

置信电气（600517） 电气部件与设备

——东风渐绿配电网，非晶今年更胜去年红

投资评级	谨慎推荐	公司评级	A	收盘价	20.15	元
------	------	------	---	-----	-------	---

投资要点：

- ◆ **国内非晶合金变压器市场渐入佳境。**未来两年内复合增长率 50%以上。我们判断，配电网扩容、配电电压升级都大大提升了配电设备的景气度，而在配电变压器份额的增加更使得非晶合金变压器需求进入快速成长期。
- ◆ **公司是非晶合金变压器的主导者和推广者。**公司主业单纯，专营非晶合金变压器及铁芯，凭借技术和先发优势，加上对上游原材的控制，市场占有率达到 80%左右，是当之无愧的非晶合金变压器行业龙头。
- ◆ **成功复制江苏模式，市场拓展卓有成效。**通过携手电网的市场拓展策略，公司成功拿下江苏市场，山东、福建、山西和上海等省市也渐有起色。我们认为此模式可复制性强，为公司绕过电网初始阶段对设备选型的壁垒，迅速开拓市场。
- ◆ **产能弹性充足。**预计 09 年山西等地新建工厂均能达产，届时产能将达到 76,000 台，而且短期内，公司可通过增加人手和设备迅速扩充产能。
- ◆ **铁芯生产独占鳌头，原材料稳中有降。**完全收购日港置信，不单是控制了重要的铁芯来源，同样受益于非晶市场的拓展，铁芯生产本身也是利润丰厚，预计 09、10 年铁芯收入将占到公司总收入 20%，直接增厚公司业绩 0.20 元左右。同时，铜价的持续下跌也为 09 年公司毛利率的改善带来了契机，成本下降 4%左右。

风险提示：

主要是来自于新进入者的威胁、硅钢价格继续下跌增加比价效应、原材料的波动以及市场推广与预期的差异。

盈利预测：

我们预计置信电气 09、10 年全面摊薄 EPS 分别为 0.79、1.23 元。我们对 09 年业绩大幅提升的判断主要源于城农网改造步伐加快、日港置信的收入贡献和成本的大幅下降。随着新市场的开拓和新能源变压器领域的进展，不排除业绩有大幅增长的可能性。考虑到公司产品的技术优势和良好市场前景，我们给予置信电气“谨慎推荐”评级。

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	745.13	1,258.24	1,595.72	1,961.24	3,255.49
营业收入增长	137%	69%	27%	23%	66%
母公司净利润	70.86	177.30	211.47	324.15	506.62
净利润增长率	351%	150%	19%	53%	56%
EPS（元）	0.35	0.86	0.51	0.79	1.23

2009 年 4 月 29 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	29.16/11.90
上证指数/深圳成指	2401.44/9104.30
50 日均成交额(百万元)	76.60
市净率(倍)	8.82
股息率	0.25%

基础数据

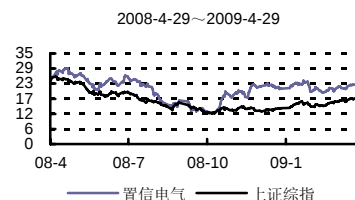
流通股(百万股)	412.47
总股本(百万股)	412.47
流通市值(百万元)	8311.27
总市值(百万元)	8311.27
每股净资产(元)	2.28
净资产负债率	78.38%

股东信息

大股东名称 上海置信(集团)有限公司

持股比例 23.56%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员： 李芬
 电 话： 021-51097188-1938
 电 邮：
 联系人： 朱厚中
 电 话： (86-21) 51097188-1853
 电 邮： zhuhouzhong@gyzq.com.cn
 地 址： 中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F（200120）

目 录

图表目录	3
第 1 部分 主业明确，增长可观	4
1.1 公司概况	4
1.2 主营产品单纯，近 4 年保持 50%以上的复合增长	4
第 2 部分 沐浴政策春风，行业享受高景气	6
2.1 非晶合金变压器节能突出，经济效益明显	6
2.1.1 非晶合金变压器产品简介	6
2.1.2 国内非晶合金变压器的生产和应用相对滞后	6
2.2 国内配电变压器的市场格局	6
2.3 置信产品优势	6
2.3.1 与传统 S9 型硅钢变压器相比	6
2.3.2 与其他非晶厂商相比	8
2.4 电网扩容红胜火，节能降耗添绿意，能不利非晶？	10
2.4.1 电网投资加码，推升输配电设备行业景气度	10
2.4.2 国家节能降耗规划任重道远，非晶发展适逢其时	11
2.4.3 配网电压序列升级，延长配电一次设备景气	13
2.4.4 新能源配套变压器，有望成为新的利润增长点	13
第 3 部分 投资亮点分析	14
3.1 市场蛋糕巨大，置信独享八分	14
3.2 携手电网，有效开拓市场	15
3.3 铁芯生产独占鳌头，原材料稳中有降	16
3.4 产能弹性充足	18
第 4 部分 盈利预测与价值评估	19
第 5 部分 风险提示	22

图表目录

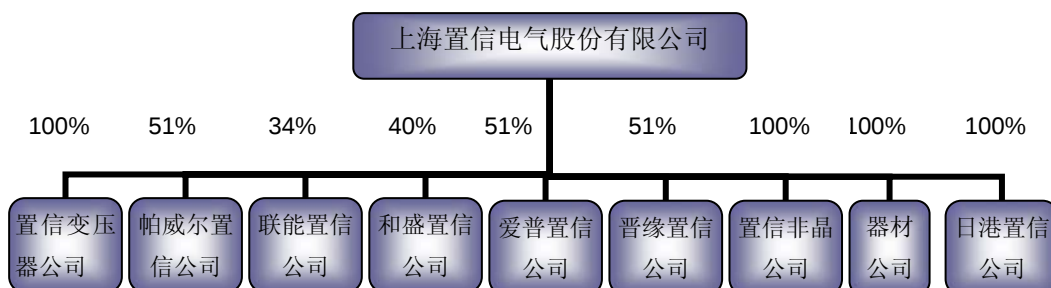
表 1: 置信产品分类	4
表 2: 非晶合金变压器与 S9 型硅钢变压器空载损耗对比	7
表 3: 节约能源及各类污染指标减少量	7
表 4: 500kVA 容量非晶和硅钢配电变压器经济性	8
表 5: 非晶合金变压器生产企业	8
表 6: 置信电气产能分析	10
表 7: 非晶合金变压器相关的节能政策	12
表 9、配电变压器行业原材料占比（以 07 年年报为时点估算）	16
表 8: 2008 年非晶合金变压器产业链及市场分布情况	16
表 10: 我国配电式非晶合金变压器及带材需求预测	19
表 11: 盈利预测有关假设	19
表 14: 利润表（单位：百万元）	21
图 1: 置信电气控股及参股公司	4
图 2: 置信营业收入、净利润增长情况	5
图 3: 置信各产品收入占总营业收入比例和毛利率	5
图 4: 置信经营能力逐年改善	5
图 5: 硅钢和非晶合金变压器全寿命周期费用分析	8
图 6: 我国电源建设保持较大规模	10
图 7: 未来两年国家电网与南方电网的投资持续增长	11
图 8: 我国电网线路损耗同发达国家的比较	12
图 9: 全国变压器近几年产量和增长率	14
图 10: 我国非晶合金变压器市场需求预测（单位：台）	14
图 11: 置信已经与五家省或直辖市电网关联企业成立合资公司	15
图 12: 置信与电网合资企业盈利情况	16
图 13: LME 铜价走势（美元/吨）	17
图 14: 毛利率 08 年降幅好于预期，09 年如期回升	17
图 15: 置信电气近三年 PE-Bands	错误！未定义书签。

第 1 部分 主业明确，增长可观

1.1 公司概况

置信电气 2003 年上市，上市之初的主要资产是上海置信电气器材有限公司和上海置信变压器有限公司，其后，公司又通过与江苏帕威尔电气公司合资成立的江苏帕威尔置信公司，为置信电气顺利打开了江苏市场；通过参股日港置信公司，保证了重要原材料非晶铁芯的供应；通过投资置信非晶公司扩大非晶变压器产能。2007 年 8 月 21 日，置信电气以 48 元/股的价格，公开增发 666 万股，用于进一步扩大公司非晶合金变压器生产能力。此后，公司继续采用与当地企业合作的方式，投资联能置信、和盛置信、爱普置信等公司，迅速开拓各省配电变压器市场。

图 1：置信电气控股及参股公司



资料来源：公司定期报告、国元证券投资研究中心

公司是目前国内生产规模最大、技术水平最先进、产品规格和系列最丰富的非晶合金变压器生产企业。公司主要产品的具体分类如下：

表 1：置信产品分类

分类	绝缘介质	按功能	产品特点	用途
非晶合金变压器	油浸式（阻燃油）	组合式	节能、深入负荷中心、占地面积小	城网中的住宅小区
		配电式	节能性价比高	城网、农网
		地下式	节能、降噪、环保	住宅小区、高速公路、沿海大桥
	干式（环氧树脂）	组合式	节能、阻燃	住宅小区等
		配电式		住宅小区、机场、商业中心等

资料来源：公司定期报告、国元证券投资研究中心

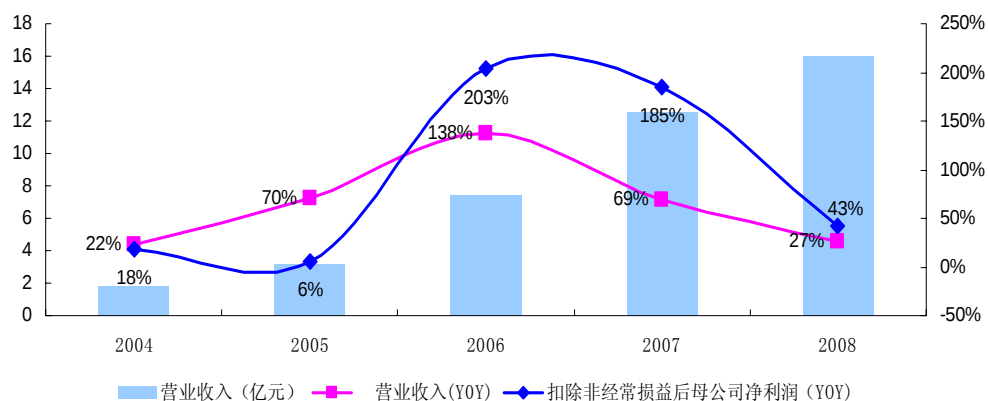
除此以外，公司已经开始着手针对风电和太阳能研发制作专用变压器，有望成为新的增长点。

1.2 主营产品单纯，近 4 年保持 50%以上的复合增长

公司主营产品比较单纯，主要为非晶合金变压器以及铁芯，其中非晶合金变压器占销售收入的 3/4 左右。2002-2004 年，由于非晶合金变压器推广的难度较大，公司经营一直比较平稳。05-06 年进入高速发展阶段，08 年由于受经济形势恶化影响，利润增速有所放缓。

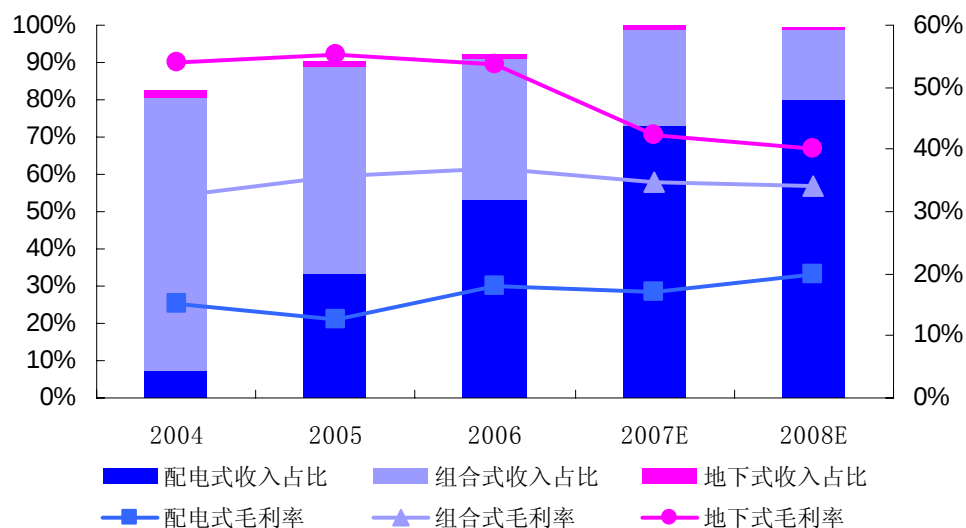
从图 3 中可以看到，由于电网对非晶变压器的需求增长较快，公司的产品结构发生了变化，毛利率较低的配电式所占比例越来越大，由不到一成占到近八成，而毛利率较高的组合式和地下式需求增长不敌配电式，收入占比逐年下降。（其中 07-08 年数据为估算）

图 2: 置信营业收入、净利润增长情况



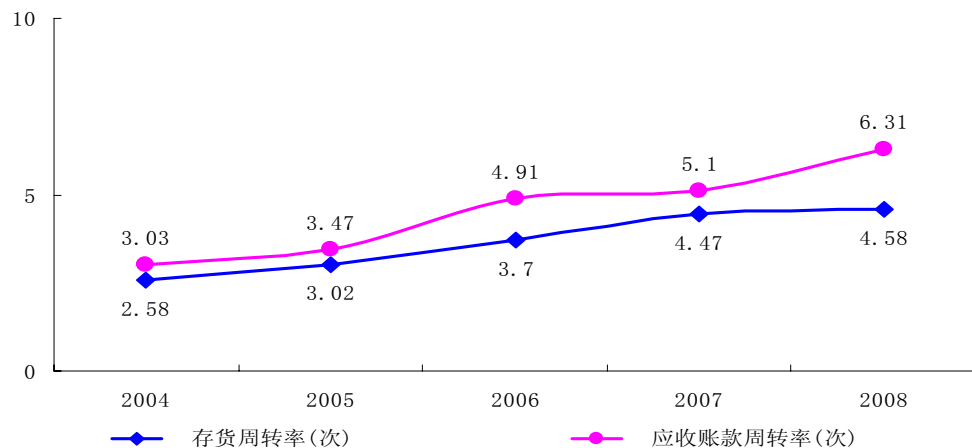
资料来源: 公司数据、国元证券投资研究中心

图 3: 置信各产品收入占总营业收入比例和毛利率



资料来源: 公司数据、国元证券投资研究中心

图 4: 置信经营能力逐年改善



资料来源: 公司数据、国元证券投资研究中心

第 2 部分 沐浴政策春风，行业享受高景气

2.1 非晶合金变压器节能突出，经济效益明显

2.1.1 非晶合金变压器产品简介

非晶合金材料是20 世纪70 年代问世的一种新型合金材料，具有优异软磁性能。非晶合金变压器就是用非晶合金材料制作铁芯而成的变压器，该变压器的空载损耗，与S9 型硅钢变压器相比下降幅度达80%，具有卓越的节能性能和良好的性价比。国际能源署（IEA）组织2001 年在推广节能配电变压器行动建设书上已将非晶合金变压器列为节能配电变压器首选品种。

目前，非晶合金变压器的节能和环保作用已被国际所公认，也逐步被国内电力系统所认识。大规模采用非晶合金变压器能带来较好的社会效益和经济效益，并对节能和环境保护产生重大意义，随着国家对节能的日益重视以及企业观念的逐步转变，非晶合金变压器越来越被市场所接受。

2.1.2 国内非晶合金变压器的生产和应用相对滞后

非晶合金由于其材料特性，电压等级和容量难以达到较高水平，因此非晶合金变压器**主要应用于电压等级和容量较低的电网配网领域**。上世纪80 年代美国GE公司率先研制了世界上第一台非晶变压器。由于其节能降耗的特点，美国、欧盟、日本、印度、加拿大等国近年都纷纷生产非晶变压器，目前全球挂网运行的非晶变压器约有200 万台。

我国非晶合金变压器的研制工作始于“七五”时期。在国家科技攻关“非晶合金与合金”课题中将“非晶合金铁芯配电变压器研制”作为重点专题。此后近20年间，众多研究机构和变压器厂家均投入了研制，但仅局限于样机的研发和生产，产量极小，并未形成产业化生产。直到1998 年，置信电气引进美国GE 公司的非晶变压器制造技术和非晶变压器生产线，才开始非晶合金变压器的较大规模生产。

2.2 国内配电变压器的市场格局

我国现在有两种配电变压器（DT）：一种是用CGO 做铁芯的标准型SiFeDT（现在推广使用的是S9 型），另一种是用非晶合金做铁芯的AMDT。

AMDT 的初始投资（价格）对其推广应用有很大影响。我国有关部门规定：凡节能产品，其**初始投资的超额部分（比老产品）的回收年限不应超过5 年**，最长不超过7 年，因此才有AMDT 的价格必须 ≤ 1.3 倍SiFeDT（S9 型）价格之要求。

过去我国非晶配电变压器发展较为缓慢，主要原因在于价格。非晶合金变压器设计磁密低，故铁芯体积和重量都偏大，而其材料价格又比常规硅钢片高。虽然很多地方都在说明一个“损耗评估”的理论，就是说多投资的部分，在若干年以后可以从节省的电费中回收，但起初推广应用的收效并不理想，06年江苏电网开始加大对非晶变压器的推广力度，拉开了非晶变压器高增长的序幕。

置信电气目前约占非晶合金变压器市场份额的80%，其它厂家产量较小，且不成规模。由于该产品需要较长时间的技术积累和市场拓展，2~3年内这些厂家还难以和已经确立品牌和销售渠道的置信电气相抗衡。我们判断，未来几年置信电气将依赖其技术优势和先发优势维持其现有的行业龙头地位，继续占有非晶合金变压器市场最大的份额。

2.3 置信产品优势

2.3.1 与传统 S9 型硅钢变压器相比

（1）节能效果明显

非晶合金变压器空载损耗比S9 型硅钢变压器的空载损耗降低80%左右（详见下表），且

S9 型硅钢变压器依然与非晶变压器同台竞技，价格因素制约非晶市场推广

对输电系统无特殊要求，无论是电力使用高峰或是低谷它都连续节能，对长期处于负荷率低时段或季节的城市电网和农村电网节能降耗尤为重要。

表 2：非晶合金变压器与 S9 型硅钢变压器空载损耗对比

额定容量 (KVA)	空载损耗 Po (W)			SBH11 比 S9 降低	SBH16 比 S9 降低
	S9	SBH11-M	SBH16-M	Po (W)	Po (W)
50	170	43	38	127	132
100	290	75	58	215	232
160	400	100	78	300	322
200	480	120	90	360	390
250	560	140	110	420	450
315	670	170	130	500	540
400	800	200	160	600	640
500	960	240	190	720	770
630	1,200	320	230	880	970
800	1,400	380	280	1,020	1,120
1000	1,700	450	330	1,250	1,370
1250	1,950	530	390	1,420	1,560
1600	2,400	630	470	1,770	1,930

注：SBH11、SBH16 为非晶合金配电变压器

资料来源：公司增发意向书、国元证券投资研究中心

目前，按每台配电变压器容量250 千伏安，我国每年新增约50 万台配电变压器。如果全部以非晶合金配电变压器替代当前常用的节能型S9 型配电变压器，可节约电能20多亿千瓦时/年。

(2) 环保效应强

非晶合金变压器，不仅在运行时节能效果明显，而且在产品本身的制造环节中降低了大量能耗，每年可为国家节省大量发电燃料，减少对大气的污染。

我国目前在用配电变压器近500 万台，平均容量200kVA，若由S9 型全部改用SBH11 型非晶合金变压器，每年可获得环保效益如下：

表 3：节约能源及各类污染指标减少量

减少空载损耗	180 万 KW
节电	157.68 亿 KWh
减少煤耗	646.49 万吨
减少 CO2 气体排放	1,300.86 万吨（相当于增加净化空气的森林面积 34,689 平方公里）
减少 SO2 气体排放	33.79 万吨
减少 NOx 气体排放	19.77 万吨

资料来源：公司增发意向书、国元证券投资研究中心

在国际上此类非晶合金变压器有“没有发电机的绿色发电厂”的美称。

(3) 节约城市建设用地

公司产品体积普遍小于同类产品或传统产品，节省大量土地占用和建筑材料。20 世纪80 年代沿用至今的三型变电站，在2000 年以前是上海城网改造和新建住宅配套的主要供电设施，每座占地约120 平方米左右。如用两台800kVA非晶合金组合式变压器替换一座三型变电站（按1,600kVA 计），总占地面积仅为7 平方米（平均约3.5 平方米/台），占地面积可减少113 平方米；同时，非晶合金变压器外部不需要再建造变电房，节约了大

量建筑材料；非晶合金变压器还可直接放置在中央绿化丛中，不仅不影响周边环境，而且深入了负荷中心、有利于供电稳定。因此，非晶合金变压器的使用，客观上起到“还绿于民，节省资源”的效果，有利于社会的可持续发展。

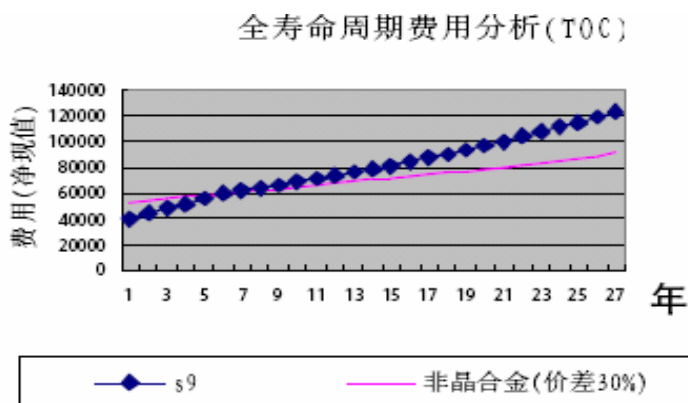
(4) 综合使用成本低

国家发改委2005年11月28日中提出的综合能效费用法(TOC法)，这是一种评价变压器能源效率比较全面的方法，它是根据综合比较变压器价格和能耗水平的原则，按照总拥有费用最低来选择变压器，具体计算公式为： $TOC=C_t+A \times P_o+B \times P_k$

式中， C_t 为变压器价格，元； P_o 为空载损耗，W； P_k 为负载损耗，W； A 为空载损耗等效初始费用， B 为负载损耗等效初始费用。

根据综合能效费用法，非晶合金变压器相比传统的硅钢变压器，在节能减排的同时，具备了更高的经济性。财政部、国家税务总局、国家发展改革委2008年9月公布了节能节水专用设备企业所得税优惠目录(2008年版)，只有非晶合金变压器才能达到目录中配电变压器的能效标准。

图 5：硅钢和非晶合金变压器全寿命周期费用分析



资料来源:公司增发意向书、国元证券投资研究中心

表 4：500kVA 容量非晶和硅钢配电变压器经济性

500kVA 容量	SBH11 型非晶合金配电变压器	S9 型硅钢配电变压器
市场价格	60,000 元/台	46,000 元/台
空载损耗	240 瓦/小时	960 瓦/小时
额定负载损耗	5,150 瓦/小时	5,150 瓦/小时
年度节电	6,307KWH/台/年，按 0.6 元/度电价测算，节约电费为 3,784 元/年	

资料来源:公司招股说明书、国元证券投资研究中心

因此，购置非晶合金配电变压器增加的成本差额可在该变压器运行4年内全部回收，而变压器在正常运行条件下的使用寿命可达30年左右，其后的26年可节约电费约为98,384元。所以其运营成本较低，优势明显。如果再考虑所节省的土地资源成本、建筑成本、保养维修成本等，其综合经济效益十分明显。

2.3.2 与其他非晶厂商相比

非晶合金变压器在铁芯的制造和变压器的制造方面，都具有一定的门槛和难点。

表 5：非晶合金变压器生产企业

生产企业	产品类型	所在地	市场份额
上海置信电气股份有限公司	SH9、SH11、SH16	上海市	80%
杭州钱江电气集团股份有限公司	SH11	浙江杭州	20%

非晶与 S9 的成本差额已达到小于 5 年回收年限要求，节能优势凸显

三变科技股份有限公司	SHM-12	浙江三门
中电电气集团有限公司	SGBH11	江苏南京
沈阳恒研变压器科技有限公司	SBH15	辽宁沈阳
武汉华城长江电机有限公司	SH15	湖北武汉
菏泽市恒源变压器制造有限公司	SH11	山东菏泽

资料来源：中国电器工业协会网、国元证券投资研究中心

先发优势明显，技术优势突出，细分行业龙头

置信电气自1998 年从GE引进非晶合金变压器生产技术以来，经过自有技术人员和国内专家的努力，不断提高产品的电压等级、性能，并研制出了紧凑型预装式变电站、非晶合金地下式配电变压器、智能型埋地式变压器等系列产品，掌握了非晶合金变压器生产的核心技术并申请了多项专利。顺应全球不断加速的新能源建设，公司又开发出了适合风能和太阳能专用的非晶合金变压器，申请了多项与太阳能和风能有关的非晶合金变压器技术专利。

对国内非晶变压器竞争者而言，置信电气在各省电力公司的招标中处于垄断地位，产品质量和性能处于领先地位难以撼动。而在国际上，公司针对法国电力市场开发的SBH15-M-400/20 型非晶合金电力变压器也顺利通过了国际著名高压电器设备实验室——荷兰KEMA 实验室组织的认证，这意味着公司的非晶合金变压器取得了走向世界的“通行证”。

目前国内已经有多家变压器生产企业开始生产非晶合金变压器，如特变电工、顺特电气、江苏鹏华、杭州钱江集团等，但其产品在电力公司的招标中都无法战胜置信电气，主要原因在于配电变压器的噪音问题没有解决。而置信电气通过技术改进，将产品的噪音控制在 45 分贝以下，符合国家居民区配电变压器应用标准。而且，这些企业的非晶合金变压器仍然存在可靠性方面的问题，到目前为止仍然无法实现批量生产的能力。

从电气产品进入电网市场的常规分析，任何一个产品从设计面市到大批量运用于各级电网至少需要 2-3 年时间，除了必要产品质量测试外，各地区环境、各种气候环境、各电网环境下的较长时间实际挂网运行测试，是批量进入市场的关键。另外，对各级电网主管部门而言，企业的规模化、产品质量、售后服务和市场信誉等因素，往往是他们选购产品时更为看重的因素。

由于非晶合金变压器较传统的硅钢变压器容易被雷电击穿，因此在非晶合金变压器招标时，对运行可靠性要求很高，需要在各地区不同地理环境、气候条件、电网环境下长时间挂网测试。置信电气的产品已经在上海、浙江、江苏、山东等20 多个省市挂网运行，最长运行时间已接近10年，从未出现故障。由于上述原因，置信电气在非晶合金变压器领域目前处于垄断地位，市场占有率达到80%。实际上，凭着多年来对非晶合金变压器的宣传推广，置信的品牌已经在国家发改委、国家电网公司和各省级电力公司产生了较强的认知度。公司生产的非晶合金变压器**进入国家电网采购清单**，并成为**世界银行在中国投资项目的指定使用产品**。无论在各省电力公司的采购招标，还是在国家重点项目中，置信电气凭借稳定的产品质量和长期的挂网运行经验屡屡胜出。

规模优势及对上游原材料的议价优势

公司对上游原材料有较强的议价能力。置信电气的主要原材料是非晶合金铁芯，08 年 10 月公司成功收购了为公司提供铁芯加工服务的日港置信 60%的股份，加上公司之前拥有的 40%股份，使得日港置信成为公司的全资子公司，由外购铁芯变成了自己生产，在成本控制上又赢得了空间，与其他中小生产企业再次拉开了成本差距。

日港置信公司生产铁芯所需的非晶合金带材全部从日立金属公司采购。作为日立金属开拓中国市场的战略客户，日港置信与日立金属建立了长期合作关系。2007 年日港置信的非晶合金采购量已达到日立金属公司总产量的20%，是日立金属在亚太地区最大的客户。

此外，与国内的竞争者相比，置信电气还具有明显的规模优势。目前，置信电气已具有年产 4 万台非晶合金变压器的产能，预计 2010 年所有项目达产后，公司将具有 7.6 万台的综合生产能力。2008 年公司全年生产非晶合金变压器 3 万多台，继续保持 80% 以上的市场占有率。

现有竞争者中年产能最大的不到 2000 台，都是接到订单后，从中机联供订购非晶合金铁芯进行生产，生产周期长，生产成本低，很难满足订货要求。以福建省 2008 年农网改造项目为例，电力公司要求在签订合同后 20 天内交付 5000 台非晶合金变压器，这对生产力不足又没有存货的其他厂商而言是很难做到的。

表 6：置信电气产能分析

公司名称	股权比例 (%)	设计产能 (台)
置信电气	100	20,000
上海置信非晶	100	30,000
江苏帕威尔	51	5,000
福建和盛置信	40	5,000
山东爱普置信	51	3,000
上海联能置信	34	8,000
山西晋缘置信	51	5,000
合计		76,000

资料来源：公司定期报告、国元证券投资研究中心

虽然公司目前处于行业垄断地位，但是公司目前的毛利率一直控制在 20% 左右，因此，我们认为，未来几年普通中小企业的进入难度是很大的，公司的主要竞争者将仍是传统硅钢变压器生产厂家而非非晶合金变压器生产厂家。

2.4 电网扩容红胜火，节能降耗添绿意，能不利非晶？

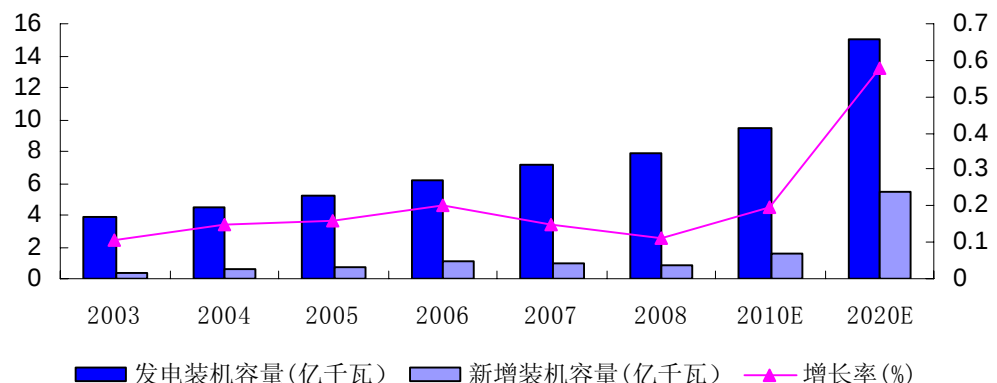
2.4.1 电网投资加码，推升输配电设备行业景气度

输配电设备的主要市场是发电企业和电网公司，输配电行业的发展主要取决于电源建设（发电装机建设）和电网投资的增长。

“十一五”后三年至 2020 年前，中国电源建设维持较大的新增装机规模。

图 6：我国电源建设保持较大规模

大规模电源建设，亟需电网配套发展



资料来源：中电联，国元证券投资研究中心

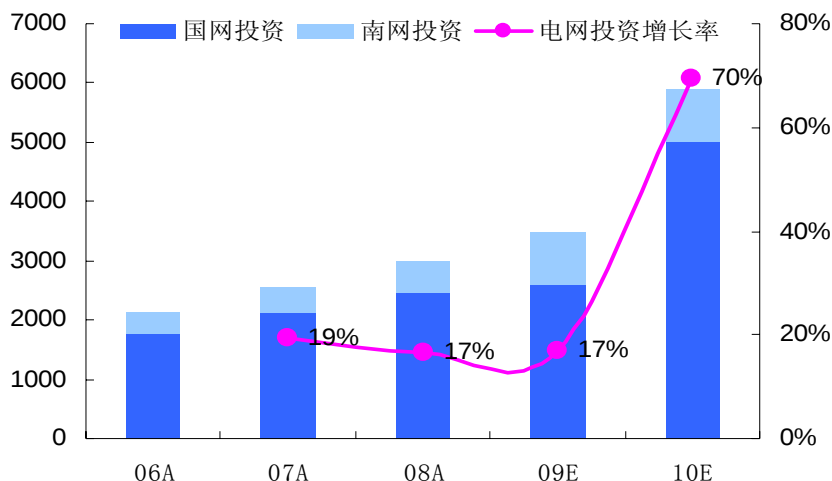
大规模的电源送出，对电网发展提出了巨大挑战。由于长期投入不足，中国电网发展严重滞后，网架结构薄弱，电网优化配置资源的作用难以充分发挥，抵御事故风险的能力不强，发生大面积停电事故的风险始终存在。为缓和国内电力供需矛盾，国家目前已将

加快电网建设、缓解电网瓶颈制约、提高电网供电能力作为关系国家安全的重要任务来抓。

2006 年初，国家电网公司和南方电网公司对“十一五”电网投资进行了规划，“十一五”期间电网总投资额将在 12,600 亿元左右。09年国网计划投资额为2600亿元，预计10年的投资额为5000亿元。加上南方电网调整后的年均900亿元的投资，国家电网、南方电网09、10年的投资额合计为3480亿元、6000亿元，分别同比增长17%、72%，平滑后09、10年电网投资的复合增长率为44%。

图 7：未来两年国家电网与南方电网的投资持续增长

电网投资加码，既是追赶电源建设，更是扩大内需



资料来源：国家电网、南方电网，国元证券投资研究中心

电网运营分为输电与配电，两者之间也存在一个比例关系。从全球范围来看，电力投资中发电略低于输电加配电占 45.9%，输电占 15.9%，配电(含低压配电)占 38.2%，配电约为输电二倍还多。配电中，估计低压配电略多于中压配电。

今后 2~3 年，国网可投资 5500 亿元用于城农网建设与改造。其中，城网投资 3000 亿元，农网投资 2500 亿元。南方电网初步计划 09 年将投资 621 亿用于城网改造和农网完善，未来两年国家两大电网公司新增投资 5600 亿元，占 1.16 万亿元投资额的 50%，投资占比与前几年基本持平。但由于电网投资总额的上升，09、10 年城市电网、农村电网改造投资的增速也将高达 17%、72%，平滑后的年均复合增长率为 44%。

非晶变压器主要用于城农配电网，置信电气 60% 以上的业务集中在农村配电网，将会成为最大的收益单位之一。

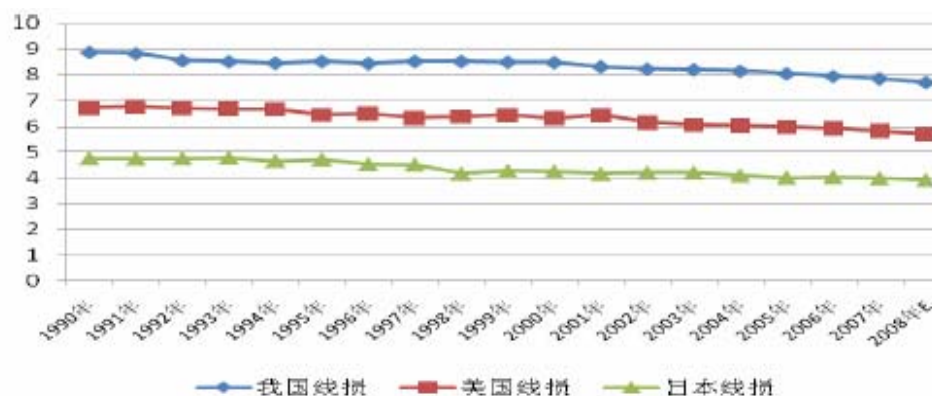
2.4.2 国家节能降耗规划任重道远，非晶发展适逢其时

目前我国能源利用效率仅 33%，比发达国家低约 10 个百分点。电力、钢铁、有色、石化、建材、化工、轻工、纺织等 8 个行业主要产品的单位能耗平均比国际先进水平高 40%；钢、水泥、纸板的单位产品综合能耗比国际先进水平分别高 21%、45%、12%。

“十一五”规划对节能降耗的明确提出以及具体目标的出台，对国内各行各业将形成现实的压力。换句话说，节能降耗将是一项必须完成的政治任务，政府、企业都将想方设法来实现该目标，对于耗能大户电网公司压力尤其巨大。

在我国电网中，尤其是农村配电系统中，长期处于低负荷状态，部分变压器白天处于空载运行状态，导致了配电变压器空载损耗约占整个 10kV 配电损耗的 40% 左右，为非晶合金变压器的使用更是提供了很大的空间，提高输变电设备效率是电力规划和节电措施中必需考虑的因素。

图 8：我国电网线路损耗同发达国家的比较



资料来源：国元证券投资研究中心

自20 世纪90 年代以来，国家也一直十分注重像非晶合金变压器此类环保节能型电力设备产品的开发、生产与推广，并不断运用行政、财税杠杆推进相关技术产业化进程。

表 7：非晶合金变压器相关的节能政策

颁布时间	节能政策
1995	非晶合金变压器的样机鉴定意见“该产品的开发，可推动我国节能工作的开展，同时对我国非晶金属材料的研究、开发与应用达到实用化，真正形成高新技术产业都有十分重要的意义”
1996	原国家计委、经贸委、科委发文颁布“中国节能政策大纲”提出了研制和推广非晶合金变压器，要求“新增和到期更新变压器应按比例采用非晶合金变压器，逐步提高在配电变压器中的比例”。
1997	国家计委“关于编制输变电网络节能降耗规划的通知”：“更换高损耗变压器，线路改换节能型，合理配置无功补偿装置”
1998	国家计委发布“关于推动非晶合金国产化工作的函”； 国家电力公司在国家机械工业局召开的“城乡电网装备国产化工作会议”上，要求“重视采用非晶态合金材料类型的变压器降低铁损，提高经济效益，要积极采用非晶态合金材料做成的变压器”。
‘六五’计划以来	国家科委已连续在 3 个五年计划中将非晶态材料及其应用列为国家新材料领域的重点攻关项目”
“十一五”规划	“十一五”期间单位国内生产总值能耗降低 20%，主要污染物排放减少 10%。
2005	国家发改委正式颁布了GB20052-2006《三相配电变压器能效限定值及技能评价》进一步肯定和鼓励推广使用非晶合金变压器； 国家发改委与科技部于2005 年共同组织起草了《中国节能技术政策大纲》，明确指出：“推广生产和应用S11 型及非晶合金铁心型低损耗变压器等节能型配电设备及附件。2010 年前，淘汰电网在役的S7 型及‘73’、‘64’型高耗能变压器设备”。 国家发改委发布DL/T985-2005《配电变压器能效技术经济评价导则》，提出综合能效费用法（TOC 法），“该方法综合考虑了变压器价格、损耗、负荷特点、电价等技术经济指标对变压器经济性的影响，帮助变压器用户全面、正确地认识高效节能变压器的经济性，选择最经济、合理的配电变压器，并推动高效节能变压器的使用。”
2007	《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》：强调要把节能减排指标完成情况作为政府领导干部综合考核评价和企业负责人业绩考核的重要内容，实行“一票否决制”。

资料来源：公司定期报告、国元证券投资研究中心

因此，“十一五”期间，在上述一系列强化政策支持下，随着电力制度改革日益临近，和各地电力部门观念的逐步转变，只有通过选用节能型电力设备，方能降低其自身经营成本。因此，淘汰高耗能落后产品也是最终的市场选择。

同时，随着城市人口集中程度越来越高，城市空间利用程度必须大幅度提高。因此，选用土地占用面积小，甚至不占用土地的变压器（如干式变压器和地下变压器）、能够深

入用电负荷中心、降低设备综合成本的产品，将受到电力配套用户的青睐。因此，非晶合金变压器行业景气度将会更加突出。

2.4.3 配网电压序列升级，延长配电一次设备景气

目前我国城市化率只有国外发达国家的一半，国家电网平均负荷密度约为英国的20%，法国的33%、美国的64%，用电水平较低。随着城市化进程的不断推进，我国2020年的负荷水平将是目前的两倍以上，配电网的建设规模将在2007 年的基础上再翻一番以上。

如果继续采用10kV 作为中压配电电压，将造成电网重复降压、供电效率不高，建设强度巨大。亚洲60%和欧洲近80%的国家采用20 kV作为中压配电电压等级。与10 kV相比，同等电荷和供电面积下，20kV可达到：1) 输送容量提高1 倍；2) 线路压降减少75%；3) 供电半径增加一倍；4) 线损降低75%；5) 有色金属消耗量减少50%，并且能有效节省站点和线路走廊资源，大大降低了电网的征地成本。

目前，国内已有部分地区实现或者开始区域配电网升压的相关前期工作，并有针对性地确立了20kV 电压等级的规划项目。1) 苏州工业园区；2) 本溪南芬地区；3) 大连长兴岛；4) 沧州渤海新区；5) 宜昌白洋化学工业园。2007 年，江苏省电力公司建议全省主要城市在未来1—2 年至少建立一个20kV 实验区，其后，全省13个主要城市均已开展该项改造工作。预计2010 年后20kV 的配电网络将开始“蚕食”10kV 配电网络，而35kV 配电网络将会逐步消失。

考虑到我国电力系统现状，20kV 改造将会逐步推进，不太可能在中短期内实现。但长期来看，为实现新的电压序列，全国的中压配电网络将会迎来一次翻天覆地的重构。大量的配电变压器、开关柜、电缆等一次设备将缩短使用年限。还要考虑建设20kV “孤岛”所需的升压环节。配电网在整体电网投资中所占重要程度和投资比重将得到大幅提升。

同时，此次电压等级升级，也蕴含了配网一次设备的产业升级契机。一方面，国家通过标准制订、政策引导等方式，刺激和保护本土品牌，进口替代的进程将会加快。同时，10kV 市场中技术标准化，竞争同质化的局面将会被打破。研发、市场能力领先的国内龙头将会赢得更多的市场份额，享受市场整合带来的更高盈利水平。

08年末与江苏电力公司签订的2万多台大单中，首次采购了20KV非晶合金变压器，而且占比30%左右，一方面，说明了江苏配电网电压升级的实际行动；另一方面，也反映了置信的技术储备较多，能及时满足新兴需求。

2.4.4 新能源配套变压器，有望成为新的利润增长点

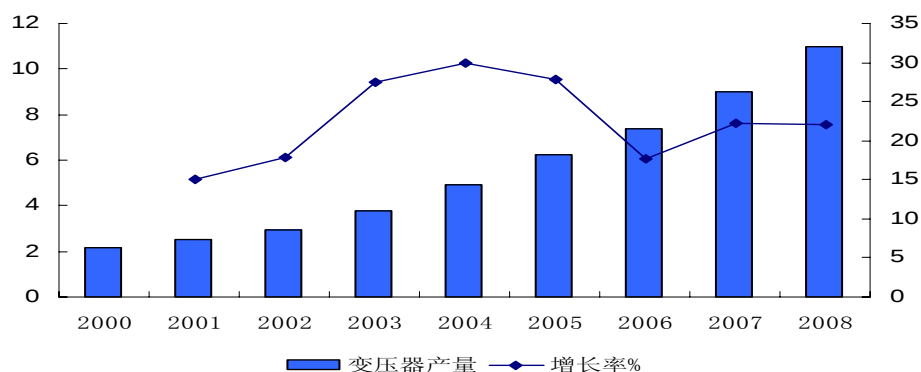
2008 年，为了应对经济形势的变化，全球的新能源建设加速。我国政府也不遗余力地大力推进风电产业、太阳能产业等可再生能源领域的发展。以风电产业为例，国家发改委目前正在酝酿的计划是，要按照融入大电网、建设大基地的要求，力争用十多年的时间，在甘肃、内蒙古、河北、江苏等地形成几个上千万千瓦的风电基地，实现2020 年供电装机规模1 亿千瓦。每1MW 的发电能力，需要1.2kVA 左右的变压器与之配套，1亿千瓦意味着1.2 亿kVA 的变压器市场容量，相当于30 万台400kVA 的变压器。对于太阳能和风力发电时所配套的变压器，由于二者的共同特点是平均负载率比较低，而相对传统能源发电，太阳能和风能的上网电价比较高，使用普通的硅钢变压器时，大量的新发电力被变压器自身消耗掉，因此，应用非晶变压器作为太阳能和风能发电配套设备其经济性能是比较高的，有利于提高太阳能和风能发电系统的投资回报。目前公司已开发出了适合风能和太阳能专用的非晶合金变压器，且已申请了相关多项专利，并与上海申能公司合作，在上海世博会主会场和中国馆安装使用太阳能专用的非晶合金变压器。公司也表示，2009 年将开始着力于新能源市场专用的非晶合金变压器市场开拓，培育公司新的利润增长点。

第3部分 投资亮点分析

3.1 市场蛋糕巨大，置信独享八分

目前国内电网建设正处于景气上升期，无论从政策导向、“十一五”规划，还是从外部经济走弱，国家急需增加基础设施建设的投入以拉动内需来看，未来几年加大对电网和对农村基础设施建设的投资力度，加速城乡电网改造都值得期待，这也势必对非晶合金变压器的需求量形成利好。“十一五”期间，我国在电网建设上的投入达到1.6万亿，远远超过“十五”期间的投资额，变压器行业的年复合增长率也保持在25%以上，每年生产配电变压器占变压器总量的1/4-1/3左右，在未来两年电网投资景气度不减的预期下，我们保守估计配电变压器的需求量至少能与电网投资同步，保持44%左右的增长。

图9：全国变压器近几年产量和增长率



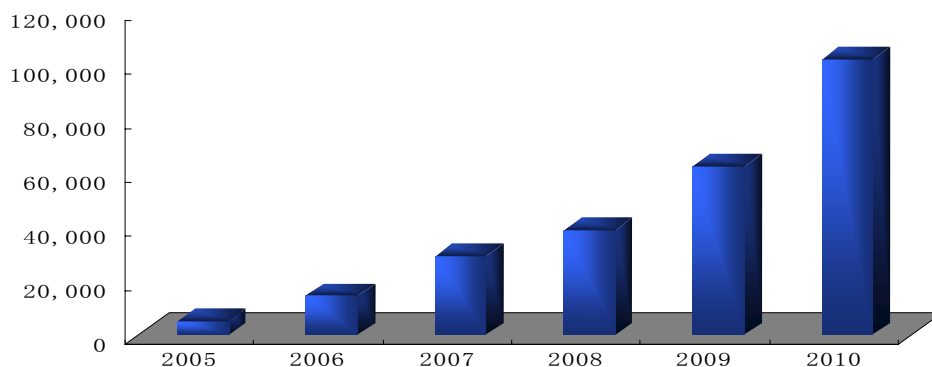
资料来源：国家电网、南方电网，国元证券投资研究中心

2008年我国变压器产量约11亿kVA，按配电变压器的需求量44%的增长推算，至2010年，变压器产量有可能达到22.8亿千伏安，按每台变压器容量400kVA计算，则未来两年平均每年预计新增变压器48万台左右。

另外，我国目前在网使用配电变压器约500万台，其中53%是十年内投运的，30%是11-20年内投运的，17%（约85万台）已运行20年以上，且这85万台全部是高损耗变压器，预计未来有8万台/年需更换（配电变压器平均使用寿命约为20-30年）。

每年新增和更换配电变压器需求共约56万台，若其中的20%采用非晶合金变压器，则全国平均每年非晶合金变压器的需求量将达11万台，08年非晶销量才3万多台，可见，需求未完全释放，市场潜力巨大。

图10：我国非晶合金变压器市场需求预测（单位：台）



资料来源：公司定期报告，国元证券投资研究中心

另外，到目前为止，我国的非晶合金变压器使用比例不高。同时由于大量线路拓扑结构

的不合理，以及用户负荷分布的问题，导致目前中国的节能变压器效果相对发达国家要差，电网进一步改善的空间还很大。国家经委、计委、电力公司等委办，从1996年以来一直联合发文，希望全国各地在城乡电网改造中积极采用，并限制普通硅钢变压器产品的发展。我国电网节能空间巨大，未来对非晶合金变压器的需求将会逐步增大。可以说，**该产品正处于生命周期的成长期**，远远没有达到饱和、衰退阶段。

同时，随着电价的可能继续上调，非晶合金变压器的节能的经济效应就越明显，电网采用产品的意愿也愈加强烈。置信电气将是未来电价上调的受益者。

3.2 携手电网，有效开拓市场

对传统硅钢变压器竞争者而言，非晶合金变压器的节能优势经济效益已经无可争辩，现在**竞争的主要领域在于市场的争夺**。由于电力设备采购的地方保护性，传统硅钢变压器仍享受着原有的市场渠道，尤其是非集中采购的地区，非晶变压器的市场开拓较难。

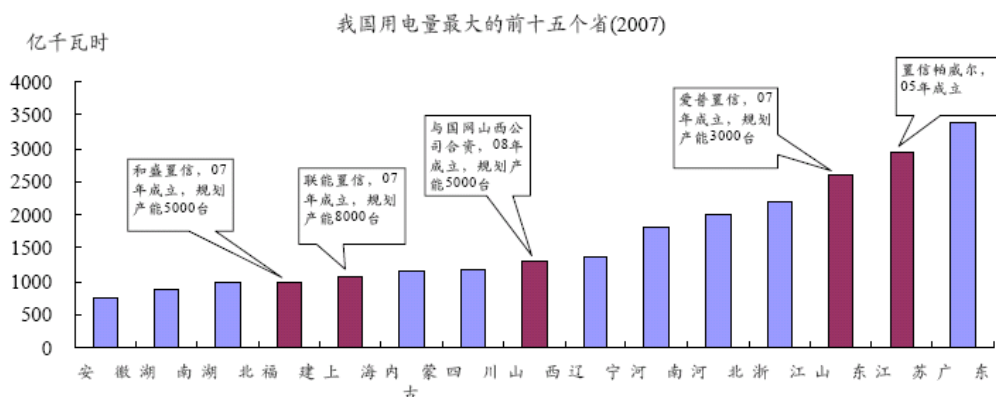
江苏帕威尔置信的成功，为公司开创了一条与各地区电力系统的优势企业合资，在当地建立生产销售基地并快速开拓市场的模式。

置信电气与江苏帕威尔电气公司合资成立的江苏帕威尔置信非晶合金变压器有限公司于**2006年8月投产**，为置信电气顺利打开了江苏市场。由于江苏帕威尔电气公司隶属于江苏省电网公司，江苏电网采购的非晶合金变压器都将由江苏帕威尔置信非晶合金变压器有限公司提供。**截至2006年**，在**江苏省销售的非晶合金变压器就达6000台左右，占置信电气全年销售总量的50%以上**。2008年末江苏省电力公司又一举与置信电气签订了20,913台非晶合金配电变压器的订货合同，已接近置信08年全年来自江苏的销售收入，为09年的业绩夯实了基础。而且我们认为这还不是江苏电网09年的全部采购量，预计后续还可获得来自江苏的订单。

“江苏模式”的特点在于，以这种方法可以大大提高市场开拓速度，抢先占领市场。当然这种模式有一个前提条件，就是该地区设备采购方式为省网集中招标，对于采购权分散的地区，如用电大省广东、浙江等，合资建厂并不经济。不过，可以看到的是，集中采购将是未来趋势。

借乘“十一五”期间国网和南网两大公司同时加大对电网投资力度的东风，置信近年来的扩张步伐也明显加快，不断利用已经取得成功经验的“江苏模式”打开市场，**进入到上海以外的4个近乎垄断的省级配电变压器市场**。2007年置信电气陆续成立了福建和盛置信、山东爱普置信、上海联能置信等合资公司，都在08年开始盈利。2008年置信电气组建山西晋缘置信，不到半年就拿下农网大单。除此以外，置信还在陆续与其他省市商谈有关合作事宜。我们认为这一成功模式的不断复制，将使置信电气获得持续的高速发展。

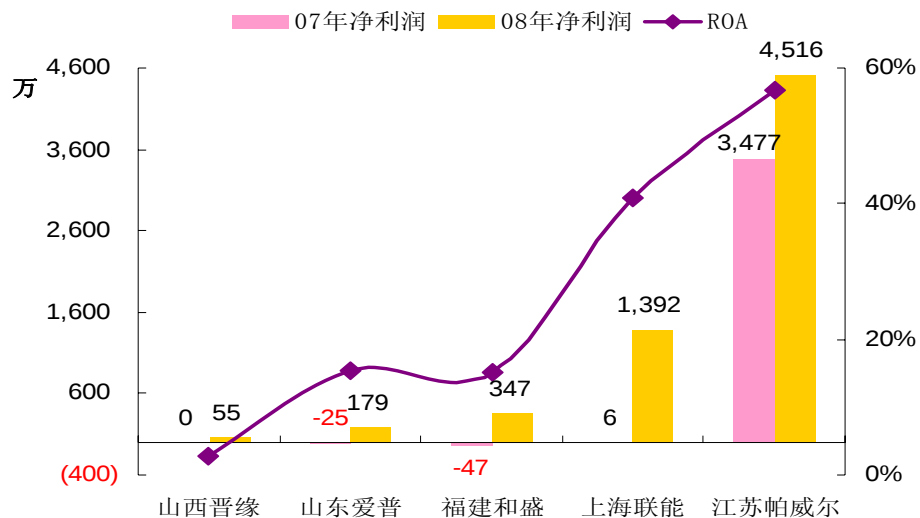
图 11：置信已经与五家省或直辖市电网关联企业成立合资公司



资料来源：中国电力新闻网，公司数据

图 12: 置信与电网合资企业盈利情况

与山西、山东、福建和上海电网新近合资的企业，08 年全部实现盈利，尤其是上海联能，利润增长相当惊人。而江苏帕威尔也仍延续着好成绩，净资产收益率高达 56.8%。可见，江苏模式复制比较顺利。



资料来源: 公司定期报告、国元证券投资研究中心

3.3 铁芯生产独占鳌头，原材料稳中有降

表 9、配电变压器行业原材料占比（以 07 年年报为时点估算）

	硅钢变压器	非晶合金变压器
取向硅钢	35%	0
铜	30%	30%
非晶合金铁芯	0	50%
其他	35%	20%

资料来源: 公司定期报告、国元证券投资研究中心

非晶合金带材制造商为日立金属和安泰科技，由于带材生产技术门槛较高，目前日立金属仍然处于垄断的地位。但值得注意的是，安泰科技已经开始介入带材生产，目前仍在试验阶段，尚不能规模化量产，我们认为，安泰科技如果达产的话，将有利于公司在原材料方面的选择，增加与日立金属的采购谈判筹码，和提高毛利率水平。

表 8: 2008 年非晶合金变压器产业链及市场分布情况

	日立金属	安泰科技	日港置信	中联机供	中电电气等	置信电气	特变电工
产能	5.2 万吨/年	1500 吨左右					
非晶合金带材	预计 2009 年达到 9 万吨,其中 20% 供给置信	近两年的产业目标是建设 4 万吨非晶带材生产线					
非晶合金铁芯 (变压器原材)			产能 1.5 万吨以上	产能 5000 吨左右			
非晶合金变压器					市场占有率为 20%	市场占有率为 80%	潜在进入者, 技术尚需改进

资料来源: 公司定期报告、国元证券投资研究中心

目前公司的非晶带材全部来自于日立金属，日立金属 1/3-1/4 的产量提供给置信电气。公司是日立金属最重要的战略合作伙伴，拥有长期合作关系。因此在采购价格方面，原材料的定价方式也采用盯住取向硅钢的价格方式。08 年随着硅钢价格的大幅上涨，日

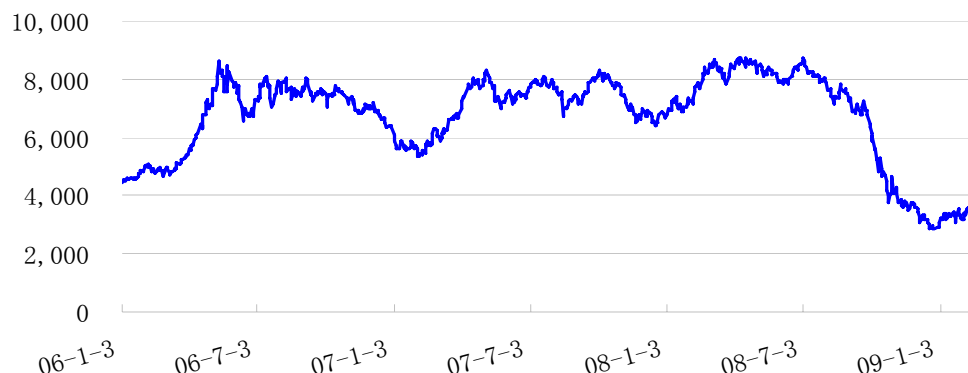
立金属的非晶合金带材价格由27元/公斤上调至30.8元/公斤，涨价幅度约10%，即保证非晶合金变压器的价格与硅钢变压器的价格为1.3: 1，以便确保非晶产品的经济性，从而更好地培育市场。

带材的产能建设弹性较大，因其追加产能的投资力度并不多，周期也不长，而且比硅钢生产能耗低、无污染。日立金属不断扩大其非晶合金金属的生产能力，也彰显了其对于非晶合金材料未来需求市场向好的预计。

非晶合金铁芯加工方面，日港置信目前是国内最大的非晶合金铁芯生产厂家，几乎垄断整个市场。由于非晶合金带材的硬度几乎是硅钢的 5 倍，变压器企业用来切割硅钢片的设备根本没有办法切割非晶合金带材，要想生产非晶合金变压器，必须向专业生产非晶合金铁芯的企业购买铁芯。在全资控股日港置信以后，公司已经确保了**稳定的供货渠道**，也减少了上游的一个成本附加环节。铁芯的产能释放也取决于需求，因而，原材料方面不存在产能瓶颈。而且**日港置信本身也是利润丰厚**，09 年 1 季度毛利率回升 11%，主要是由于收购日港置信股权后，对铁芯收入部分做合并抵消而致。这也直接体现了收购日港置信的丰厚回报。

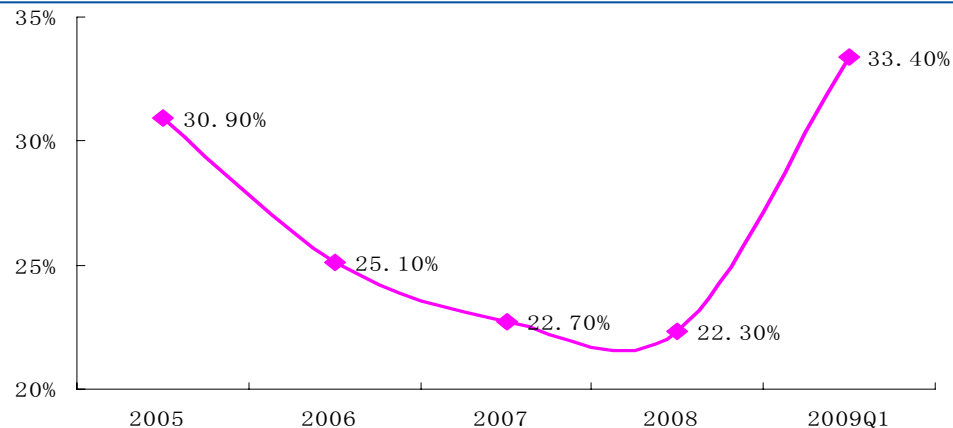
由于配电变压器订单周期短，一般在三个月内，公司对铜采取现货采购方式。近四个月来铜价一路下跌，LME铜已经跌破4000美元/吨。跟据有色金属研究员分析，预计09年铜均价将比08年下降37 %左右，10年回升11%左右，而非晶带材的价格目前公司也在积极与日立金属谈判。

图 13: LME 铜价走势（美元/吨）



资料来源:wind、国元证券投资研究中心

图 14: 毛利率 08 年降幅好于预期，09 年如期回升



资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心

09 年 1 季度毛利率优美的一跃，最大的功臣，并非原材成本的回落，而是收购日港置信股权后，对铁芯收入部分做合并抵消而致。这也直接体现了收购日港置信的丰厚回报。

09年1季度公司综合毛利率比08年度上升11.1%，经测算，其中原材回落贡献3.9%，合并日港置信对毛利率贡献7.2%左右。基于硅钢近期下行的压力，公司与日立金属的积极谈判，非晶带材价格有可能回落。若至10年带材回落15%，综合铜价变化，则成本有望继续回落4.6%。

3.4 产能弹性充足

公司在上市之前，非晶合金变压器产量仅有 1000 台左右，目前，置信电气已具有年产 4 万台非晶合金变压器的产能，预计 2010 年所有项目达产后，公司将具有 7.6 万台的综合生产能力。

公司表示，产能不是制约公司发展的关键因素，只要市场启动，公司将有足够的弹性增加产能，短期内，将 1-2 班倒提升到 3 班倒即可迅速扩大产能。若还是无法满足订单，可以租地新建厂房，6-9 个月即可建成。因此，影响公司增长的关键点不是产能瓶颈，而是市场的真实需求。

第 4 部分 盈利预测与价值评估

基本假设

- 1、鉴于公司和上海置信非晶都获得高新技术企业认定，近三年所得税率为 15%，且两家占公司总收入 75%左右，而其他控股子公司所的税率均为 25%，因此假设公司所得税率为 18%；
- 2、考虑到公司经营良好，三大费率一直在下降，因而假设下降趋势延续。
- 3、通过对非晶合金变压器的生产能力和非晶合金铁芯及带材产能的对比，预计非晶合金变压器的原材料供应不存在瓶颈问题。预测按照 2006 年配电变压器产量 26400 万 KVA，今后每年增长速度依据变压器产量增速；而非晶合金变压器占配电变压器中的比例也将逐年上升；非晶合金变压器容量（万 KVA）与所需非晶合带材（吨）比例为 1: 18；非晶合金铁芯（吨）与所需非晶合金带材（吨）比例为 1:1.73，得出下表：

表 10：我国配电式非晶合金变压器及带材需求预测

	2006	2007	2008	2009	2010
配电变压器产量（万 KVA）	26,400	32,628	38,174	44,664	76,822
增长率		24%	17%	17%	72%
非晶合金变压器占比	1.7%	3.6%	3.8%	4.5%	5.2%
增长率		106%	6%	17%	17%
非晶合金变压器需求量（万 KVA）	459	1,168	1,459	1,998	4,021
非晶合金铁芯需求量（吨）	4,772	12,149	15,186	20,787	41,833
非晶合金带材需求量（吨）	8,255	21,017	26,271	35,962	72,370

- 4、考虑到三大产品针对性不同，配电式受益于电网建设和改造，由电网统一规划，用容量估算收入比较合理；而组合式和地下式用于市政和住宅小区，这部分跟经济和地产景气相关性比较大，预计近两年收入增长较慢。

表 11：盈利预测有关假设

产品 品种	2006	2007	2008	2009	2010
配电式					
市场份额	88%	80%	80%	75%	70%
出货量（万 KVA）	405	934	1,168	1,498	2,814
单价（万元/万 KVA）	98	100	106	106	102
营业收入（万元）	39,517	93,176	124,057	158,833	286,394
营业成本（万元）	32,404	77,336	99,246	122,707	219,855
毛利率	18%	17%	20%	23%	23%
组合式					
毛利率	37%	31%	26%	28%	28%
收入增长率	62%	11%	9%	5%	5%
销售收入(万元)	28,392	31,390	34,131	35,838	37,629
销售成本（万元）	17,907	21,710	25,127	25,803	27,093
地下式					
毛利率	54%	42%	40%	35%	32%
收入增长率	91%	42%	10%	5%	5%
销售收入(万元)	888	1,258	1,384	1,453	1,526
销售成本（万元）	412	724	830	945	1,038

收入合计（万元）	68,797	125,824	159,572	196,124	325,549
----------	--------	---------	---------	---------	---------

资料来源 公司定期报告、国元证券投资研究中心

5、08 年 10 月置信全资控股日港置信，且其铁芯主要供应给置信，所以假设从 08 年 10 月起，日港置信的收入纳入合并报表，做内部抵消，不再计入投资收益。其中 08 年销售收入和利润为 10-12 月数据，而 08 年净利率 23.6%为全年平均数据。

产品 品种	2006	2007	2008	2009E	2010E
铁芯					
年均净利率	/	/	23.6%	22%	21%
销售收入（万元）	/	/	13,987	67,390	94,355
净利润（万元）	/	/	2,028	14,826	19,814

表 14: 利润表 (单位: 百万元)

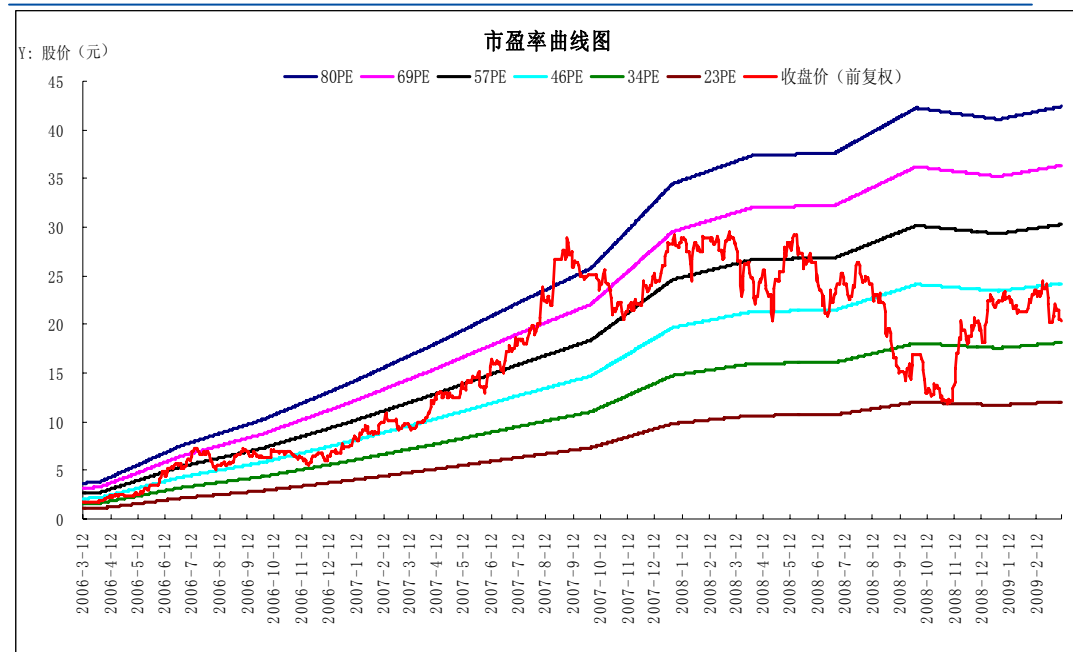
	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	745.13	1,258.24	1,595.72	1,961.24	3,255.49
营业成本	557.98	972.83	1,239.20	1,346.58	2,281.96
营业税金及附加	2.89	6.65	5.08	9.81	16.28
销售费用	58.53	31.38	25.06	30.60	50.79
管理费用	47.32	62.42	71.34	88.26	146.50
财务费用	3.85	2.93	7.39	3.92	6.51
资产减值损失	3.91	0.28	4.30	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.03	0.00	-0.08	0.00	0.00
投资收益	9.24	42.05	41.21	0.00	0.00
营业利润	79.92	223.79	284.49	482.08	753.46
营业外收入	0.00	0.71	2.34	0.00	0.00
营业外支出	0.02	0.32	1.27	0.00	0.00
利润总额	79.87	223.96	285.56	482.08	753.46
所得税	7.81	29.28	39.56	86.77	135.62
净利润	72.07	194.69	246.01	395.30	617.84
少数股东损益	1.22	17.61	34.54	71.15	111.21
母公司所有者净利润	70.84	177.08	211.47	324.15	506.62
EPS(元)	0.35	0.86	0.51	0.79	1.23

资料来源: 公司定期报告、国元证券投资研究中心

投资评级

我们对公司 2009、2010 年 EPS 预测分别为 0.79 和 1.23。对应目前股价 PE 分别为 25.5 倍和 16.4 倍。非晶变压器行业处在快速成长期, 以置信在行业中的地位和良好的经营管理能力, 我们认为, 公司具有长期投资价值, 考虑到目前估值水平, 给予公司“谨慎推荐”评级。

图 15: 置信电气近三年 PE-Bands



资料来源: 天相, 国元证券投资研究中心

第 5 部分 风险提示

硅钢继续下跌

硅钢的下跌将增加硅钢变压器与非晶合金变压器的价差。近期硅钢下降幅度接近 45%，对硅钢变压器的成本下调极为有利。目前公司在积极与日立金属商谈非晶带材的价格问题，若非晶带材没有相应及时降价的话，非晶的节能优势将打折扣，尤其是若达不到回收期限小于 5 年，将不利于其市场推广。

原材料成本上涨

公司主要原材料为非晶合金和铜，目前两者走势平稳。但铜作为大宗商品期货，价格容易受多方因素扰动，若大幅波动将对公司造成困扰。而非晶合金由于仍由日立金属垄断，其市场策略的变化也可能使原材料价格产生波动。

新进入者

非晶合金变压器未来广阔的应用前景已经得到行业的认同，已有不少变压器厂家在觊觎这块巨大的蛋糕。若市场需求较大释放，而安泰科技的非晶材料又能正式大规模生产，铁芯生产和变压器的新进入者都可能加速搅局，不排除极端情况，将对公司构成威胁。

市场推广力度与预期的差异

我们对公司产品销量的基本前提是电网公司在全国推广的力度和速度符合预期，但是经济形势不振本身会影响电网投资的意愿和进度，不排除超预期或低于预期的可能，这将影响我们最终的盈利预测。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn