1247	1563	2257	营业收入	1258	1674	2298	2783
现金	538	405	441	395	营业成本	973	1284	1657	1982
应收账款	314	417	573	971	营业税金及附加	7	8	11	14
其它应收款	2	3	4	5	营业费用	31	42	57	69
预付账款	49	64	83	139	管理费用	62	83	114	138
存货	220	359	463	747	财务费用	3	-2	3	1
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	147	736	682	623	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	62	0	0	0	投资净收益	42	33	0	0
固定资产	65	723	674	619	营业利润	224	291	456	579
无形资产	3	-0	-4	-7	营业外收入	1	0	0	0
其他	16	13	12	11	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1271	1983	2245	2880	利润总额	224	291	456	579
流动负债	464	936	802	933	所得税	29	38	60	76
短期借款	85	396	144	354	净利润	195	253	397	503
应付账款	301	449	557	469	少数股东损益	18	23	0	0
其他	77	91	101	111	归属母公司净利润	177	230	397	503
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	236	341	554	680
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.86	0.56	0.96	1.22
其他	0	0	0	0					
负债合计	464	936	802	933	主要财务比率				
少数股东权益	62	85	85	85	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	206	412	412	412	成长能力				
资本公积	309	205	205	205	营业收入	68.9%	33.0%	37.3%	21.1%
留存收益	230	344	741	1244	营业利润	180.0	29.9%	56.9%	26.8%
归属母公司股东权益	744	962	1359	1862	归属于母公司净利润	150.2	29.7%	72.5%	26.8%
负债和股东权益	1271	1983	2245	2880	获利能力				
					毛利率	22.7%	23.3%	27.9%	28.8%
					净利率	14.1%	13.7%	17.3%	18.1%
					ROE	23.8%	23.9%	29.2%	27.0%
					ROIC	68.6%	24.3%	34.9%	26.5%
					偿债能力				
					资产负债率	36.5%	47.2%	35.7%	32.4%
					净负债比率	18.41	42.26%	17.91	37.88%
					流动比率	2.42	1.33	1.95	2.42
					速动比率	1.94	0.94	1.36	1.60
					营运能力				
					总资产周转率	1.28	1.03	1.09	1.09
					应收账款周转率	5	5	5	4
					应付账款周转率	3.59	3.42	3.29	3.86
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.56	0.96	1.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.43	0.81	-0.52
					每股净资产(最新摊薄)	1.80	2.33	3.29	4.51
					估值比率				
					P/E	46.20	35.63	20.66	16.29
					P/B	11.00	8.52	6.03	4.40
					EV/EBITDA	33	23	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434