

## 2009 年半年报点评：“资产质量优化带来良好预期”

置信电气 (600517)

评级: (买入)

股价: 16.31 元

目标价位: 22.5 元

跟踪报告

2009 年 8 月 26 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(%) 36.11%

目标价确定日期: 2009-8-26

### 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

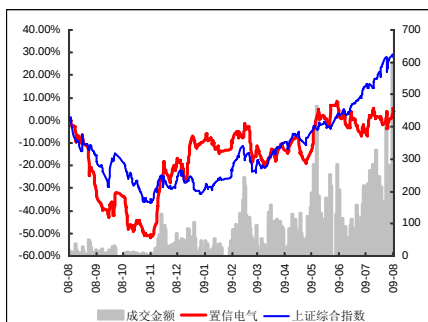
绝对涨幅(%) 相对涨幅(%)

1 个月 8.92% -1.85%

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

- 2009 年 8 月 26 日公司公布半年报: 报告期内, 实现主营业务收入、营业利润和归属于母公司净利润为 7.2 亿元、1.89 亿元、1.39 亿元, 同比增长达到 2.03%、61%和 58%, 实现每股收益 0.22 元; 基本符合市场预期。
- 收购日港置信效果已现, 盈利能力持续提升: 报告期内营收规模较上期持平, 而净利润大幅同比增长源自收购日港置信后的盈利能力提升; 综合毛利率达到 34.54%, 同比提高 14.41 个百分点, 环比提升近 1 个百分点, 非晶合金铁芯材料整合至产品线后关联交易与成本控制有力, 盈利能力上扬并体现为资产质量得以优化, 其营业利润率和净利率达到 26.18%和 19.29%, ROE 为 13.1%, 均处于历史最佳水平, 在配电变压设备领域中实属不易, 且远甚于行业平均收益水平。
- 宽松货币背景下贷款规模增加是期间费用率上升的主因: 报告期内期间费用 5533 万元, 费用率 7.68%, 同比提高 2.23 个百分点, 主要是当期货币环境宽松背景下公司加大了短期贷款规模, 用于子公司信用贷款担保和产能扩充, 导致财务费用支出 419.58 万元, 同比增长 2751.52%; 实际税率 19.95%, 主要是递延所得税因素及 07、08 年新设立子公司执行 25%税率所至 (上市公司和置信非晶公司均执行 15%税率)。

### 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)        | 47.72   | 29.44   | 21.77   | 17.56   |
| PB (X)        | 10.72   | 8.11    | 5.91    | 4.42    |
| EV/EBITDA (X) | 48.04   | 28.16   | 21.18   | 17.60   |

- **设立河南公司、进军新能源市场体现公司市场拓展模式的成熟与产品调整更具市场化：**报告期内，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》，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；与电网直属企业合作意义重大，公司至此已形成为上海、江苏、山东、山西、河南和福建华东和华中区域的市场网络，市场空间进一步得到延伸；此外，09 年 7 月，首批风电专用非晶合金配电变压器在《长兴岛风力发电项目》和《临港新城风力发电项目》中标，这是继上海世博会主会场和中国馆安装使用太阳能专用非晶合金变压器后，非晶合金变压器在国内新能源领域风电场专用配电设备的首次突破。风电和太阳能发电专用配电设备市场有望成为公司产品结构优化的契机和新的利润增长点。
- **投资评级：**维持公司 09-11 年每股收益到为 0.55 元，0.75 元和 0.93 元，对应动态 PE 为 29.44X、21.76X 和 17.56X，资产质量在 09 年将明显提高，而节能技术的应用将贯穿“产业结构调整”主线，这为公司持续成长带来良好的预期与保证；维持“买入评级”。

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

| 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    |
| <b>资产总计</b>   | 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)   | <b>财务及估值指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 其他应付款         | 5,721.45    | 4,232.11     | 4,232.11     | 4,232.11     | <b>成长性</b>     |             |              |              |              |
| 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%       |
| <b>负债合计</b>   | 73,836.92   | 119,573.96   | 128,559.96   | 133,130.50   | <b>盈利能力</b>    |             |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b> | 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%       |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | 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)  | <b>估值指标</b>    |             |              |              |              |
| 投资活动现金流       | (36,346.05) | (2,500.00)   | (1,500.00)   | (1,500.00)   | PE             | 47.72       | 29.44        | 21.77        | 17.56        |
| 融资活动现金流       | 28,901.59   | 25,392.21    | (6,572.45)   | (12,624.44)  | P/S            | 6.25        | 4.62         | 3.43         | 2.64         |
| 现金净变动         | 23,536.13   | 27,378.60    | 32,504.29    | 34,099.59    | P/B            |             |              |              |              |
| 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      | 48.04       | 28.16        | 21.18        | 17.60        |

**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