

输变电设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

置信电气

600517

推荐

合资公司再获大单，09 年确定性增长无疑

置信电气今日公告，子公司福建和盛置信中标福建省电力公司 09 年配网项目 10KV 非晶合金油浸变压器 2005 台，中标总金额约为 11221 万。子公司山西晋缘置信中标山西省电力公司 09 年第四批项目新农村建设改造工程非晶合金配电变压器 1690 台，中标总金额约为 9408.97 万元。两个大单均为 09 年年内完成。

投资要点：

- 目前在手订单保证 09 年的增长已经确定无疑，未来主要市场的新增订单及新能源市场的拓展依然具备想象空间。考虑前期中标江苏订单及本次中标的福建、山西订单，税后总金额 10.3 亿元，已经接近 08 年公司上海市外的销售收入 11.8 亿元。考虑到 09 年公司在上海市内的销售应该不会低于上年同期；另外山东等市场也会有贡献，江苏市场还会有新增订单，因此我们判断公司 09 年的增长已经确定无疑。而新能源领域非晶合金变压器的拓展也会对公司业绩逐步作出利润贡献。
- 前期江苏市场的推广对于各省电力局的示范效用明显。农村电网的空载情况相当明显，非晶合金变压器的节电效果非常好。置信电气的主要市场江苏省在前两年的大力推广非晶合金变压器给了全国明确的示范效应，09 年江苏省农村中低压电网建设与改造等涉农项目资金比 08 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。
- 09 年合资公司批量化生产，新市场的开拓值得期待。08 年各省合资公司基本为试生产，需要进行供应商培养和员工培训，因此去年产能未充分释放。而 09 年这些公司已经具备批量生产的能力，此次公告的福建和山西的订单已经能够说明问题。另外，公司也在考虑其他省份市场的开拓，我们比较期待浙江市场的大规模推广。
- 不必担心电网投资没有增长，农网市场及城市配网市场对于非晶合金变压器的需求依然巨大。110kV 以下设备除了两网公司投资规划外，农网投资还有地方政府财政投资，城网投资还有地方电力局代客户采购部分，因此中低压配电设备的市场需求并不完全依托于电网公司投资。农村电网建设是未来 2-3 年的重点，各省电力局都明确了加大建设力度的态度，因此农网设备行业增速应该高于电力设备行业整体增速。而城市配网建设随着智能电网的推进也会明确需求。
- 投资建议：未来几年公司保持增长的趋势比较明确。维持 2009-2011 年 EPS 为 0.59 元、0.79 元和 0.96 元，考虑目前市场对于新能源设备的估值溢价，目标价格 20.00 元，维持评级为“推荐”。

6-12 个月目标价：20.00 元

当前股价：17.16 元

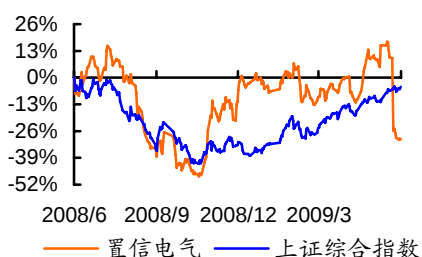
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2853.90
总股本(百万)	619
流通股本(百万)	619
流通市值(亿)	106
EPS (TTM)	0.36
每股净资产(元)	1.67
资产负债率	41.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
置信电气	1.70	24.30	20.07
上证综合指数	7.58	28.34	41.58



相关报告

《置信电气-股东大会纪要：成长性依然明确》2009-5-21

《置信电气-农网需求依然较大，短期增长趋势明确》2009-3-16

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1596	2074	2667	3111
同比(%)	27%	30%	29%	17%
归属母公司净利润(百万元)	211	363	487	597
同比(%)	19%	72%	34%	23%
毛利率(%)	22.3%	29.9%	30.6%	31.3%
ROE(%)	22.4%	28.3%	27.5%	25.2%
每股收益(元)	0.34	0.59	0.79	0.96
P/E	72.85	42.39	31.64	25.80
P/B	16.35	11.99	8.70	6.50
EV/EBITDA	33	18	13	11

资料来源：中投证券研究所

➤ 收入预测

我们暂不考虑新能源领域的市场需求，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是组合变压器，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、山东市场推广力度加大，预计 09 年大致 9000 台的销量。

表 1：置信电气分地区销量预测（单位：台）

分地区增长	2009E	2010E	2011E
江苏	30000	37000	42000
江苏市场增长率	25%	23%	14%
上海	3000	4000	6000
福建	4000	5000	5000
山西	2000	5000	5000
山东	3000	3000	5000
total	42000	54000	63000
增长率	35%	29%	17%

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%，预计 09 年价格为 4.85 万元/台。

表 2：置信电气非晶合金变压器收入预测

	2009E	2010E	2011E
产能（台）	42000	54000	63000
上海公司（原有产能）	20000	20000	20000
（新建产能）	5000	10000	15000
江苏帕威尔置信	5000	5000	5000
福建和盛置信	4000	5000	5000
山东爱普置信	3000	3000	5000
上海联能	3000	6000	8000
山西公司	2000	5000	5000

产销率	100.00%	100.00%	100.00%
销量(台)	42000	54000	63000
均价增幅	-5.00%	0.00%	0.00%
单价(万元/台)	4.85	4.85	4.85
销售收入(百万元)	2038.62	2621.08	3057.93
增长率	28.71%	28.57%	16.67%

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)	2008A	2009E	2010E	2011E
变压器及母线槽	1,583.89	2,038.62	2,621.08	3,057.93
销售铁芯	11.65			
内部抵消		-674.89	-867.72	-1,012.34
日港置信		710.41	913.39	1,065.62
合计	1,595.54	2,074.14	2,666.75	3,111.21

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	2009E	2010E	2011E
非晶合金组合式变压器	24.93%	24.93%	29.93%
非晶合金配电变压器	71.45%	71.45%	66.45%
非晶合金地下变压器	0.94%	0.94%	0.94%

非晶合金变压器毛利率	2008E	2009E	2010E
非晶合金组合式变压器	34.80%	34.80%	34.80%
非晶合金配电变压器	19.04%	19.04%	19.04%
非晶合金地下变压器	42.43%	42.43%	42.43%
综合毛利率	22.68%	22.68%	23.47%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1342	1564	1879	2583	营业收入	1596	2074	2667	3111
现金	774	888	1014	1020	营业成本	1239	1454	1852	2136
应收账款	191	249	320	684	营业税金及附加	5	8	11	12
其它应收款	3	4	5	6	营业费用	25	33	42	49
预付账款	53	63	80	135	管理费用	71	93	119	139
存货	321	361	459	738	财务费用	7	9	4	-9
其他	0	0	0	0	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	429	1078	1021	959	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	41	0	0	0
固定资产	108	783	740	684	营业利润	284	477	640	784
无形资产	1	-2	-5	-8	营业外收入	2	0	0	0
其他	320	297	287	283	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1771	2642	2900	3541	利润总额	286	477	640	784
流动负债	738	1219	925	891	所得税	40	66	89	109
短期借款	390	768	390	497	净利润	246	411	551	675
应付账款	246	343	413	263	少数股东损益	35	48	64	78
其他	102	108	122	131	归属母公司净利润	211	363	487	597
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	305	542	744	882
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.51	0.59	0.79	0.96
其他	0	0	0	0					
负债合计	738	1219	925	891	主要财务比率				
少数股东权益	91	139	203	281	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	412	619	619	619	成长能力				
资本公积	204	80	80	80	营业收入	26.8%	30.0%	28.6%	16.7%
留存收益	326	586	1073	1670	营业利润	27.1%	67.7%	34.0%	22.6%
归属母公司股东权益	942	1285	1772	2369	归属于母公司净利润	19.3%	71.8%	34.0%	22.6%
负债和股东权益	1771	2642	2900	3541	获利能力				
					毛利率	22.3%	29.9%	30.6%	31.3%
					净利率	13.3%	17.5%	18.3%	19.2%
					ROE	22.4%	28.3%	27.5%	25.2%
					ROIC	39.3%	32.3%	41.2%	31.4%
					偿债能力				
					资产负债率	41.7%	46.1%	31.9%	25.2%
					净负债比率	52.82	63.05%	42.14	55.76%
					流动比率	1.82	1.28	2.03	2.90
					速动比率	1.37	0.98	1.52	2.05
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	0.94	0.96	0.97
					应收账款周转率	6	9	9	6
					应付账款周转率	4.53	4.94	4.90	6.32
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.59	0.79	0.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.76	0.89	-0.11
					每股净资产(最新摊薄)	1.52	2.08	2.86	3.83
					估值比率				
					P/E	72.85	42.39	31.64	25.80
					P/B	16.35	11.99	8.70	6.50
					EV/EBITDA	33	18	13	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