

# 国网收购整合，公司中长期投资价值显现

2011年12月14日

推荐/首次

置信电气

调研快报

## ——置信电气（600517）调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：李根

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

### 事件：

近日到置信电气进行了调研，并就公司的未来发展经营情况与公司进行了沟通交流，现将主要观点汇总如下：

#### 一、木桶效应：一个木桶能装多少水取决于最短的那块板子

**非晶带材就是那块最短的木板。**公司新产品实际比 S11 型变压器空载损耗降低比例达到 80%，凸显了非晶合金变压器的节能优势。非晶合金变压器比普通硅钢型变压器能够节能，但截至目前推广并不顺利，普及率仍然较低，这其中的缘由是我们更为关注的问题。

我国配网变压器数量巨大，通过各种渠道得到数据存在差异，无论每年新增 100 万台亦或是 50 万台，更新量 20 万台亦或是 8 万台，详细数字无需深究，因为**即使按照目前测算最少的数量看，配电变压器每年新增和更新换代的数量都十分巨大，非晶合金变压器的发展拥有足够的市场空间**，问题的关键在于国网何时会大规模推广非晶合金变压器。

我们认为，在配变空间如此巨大的背景下，近年来非晶变的推广进度仍然较慢，主要原因是受制于非晶带材的限制，非晶带材就是那块最短的木板。日立金属拥有技术，如果国网推广非晶变，则非晶带材需求大幅提升，日立扩充生产线应该不是难事，但我们判断，国网担心非晶带材被日立金属垄断，日立金属拥有定价权，未来非晶变的发展受制于人，带材价格可能因此飙升，因此**未来非晶变的推广进度一定要看安泰科技非晶带材的技术发展及产能扩充进度。**

#### 二、站在更高的角度看，收购置信电气是国网打造世界级输变电航母的其中一步

从产业发展的角度看，国网不收购置信电气也能够推广非晶变，那么收购的动力在哪里？我们认为：

1. 国网的目标是打造世界级输变电航母企业，目前旗下已经有国电南瑞、许继电气、平高电气，而置信电气的收购将完善公司在配电变压器领域的布局，国网在着力将置信电气打造成为其配电变压器业务的发展平台。这样我们就更容易理解为什么本次置信电气增发收购的资产中不仅包含非晶变的生产企业，还包括国网内部的配电变压器企业；

2. 追求收益最大化：国网本次不仅收购置信电气，还与安泰科技成立合资公司，这样，国网将在整个产业链中形成垄断。既然非晶变推广是迟早的事，那么国网自然拥有追求自身收益最大化的能力和权力，所谓肥水不流外人田。

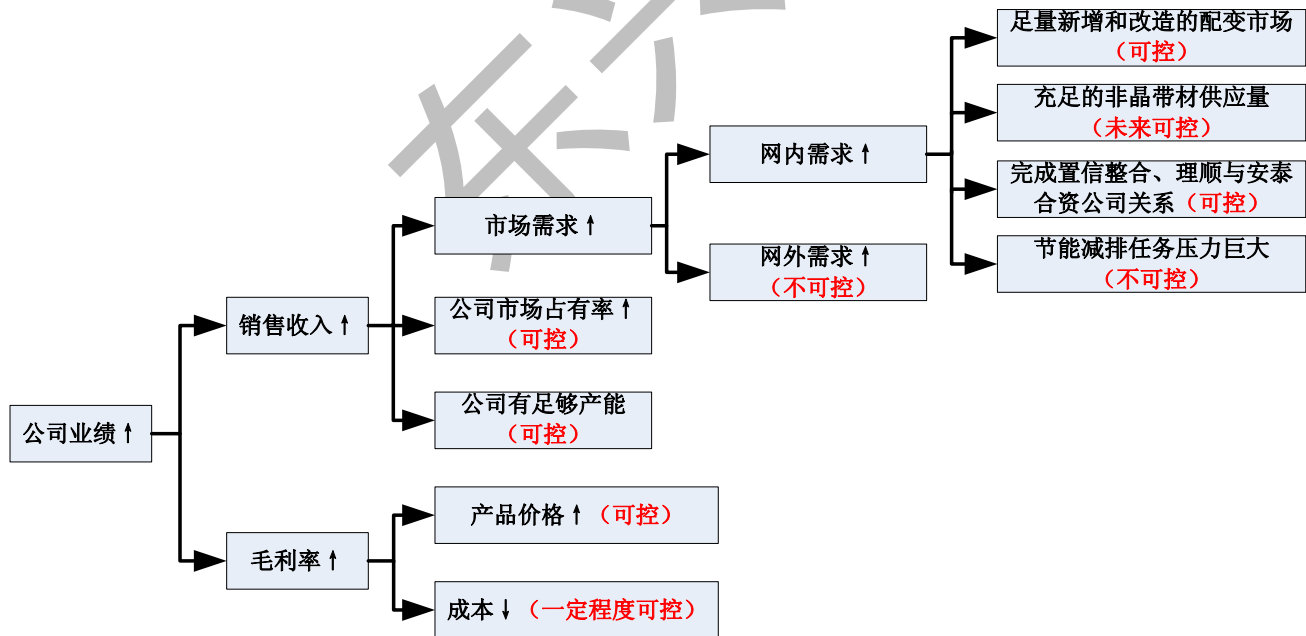
由此可见，收购置信电气仅是国网布局一盘大棋中的一步，国网注重的并非一朝一夕的得失，而是意在长远。既然在非晶变整个产业链的布局都已尘埃落定，我们认为，国网一定会等待安泰科技技术更加成熟，产能释放充分时择机大规模推广非晶变。与安泰科技成立合资公司绝不仅仅是为了增加对日立金属的谈判筹码，因为仅仅为了增加价格谈判话语权，就拿出 6 个多亿“打水漂”，未免显得太贵了。

### 三、国网非晶变领域来年的三大工作：整合、科研、试点

下图中，我们所要诠释的，是置信电气未来业绩提升所需的诸多因素，以及目前来看国网所能控制的因素。比如公司业绩要提升，则需要销售收入提升或毛利率提升；而收入要提升，则需要市场需求提升，或公司的市场占有率提升，并且公司有足够的产能。

以此类推，未来公司业绩发展的不确定因素主要来源于网内非晶合金变压器的需求，也就是国网推广非晶变的进度。目前看，国网暂时没有因节能减排任务艰巨而必须快速推广非晶变的压力，即使有，国网也可趁势加快特高压审批进度，将压力施加给发改委。因此，目前非晶变推广的瓶颈就在于非晶带材的供应上。

图 1：置信电气未来发展的决定因素及国网是否可控



资料来源：东兴证券

从明年非晶变的推广进展看，预计国网将着力完成三方面工作：

一是在控股置信电气后，完成对公司的整合，比如派驻相关管理层成员，调整公司治理结构，理顺公司人事、资金、生产运营等各个环节，这并非一朝一夕之事，整合后的消化吸收是个循序渐进的过程；同时，公司与安泰科技成立合资公司后，也将进一步理顺关系，保证合资公司顺利的生产运营；

二是推进非晶带材的研发工作，目前安泰科技的带材成材率为 70%多，距离日立金属 90%以上的成材率仍有一定差距，同时，安泰科技非晶带材的宽度、均匀性也有一定缺陷，技术攻关是重要课题；

三是在置信电气进行使用国产非晶带材的试点工作。我们判断，未来置信电气使用非晶带材的国产化率将会超过 50%。预计控股置信电气后，国网首先将在置信电气尝试使用安泰科技的非晶带材，试点期间安泰科技的供货量不会太多，生产出的变压器挂网试运行也需要一定时日考察效果。

另外，我们认为日立金属不会为国网公司扩产，因为担心未来产能释放后，国网转而主要采购安泰的带材，因此，未来较为合理的可能是日立金属对置信的供给量保持不变或小幅增加，后续增量来自安泰科技。

#### 四、盈利预测

安泰科技今年的产量是 1 万多吨，明年超过 2 万吨，但不可能达到 4 万吨，预计增量最多为 2 万吨。考虑到国网公司与安泰科技合资公司的成立、生产管理的磨合、收购置信电气的进展，以及国产带材试用期间用量较少，并且还要看生产出来变压器试运行的效果，预计 2012 年安泰向置信供给非晶带材的量最多 0.5 万吨，按照每台非晶变需要非晶带材 0.4 吨计算，则置信电气明年产量将增加 1.25 万台，而公司目前本部产能接近 3 万台，总部与子公司合计产能约 6 万台，可以满足未来增长需求。公司 2010 年销售非晶变接近 3 万台，预计今年为 2 万多台。

综合考虑以上因素，预计公司 2011-2013 年 EPS（增发摊薄后）分别为 0.28 元，0.48 元和 0.73 元，给予公司 2012 年 40 倍市盈率，对应目标价 19.2 元，首次给予推荐评级。

表 1：公司财务预测

指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,516.41	1,351.73	1,892.43	2,838.64
增长率（%）	16.99%	-10.86%	40.00%	50.00%
净利润（百万元）	319.82	187.95	327.74	496.95
增长率（%）	25.19%	-41.23%	74.38%	51.63%
每股收益(增发摊薄后, 元)	0.47	0.28	0.48	0.73
净资产收益率（%）	24.39%	13.74%	22.36%	30.77%
PE	32.13	54.67	31.35	20.68
PB	7.14	6.85	6.39	5.80

资料来源：东兴证券

#### 分析师简介

##### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

#### 联系人简介

##### 李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

## 新能源与电力设备小组简介

### 弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

### 李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

### 陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

### 侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。