

“节能减排不再仅是故事，价值重估正当其时”

置信电气 (600517)

评级: (买入)

股价: 17.14 元

目标价位: 22.5 元

跟踪报告

2009 年 8 月 5 日 星期三

电力设备行业小组

陈 鹏

021-50586660-8615

cp@longone.com.cn

电力设备行业

宫在轶

021-50586660-8639

gzy@longone.com.cn

电力设备行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 22.5

升值潜力(%) 31%

目标价确定日期: 2009-8-5

重要数据

总股本(亿股) 6.1871

流通股本(亿股) 6.1871

总市值(亿元) 106.05

流通市值(亿元) 106.05

市场表现

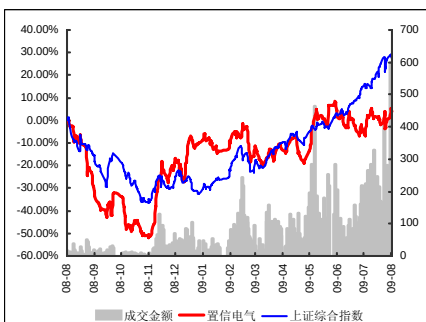
绝对涨幅(%) 相对涨幅(%)

1 个月 9.03% -1.94%

3 个月 14.50% -17.75%

6 个月 19.11% -35.25%

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **购日港置信效果初现, 09 年毛利率明显提升:** 公司收购日港置信后关联交易缩减并在较大程度上降低成本规模, 盈利水平明显提升, 体现为一季度毛利率提升至 33.43%, 较同期和 08 年底提高了 13.5 和 11.09 个百分点, 营业利润率和净利率分别提升至 9.96% 和 18.99%, 各项盈利指标均达到 05 年初公司高速成长阶段水平。
- **下游市场开拓重点明确、绩效显著:** 09 年以来, 福建和盛置信公司与省网加强合作, 该地区对非晶合金变压器的节能特性与成本收益认同度明显提升, 6 月份获得 10KV 油浸式变压器 2005 台的大额订单, 合同金额逾 1.1 亿元, 完成子公司年度销售计划的 40%; 山西晋缘公司成立一年不到就拿到 9408.97 万元 (1690 台) 的农网配电变压器订单, 完成年度销售计划的 47%; 福建和山西市场都有望成为下游需求持续成长的重要支撑。
- **投资价值分析与评级:** 企业进入成长周期的第二阶段, 营收规模与盈利水平将稳步提高; 测算公司 09-11 年每股收益为 0.55 元, 0.75 元和 0.93 元, 对应动态 PE 为 30.94X、22.87X 和 18.45X, 近期股价与估值水平基本合理, 考虑公司处于跨越式发展的关键时期, 节能减排产业空间将有效延伸公司下游需求, 给予公司 2010 年 30 倍 PE, 六个月目标价 22.5 元, 维持“买入评级”。

主要财务指标

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (万元)	159,572	209,513	274,521	342,720
营业收入增长率 (%)	26.82%	31.30%	31.03%	24.84%
营业利润 (万元)	28,449	44,099	60,122	74,625
营业利润增长率 (%)	81.22%	34.51%	21.13%	18.33%
净利润 (万元)	21,147	34,271	46,368	57,463
净利润增长率 (%)	19.27%	62.07%	35.30%	23.93%
营业利润率 (%)	22.34%	29.05%	28.90%	28.27%
每股收益 (元)	0.34	0.55	0.75	0.93
每股净资产 (元)	2.28	3.01	4.14	5.53
PE (X)	50.15	30.94	22.87	18.45
PB (X)	11.26	8.53	6.21	4.65
EV/EBITDA (X)	51.43	29.60	22.27	18.50

近日我们调研了置信电气，与董秘彭永锋先生就公司收购日港置信后企业运营现状、新产品开发（风电场节能变压器）与市场拓展、配电侧节能市场成长性一一沟通，纪要与分析如下：

1. 收购日港置信效果初现，09 年毛利率明显提升

08 年 7 月，公司发布公告以自筹资金出资 33768.96 万元，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，收购完成后目前公司持有上海日港置信非晶金属有限公司 100%的股权。

我们在收购事件的点评中曾经指出，非晶合金铁芯是置信电气公司生产非晶合金变压器的核心零部件，上海日港置信掌握了非晶合金铁芯生产的核心技术，是目前国内规模最大的非晶合金铁芯生产企业；收购前置信电气持有日港置信 40%股权，收购完成后减少关联交易、稳定供应链、控制成本、提升公司主营业务的盈利能力方面将产生积极的影响，有助于进一步稳固在非晶合金变压器市场的龙头地位。

图1. 公司历年营收与净利润规模与同比增速比较（百万元，%）

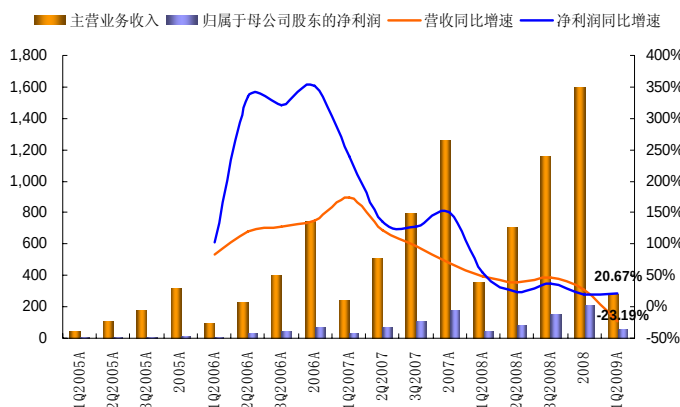
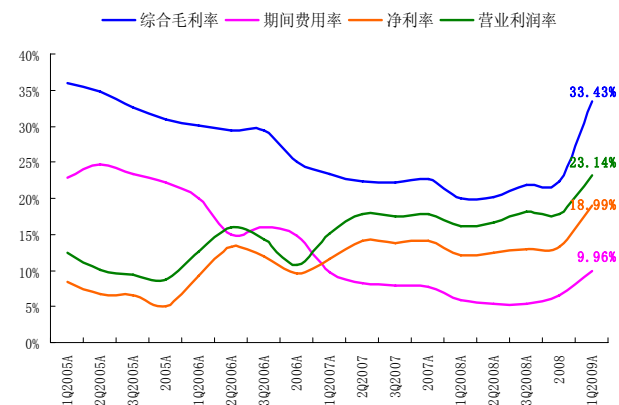


图2. 09 年盈利指标明显回升受益于上游整合初显成效



资料来源：东海证券研究所

09 年一季报中，公司实现营业收入和净利润分别为 2.76 亿元、5238 万元，同比增长-23.19%和 20.67%，首次扭转了自 2008 年以来净利润增速低于营收增速的不利局面；日港置信历年为公司贡献税后权益投资收益占净利润比例约 20%，收购后关联交易缩减并在较大程度上降低成本规模，盈利水平明显提升，体现为毛利率提升至 33.43%，较同期和 08 年底提高了 13.5 和 11.09 个百分点，营业利润率和净利率分别提升至 9.96%和 18.99%，各项盈利指标均达到 05 年公司高速成长阶段水平。

我们判断，比较国内同类型企业，公司身处成本结构显性化、市场竞争充分的电网设备行业，持续攀升的营收规模无法持续维系同等水平的净利润增

速, 年均 15 亿的营收规模已达其成长周期的第一阶段瓶颈期; “市场空间拓展、产业链整合、技术创新与新产品开发” 是此类企业突破阶段性天花板的必经之路, 即立足于持续提升市场份额和扩大需求、整合上游体现为规模成本递减和盈利水平回升、利用协同效应开发新产品以分散产品单一风险并保证下游需求多元化。通过调研我们发现, “江苏模式” 遍地开花、收购日港置信、开发新能源领域变压器产品等运营行为在 08 年至今演绎频繁, 置信走出低谷、步入第二阶段快速成长期的迹象已初现端倪。

2. 下游市场开拓重点明确、绩效显著

表格 1、置信旗下子公司运营状况一览 (台、%、万元)

公司	时间	持股比例	合资方	设计产能	2008 年	
					营业收入	净利润
上海置信非晶公司	2006 年	100%	无	20000	89280.43	7338.52
江苏帕威尔置信公司	2005 年	51%	江苏帕威尔电气有限公司	5000	33927.98	4516.15
山东爱普置信公司	2007 年	51%	山东爱普电气设备有限公司	3000	3318.72	178.62
福建和盛置信公司	2007 年	40%	福建和盛集团、福建普惠投资公司	5000	8099.35	346.84
上海联能置信公司	2007 年	34%	上海联能投资、东鹏投资、诚隆投资、瑞翔置业公司	8000	13567.76	1391.81
山西晋缘置信公司	2008 年	51%	山西省电力公司电力开关厂	5000	3131.96	54.94
合计	-	-	-	46000	151326.20	13826.88

资料来源: 公司公告, 年报, 东海证券研究所整理

表格 2、置信近期重大合同 (万元)

公司	签订时间	合同金额	合同概要
上海置信非晶公司	2008-9-24	32391.81	根据江苏省电网节能减排改造的需要, 公司将为江苏帕威尔电气有限公司交付 7392 台非晶合金配电变压器, 该批货物于 2008 年 12 月 31 日前交完。
	2009-1-25	100110.00	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》, 合计金额为 100,110 万元, 占公司 2007 年度经审计的营业收入 125,823.8 万元的 79.56%, 根据江苏省电网城农网建设改造的需要和节能减排的需求, 本公司将向江苏帕威尔电气有限公司交付 20913 台非晶合金变压器, 预计于 2009 年 9 月 30 日前交完。
福建和盛置信公司	2009-6-18	11221.00	福建和盛置信非晶合金变压器有限公司收到中标通知书, 福建和盛置信非晶合金变压器有限公司在《国家电网公司福建省电力有限公司 2009 年配网项目 10KV 非晶合金油浸变压器》项目中标, 中标总数量为 2005 台, 中标总金额约为人民币 11221 万元, 预计于年内完成。
山西晋缘置信公司	2009-6-18	9408.97	山西晋缘置信电气有限公司被确认为山西省电力公司招标采购 2009 年第四批项目新农村建设改造工程非晶合金配电变压器中标人, 中标总数量为 1690 台, 中标总金额约为人民币 9408.97 万元, 预计于年内完成。
置信电气本部	2009-7-28	618.00	公司收到上海中能发来的中标通知书, 本公司的风电场专用非晶合金变压器在《长兴岛风力发电项目》和《临港新城风力发电项目》中标, 中标总数量为 19 台风电场专用非晶合金变压器, 中标总金额约为人民币 618 万元, 预计以上项目将于年内完成。
合计	-	-	153749.78 (万元)

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所整理

自 2005 年江苏帕威尔置信电气公司组建以来, 公司市场拓展的节奏步步紧趋, 前五用电大省 (广东、江苏、山东、浙江、河北) 中已分别与江苏山东当地的优秀企业合资建厂, 运用优势资源和优质产品拓展省域配电设备市场。目前, 江苏帕威尔市场现状最好, 08 年底至今为公司提供了近 14 亿的订单 (包括置信非晶公司接单量), 贡献净利润近亿元。

09 年以来, 福建和盛置信公司与省网加强合作, 该地区对非晶合金变压器的节能特性与成本收益认同度明显提升, 6 月份获得 10KV 油浸式变压器 2005

台的大额订单，合同金额逾 1.1 亿元，完成子公司年度销售计划的 40%；山西晋缘公司成立一年不到就拿到 9408.97 万元(1690 台)的农网配电变压器订单，完成年度销售计划的 47%；福建和山西市场都有望成为下游需求持续成长的重要支撑。目前山东市场尚未在集中招标市场中占得优势地位，预计 09 年仍以市场培育为重点。

目前公司在手订单（拟于 09 年确认销售）近 12 亿元，订单结构涉及城乡两网配电市场、风电场变压设备市场，需求多元化格局逐步形成。看好山西和福建市场，有望下半年的省网招标中收获惊喜。

3. 投资价值分析与评级

作为业务结构简单、管理效率较高的优质企业代表，资本市场对其非晶合金变压器类产品的认知与接受将随着市场需求的逐步释放提升。我们认为，公司的投资价值体现在以下两方面：

1) 企业进入成长周期的第二阶段，营收规模与盈利水平将稳步提高：

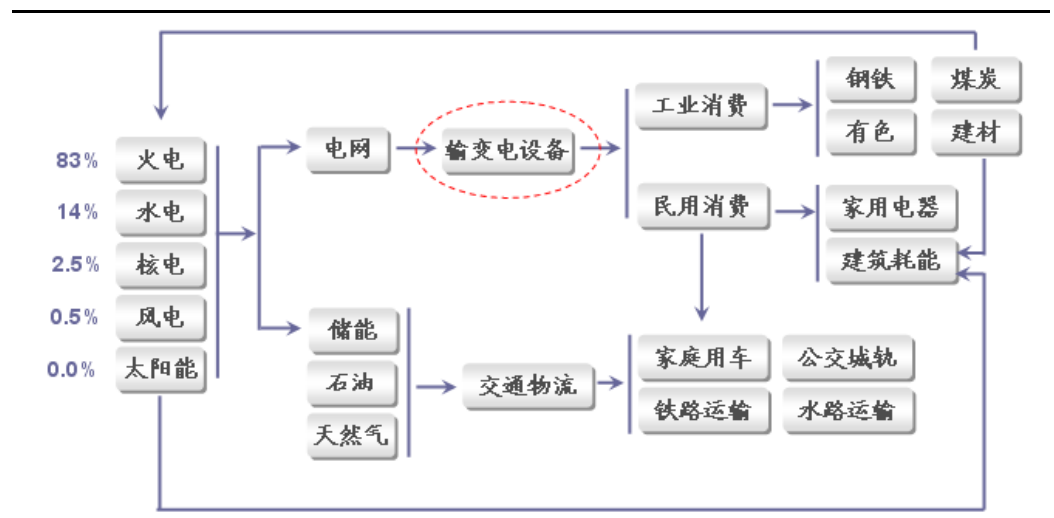
日港置信的收购成效明显，综合毛利率明显提升，这意味着短期营收规模趋缓的状况下盈利水平将有明显改善，而新产品（风电场用变压器）的逐步释放将改善产品结构，下游市场拓展也比较乐观。从企业运营层面上，我们认为公司已经迈入管理成熟、运营规模化的上升周期。

2) 节能减排不再仅是故事，低碳产业体系构建或将带来节能行业井喷式需求：

无论市场开拓是否得力，公司下游需求的释放仍取决于节能产业的形成；目前全球范围内低碳经济建设如火如荼，煤炭的清洁高效利用、替代能源、建筑和交通节能，以及节能终端的应用等领域正处于产业发展的初期，我国“十二五”规划中或将提出气候变化战略和碳排放强度（每万元 GDP 的碳排放量）等新的量化指标，年底哥本哈根会议上中国开始承担发展中国家的减缓行动方案，政府可能会推出碳税推动国内的节能和碳减排，即使国内碳税征收短期内实现可行性不强，但欧美国家欲开征的“碳关税”将对我国出口商品的能耗值有明确量化的规定；国内国外各层面都将形成对企业碳排放和商品单位能耗的标准，而处于工业化阶段，提高能源效率是减少碳排放的最为有效的手段。因此，我们认为，煤基能源的清洁利用和能源循环体系的节能产业将较快形成规模，其发展需求的迫切性和市场规模甚于替代能源。

到 2020 年，我国低碳经济的发展目标是：单位 GDP 能耗比 2005 年降低 40%—60%，单位 GDP 的二氧化碳排放降低 50%左右。如果采取较为严格的节能减排技术和相应的政策措施，并且得到充足有效的国际技术转让和资金支持，则中国的碳排放可争取在 2030—2040 年达到顶点，之后进入稳定和下降期。

图 3. 经济体的能源循环与“漏出”过程



资料来源：东海证券研究所

因此，我们判断 09 年下半年产业结构调整实施过程中，“节能减排”不再仅是故事，它将在成为促进企业节约资源并形成短期成本上升的同时，拓展节能产业的蓬勃发展的巨大动因。下半年《节能减排产业振兴规划》和《建筑节能三年规划》等政策的出台或将成为节能产业爆发性成长的契机，作为能耗漏出涉及面最为广泛的配电终端设备，其承载节能的效用最为显著和直接，我们看好输电侧特高压电网介质、配电端节能变压器、大功率电力电子设备（无功补偿和变频器）几类节能成本收益显著的子行业。

当我们执着于非晶合金变压器在全国市场的爆发性成长受制于上游非晶带材扼首于日立金属、以及市场接受度受制于其较同等容量变压器高出 20-30% 的初始成本时，回看节能减排对经济转型和主动应对“碳税”型贸易壁垒的作用可能更接近于事实。节能产业井喷性需求离我们还有多远？

投资评级：

我们测算公司 09-11 年每股收益为 0.55 元，0.75 元和 0.93 元，对应动态 PE 为 30.94X、22.87X 和 18.45X，近期股价与估值水平基本合理，考虑公司处于跨越式发展的关键时期，节能减排产业空间将有效延伸公司下游需求，给予公司 2010 年 30 倍 PE，六个月目标价 22.5 元，维持“买入评级”。

风险提示：

- 1) 系统性风险仍需关注。
- 2) 山西和福建市场需求的释放是否符合预期仍取决于公司持续的市场培育能力；风电场用变压器能否成为新的需求支撑仍有待观察。

资产负债表	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	77,377.69	104,756.29	137,260.58	171,360.16	营业收入	159,572.48	209,512.58	274,521.15	342,720.32
应收票据	2.00	4,190.25	0.00	0.00	YOY (%)	26.82%	31.30%	31.03%	24.84%
应收账款	19,138.30	57,400.71	75,211.27	93,895.98	营业成本	123,920.25	148,652.44	195,182.85	245,818.47
预付款项	5,339.99	6,826.51	8,778.34	11,236.53	营业税金及附加	508.07	1,047.56	1,372.61	1,713.60
其他应收款	322.09	373.10	488.87	610.32	销售费用	2,505.75	3,142.69	4,117.82	5,140.80
存货	32,062.78	40,726.70	53,474.75	67,347.53	管理费用	7,133.53	10,475.63	12,353.45	13,708.81
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	739.37	2,095.13	1,372.61	1,713.60
长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00	资产减值损失	429.94	0.00	0.00	0.00
固定资产	10,771.63	14,288.13	16,546.38	18,175.50	公允价值变动收益	(75,216.12)	0.00	0.00	0.00
在建工程	5,032.99	3,516.50	2,258.25	1,629.12	投资收益	4,120.54	0.00	0.00	0.00
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	28,448.59	44,099.13	60,121.82	74,625.03
无形资产	142.93	592.93	992.93	1,342.93	营业外收支净额	107.79	700.00	490.00	490.00
长期待摊费用	513.19	513.19	513.19	513.19	税前利润	28,556.38	44,799.13	60,611.82	75,115.03
资产总计	177,128.66	232,443.61	293,858.83	363,403.87	减: 所得税	3,955.70	6,047.88	8,182.60	10,140.53
短期借款	39,000.00	70,612.04	65,412.19	54,501.35	净利润	24,600.68	38,751.25	52,429.22	64,974.50
应付票据	2,524.92	3,716.31	4,879.57	6,145.46	归属于母公司净利润	21,146.63	34,271.34	46,368.04	57,463.00
应付账款	24,598.88	40,726.70	53,474.75	67,347.53	少数股东损益	3,454.06	4,479.91	6,061.18	7,511.50
预收款项	1,607.85	1,817.36	2,091.88	2,434.60	基本每股收益	0.34	0.55	0.75	0.93
应付职工薪酬	56.46	99.23	99.23	99.23	稀释每股收益	0.34	0.55	0.75	0.93
应交税费	327.36	(1,629.78)	(1,629.78)	(1,629.78)	财务及估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	5,721.45	4,232.11	4,232.11	4,232.11	成长性				
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营收增长率	26.82%	31.30%	31.03%	24.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	81.22%	34.51%	21.13%	18.33%
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	19.27%	62.07%	35.30%	23.93%
负债合计	73,836.92	119,573.96	128,559.96	133,130.50	盈利能力				
股东权益合计	103,291.74	137,918.29	190,347.51	255,322.01	销售毛利率	22.34%	29.05%	28.90%	28.27%
现金流量表	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	15.42%	18.50%	19.10%	18.96%
净利润	21,146.63	38,751.25	52,429.22	64,974.50	ROE	22.45%	27.56%	27.16%	25.18%
折旧与摊销	1,221.25	1,025.04	1,191.66	1,322.47	ROA	9.10%	11.66%	12.76%	13.27%
经营活动现金流	30,980.41	(37,161.78)	(14,250.13)	(19,655.73)	估值指标				
投资活动现金流	(36,346.05)	(2,500.00)	(1,500.00)	(1,500.00)	PE	50.15	30.94	22.87	18.45
融资活动现金流	28,901.59	25,392.21	(6,572.45)	(12,624.44)	P/S	6.65	5.06	3.86	3.09
现金净变动	23,536.13	27,378.60	32,504.29	34,099.59	P/B	11.26	8.53	6.21	4.65
期初现金余额	35,807.89	104,756.29	137,260.58	171,360.16	股息收益率	0.70%	0.72%	0.65%	0.50%
期末现金余额	59,344.01	132,134.89	169,764.86	205,459.75	EV/EBITDA	51.43	29.60	22.27	18.50

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

陈 鹏, 电力设备与新能源行业分析师

重点跟踪公司: 东方电气、特变电工、华仪电气、宝胜股份、三变科技

宫在轶, 电力设备与新能源行业分析师

重点跟踪公司: 天威保变、智光电气、湘电股份、浙富股份、科陆电子

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122