2011 年 12 月 27 日

赖燊生
Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 18.4RMB

置信电气(600517.SH) Buy 买入

国网入主，价值体现

结论与建议：

公司近日发布公告，通过定向增发向国家电网发行约 6014 万股，并通过原有股东部分股权转让给国家电网，国家电网将成为公司实际控制人(股权比例 24.98%，成为第一大股东)。与此同时，国网与安泰科技成立合资公司共同致力于非晶带材的开发与运用。国网的行动表明，未来“非晶带材-非晶变-电网”一体化产业链在国内逐步成形，公司作为非晶变领军者，受益最大。

预计公司 2011-2013 年实现营收 13.88 亿元(YOY-8.4%)、22.14 亿元(YOY+59.4%)、39.73 亿元(YOY+79.5%)，实现净利润 1.99 亿元(YOY-37.8%)、3.12 亿元(YOY+57.0%)、5.90 亿元(YOY+89.2%)，按增发 6014.35 万股计算，摊薄后 EPS0.29、0.46、0.87 元，鉴于公司未来发展良好预期，给予“买入”建议，目标价 18.4 元(对应 2012 年 40X PE)

- **非晶合金变压器节能性能优异，有望在配电网领域大显身手**：非晶合金有非常好的导磁性能。通常情况下，用非晶合金变压器空载损耗只有用普通硅钢片制作的变压器的 20%左右。目前我国配电变压器需求大概在 40~50 万台，而非晶合金配变比例仅为 10%左右，如果 20%比例采用非晶合金变压器，则全年可节能 12.2 亿千瓦时，折合减少 50 万吨煤耗，减少碳排放量 102 万吨二氧化碳，非晶合金变压器可谓“节能先锋”。
- **国网正式入主，三大变化利好公司，非晶时代来临**：此次，国家电网正式入主表明国家电网对配电网发展非晶变压器的决心。国网入主给公司带来三大变化，即产能大幅提升、行业推广非晶变大大加快、成功对接上游原材料。我们认为，非晶变最大用户的入主，表明非晶变时代来临。
- **电网领域非晶变需求达 255 亿元，公司作为龙头企业，受益最大**：群益测算，“十二五”期间，电网领域新增、存量配电变及新能源领域配电变需求将达 255 亿元。公司作为行业龙头企业，尽管未来竞争趋于激烈，但凭借公司技术及规模优势，公司“十二五”市场整体占有率在 75%左右，据侧测算，“十二五”公司市场容量约为 190 亿元左右，受益最大。
- **上游带材成本存在下降空间，后续的资产注入预期，值得期待**：目前上游带材方面，安泰科技生产工艺逐步提升，随着工艺逐步完善及产能提升，带材国产化率将提高，国产化带材较进口成本低 30.0%，成本下降一方面有利于降低非晶变压器价格，从而改变与传统硅钢变的价格劣势，另一方面将缓解公司成本压力，提升盈利水准。此外，国网明确承诺支持公司以并购、重组等方式购买其旗下配电业务资产，国网配电优质资产注入将进一步增强自身盈利能力，值得期待。
- **盈利预测**：预计公司 2011-2013 年实现净利润 2.02 亿元(YOY-37.8%)、3.12 亿元(YOY+57.0%)、5.90 亿元(YOY+89.2%)，按增发 6014.35 万股计算，摊薄后 EPS0.29、0.46、0.87 元，鉴于公司未来发展良好预期，给予“买入”建议，目标价 18.4 元(对应 2012 年 40X PE)。

..... 接续下页 .....

公司基本资讯

产业别	电力设备
A 股价(11/12/26)	14.64
上证综合指数(11/12/26)	2190.11
股价 12 个月高/低	17.44/10.76
总发行股数(百万)	618.71
A 股数(百万)	618.71
A 市值（亿元）	90.58
主要股东	上海置信(集团)有限公司(23.56%)
每股净值(元)	1.94
股价/帐面净值	7.55

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-12.34	20	-11.43

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-03-30	15.86	买入

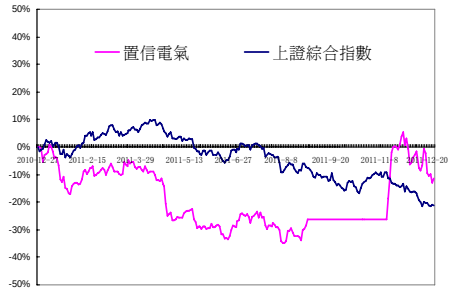
产品组合

土石方机械	80.00%
其他机械及配件	19.42%
其他业务	0.58%

机构投资者占流通 A 股比例

QFII	2.21%
基金	3.9%
阳光私募	1.18%
保险公司	1.12%
一般法人	44.05%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011F	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	255.46	319.82	198.83	312.11	590.49
同比增减	%	20.80%	25.19%	-37.83%	56.98%	89.19%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.376	0.471	0.293	0.460	0.870
同比增减	%	20.80%	25.19%	-37.83%	56.98%	89.19%
A 股市盈率(P/E)	X	38.90	31.08	49.99	31.84	16.83
股利(DPS)	RMB 元	0.300	0.300	0.400	0.400	0.500
股息率(Yield)	%	2.05%	2.05%	2.73%	2.73%	3.42%

行业分析：非晶合金变压器性能优异，名副其实的“节能先锋”

非晶合金是一种在急速冷却的情况下形成的，有非常好的导磁性能，每公斤的损耗值非常低。通常情况下，用非晶合金制作的变压器，其空载损耗只有用普通硅钢片制作的变压器的20%左右，空载电流下降约85%。

按200KVA计算来看，非晶合金变压器一年运行与S9型硅钢变压器相比节能达4.8MWH以上，500KVA运行一年节能达9.4MWH左右。由表一可以看出，非晶合金变压器在空载损耗时是S11型硅钢变损耗的20.0%，节能优势明显。减排效应方面，目前我国配电变压器需求大约50万台左右，如果20%比例采用非晶合金变压器，则全年可节能8.13亿千瓦时，折合减少33.3万吨煤耗，减少碳排放量68.0。因此，非晶合金变压器可谓名副其实的“节能先锋”。

表一：非晶合金变压器与 S9 硅钢变压器能耗对比

容量(KVA)	产品类别	空载损耗/W	负载损耗/W	年运行耗能/W	年节约能耗/Kwh
200	非晶合金变压器	90	2,600	5,013	4,818
	S11 型硅钢变压器	480	2,600	10,131	-
500	非晶合金变压器	190	5,150	11,089	9,373
	S11 型硅钢变压器	960	5,150	20,462	-

注：假设无功当量系数取 0.1kW/kvar;年平均负载系数按 0.35，年运行时间按 8760h 计算
资料来源：输配电设备网　群益证券

随着价差缩小，从总拥有成本法(TOC)考量，在配电网领域采用非晶变总成本低于常规硅钢变压器

总拥有费用法体现非晶变优势，非晶变行业推广只欠东风

由于非晶变压器主要定位与35KV及10KV等电压级别，大部分运用于配电网领域。目前非晶合金变压器的售价是S11变压器的1.3倍，但其年耗费电仅约S11变压器费用的1/3，通过总拥有成本法(TOC，即初始投资费用及后续节能费用来对比)，非晶变较常规硅钢变仍有成本优势。

目前我国城乡配电网变压器负载率一般在10%~50%之间，其中农村电网大部分低于20%。我们取35%为平均负载情形下，根据表二计算，大约3.2年时间可以回收投资成本差价，即使考虑货币时间价值因素也可在5年内收回投资差价。

综上所述，我们认为无论是从节能还是经济效益来看，非晶合金变压器在配电网领域都有很高的提升空间。

表二：非晶合金变压器与硅钢变压器成本费用对比

容量(KVA)	产品类别	初始投资费用元	年有功损耗/KW	年无功损耗/Kvar	年耗电费用(元)	节约费用
500	非晶合金变压器 SBH15	35,300	1,700	24,880	2,234	2,587
	S11 型硅钢变压器	26,980	7,305	68,680	4,821	–

资料来源：输配电设备网 群益证券

营运分析

重大资产重组方案：国家电网

近日公司发布公告，国网电科院已经与置信集团签署协议，国网电科院拟受让

入主，消除国网在配电领域的非晶变压器的疑虑，公司发展迎来大机遇

置信集团所持本公司部分股份，国网电科院拟受让的股份数与认购置信电气本次非公开发行股份数的合计约为 9,678.80 万股，将成为公司实际控制人。

同时，原股东东方国际(持股比例 2.94%)、上海电力实业(持股比例 8.83%)将所持股份通过上海电力公司转让给电科院。若上述交易均完成，则国网电科院预计持有本公司约 24.98%比例股份，国网电科院将成为公司第一大股东，国家电网则成为公司实际控制人。

表三：所购买资产具体情况明细

标的	增加股权(%)	制造专案	产能	净利润(百万元)			净资产(百万元)
				2011Q1-3	2010	2009	2011Q3
上海联能置信	66%	非晶变	5000 台/年	33.44	41.71	32.56	214.91
福建和盛	60%	非晶变	5001 台/年	2.69	10.23	10.60	35.73
山东爱普	49%	非晶变	5002 台/年	-0.16	2.56	2.74	16.68
山西晋能	49%	非晶变	10000 台/年	0.87	15.77	2.55	32.75
河南龙源	60%	非晶变	-	-2.94	-2.93	-0.46	8.66
江苏置信	44.10%	非晶变					
河南豫缘	30%	非晶铁芯	3000 吨/年	-2.11	-3.68	-0.46	3.75
帕威尔电气	90%	输配电设备	-	13.50	58.00	68.69	218.89
重庆亚细亚	78.995%	变压器	-	-42.86	14.13	43.01	74.67
宏源电气	77.50%	配电变压器	-	19.30	41.80	10.07	87.64
合计				21.73	177.60	169.31	693.70

资料来源：公司公告 群益证券(2011/11)

资产重组给公司带来“三大变化”，未来将随行业快速兴起而高速成长

本次资产重组，对于公司带来三个方面的变化：

<u>其一，产能将有望大幅提升 60%，在需求爆发前做好充分准备</u>：目前公司非晶变产能 7.5 万~8.0 万台/年。此次新注入的资产帕维尔电气、重庆亚东亚电气及宏源电气均为输配电变压器制造，预计将新增生产能力 2000 万 KVA，折合 500KVA 产能 4.0 万台/年，公司实际生产能力将提升 60.0%，达到 12 万台/年，公司产能扩充非常有利于抢占需求爆发的市场；

<u>其二，国家电网成为实际控制人，行业推广力度将大大提速</u>：国家电网作为配电网最大需求领域，将是非晶变的最大用户。此次电网入主就意味着非晶变最大潜力客户对非晶变的认可，将来在城市配电网及农网改造中将大力推行非晶变，无疑对公司是重大利好；

<u>其三，成功与上游非晶带材企业对接，未来推广将更有力</u>：国网电科院签订设立合资公司（公司以非晶带材业务资产作价控股 51%）框架协议,以推动节能非晶合金变压器的市场应用。这意味着公司通过国网电科院与国内非晶带材龙头成功对接，目前国产带材价格较日立金属价格低 20.0%~30.0%，未来随着工艺成熟，带材国产化提高是必然趋势，而成本下降带来非晶变价格下降，进一步缩小与硅钢变的价差，有利于非晶变的推广。

非晶变未来市场需求巨大，公司凭借技术及管道优势成为主先锋，业绩高速成长可期

从电网市场容量来测算，我们认为需求主要来自于三方面：一，新增配电变压器中运用非晶变比例提高；二，更新替换原有配电变；三，新能源非晶配电变需求。

<u>新增非晶电变需求</u>：目前我国配电网每年新增变压器容量约为 2.6 亿 KVA，以单台 500KVA 为样本计算,约新增 52 万台,目前新增配电变中非晶变比例仅为 5%(近一两年推广程度有所减缓，非晶变比例从 10%下降至 5%)，我们预计到“十二五”末这一比例将提升至 20%,按此计算，未来 5 年电网领域新增市场需求约 192 亿元。

替代硅钢变需求：目前我国配电网存量变压器约为 20 亿 KVA，按变压器平均替换周期 18 年计算，每年替换变电容量约为 1.11 亿 KVA，按未来更换为非晶变比例逐步提高至 20%计算，未来 5 年的替换需求约 56 亿元。

新能源非晶变需求：根据国家规划，2015 年我国风电装机达到 120GW，光伏装机达到 15GW，目前风电与光伏装机分别为 45GW、1GW，未来新增装机将分别为 75GW、14GW，通常每 1MW 新增装机容量需要 1.2KVA 与之配比。传统非晶变目前售价约为 70 元/KVA，新能源大概贵出 40%左右，按 100 元/KVA 计算，十二五期间总需求约为 7.6 亿元。

综上所述，“十二五”期间，仅仅电网领域非晶变市场容量就能达到 255 亿元。今年以来，公司受重要市场江苏地区非晶变推广低于预期因素影响，市占率料有降低，但随着国网入主及未来运用非晶变比例的提高，公司凭借规模及技术优势，市占率仍将逐步提高。**我们按“十二五”整体占有率 75%计算，公司“十二五”期间市场容量将达到 190 亿元，较公司“十一五”期间市场容量 67 亿元，增长近 3 倍，公司高速成长时期即将来临。**

表四：电网领域非晶变市场容量计算

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	合计
新增配电变市场需求(亿 KVA)	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	
非晶变比例(%)	10%	13%	20%	20%	20%	
非晶变容量(亿 KVA)	0.26	0.37	0.63	0.70	0.77	
需求容量 500KVA 台数/万台	5.2	7.5	12.7	13.9	15.3	54.7
市场容量(亿元) 平均售价 3.5 万元/台	18.3	26.2	44.4	48.8	53.7	191.5
存量配电市场容量(亿 KVA)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	
变压器替换周期 18 年	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11	
非晶变替代比例	7%	10%	15%	20%	20%	
非晶变容量(亿 KVA)	0.08	0.11	0.17	0.22	0.22	
需求容量 500KVA 台数/万台	1.6	2.2	3.3	4.4	4.4	16.0
市场容量 平均售价 3.5 万元/台	5.4	7.8	11.7	15.6	15.6	56.0
风电新装机 GW	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	75
风电需求变压器容量 MVA	18000	18000	18000	18000	18000	
非晶变比例(%)	3%	5%	7%	10%	10%	
新增变电容量 MVA	540	900	1260	1800	1800	
市场容量：亿元(100 元/KVA)	0.5	0.9	1.3	1.8	1.8	6.3
太阳能新增装机 GW	2.0	2.0	3.0	4.0	3.0	14
新增配电变压器容量 MVA	2400	2400	3600	4800	3600	
非晶变比例(%)	3%	5%	7%	10%	10%	
新增变电容量 MVA	72	120	252	480	360	
市场容量：亿元(100 元/KVA)	0.1	0.1	0.3	0.5	0.4	1.3
合计：市场容量/亿元	**24.4**	**35.0**	**57.6**	**66.7**	**71.4**	**255.1**

资料来源：国家电网 群益证券

日立金属垄断带材局面逐步改变，未来价格有下降需求，公司通过新工艺及规模效应带来的成本下降将使公司毛利率稳中有升

目前，公司重要原材料非晶带材大部分来自日立金属，上游原材料受限是非晶合金变压器在前期推广受制约的因素之一，唯一的上游供应商对行业的利润水准、规模扩展都有一定的限制。

公司前三季综合毛利率 26.6%，比 2010 年全年毛利率下降约 12.0 个百分点。毛利率同比大幅下降主要是受两方面因素影响：一，2010 年下半年，铜价格大幅上升，但公司同期铜库存成本低，公司充分享受低价原材料红利。进入 2011 年以来，

公司低价库存铜用完，公司用铜平均价格上升 20.0%~30.0%；二，今年以来，公司原材料非晶带材从 2.8 万元/吨上升到 3.6 万元/吨，但同期销售价格并未实现转嫁。

公司 2011Q3 单季毛利率 25.3%，环比下降 1.7 个百分点。展望四季度，占公司原料成本 1/3 的铜价格出现震荡下行近 24.0%，目前全球需求较疲软，铜价格将较长时期维持在当前格局，我们认为此有利于公司毛利率出现回升，我们预计全年综合毛利率将在 27.0%~28.0%左右。

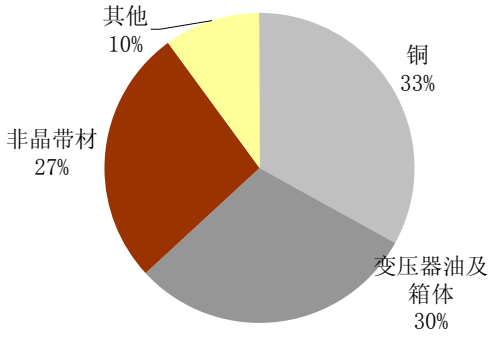
展望未来，我们认为公司综合毛利率将有实现企稳回升的状况，预计公司综合毛利率将逐步回归到 30.0%左右的合理水准。主要原因在于：

一，**非晶变在国网集中招标中出现价格战机率很小**。首先，非晶变与其他一次设备竞争格局仍存在明显区别，国内竞争格局中，公司无论是产能规模还是技术均呈一枝独秀局面，其他竞争者对其发起冲击概率很小；其次，非晶变在节能降耗中表现非常优异，未来需求大，但目前使用比例仍较低(目前挂网比例不到 10.0%)，其质量将是大规模运用客户考虑的首要因素；

二，**国内带材厂商安泰科技在非晶带材上取得突破，上游材料垄断格局的改变有利于下游企业**。目前安泰科技产能 4 万吨/年，成材率达到 80.0%左右，并已成功运用于非晶变制造。随着安泰科技工艺的不断改善，我们认为，在两方面给公司带来正面影响：一，产能上，安泰后期 6 万吨/年的生产线将投入运行，预计 2014 年后产能将达到 10 万吨/年，上游材料由一家垄断的局面将得到扭转；二，日立金属在今年年中完成一次提价，从 2.8 万元/吨提至 3.6 万元/吨，由于日立金属定价一般为长期协议价，预计未来 2 年内调价可能性较小，而且目前国产带材为 2.5 万元/吨，比进口价格低 30.0%左右，我们认为随着国内带材工艺成熟及产能的增加，将有利于抑制带材价格的强势地位，因此从成本角度考虑，公司毛利率也将迎来向上趋势；

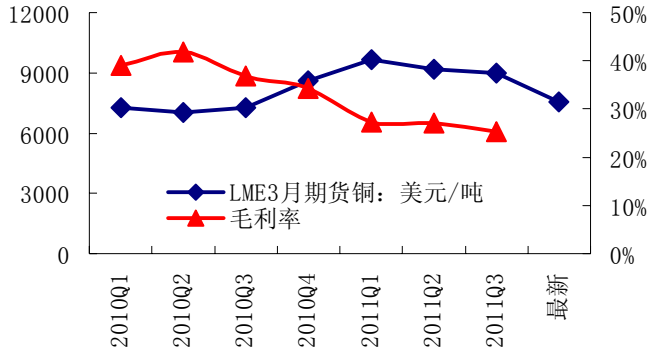
三，**公司于今年年中推出新一代非晶合金变压器，采用新的工艺流程，原材料综合成本下降 10.0%左右**。由于原料成本占营业成本 90.0%，按当前 27.0%毛利率计算，新型非晶变毛利率将达到 32.0%左右，新型工艺的规模化量产将于 2012 年年中实现，因此新型工艺的采用结合产能扩充规模效应带来的综合成本下降将共同促进公司毛利率实现企稳回升。

图表一：非晶变成本结构



资料来源：公司公告，群益证券

图表二：公司单季度毛利率



资料来源：公司公告，群益证券

公司有望成为国网配电领域资产整合平台，如若实现，公司资产盈利能力将进一步增强，前景值得期待

本次重组中，国网明确承诺“将在本次资产重组完成后主要从事 35kV 及以下电压等级以非晶变为主的配电变压器的研发、生产、销售等业务。”因此拟购买资产中原从事的少量开关柜等业务将停止，其生产能力将转移至以非晶变为主的配电变压器业务。

同时为避免公司与国网旗下经营部份配电资产业务的同业竞争问题，国网明确承诺：

1）国家电网将确保福州天宇电气股份有限公司在本次交易完成后 3-5 年内停止该等业务或者对外转让，彻底消除与置信电气的同业竞争。

2）国家电网在遵守法律、法规及上市公司相关管理规定等条件下，将确保本次交易完成后的置信电气与许继变压器有限公司之间的重组整合，支持置信电气采取资产重组、股权并购等方式，购买许继变压器有限公司与其存在同业竞争的业务，或确保许继变压器有限公司进行业务调整或将该等业务对外转让。

因此，我们认为，置信电气的加盟，将极有可能成为国网旗下配电资产整合平台，未来其旗下配电资产业务有逐步注入置信的计划，优质资产的整合与注入将是公司未来重要看点，值得期待。

盈利预测

我们认为，国网入主这表明其对非晶变压器的认可及推广非晶变的决心，推广疑虑消除，上游非晶带材国内量产将迎来阶段性突破，都为非晶变快速发展奠定坚实基础，公司发展面临前所未有的机遇。

预计公司 2011-2013 年实现营收 13.88 亿元(YOY-8.4%)、22.14 亿元(YOY+59.4%)、39.73 亿元(YOY+79.5%)，实现净利润 1.99 亿元(YOY-37.8%)、3.12 亿元(YOY+57.0%)、5.90 亿元(YOY+89.2%)，按增发 6014.35 万股计算，摊薄后 EPS0.29、0.46、0.87 元，鉴于公司未来发展良好预期，给予“买入”建议，目标价 18.4 元(对应 2012 年 40X PE)。

期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入	1,296	1,516	1,388	2,214	3,973
经营成本	818	939	1,009	1,589	2,779
营业税金及附加	7	10	6	12	21
销售费用	25	33	39	60	105
管理费用	86	101	96	137	252
财务费用	6	4	6	16	23
资产减值损失	2	4	7	10	15
投资收益	-	-	-	-	-
营业利润	353	426	226	389	778
营业外收入	16	15	40	29	34
营业外支出	0	2	4	3	5
利润总额	368	440	266	415	807
所得税	63	70	46	64	129
少数股东损益	50	50	21	39	88
归属于母公司所有者的净利润	255	320	199	312	590

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
货币资金	536	451	496	720	878
应收帐款	266	587	675	932	1,025
存货	387	411	473	662	795
流动资产合计	1,231	1,496	1,727	2,429	2,833
长期投资净额	0	-	0	1	2
固定资产合计	116	197	158	173	191
在建工程	81	1	80	122	110
无形资产	492	479	582	724	737
资产总计	1,722	1,975	2,309	3,153	3,569
流动负债合计	418	524	629	755	906
长期负债合计	-	-	-	-	-
负债合计	418	524	629	755	906
少数股东权益	127	140	165	165	165
股东权益合计	1,177	1,311	1,245	1,245	1,245
负债和股东权益总计	1,722	1,975	2,309	3,153	3,569

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	144	155	186	223	268
投资活动产生的现金流量净额	-60	-18	-27	-40	-367
筹资活动产生的现金流量净额	-321	-222	-114	-134	154
现金及现金等价物净增加额	-238	-85	45	50	55

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。