

2011 年 2 月 10 日

## 置信电气 (600517)

### 受益于新农网升级改造和电力需求侧管理的电网节能专家

评级: 买入 (首次)

价值区间: 15.00-18.50

#### 投资要点:

■ **新一轮“农网改造”利好输变电企业, 非晶合金变压器在农网中节能效果最明显:** 2011 年 1 月 5 日, 国务院常务会议决定实施新一轮农网改造升级工程。农网升级改造工程的改造资金中, 三分之二将用于购买输变电设备, 国内输变电厂商将成为最大受益者。农网平均负荷低, 空载时间长, 非常适合非晶合金变压器发挥节能功效。

■ **六部委联合发布的《电力需求侧管理办法》力促节能变压器推广:** 11 月份六部委联合发布的《电力需求侧管理办法》明确提出鼓励电网企业采用节能变压器, 并加强对电网企业电力电量节约指标的考核, 电力需求侧管理工作合理的支出可计入供电成本。此政策有望改变节能变压器推广进展缓慢的局面, 催生大批节能变压器需求。

■ **行业开创者, 具有领先的技术优势:** 公司是国内节能变压器行业的开创者, 攻克了降低非晶合金变压器噪音的难关, 节能效率进一步提高, 公司研发的 S16 新一代非晶合金变压器能耗仅有 160W/h (500KVA), 比目前 240 W/h 有了大幅改善, 更明显低于硅钢变压器 800 W/h 的水平。

■ **新能源变压器为公司开拓新的利润增长点:** 公司针对风电厂和太阳能发电厂开发的升压变压器有效降低电厂损耗。新能源上网电价远高于常规电价, 节能变压器的经济效益更加明显。

■ **享有产业链和规模优势, 有效控制成本保持高毛利率:** 公司通过增资全资拥有日港置信子公司, 牢牢掌握了非晶合金变压器关键部件非晶合金铁芯的生产, 并和上游原材料生产商日立金属有长期合作关系, 有利于控制原材料成本。公司是国内非晶合金节能变压器龙头, 具有明显的规模优势, 令后来者望尘莫及。

■ **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2010~2012 年的收入分别为 14.25 亿元、18.53 亿元和 24.09 亿元; 对应的每股收益分别为 0.519 元、0.662 元、和 0.836 元。

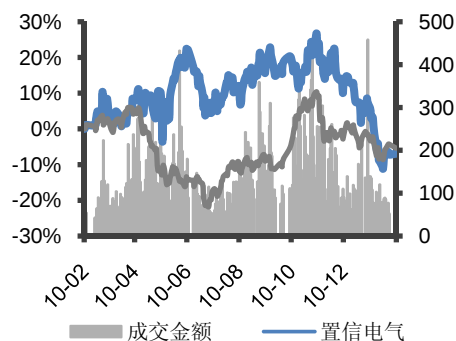
#### 盈利预测与估值

|            | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1296.16 | 1425.78 | 1853.51 | 2409.57 |
| 同比 (%)     | -18.77% | 10.00%  | 30.00%  | 30.00%  |
| 净利润 (百万元)  | 255.46  | 320.85  | 409.70  | 517.21  |
| 同比 (%)     | 24.25%  | 25.60%  | 27.69%  | 26.24%  |
| 毛利率 (%)    | 36.86%  | 39.00%  | 38.00%  | 37.00%  |
| ROE (%)    | 21.71%  | 21.80%  | 22.16%  | 22.26%  |
| 每股收益 (元)   | 0.413   | 0.519   | 0.662   | 0.836   |
| P/E        | 35.87   | 28.56   | 22.37   | 17.72   |
| P/B        | 7.79    | 6.23    | 4.96    | 3.94    |

分析师 黄海方  
执业证书编号 S0600209060100  
联系电话 0512-62938641  
邮箱 [huanghf@gsjq.com.cn](mailto:huanghf@gsjq.com.cn)

联系人 李雅娜  
联系电话 021-63122950  
邮箱 [liyn@gsjq.com.cn](mailto:liyn@gsjq.com.cn)

#### 置信电气与沪深 300 指数走势比较图



| 市场数据        | 2011 年 2 月 9 日 |
|-------------|----------------|
| 总股本 (万股)    | 61870.50       |
| 流通股本 (万股)   | 61870.50       |
| 收盘价 (元)     | 14.81          |
| 6 个月换手率 (%) | 172.06         |
| 财务数据        | 2010Q3         |
| 主营收入 (亿元)   | 11.10          |
| 净利润 (亿元)    | 2.89           |
| 摊薄每股收益 (元)  | 0.39           |

## 目录

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>1. 公司简介</b>                     | <b>3</b>  |
| 1.1. 公司主营构成                        | 3         |
| 1.2. 非晶合金变压器性能特点                   | 3         |
| <b>2. 节能降耗形势严峻，非晶合金节能变压器推广渐行渐近</b> | <b>4</b>  |
| 2.1. 完成节能降耗目标压力巨大                  | 4         |
| 2.2. 配电变压器能耗高，节能空间大                | 4         |
| 2.3. 非晶合金变压器性能优越，经济效益显著            | 5         |
| 2.4. 新一轮农网改造拉升非晶变压器需求              | 7         |
| 2.5. 电力需求侧管理新规促进非晶合金变压器推广          | 7         |
| 2.6. 铜和硅钢价格走高，非晶合金价格走低成本悬殊 日渐缩小    | 8         |
| 2.7. 未来十年年均市场容量为 120 亿元            | 9         |
| <b>3. 细分子行业，参与者有限，竞争格局稳定</b>       | <b>9</b>  |
| 3.1. 非晶合金变压器产业链构成                  | 9         |
| 3.1.1. 非晶合金材料供应国外独家垄断的局势即将被打破      | 10        |
| 3.1.2. 非晶合金铁芯和变压器生产行业竞争格局稳定        | 11        |
| 3.2. 非晶合金变压器生产者寥寥，挤占硅钢变压器份额是关键     | 11        |
| <b>4. 非晶合金节能变压器龙头，充分受益于行业增长</b>    | <b>12</b> |
| 4.1. 产业链合理延伸，降低生产成本                | 12        |
| 4.2. 新能源变压器拓展新的利润增长点               | 13        |
| 4.3. 独特的销售方式无惧电网采购权集中              | 13        |
| <b>5. 盈利预测与估值</b>                  | <b>14</b> |
| 5.1. 收入及费用预测                       | 14        |
| 5.2. 目前市盈率低于行业平均水平                 | 14        |
| <b>6. 风险提示</b>                     | <b>14</b> |

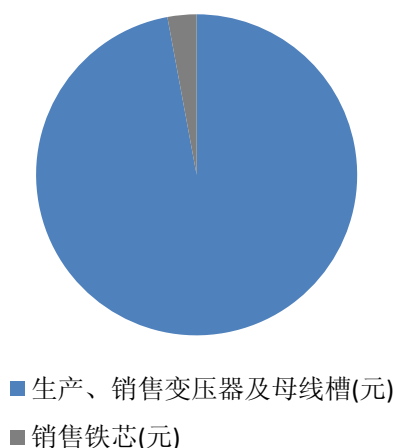
## 1. 公司简介

置信电气是专业从事非晶合金节能变压器研发、生产和销售的企业，具有十多年的生产历史，是国内非晶合金变压器行业的开创者。

### 1.1. 公司主营构成

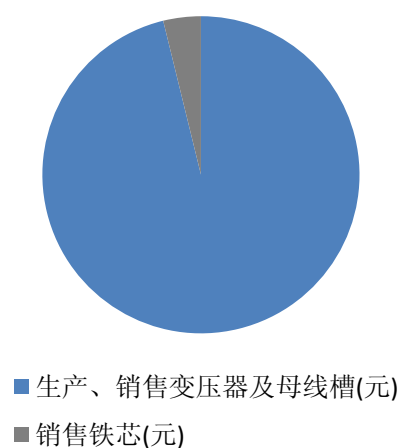
公司主营相对比较单一，2008 年收购日港置信之前单纯从事非晶合金变压器及母线槽的生产和销售，2008 年收购了生产非晶合金铁芯的日港置信后主营由单一的非晶合金变压器及母线槽拓展到非晶合金铁芯。非晶合金铁芯是非晶合金变压器的关键部件，铁芯的质量直接影响到变压器的性能，具有较高的技术壁垒。日港置信的铁芯绝大部分供给置信电气内部使用，还有少部分对外销售给其他变压器生产企业。

图 1：2010 年上半年收入构成



资料来源：WIND、东吴证券研究所

图 2：2009 年收入构成



资料来源：WIND、东吴证券研究所

### 1.2. 非晶合金变压器性能特点

非晶合金变压器是一种节能型的变压器，以非晶合金材料替代硅钢材料制作变压器的铁芯。非晶合金材料是将铁、硼、镍和碳等材料融化后在液态下以  $10^6\text{k/s}$  的速度冷却成为金属薄片。非晶合金材料磁化功率小，厚度为  $0.02\sim 0.03\text{mm}$ ，是硅钢片的  $1/10$ ，由非晶合金材料卷成的铁芯比硅钢片叠成的铁芯空载损耗降低  $70\%\sim 80\%$ ，节能效果显著。

非晶合金材料以其优秀的导磁性能和极薄的厚度大大降低了变压器的铁芯损耗，但非晶合金材料耐压程度低，仅适用于制

造 35KV 以下电压等级的配电变压器, 并且非晶薄片之间的共振会产生很大的噪音, 降低噪音是非晶合金变压器生产的关键技术。

## 2. 节能降耗形势严峻, 非晶合金节能变压器推广渐行渐近

### 2.1. 完成节能降耗目标压力巨大

2010 年我国艰难地完成了“十一五”期间单位 GDP 能耗比 2005 年下降 20% 的目标。在此期间, 以电力、煤炭、水泥、有色金属、焦炭、造纸、制革、印染等高耗能、高污染行业为重点的淘汰落后产能计划大规模开展。根据工信部数据, “十一五”期间炼铁、炼钢、焦炭、水泥和造纸淘汰落后产能将分别达到 11172 万吨、6683 万吨、10538 万吨、34000 万吨和 1030 万吨, 约占全部落后产能的 50%。

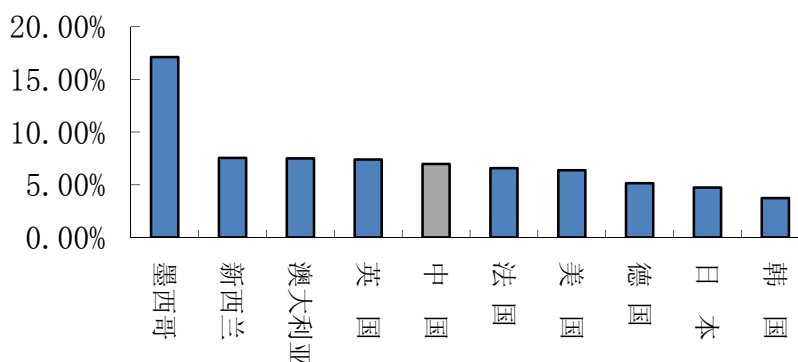
在淘汰落后产能、限制高污染、高能耗产业生产等实施简便、见效快的措施施展空间逐渐缩小的情况下, 节能降耗工作的难度更进一步增加, 需要采取更全面、更精细化的措施。

目前, 淘汰落后产能从数量上来看还有 50% 的空间, 但这些产能相对于“十一五”期间已经淘汰的产能还是比较先进的, 淘汰剩余 50% 的落后产能取得的节能降耗效果将难以达到“十一五”期间的水平。今后节能降耗对推广节能设备的依赖将逐渐增大, 节能降耗投入也将会逐步增加。

### 2.2. 配电变压器能耗高, 节能空间大

我国输电线线损率低于发展中国家, 也低于英国、澳大利亚等发达国家, 但离法国、德国、日本、韩国等先进水平还有较大差距。

图 3: 我国输电线损率仍有较大下降空间



资料来源: 国家电力信息网、东吴证券研究所

2009 年我国线损率 6.72%，全年线路损耗 2191 亿千瓦时，超过三峡两年的发电量。以每度电 0.4 元计算，2009 年线路损耗高达 876 亿元。

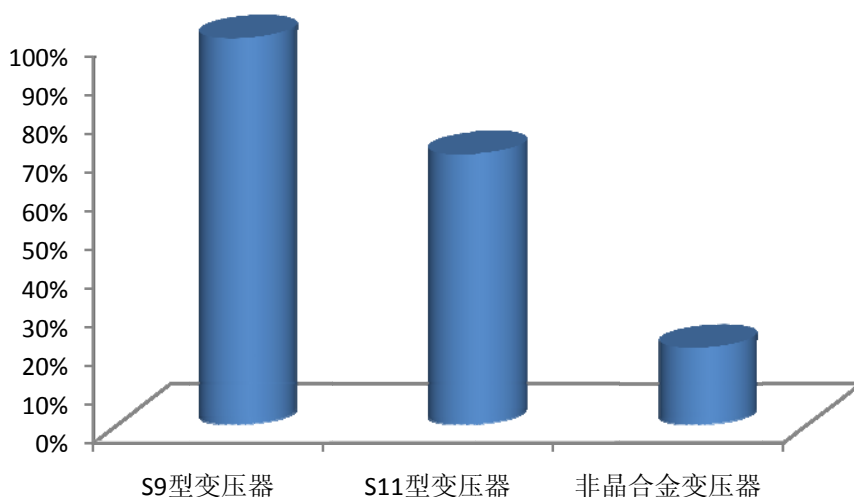
配网损耗占整个电网损耗的 70%，配电变压器损耗超过电网总损耗的 40%，以 2009 年损耗 2191 亿千瓦时，折合 876 亿元计算，配电变压器损耗高达 876 亿千瓦时，折合 350 亿元，配电变压器损耗相当大。

变压器的损耗分为铜损和铁损，铜损是由于变压器高、低压线圈电流使导体发热产生的能量损失，铁损是变压器铁芯在交变电流作用下产生交变磁场所产生的能量损失。配电变压器一旦接入电网，不论低压侧是否带负载，在高压侧交变电流的作用下都会产生磁场并损耗电能，造成很大浪费。

非晶合金变压器铁芯由非晶合金材料制成，非晶合金材料是将铁、硼、镍和碳等材料融化后在液态下以  $10^6\text{k/s}$  的速度冷却成为金属薄片。非晶合金材料磁化功率小，厚度为  $0.02\sim 0.03\text{mm}$ ，是硅钢片的  $1/10$ ，由非晶合金材料卷成的铁芯比硅钢片叠成的铁芯空载损耗降低  $70\%\sim 80\%$ ，节能效果显著。非晶合金变压器将成为配电网节能的主要设备。

### 2.3. 非晶合金变压器性能优越，经济效益显著

图 4：非晶合金变压器空载损耗较 S9 型变压器下降 80%



资料来源：中国勘测设计杂志 2010.9、东吴证券研究所

非晶合金铁芯配电变压器的最大优点是，空载损耗值低。非晶合金变压器若能完全替代新 S9 系列配变，如 10kV 级配电变压

器年需求量按 5000 万 kVA 计算时，那么，一年便可节电 100 亿 kW/h 以上。同时，还可带来少建电厂的良好的环保效益，少向大气排放温室气体，这样会大大地减轻对环境的直接污染，使其成为新一代名副其实的绿色环保产品。

**表 1：非晶合金干式变压器与常规变压器空损比较**

| 容量<br>(KVA) | SCBH15 非晶 | (GB/T1022B) 常规 | 节能比例   |
|-------------|-----------|----------------|--------|
| 200         | 200W      | 820W           | 75.61% |
| 500         | 360W      | 1500W          | 76.00% |
| 630         | 410W      | 1680W          | 75.60% |
| 1000        | 550W      | 2480W          | 77.82% |
| 1600        | 760W      | 3420W          | 77.78% |
| 2000        | 990W      | 4150W          | 76.14% |

资料来源：中国勘测设计杂志 2010.9、东吴证券研究所

**表 2：一台非晶合金变压器 SCBH15-1250 与相同容量常规变压器正常使用 30 年相比的经济效应**

|             |        |
|-------------|--------|
| 可省电能 (KWH)  | 492075 |
| 节省电费 (元)    | 393660 |
| 少排放二氧化碳 (吨) | 612.5  |
| 少排放二氧化硫 (吨) | 5.57   |
| 节约天然煤 (吨)   | 278.4  |
| 少排放二氧化氮 (吨) | 3.06   |

资料来源：中国勘测设计杂志 2010.9、东吴证券研究所

投资回报年限=设备差价/年运行电费差价。目前一台 SCBH15-1250 非晶合金变压器与相同容量常规变压器的差价为 59000 元，每年平均理论经济效益为 13122 元，则投资回报年限为

$$N=59000/13122=4.5 \text{ 年}$$

以上就 SCBH15-1250 非晶合金变压器与相同容量常规变压器举例说明。一般非晶合金变压器销售价格为常规变压器的 1.3 倍，平均投资回收期为 5 年。

公司研发的新型非晶合金变压器使用日立金属的新型带材，可以使变压器铁芯用材更少，成本降低 10% 左右，节能效率提高，噪音控制在 45 分贝以内，完全达到国家环保标准。

## 2.4. 新一轮农网改造拉升非晶变压器需求

1月5日，国务院常务会议决定实施新一轮农村电网改造升级工程（下称“农网升级工程”），提出在“十二五”期间，使全国农村电网普遍得到改造，农村居民生活用电得到较好保障，农业生产用电问题基本解决，基本建成安全可靠、节能环保、技术先进、管理规范的新型农村电网。

“农网升级工程”是“农网改造会议”的修订版，“农网升级工程”要求在“农网改造会议”的基础上减少投入，但拉长投资时间，由过去的“三年”改为“五年”，但总体投资规模更大。而业界普遍预期，此次农网升级工程的总体投资将在3000亿元左右，对于国内电力企业特别是输变电设备企业来说，这将是一场盛宴。

农网改造资金的两大来源分别是：80%的贷款，20%的国家资本金。以国家投入120亿元资本金计，每年的投入将高达600亿元，5年预计共投入3000亿元。

“农网升级工程”的改造资金中，三分之二将用于购买输变电设备，包括变压器、电线、电缆、铁塔、电杆等，其余部分用于征地、基建等投入。由于农村电网的输变电设备主要由国内厂商提供，因此国内输变电设备厂商，将是农网改造的最大受益者。

农网平均负荷低，空载时间长，铁损占比高于输电网和城镇配网。非晶合金变压器在负荷率为30%的情况下节能效果最显著，因此农网是非晶合金变压器非常理想的应用场所，新一轮农网改造在节能环保的要求下，很可能加大非晶合金变压器的使用量，从而拉动非晶合金变压器的需求。

## 2.5. 电力需求侧管理新规促进非晶合金变压器推广

2010年11月，为提高电能利用效率，促进电力资源优化配置国家发改委等六部委联合发布《电力需求侧管理办法》。该办法奖惩并济采取补贴、强制命令等多种方式促进电力需求侧管理的实施。办法明确规定节电指标，原则上不低于电网企业售电营业区内上年售电量的0.3%、最大用电负荷的0.3%；鼓励电网企业采用节能变压器、合理减少供电半径、增强无功补偿、实现分电压等级统计分析线损等方式稳步降低线损率；电网企业开展电力需求侧管理工作合理的支出可计入供电成本。

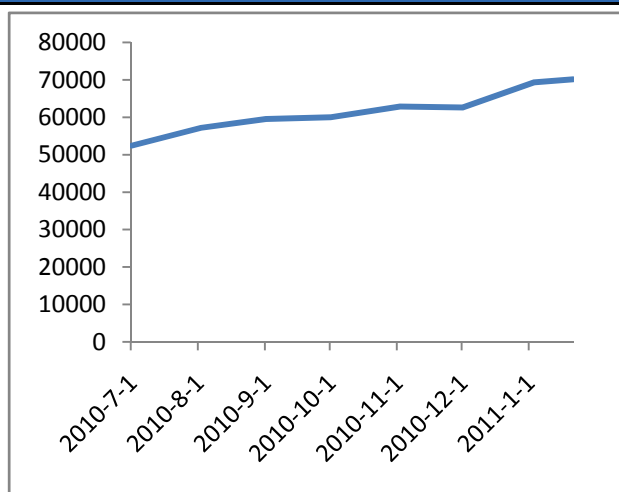
《办法》对供电企业明确提出了节能指标，也明确提出鼓励电网企业采用节能变压器，并指出合理成本可以计入供电成本。非晶变压器的价格昂贵一直是制约其推广应用的主要原因，如果

合理成本可以计入供电成本由电力用户承担,而不是由电网企业承担,电网应用非晶合金变压器的积极性会大幅提高。节电指标是对电网节能的硬性要求,0.3%的底线虽然不算高但却代表了管理部门降低线路损耗的坚决态度。在管理部门节能指标的压力下,电网企业也会增加对谐波治理、无功补偿、节能变压器等节能设备的需求。

## 2.6. 铜和硅钢价格走高,非晶合金价格走低成本悬殊日渐缩小

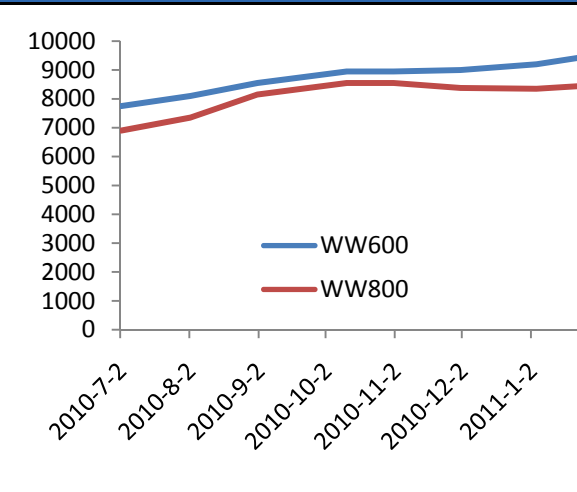
常规变压器铁芯主要原材料为铜和硅钢,自2010年下半年以来,铜和硅钢的价格一路走高。

图 5: 铜价格走势 (元/吨)



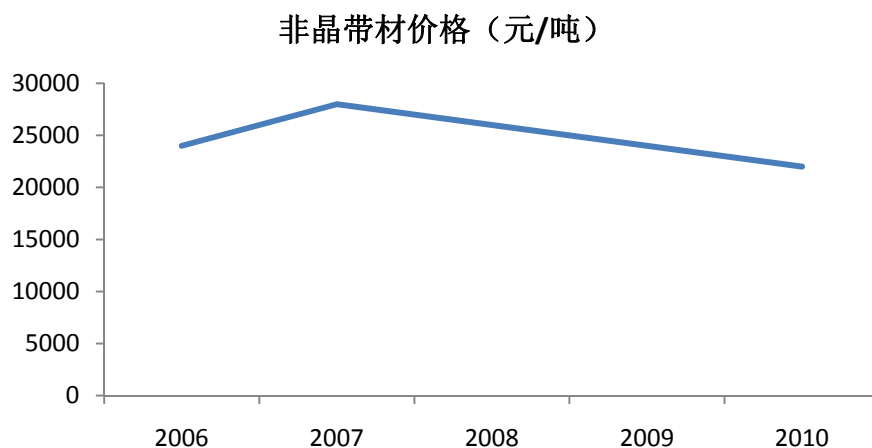
资料来源: 彭博、东吴证券研究所

图 6: 硅钢价格走势 (元/吨)



资料来源: 我的钢铁、东吴证券研究所

图 7: 非晶带材价格持续走低 (元/吨)



资料来源: 置信电气调研信息、东吴证券研究所

相反，非晶带材则由于安泰科技产能释放，日立金属独家垄断的市场格局被打破，市场价格持续走低，非晶合金变压器与常规变压器器差价逐渐缩小。

## 2.7. 未来十年年均市场容量为 120 亿元

2010 年，我国生产配电变压器约 3 亿 KVA，如果 30%改用非晶合金材料，年生产非晶合金变压器为 9000 万 KVA。以每台变压器 500KVA 为例，年产非晶合金变压器 18 万台。这将降低配电网空载损耗 3.75 万 KW，相当于节约煤 54 万吨，减少有害气体排放 1.37 万吨。

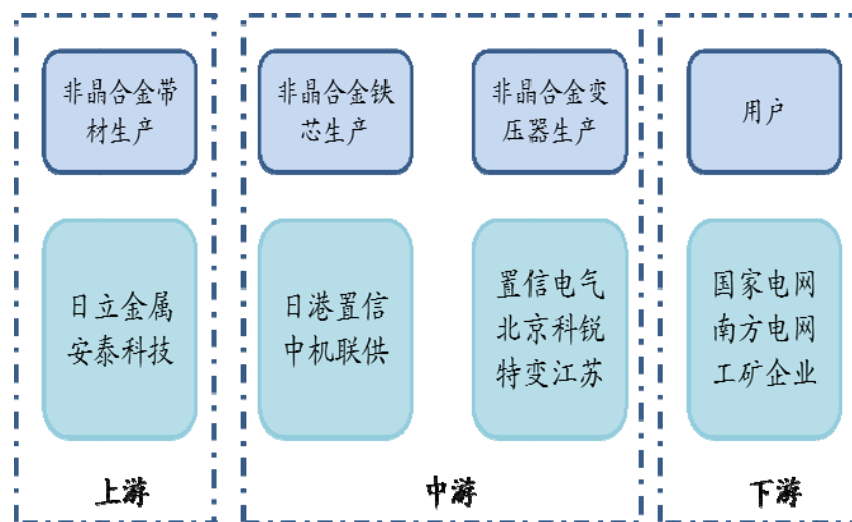
2010 年非晶变压器市场规模约 18 亿元，占新增配电变压器的 4%。假设未来十年年均增长变压器折合 500KVA 的为 60 万台，随着非晶合金变压器的占比逐步提升，及考虑到现有非晶带材的产能限制等因素，未来十年内，非晶合金变压器占比中数为 20%，按每台平均售价 10 万元计算，预计未来 10 年非晶合金变压器市场容量约 1200 亿元，年均市场容量为 120 亿元，市场空间巨大。

## 3. 细分子行业，参与者有限，竞争格局稳定

### 3.1. 非晶合金变压器产业链构成

非晶合金变压器行业大致分为上游非晶合金带材生产、中游非晶合金铁芯和变压器生产、下游为变压器用户。

图 8：非晶合金产业链构成

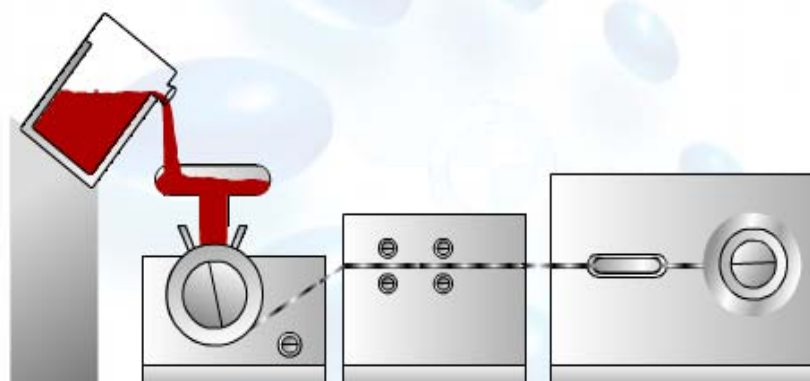


资料来源：东吴证券研究所

### 3.1.1. 非晶合金材料供应国外独家垄断的局势即将被打破

非晶合金带材是将铁、硼、镍和碳等材料高温融化，在液态下以  $10^6\text{k/s}$  的速度冷却成为金属薄片，混合融液在千分之一秒的时间内从  $1300^\circ\text{C}$  下降到  $200^\circ\text{C}$  以下，熔融状态下活跃的粒子来不及排列就被凝固，没有形成晶体，内部粒子无序排列，因此称为非晶合金材料。这种材料具有高导磁率、低损耗、低激磁电流和良好的稳定性和柔韧性，是目前最理想的节能铁芯材料。

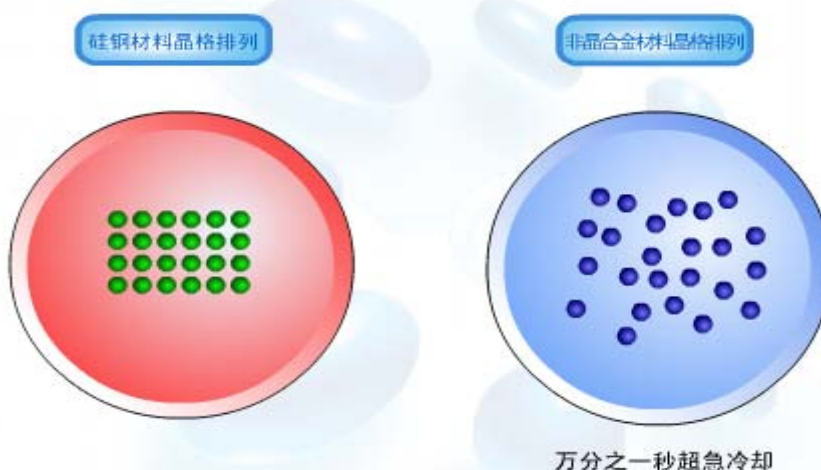
图 9：非晶合金带材生产过程



非晶合金材料是直接从熔融的钢水采用超急冷却技术，经过冷却滚筒，直接铸成带状薄片的高新技术产品。

资料来源：置信电气公司网站、东吴证券研究所

图 10：非晶合金带材与硅钢材料晶格对比



资料来源：置信电气公司网站、东吴证券研究所

全球从事非晶带材生产的仅有两家公司，一个是日本日立金属，一个是中国的安泰科技。日立金属通过收购美国 AlliedSignal 公司 50% 的股权进入非晶合金生产领域。日立金属目前非晶合金带材产能为 9 万吨，主要销往中国、印度、美国等国家。日立金属生产的非晶合金带材的厚度在 0.02~0.03mm 之间，仅为硅钢片的 1/10。

安泰科技的技术来源于国家非晶微晶合金工程技术研究中心，目前安泰科技建设产能 4 万吨，但由于产品成材率不高，2010 年产量仅有 1 万吨，预计 2011 年产量可增加到 2.5 万吨。但在产品质量方面是否具备与进口产品竞争的的实力还有待验证。如果安泰科技的非晶合金带材能够如期放量，将会改变上游原材料国外独家垄断的市场格局，有利于下游制造企业。

### 3.1.2. 非晶合金铁芯和变压器生产行业竞争格局稳定

非晶合金变压器生产的关键环节在于非晶合金带材的生产。目前全球仅有的两家企业中，日立金属年产量为 9 万多吨，安泰科技 2010 年产量仅有 1 万吨，日立金属生产的非晶带材质量优于安泰科技，原材料受国外企业垄断的格局还没有完全改变。非晶合金带材的供应情况及价格很大程度上影响了非晶合金变压器的价格和产量。

国内非晶变压器行业也呈现近乎垄断的市场格局。置信电气与日立金属有长期稳定的合作关系，每年消耗的非晶合金带材约为 1.5 万吨，全部来自日立金属。由于长期的合作，置信电气能够以较低的价格从日立金属采购非晶合金带材，具备一定的成本优势。

置信电气从 1998 年开始从事非晶合金变压器的研发、生产和销售，在引进 GE 的生产技术的基础上进行二次开发，攻克了非晶合金变压器噪声大的技术难题，最新研发的 S16 型变压器能耗仅为 160W/h，远远低于 S11 型硅钢变压器 800W/h 的能耗，节能效率进一步提高。

置信电气的原材料渠道、生产技术以及规模优势都成为行业潜在进入者所不具备的竞争优势，将长期保持行业龙头的地位，成为行业增长的最大受益者。

## 3.2. 非晶合金变压器生产者寥寥，挤占硅钢变压器份额是关键

目前，非晶合金变压器生产企业为数不多，除了行业开创者置信电气占有 70%~80%的市场份额外，北京科锐和特变江苏也生产少量的非晶合金变压器。

非晶合金变压器下游的竞争不在于非晶合金变压器生产企业之间的竞争，而在于非晶合金变压器与传统的硅钢变压器之间的竞争。目前，非晶合金变压器占配电变压器的比重仅有 4%左右，占有率仍然非常低。非晶合金变压器虽然节能效果显著，但由于成本高于普通硅钢变压器，投资回收期较长，推广和应用一直受到制约。在节能减排大背景下，非晶变压器的节能效果将更加受到重视，新一轮农网改造升级、用电需求侧管理以及即将大规模开展的智能电网建设将成为推广非晶合金变压器的绝好契机。逐渐打破的非晶带材垄断也将有效扩大上游原材料的供给，明显降低非晶变压器的成本，相对硅钢变压器也会更具竞争力。

## 4. 非晶合金节能变压器龙头，充分受益于行业增长

### 4.1. 产业链合理延伸，降低生产成本

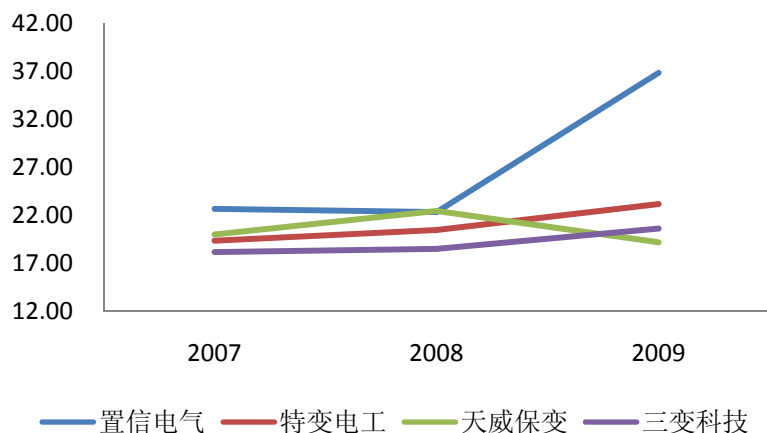
2008 年置信电气斥资 33768.96 万元，收购上海日港置信非晶体金属有限公司 60%的股权，收购完成后，置信电气持有上海日港置信 100%的股权。

非晶合金铁芯是非晶合金变压器的重要零部件。非晶合金变压器与传统变压器不同，其性能与非晶合金铁芯的制造工艺有着极为密切的关系。日港置信在美国联信公司非晶合金铁芯技术的基础上，通过研发形成了自有的非晶合金铁芯设计、制造技术，在保持非晶带材特点的同时，有效克服了非晶材料噪声高、性能波动大的不足。公司铁芯产品的质量属国际先进、国内一流水平，与同行业产品比较具有：表面及外观质量好、磁性能优越等一系列优点。

非晶合金铁芯生产在材料剪切、铁芯构造、外表面处理等方面都有较高的技术要求，国内目前仅有日港置信和中机联供两家生产非晶合金铁芯。日港置信在生产规模和生产技术上都具有优势，产品质量优于中机联供。

收购日港置信有利于保证置信电气非晶合金铁芯的稳定和充分供应，完善了公司的产业链，加强了公司对产业及成本的控制力。收购日港置信后，公司的非晶合金铁芯从外购转变为自产，并向其他变压器企业提供非晶合金铁芯，有利于提升公司销售产品的毛利率水平并提高公司的经济效益。

图 11: 置信电气毛利率高于普通硅钢变压器厂商



资料来源: WIND、东吴证券研究所

#### 4.2. 新能源变压器拓展新的利润增长点

公司在农网、配网节能的基础上,积极拓展节能变压器在新能源领域的应用。公司已经成功研制了专用于风力发电厂和太阳能发电厂专用的升压变压器。风电厂和太阳能发电厂由于风力的间歇性以及白昼和黑夜的交替,发电时间比较有限,无风及夜晚时升压变压器都处于空载状态,空载时间比较长,是非常适合非晶合金变压器应用的场所。

新能源作为七大新兴战略性新兴产业之一,是未来我国能源战略的重要一环,风电和光伏都将得到快速的发展,置信电气在新能源领域的扩展拓宽了产品应用领域,将显著提升公司业绩。

#### 4.3. 独特的销售方式无惧电网采购权集中

置信电气的变压器适用于 35KV 以下电压等级的配网,绝大多数变压器销售给国网和南网,极少数销售给大型工矿企业。置信电气主要的竞争对手不是特变、天威等全国性变压器龙头,而是一些跟地方电网公司有着千丝万缕联系的地方性企业。置信电气采取的市场营销方式是跟当地在电网有深厚根基的公司建立合资公司,进行生产和销售。今年公司在山东、山西、上海等地建立的合资公司也已经投产,据悉,上海公司今年的销售情况比较好。置信电气这种销售方式适用于采购权比较集中的市场,可以以较低的销售成本打开市场。采购权向上集中更有利于电网企业贯彻国家节能降耗的宗旨,对变压器价格的敏感度降低,更加有利于公司节能变压器的推广和应用。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 收入及费用预测

| 单位: 万元  | 2009A      | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
|---------|------------|------------|------------|------------|
| 收入      | 129,616.22 | 142,577.84 | 185,351.19 | 240,956.55 |
|         | -18.77%    | 10.00%     | 30.00%     | 30.00%     |
| 毛利率     | 81,833.38  | 86,972.48  | 114,917.74 | 151,802.62 |
|         | 36.86%     | 39.00%     | 38.00%     | 37.00%     |
| 营业税金及附加 | 689.62     | 758.58     | 986.16     | 1,282.01   |
|         | 0.53%      | 0.53%      | 0.53%      | 0.53%      |
| 销售费用    | 2,459.09   | 2,833.35   | 3,683.35   | 4,788.36   |
|         | 1.90%      | 1.99%      | 1.99%      | 1.99%      |
| 管理费用    | 8,604.41   | 7,637.31   | 9,928.51   | 12,907.06  |
|         | 6.64%      | 5.36%      | 5.36%      | 5.36%      |
| 有效税率    | 17.03%     | 17.00%     | 17.00%     | 17.00%     |

### 5.2. 目前市盈率低于行业平均水平

| 单位: 百万元        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 归属母公司股东净利润     | 255.46       | 320.85       | 409.70       | 517.21       |
| 增长率 (%)        | 20.81%       | 25.60%       | 27.69%       | 26.24%       |
| 每股收益 (EPS) (元) | <b>0.41</b>  | <b>0.52</b>  | <b>0.66</b>  | <b>0.84</b>  |
| 销售净利率          | 23.58%       | 26.93%       | 26.45%       | 25.68%       |
| 净资产收益率 (ROE)   | 21.71%       | 21.80%       | 22.16%       | 22.26%       |
| 市盈率 (P/E)      | <b>35.87</b> | <b>28.56</b> | <b>22.37</b> | <b>17.72</b> |
| 行业均值           |              | <b>40.28</b> | <b>28.83</b> | <b>22.36</b> |

|             | 2011.2.9<br>最新价 |       | P/E          |              |              |
|-------------|-----------------|-------|--------------|--------------|--------------|
| 可比上市公司      |                 | TTM   | 2010         | 2011         | 2012         |
| 601616 广电电气 | 17.50           | 42.43 | 44.99        | 31.78        | 21.67        |
| 002350 北京科锐 | 20.45           | 47.48 | 49.27        | 32.44        | 23.71        |
| 002112 三变科技 | 14.72           | 34.98 | 32.71        | 26.92        | 27.61        |
| 600550 天威保变 | 21.20           | 40.71 | 30.23        | 22.63        | 17.14        |
| 600089 特变电工 | 19.25           | 23.23 | 21.05        | 16.98        | 14.05        |
| 000969 安泰科技 | 19.49           | 82.48 | 63.45        | 42.25        | 29.97        |
| 均值          | 18.77           | 45.22 | <b>40.28</b> | <b>28.83</b> | <b>22.36</b> |

资料来源: WIND、东吴证券研究所

## 6. 风险提示

公司的销售对象主要是国家电网和南方电网,下游客户非常集中,公司未来增长最大的不确定性在于两网推动非晶合金变压器的力度和速度,如果缺乏电网的推动,公司的业绩将难以增长。

## 附录:

| 利润表     | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 现金流量表      | 2009A   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入    | 1296.16 | 1425.78 | 1853.51 | 2409.57 | 经营性现金净流量   | 149.43  | 398.51  | 502.15 | 537.32 |
| 营业成本    | 818.33  | 869.72  | 1149.18 | 1518.03 | 投资性现金净流量   | -60.02  | -81.04  | -84.05 | -83.72 |
| 营业税金及附加 | 6.90    | 7.59    | 9.86    | 12.82   | 筹资性现金净流量   | -321.39 | -133.31 | -4.97  | -0.66  |
| 营业费用    | 24.59   | 28.33   | 36.83   | 47.88   | 现金流量净额     | -231.99 | 184.17  | 413.13 | 452.94 |
| 管理费用    | 86.04   | 76.37   | 99.29   | 129.07  | 成长性指标      | 2009A   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
| 财务费用    | 5.74    | -10.28  | -21.07  | -31.94  | 销售收入增长率    | -18.77% | 10.00%  | 30.00% | 30.00% |
| 资产减值损失  | 2.03    | 3.50    | 3.80    | 4.10    | EBIT 增长率   | 29.01%  | 21.29%  | 25.89% | 25.24% |
| 投资收益    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA 增长率 | 30.33%  | 24.54%  | 26.30% | 24.24% |
| 公允价值变动  | 0.04    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 净利润增长率     | 24.25%  | 25.60%  | 27.69% | 26.24% |
| 其他经营损益  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 总资产增长率     | -3.05%  | 14.03%  | 27.02% | 25.81% |
| 营业利润    | 352.57  | 450.54  | 575.62  | 729.61  | 股东权益增长率    | 24.93%  | 25.06%  | 25.59% | 25.72% |
| 其他非经营损益 | 15.83   | 12.00   | 15.00   | 16.00   | 经营效益指标     | 2009A   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
| 利润总额    | 368.40  | 462.54  | 590.62  | 745.61  | 毛利率        | 36.86%  | 39.00%  | 38.00% | 37.00% |
| 所得税     | 62.73   | 78.63   | 100.41  | 126.75  | 三费/销售收入    | 8.98%   | 6.62%   | 6.21%  | 6.02%  |
| 净利润     | 305.67  | 383.91  | 490.21  | 618.86  | 销售净利率      | 23.58%  | 26.93%  | 26.45% | 25.68% |
| 少数股东损益  | 50.21   | 63.06   | 80.52   | 101.65  | 总资产周转率     | 0.76    | 0.73    | 0.75   | 0.77   |
| 归母公司净利润 | 255.46  | 320.85  | 409.70  | 517.21  | 固定资产周转率    | 11.14   | 8.62    | 8.83   | 9.99   |
| 资产负债表   | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 应收账款周转率    | 4.75    | 5.59    | 5.56   | 5.74   |
| 货币资金    | 546.02  | 730.19  | 1143.31 | 1596.25 | 存货周转率      | 2.12    | 2.15    | 2.96   | 3.51   |
| 应收和预付款项 | 308.08  | 297.07  | 384.33  | 491.20  | ROE        | 21.71%  | 21.80%  | 22.16% | 22.26% |
| 存货      | 386.58  | 404.08  | 388.45  | 432.10  | ROA        | 21.50%  | 22.87%  | 22.66% | 22.56% |
| 其他流动资产  | 0.10    | 0.10    | 0.10    | 0.10    | 偿债能力指标     | 2009A   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
| 长期股权投资  | 0.05    | 0.05    | 0.05    | 0.05    | 资产负债率      | 23.88%  | 14.93%  | 14.61% | 13.64% |
| 投资性房地产  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 投资资本/总资产   | 52.19%  | 48.43%  | 40.07% | 36.01% |
| 固定资产    | 197.01  | 250.35  | 289.88  | 321.12  | 带息债务/总负债   | 30.08%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  |
| 无形资产    | 269.44  | 266.05  | 272.67  | 278.28  | 流动比率       | 3.03    | 4.91    | 5.28   | 5.91   |
| 其他非流动资产 | 6.28    | 6.14    | 3.25    | 3.50    | 速动比率       | 2.09    | 3.52    | 4.21   | 4.90   |
| 资产总计    | 1713.56 | 1954.03 | 2482.05 | 3122.59 | 股利支付率      | 8.07%   | 8.07%   | 8.07%  | 8.07%  |
| 短期借款    | 123.10  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 收益留存率      | 91.93%  | 91.93%  | 91.93% | 91.93% |
| 应付和预收款项 | 286.15  | 291.70  | 362.58  | 426.03  | 估值指标       | 2009A   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
| 长期借款    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EPS        | 0.413   | 0.519   | 0.662  | 0.836  |
| 其他负债    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | PE         | 35.87   | 28.56   | 22.37  | 17.72  |
| 负债合计    | 409.25  | 291.70  | 362.58  | 426.03  | PB         | 7.79    | 6.23    | 4.96   | 3.94   |
| 股本      | 618.71  | 618.71  | 618.71  | 618.71  | PS         | 7.07    | 6.43    | 4.94   | 3.80   |
| 资本公积    | 80.03   | 80.03   | 80.03   | 80.03   | PCF        | 61.32   | 22.99   | 18.25  | 17.05  |
| 留存收益    | 478.12  | 773.07  | 1149.69 | 1625.15 | EV/EBIT    | 24.11   | 19.33   | 14.77  | 11.30  |
| 归属母公司权益 | 1176.86 | 1471.81 | 1848.43 | 2323.89 | EV/EBITDA  | 22.82   | 17.83   | 13.58  | 10.47  |
| 少数股东权益  | 127.46  | 190.52  | 271.03  | 372.68  | EV/NOPLAT  | 30.39   | 23.93   | 18.28  | 13.94  |
| 股东权益合计  | 1304.32 | 1662.33 | 2119.47 | 2696.57 | EV/IC      | 9.93    | 9.13    | 8.35   | 7.08   |
| 负债和股东权益 | 1713.56 | 1954.03 | 2482.05 | 3122.59 | ROIC-WACC  | 37.37%  | 32.42%  | 40.08% | 49.52% |

## 免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码: 215028

传真: (0512) 62938663

公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>