

强烈推荐-A (维持)

置信电气 600517.SH

目标估值: 17.6-19.4 元

当前股价: 17.42 元

2010 年 7 月 26 日

政府加大节能减排力度, 公司面临市场机遇

基础数据

上证综指	2572
总股本(万股)	61871
已上市流通股(万股)	61871
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	108
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	20.8
资产负债率	20.6%
主要股东	上海置信(集团)公司
主要股东持股比例	23.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-7	5
相对表现	-6	10	29



相关报告

- 1、《置信电气(600517)-发展新型变压器, 加强与国网公司合作》2010/5/11
- 2、《置信电气(600517)-毛利率大幅提升, 不断复制“江苏模式”》2009/8/26

王鹏, CFA

0755-25310483
wpeng@cmschina.com.cn
S1090207100175

近日我们对置信电气进行了实地调研。随着国家节能减排工作力度的加大, 以及非晶合金变压器产业链的国产化, 国家电网和南方电网公司对非晶合金变压器的采购量将进一步提高。同时风电变压器也成为公司新的利润增长点。

- **下半年政府节能减排力度将加大, 非晶合金变压器有望受益:** 2010 年我国节能减排形式严峻。“十一五”前 4 年单位 GDP 能耗下降了 14.38%, 但与下降 20% 的目标仍有较大差距。7 月 22 日召开的中央政治局会议再次强调在下半年加大节能减排工作力度。我们认为非晶合金变压器作为输变电行业的重点节能产品之一, 在国内已经形成了从带材生产、铁芯加工到非晶合金变压器制造的完整产业链, 为国网公司和南网公司进一步推广非晶合金变压器提供了有利条件。从 2011 年开始, 置信电气有望迎来非晶合金变压器的采购高峰。
- **新一轮农网改造为非晶合金变压器替代硅钢变压器提供了机遇:** 7 月 12 日国家能源局宣布将启动为期三年的新一轮农网改造, 总投资规模约 2000 亿元。这是继 1998 年农网改造以来的又一次大规模农村电网建设投资。从 2006 年起我国每年农网建设投资平均为 300 多亿元, 而未来三年每年农网建设投资将跃升至 600 多亿元。由于非晶合金变压器在农网中的节能效果更加明显, 在节能减排政策背景下, 非晶合金变压器在农网配电变压器市场中的占比将大幅提高。
- **各省合资公司订单稳步增长:** 公司先后在江苏、福建、上海、山东、山西、河南等省市建立合资公司, 并均已形成生产能力。江苏省作为公司的传统市场, 有望保持上年的销售水平。福建、山东市场可实现平稳增长。山西和河南两省今年增速较快。我们预计置信电气 2010 年变压器销量达 4 万台左右。
- **风电变压器市场空间巨大:** 2009 年公司开发出了适合风力发电专用的非晶合金变压器。每台风力发电机按其容量不同, 需要配备一台 1800kVA 至 2200kVA 的 10kV 变压器。此类非晶合金变压器售价为 20-30 万/台。2010 年江苏省风电场开发力度加大, 为公司的风电变压器提供了充足的市场。我们预计 2010 年风电变压器销量将超过 100 台。
- **投资评级:** 预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.59, 0.77 和 0.97 元, 按 2010 年 30 倍市盈率估值, 目标价格为 17.6-19.4 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1596	1296	1940	2540	3202
同比增长	27%	-19%	50%	31%	26%
营业利润(百万元)	284	353	520	683	858
同比增长	27%	24%	48%	31%	26%
净利润(百万元)	211	255	363	476	597
同比增长	19%	21%	42%	31%	25%
每股收益(元)	0.51	0.41	0.59	0.77	0.97
PE	34.0	42.2	29.7	22.6	18.0
PB	7.6	9.2	7.2	5.6	4.4

资料来源: 招商证券

□ **风险提示:** 随着国内非晶合金变压器上下游产业链的形成,未来将有更多的企业进入这一行业,各家公司在生产规模、产品质量和价格方面的竞争将逐步增强。置信电气面临的行业竞争压力会逐步增强。同时,在各生产厂商的市场推广下,非晶合金变压器的市场占有率会快速提高,从而促进整个行业的发展。

表 1、销售收入结构预测

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1595.7	1296.1	1940.3	2539.7	3201.5
非晶合金变压器	1583.9	1245.9	1862.6	2450.5	3097.2
非晶合金铁芯	11.7	49.5	76.9	88.4	103.5
其他	0.2	0.7	0.8	0.8	0.8
收入增长率	26.8%	-18.8%	49.7%	30.9%	26.1%
非晶合金变压器	26.4%	-21.3%	49.5%	31.6%	26.4%
非晶合金铁芯	-	324.9%	55.3%	15.0%	17.0%
毛利率	22.3%	36.9%	36.5%	36.4%	36.1%
非晶合金变压器	22.3%	37.3%	37.0%	36.8%	36.5%
非晶合金铁芯	24.3%	24.8%	24.7%	24.5%	24.5%

资料来源: 招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1596	1296	1940	2540	3202
营业成本	1239	818	1232	1616	2045
营业税金及附加	5	7	10	13	16
营业费用	25	25	37	48	61
管理费用	71	86	129	169	213
财务费用	7	6	13	11	9
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	41	0	0	0	0
营业利润	284	353	520	683	858
营业外收入	2	16	3	3	3
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	286	368	523	686	861
所得税	40	63	89	117	146
净利润	246	306	434	569	714
少数股东损益	35	50	71	93	117
归属于母公司净利润	211	255	363	476	597
EPS (元)	0.51	0.41	0.59	0.77	0.97

资料来源: 招商证券

图 1: 置信电气历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 置信电气历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《置信电气（600517）-发展新型变压器，加强与国网公司合作》 5/11/2010
- 2、《置信电气（600517）-毛利率大幅提升，不断复制“江苏模式”》 8/26/2009
- 3、《置信电气（600517）-保持产品垄断地位，积极开拓新市场》 4/27/2009
- 4、《置信电气（600517）-获江苏省 10 亿元订单，2009 年业绩增长有保证》 1/25/2009
- 5、《置信电气（600517）-业绩稳定增长，毛利率开始回升》 10/29/2008
- 6、《置信电气(600517)—加强产业链控制，巩固垄断地位》 7/28/2008
- 7、《置信电气(600517)—市场、产能和原材料供应保障公司快速增长》 3/31/2008
- 8、《置信电气跟踪报告—认识公司优势，把握长期价值》 3/4/2008
- 9、《置信电气跟踪报告—成功商业模式的复制带来高速增长》 1/2/2008

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1342	1231	1937	2585	3377
现金	774	536	884	1241	1720
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	7	10	13	16
应收款项	191	266	396	516	646
其它应收款	3	4	6	8	11
存货	321	387	565	722	888
其他	53	31	76	85	96
非流动资产	429	492	482	472	463
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	108	116	109	102	96
无形资产	1	19	17	15	14
其他	320	356	355	354	353
资产总计	1771	1722	2419	3057	3840
流动负债	738	418	717	833	961
短期借款	390	123	300	300	300
应付账款	246	229	343	449	565
预收账款	16	11	17	22	28
其他	86	55	57	62	68
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	738	418	717	833	961
股本	412	619	619	619	619
资本公积金	204	80	80	80	80
留存收益	326	478	805	1233	1771
少数股东权益	91	127	199	292	409
母公司所有者权益	942	1177	1504	1932	2469
负债及权益合计	1771	1722	2419	3057	3840

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	310	144	230	424	555
净利润			363	476	597
折旧摊销			19	18	16
财务费用			13	11	9
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(241)	(179)	(190)
其它			77	98	122
投资活动现金流	(363)	(60)	(10)	(8)	(7)
资本支出			(10)	(8)	(7)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	289	(321)	128	(59)	(69)
借款变动			177	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(36)	(48)	(60)
其他			(13)	(11)	(9)
现金净增加额	235	(238)	348	357	479

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1596	1296	1940	2540	3202
营业成本	1239	818	1232	1616	2045
营业税金及附加	5	7	10	13	16
营业费用	25	25	37	48	61
管理费用	71	86	129	169	213
财务费用	7	6	13	11	9
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	41	0	0	0	0
营业利润	284	353	520	683	858
营业外收入	2	16	3	3	3
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	286	368	523	686	861
所得税	40	63	89	117	146
净利润	246	306	434	569	714
少数股东损益	35	50	71	93	117
母公司所有者净利润	211	255	363	476	597
EPS (元)	0.51	0.41	0.59	0.77	0.97

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	27%	-19%	50%	31%	26%
营业利润	27%	24%	48%	31%	26%
净利润	19%	21%	42%	31%	25%
获利能力					
毛利率	22.3%	36.9%	36.5%	36.4%	36.1%
净利率	13.3%	19.7%	18.7%	18.7%	18.7%
ROE	22.4%	21.7%	24.1%	24.6%	24.2%
ROIC	17.7%	20.8%	22.1%	22.8%	22.6%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	24.3%	29.6%	27.3%	25.0%
净负债比率	22.0%	7.1%	12.4%	9.8%	7.8%
流动比率	1.8	2.9	2.7	3.1	3.5
速动比率	1.4	2.0	1.9	2.2	2.6
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.6	2.3	2.6	2.5	2.5
应收帐款周转率	6.3	5.7	5.9	5.6	5.5
应付帐款周转率	4.5	3.4	4.3	4.1	4.0
每股资料(元)					
每股收益	0.51	0.41	0.59	0.77	0.97
每股经营现金	0.75	0.23	0.37	0.68	0.90
每股净资产	2.28	1.90	2.43	3.12	3.99
每股股利	0.05	0.30	0.06	0.08	0.10
估值比率					
PE	34.0	42.2	29.7	22.6	18.0
PB	7.6	9.2	7.2	5.6	4.4
EV/EBITDA	21.8	17.6	11.9	9.3	7.5

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏，CFA：工学学士，MBA，7 年证券从业经验，从 2007 年起任招商证券电力设备行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。