

电力设备行业

报告原因: 中报点评

2010年8月12日

基础数据: 2010年8月12

收盘价(元)	17.09
每股净资产(元)	1.99
资产负债率%	32.27
总股本/流通A股(亿)	6.2/6.2
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师

梁玉梅

执业证书编号: S0760209090154

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座

28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

置信电气(600517)

增 持

符合节能减排产业政策, 新一轮高增长可期

公司研究/研究报告

投资要点:

- **收入小幅增长, 盈利能力提升带动利润增长:** 2010年上半年公司实现营业收入74317.57万元, 比去年同期增长了3.18%。源于毛利率的提升(毛利率又2009年中期的34.54%提升到2010年中期的40.93%), 公司所有者的净利润16624.21万元, 较去年同期增长了19.67%。公司经历了2004-2008年的高速增长后, 近几年增速开始下滑, 见图1, 主要由于电网推广非晶和金变压器的政策一直还不明朗, 非晶合金变压器的比例仍处于较低水平。我们认为随着国家节能减排的压力增大, 近几年大力推广非晶和金变压器的可能性增大, 公司营业收入可能面临新一轮高增长。需要强调的是虽然公司营业收入增速近几年减缓, 但利润仍保持一定的增长速度, 主要源于公司收购上游大大提高了盈利能力。
- **安泰科技非晶带材批量生产, 非晶变压器有望大规模推广:** 目前制约国家大规模推广非晶变压器的主要问题是上游原材料被日立垄断经营。而安泰科技非晶带材的顺利投产, 且产品基本能满足下游市场需求, 这打断了日立金属对非晶带材的垄断, 有利于国家推出非晶合金变压器的政策。而在目前的节能环保政策下, 非晶变压器的大力推广值得期待, 而公司作为行业龙头必将最先受益于非晶变压器的推广。
- **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, 年均超过600亿元, 电器设备制造商将明显受益于此, 而变压器企业讲是核心受益产品之一。由于农网空载率较高, 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。此外公司在农网的销售中较为占据优势。
- **集中采购有利于公司扩张市场:** 国家电网公司目前正在推进对配电变压器的集中招标采购, 集中招标地区以及规模的增加有助于公司进入更多的市场, 即使不通过在当地设立合资公司的形式也能进入一些区域的市场, 有利于公司降低营销成本, 扩大销售范围。此外, 非合金变压器的能耗优势及综合成本优势在集中公平招标中更容易体现, 有利于增加电网非合金变压器的招标比例。但集中招标也容易造成价格战, 影响公司盈利能力。
- **新能源变压器有望成为新的利润增长点:** 公司在2008年下半年开发新能源市场, 开发出了适合风能和太阳能发电专用的非晶合金变压器, 并申请了多项相关技术专利。2010年公司在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, 运行良好。公司产品目前已经逐步进入一些区域的市场, 开始产生业绩。

●**新能源领域应用前景广阔，业务规模潜力巨大：**非晶合金变压器空载损耗比普通硅钢变压器降低70-80%，非常适合风能和太阳能等间歇性能源配套，使用非晶变压器避免新发电力被变压器自身消耗，综合使用成本低，因此相对普通硅钢变压器，风电和太阳能发电应用非晶合金变压器的经济性较高，可以提高投资回报，未来的发展前景较好，而公司在该领域在国内处于领先地位。通常每1MW的发电能力，需要1.2kVA左右的变压器与之配套。根据新能源规划2020年，风能发电合计装机达到1.5 亿千瓦（截至2009年底我国累计风电装机容量为2581万千瓦），意味着未来10年年均新增1200万千瓦，那么变压器市场容量年均均在14000万kVA，若其中的10%采用非晶合金变压器，相当于带来1400万kVA 市场，则对2000kVA变压器的需求约在7000台，单台30万元的价格，年均市场在21亿元，靠公司在非合金领域处于龙头地位，未来的市场潜力巨大。

●**投资建议：**我们预计公司2010-2011年每股收益分别为0.50元、0.65元，对应目前股价的市盈率分别为34倍和26倍，在节能减排的背景下如果电网大力推广非晶变压器，公司将进入新一轮增长通道，而公司收购了上游铁心有利于公司发挥综合优势，充分分享新一轮市场的增长，给予公司“增持”的投资评级。

●**投资风险：**目前有越来越多的变压器企业开始逐步研制或试产部分非晶合金变压器产品，虽然真正形成产业化能力的不多，但竞争有加强的态势；国网对非晶合金变压器的推广力度影响公司未来公司的合同及业绩情况。

图1：公司营业收入增长情况

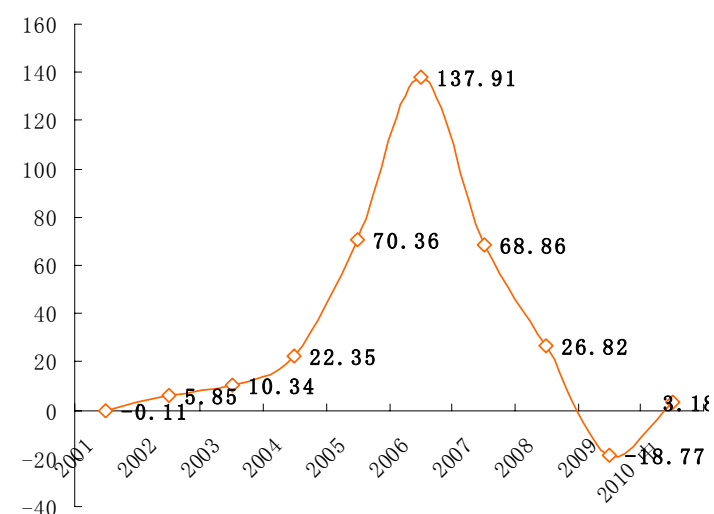
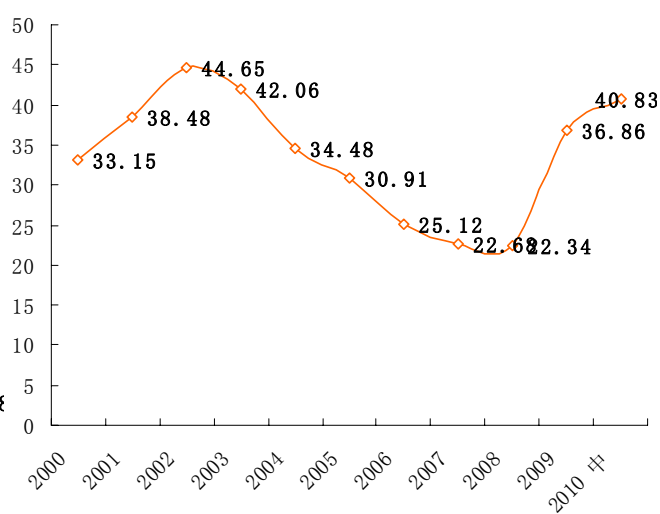


图2：公司毛利率趋势



资料来源：公司公告，Wind

表1：盈利预测假设

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入				
配电变压器	158,389.06	124,592.99	137052.289	178167.9757
销售铁芯	-	4,950.56	5198.088	5717.8968
新能源变压器	-	-	1500	4500
增速				

配电变压器	-	-	10%	30%
销售铁芯	-	-	5%	10%
新能源变压器	-	-	-	200%
毛利率				
配电变压器	22.32%	37.34%	40%	40%
销售铁芯		24.75%	34%	34%
新能源变压器	-	-	30%	35%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入	159,572.48	129,616.22	143750.38	188385.87
营业成本	123,920.25	81,833.38	86712.11	113599.60
营业税金及附加	508.07	689.62	764.82	1002.30
销售费用	2,505.75	2,459.09	2605.70	3413.66
管理费用	7,133.53	8,604.41	9542.69	12505.76
财务费用	739.37	574.05	600.00	700.00
资产减值损失	429.94	202.61	0.00	0.00
投资净收益	4,120.54	0	0.00	0.00
营业利润	28,448.59	35,256.99	43525.06	57164.55
营业外收入	234.36	1,591.42	685.10	0.00
营业外支出	126.57	8.16	0.00	0.00
利润总额	28,556.38	36,840.26	44210.16	57164.55
所得税	3,955.70	6,273.21	7515.73	9717.97
净利润	24,600.68	30,567.04	36694.43	47446.58
少数股东损益	3,454.06	5,020.59	6000.00	7000.00
归属母公司净利润	21,146.63	25,546.45	30694.43	40446.58
每股收益	0.34	0.41	0.50	0.65

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。