

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备

置信电气 (600517)
推荐

电气部件与设备

置信电气与国网电科院资产重组点评

(维持评级)

2011年11月16日

唱响非晶合金变压器的新篇章

证券分析师: 杨敬梅 021-60933160 yangjimei@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

事项:

置信电气发布“向特定对象发行股份购买资产暨关联交易预案”的公告,其基本内容是,国网电科院以其持有的上海联能66%股权、福建和盛60%股权、山东爱普49%股权、山西晋能49%股权、河南豫缘30%股权、河南龙源30%股权、帕威尔电气90%股权、重庆亚东亚78.995%股权、宏源电气77.5%股权认购公司非公开发行股份,同时受让置信集团所持公司部分股权,加上原股东东方国际与上海电力实业通过上海市电力公司无偿划转,国网电科院预计将持有公司约24.98%的股权,成为公司第一大股东,徐锦鑫及其一致行动人预计合计持有公司约24.28%比例股份,公司控制权将发生变化。

安泰科技发布公告,将与国网电科院共同出资设立合资公司,股权比例为安泰科技持股51%,国网电科院持股49%。安泰科技以现有全部4万吨非晶带材业务的账面净资产,6万吨非晶带材项目的前期投入,以及万吨级非晶项目的全部无形资产的独家使用权等经评估后作价出资。国网电科院以现金方式出资,按照49%的股比,最终出资金额不超过6.5亿元。

评论:

■ 非晶合金变压器节能效果显著

非晶合金变压器空载损耗比目前常用的S11型节能型普通硅钢变压器低70%左右。配电变压器的空载损耗是其总损耗的重要组成部分,尤其是对于空载运行时间较长的配电变压器,其空载损耗可占总损耗的50-90%。

■ 非晶合金变压器推广的障碍将逐步解除

目前,全球范围内仅有日立金属和安泰科技具备非晶合金变压器用非晶合金宽带材的生产能力。由于安泰科技的非晶合金宽带材生产技术起步较晚且需要逐步完善,国内的非晶合金宽带材供应基本被日立金属垄断,导致两大电网推广非晶合金变压器顾虑重重。

国网电科院与安泰科技合资后,将其产业链向上游延伸,有利于国产非晶合金宽带材的推广和应用,将大大加速非晶合金宽带材的国产化进程并逐步缓解非晶合金变压器受制于人的局面。

■ 国网公司推广非晶合金变压器的意愿进一步明确

此次资产重组行为受到了国家电网公司的充分重视,这一事件也从另一个方面表明国网公司推广非晶合金变压器的意愿已十分明确。

■ 非晶合金变压器市场需求量巨大

未来非晶合金变压器新增和替换需求每年或可达到 59 万台，与目前每年几万台的产量相比，非晶合金变压器市场需求量巨大。

■ 国网电科院入主提升公司的行业地位

整合完成后，国网公司系统内非晶合金变压器相关资产基本都注入置信电气。这有利于充分发挥置信电气的技术优势和国网电科院的资源优势，实现资源的合理有效配置，对于置信电气做大做强非晶合金变压器资产影响深远。

■ 公司经营困难将逐步解除，发展空间广阔，维持“推荐”评级

考虑到资产注入后公司在几个子公司中持股比例的提高，公司的业绩将获得增厚。我们预计 2011-2013 年，公司每股收益分别为 0.38、0.49 和 0.77 元，考虑到两大电网公司大规模推广非晶合金需要一个过程，公司业绩的高速增长期将是在 2013 年以后，而公司行业地位的提升也将获得一定的估值溢价，我们认为给予公司较高的相对估值水平尚属合理，我们以 2012 年每股收益的 50 倍 PE、以 2013 年每股收益的 35 倍 PE 对公司进行相对估值，得出合理股价区间为 23.24-24.50 元，维持“推荐”评级。

表1: 非晶合金变压器与S11型普通硅钢变压器空载损耗对比

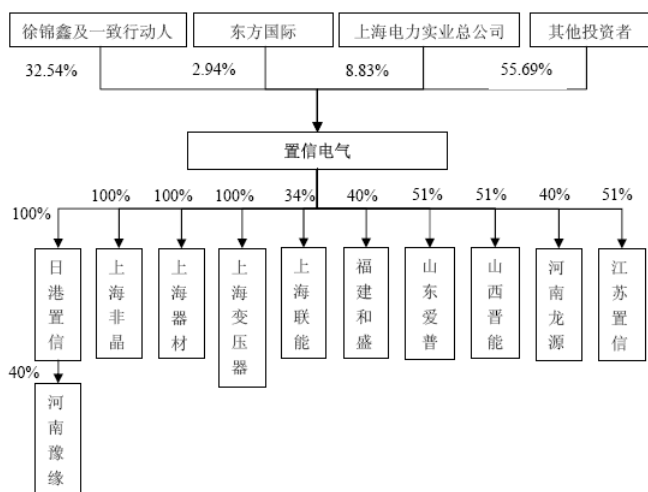
容量 (kVA)	S11 (W)	SBH11 (W)	SBH16 P0 (W)	SBH11 比 S11 降低	SBH16 比 S11 降低
50	130	42	38	68%	71%
100	200	72	58	64%	71%
160	270	100	78	63%	71%
200	330	120	90	64%	73%
250	400	140	110	65%	73%
315	480	167	130	65%	73%
400	570	200	160	65%	72%
500	680	240	190	65%	72%
630	810	300	230	63%	72%
800	980	350	280	64%	71%
1000	1150	425	330	63%	71%
1250	1360	487	390	64%	71%
1600	1640	600	470	63%	71%

资料来源：相关标准 国信证券经济研究所整理

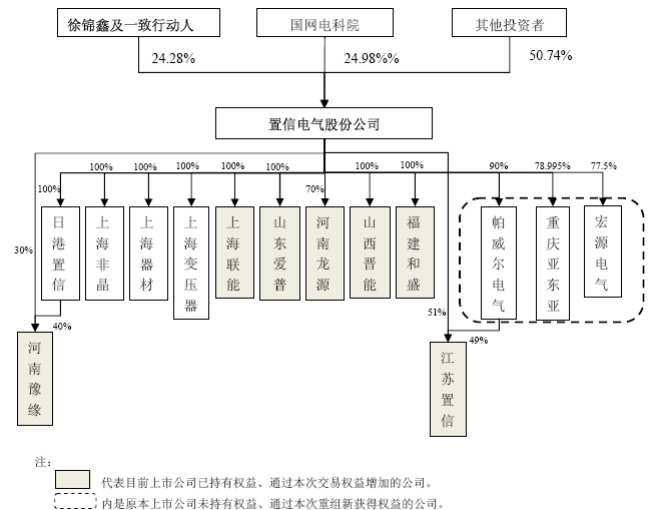
表 2: 注入资产盈利状况及拟注入股权比例

	2010 年净利润	2011 年前三季度净利润	拟注入股权比例
上海联能置信非晶合金变压器有限公司	4,170.72	3,344.31	66%
福建和盛置信非晶合金变压器有限公司	1,023.41	269.09	60%
山东爱普置信非晶合金变压器有限公司	256.32	-15.54	49%
山西晋能置信电气有限公司	1,577.14	86.6	49%
河南豫缘置信非晶合金电气制造有限公司	-367.82	-211	30%
河南龙源置信非晶合金变压器有限公司	-293.42	-294.26	30%
江苏南瑞帕威尔电气有限公司	1,350.02	5,800.39	90%
重庆市亚东亚集团变压器有限公司	1,413.25	-4,285.95	79.00%
江苏宏源电气有限责任公司	4,179.98	1,930.01	77.50%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 1: 重组前股权结构


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 重组后股权结构


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。