

公告点评：“置信式蚕食模式”再度演绎

置信电气 (600517)

评级: (买入)

股价: 16.53 元

目标价位: 22.5 元

跟踪报告

2009 年 8 月 10 日 星期一

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(%) 36.11%

目标价确定日期: 2009-8-10

重要数据

总股本(亿股) 6.1871

流通股本(亿股) 6.1871

总市值(亿元) 102.27

流通市值(亿元) 102.27

市场表现

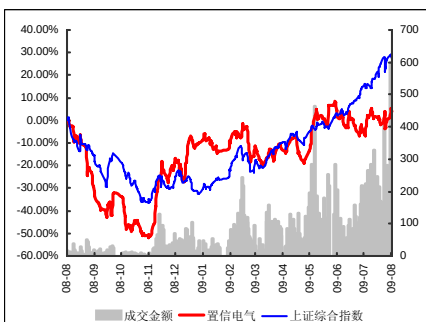
绝对涨幅(%) 相对涨幅(%)

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

- 公司发布公告设立河南龙源置信非晶合金变压器有限公司: 2009 年 8 月 10 日, 公司发布公告, 与郑州电力机械厂、驻马店市华宇电力实业公司签订了《合资协议》, 拟分别出资 600 万元、450 万元和 450 万元在河南省设立合资公司, 共同开拓河南省非晶合金变压器市场。
- 河南市场悄然启动, 公司成长性随华东、华中市场逐步覆盖而日益显现: 继江苏、山东、山西、福建等地市场的开拓, “置信式蚕食模式”再次演绎。河南是华中地区电力枢纽, 平高电气和许继电气已逐步成为国网产业链布局的重要承载平台, 河南电力设备产业已形成了国内交直流输电领域的优势地位, 其电力系统较早就形成了对输配电节能降耗重要性的认可度与尝试, 我们判断非晶合金变压器将较易得到河南市场的接受, 使得河南有望形成贯穿输配电节能设备与系统的完整产业链条; 一方面河南输配电节能链条将成为省域电力工业节能的示范, 另一方面也给公司提供了良好的品牌示范平台, 并带来持续性的市场需求。
- 投资评级: 暂不调整公司盈利预期, 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 29.84X、22.06X 和 17.8X, 公司“蚕食式市场开拓模式”的认同度与成效越发显著, 下游需求持续性快速成长近在眼前, 兼具估值与成长预期的双重优势, 给予公司 2010 年 30 倍 PE, 六个月目标价 22.5 元, 仍有近 36% 的股价上升空间, 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)	48.36	29.84	22.06	17.80
PB (X)	10.86	8.22	5.99	4.48
EV/EBITDA (X)	48.69	28.54	21.47	17.84

2009年8月10日，公司发布公告，公司与郑州电力机械厂、驻马店市华宇电力实业公司签订了《合资协议》，拟分别出资600万元、450万元和450万元在河南省设立合资公司，共同开拓河南省非晶合金变压器市场。

1. 河南市场悄然开启，市场空间值得期许

公司公告，拟成立河南合资公司（暂定名为河南龙源置信非晶合金变压器有限公司），注册资本1500万元；其中置信现金出资600万元（股权比例40%），郑州电力机械厂现金出资450万元（股权比例30%），驻马店华宇电力实业有限公司现金出资450万元（股权比例30%）；龙源置信公司董事会由7人组成，其中置信委派4人入驻董事会，维系了公司运营与市场开拓模式的延续性和一致性。

继江苏、山东、山西、福建等地市场的开拓，公司市场拓展模式又一次在河南省演绎成功，与江苏市场模式更为类同的是，本次与郑州电力机械厂的合作预示着公司再次成功与电网直属企业联营非晶合金变压器产品，其合作意义远甚于与区域性电力配套企业的联营；江苏帕威尔置信公司数年来为公司贡献大单，正得益于电网直属企业的资源与渠道优势；我们判断，河南龙源置信公司有望成为第二个“帕威尔置信”，在提升电网对非晶合金产品的认同度之际，形成公司营收贡献的重要来源。河南市场的成功介入对公司下游区域性需求扩张较为重要，市场空间值得期许。

合作方：河南郑州电力机械厂公司背景资料：

郑州电力机械厂建于1966年，是河南省电力公司的直属全资子公司，是全国四大锅炉给水泵制造骨干企业；注册资本2867万元，总资产2.82亿元，主导产品有：泵类（60万及以下机组配套的多级离心式锅炉给水泵、凝结水泵、循环水泵、烟气脱硫浆液循环泵、水力冲砂泵、热网泵等）、电站阀门类、检修工具类（研磨机、拉伸工具）、电厂备件类（引风机动叶片、给水泵大轴、各类盘套配件）、耐磨件类、电力电器类（移动式电力负荷转移装置、高压带电清扫机）等六大类产品。2007年，成功研制开发了大功率变频调速装置，产品涵盖500KW/1000KW/1250KW/1600KW/2500KW等多个系列。

其中，135MW机组锅炉给水泵在全国的市场占有率达到了70%以上，200MW/300MW/600MW机组锅炉给水泵市场占有率呈逐年上升态势。企业产品遍布全国29个省市自治区，远销美洲、欧洲、非洲、中亚、西亚、东南亚、大洋洲等地区，销售领域涉及电力、石油、化工、冶金、煤炭等系统的火力发电

厂以及大型企业的自备电厂和地方电厂。

2. 公司成长性随华东、华中市场逐步覆盖而日益显现

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
河南龙源置信公司	2009 年	40%	郑州电力机械厂、驻马店华宇电力实业公司	3000	-	-
合计	-	-	-	49000	151326.20	13826.88

资料来源：公司公告，年报，东海证券研究所整理

图表 2、置信电气市场分布逐渐覆盖华东、华中重点用电省份



数据来源：东海证券研究所

结合上述图表所示，公司市场拓展节奏明显加快，覆盖面已逐步扩展至华东、华中重点电力省份，“置信式蚕食模式”成效显著。河南是华中地区电力枢纽，平高电气和许继电气已逐步成为国网产业链布局的重要承载平台，河南电力设备产业已形成了国内交直流输电领域的优势地位，其电力系统较早就形成了对输配电节能降耗重要性的认可度与尝试，我们判断非晶合金变压器将较易得到河南市场的接受，使得河南有望形成贯穿输配电节能设备与系统的完整产业链条；一方面河南输配电节能链条将成为省域电力工业节能的示范，另一方面也给公司提供了良好的品牌示范平台，并带来持续性的市场需求。

3. 投资评级

8月9日，国家能源局副局长在亚洲能源论坛上的讲话表示，年内新能源产业振兴规划将出台，其中传统煤电能源的高效清洁利用将占据重要位置。这完全符合我们对节能减排大背景之下“低碳产业”先导性产业成长的判断。

我们重申的是，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；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。“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。

投资评级：

暂不调整公司未来盈利预期，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 29.84X、22.06X 和 17.8X，公司“蚕食式市场开拓模式”的认同度与成效越发显著，下游需求持续性快速成长近在眼前，兼具估值与成长预期的双重优势，给予公司 2010 年 30 倍 PE，六个月目标价 22.5 元，仍有近 36% 的股价上升空间，维持“买入”评级。

风险提示：

- 1) 系统性风险仍需关注。
- 2) 山东、山西和河南市场需求的释放进程有待进一步观察。

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	48.36	29.84	22.06	17.80
融资活动现金流	28,901.59	25,392.21	(6,572.45)	(12,624.44)	P/S	6.41	4.88	3.73	2.98
现金净变动	23,536.13	27,378.60	32,504.29	34,099.59	P/B	10.86	8.22	5.99	4.48
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	48.69	28.54	21.47	17.84

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