

电气设备

报告原因：跟踪报告

2012年3月8日

市场数据：2012年3月8日

总股本/流通股本(亿股)	6.19/6.19
收盘价(元)	14.87
流通市值(亿元)	92.05

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	24.45%
毛利率	25.95%
净资产收益率(摊薄)	13.37%

相关研究

《置信电气_600517_—符合节能减排产业政策，新一轮高增长可期—增持》

2010年8月12日

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

置信电气 (600517)

维持

非晶变压器有望大规模推广，业绩拐点初现

增持

公司研究/跟踪报告

投资要点：

☞ **公告 2012 年公司经营业绩。**公司实现营业收入 127946.08 万元，比去年同期下降了 15.63%；利润总额和归属于母公司所有者的净利润分别为 23851.19 万元和 16419.26 万元，分别比去年同期减少 45.75% 和 48.66%。

☞ **国网整合非晶带材产业链，非晶变压器推广速度有望加快。**公司计划以 11.40 元/股定向发行约 6041.35 万股，向国网电科院购买包括上海联能、福建和盛等在内的 9 家公司股权，上述交易完成后，国网电力科学研究院预计持有本公司约 24.98% 的股份。本次重组完成后，置信电气将成为国家电网相关的唯一以非晶合金变压器为主的配电变压器产业平台。此外，国家电网基本在同一时间公告与安泰科技合资建设非晶带材生产线，从国网收购置信电气以及与安泰科技建立合资公司看，国网意在大规模推广非合金变压器。

☞ **非晶合金变压器节能效果明显，市场广阔。**根据实验统计，非晶合金变压器比传统变压器空载损耗下降 80% 左右，空载电流下降约 85%，是目前节能效果最理想的配电变压器，特别适用于农村电网和发展中地区等配变利用率较低的地区，此外风能等间歇性能源也有很好的应用效果。非晶变压器节能效果明显，发达国家使用非晶合金变压器的比重已超过 15%，而中国则尚未达到 1% 的比例，未来空间广阔。

☞ **国家电网推广节能变压器的决心已定，非晶变压器增长潜力巨大。**按照国家电网公司编发的《第一批重点推广新技术目录》：“2011 年新增配电变压器应采用节能型变压器，推广应用 S13 以上型号节能型变压器（不低于 25%），农村和纯居民供电配电变压器优先采用调容变压器（不低于 10%）和非晶合金变压器（不低于 15%）。2012 年起，新增配电变压器全部使用节能型配电变压器。2011 年后，新型节能变压器的使用比例以每年 5% 的速度逐年递增。非晶合金变压器每年每省达到 1000 台以上，其中国产带材非晶合金变压器不低于 50%。”分析以上我们的出如下结论：2011 年为推广节能变压器的过渡阶段，2012 年起新增全部使用节能变压器，推广节能变压器包括 S13 以上型号节能型变压器及非晶合金变压器。总量上看，非晶合金变压器每年每省达到 1000 台以上，按照 23 个省，5 个自治区，4 个直辖市，简单计算非晶合金变压器每年容量至少达到 3.9 万台，考虑到大省份需求量远高于 1000 台，预计年容量在 5 万台以上。

④ **2012 带材瓶颈已经解除。**国网要求非晶变压器推广带材率国产化率不低于 50%，带材国产化速度也是制约非晶合金变压器推广进度的因素之一。安泰科技今年的产量是 1 万多吨，明年在 3 万吨左右。假设安泰科技生产 3 万吨，按照每台非晶变需要非晶带材 0.4 吨计算，50%国产率，支持 14 万台的总需求量。置信电气产量的高峰 2010 年生产不到 3 万台，按照其 70%的占有率，当时的市场总量 4.3 万台，考虑到风电等新能源用非合金变压器，预计市场总需求量 5-6 万台。目前按照安泰科技 2012 年生产 3 万吨带材，国家电网要求的带材国产化率不低于 50%的要求，带材支持的市场容量为 14 万台，是 2010 年高峰期的 2 倍多，带材的瓶颈已经解除。

④ **2012 年是公司的经营业绩拐点。**置信电气是我国唯一具有大规模非晶合金配电变压器生产能力的生产厂商，市场占有率 70%以上。按照国家电网公司编发的《第一批重点推广新技术目录》的精神，2012 年将是非晶变压器的拐点，预计 2012 年容量在 5 万台左右，按照公司 70%的市场份额，公司销量在 3.5 万台，而公司 2011 年的销量在 2 万多台左右，2012 年有 50%以上的提升空间。此外，随着安泰科技非晶带材产量的进一步增加，原材料供应充分，带材价格有望下滑，而铜等其他主要原材料的价格也回落至低位，2012 年公司盈利能力也有望回升。综合考虑收入增长及盈利能力回升，2012 年将是公司经营业绩拐点。

④ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.49、0.75（考虑了增发摊薄），对应目前市盈率分别为 30 倍和 20 倍。考虑到非晶变压器的节能效果以及国家电网大力推广节能变压器的决心，我们认为非晶变压器在国内推广速度较快，公司作为行业龙头将充分受益，2012 年是公司经营业绩拐点，综合考虑给予“增持”的投资评级。

④ **投资风险:**1、非晶变压器的推广速度低于预期； 2、原材料价格持续上涨。3、资产重组尚需通过股东大会审议，国有资产主管部门批注和证监会核准，存在一定的风险。4、新进入者增多，竞争激烈。

表：盈利预测（单位：万元）

注：2012-2013年业绩考虑到了定向增发摊薄

	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E
营业收入	151,640.94	127,946.08	191919.12	287878.68
营业收入增速	16.99%	-15.63%	50%	50%
营业成本	93,866.86	94739.87	138181.77	207272.65
毛利率	38.10%	25.95%	28%	28%
营业税金及附加	1,019.86	565.79	848.69	1273.03
销售费用	3,281.93	3,434.21	5151.32	7726.97
管理费用	10,098.79	8,133.82	9760.58	11712.70
财务费用	354.91	621.47	807.91	969.49
资产减值损失	429.11	522.77	0	0



公允价值变动净收益	0.45	-2.99	0	0
营业利润	42,589.93	19,925.16	37168.86	58923.84
营业外收入	1,542.04	3,933.13	3,933.13	3,933.13
营业外支出	166.81	7.1	0	0
利润总额	43,965.15	23,851.19	41,101.99	62,856.97
所得税	6,987.89	4,445.24	7398.36	11314.25
净利润	36,977.26	19,405.95	33,703.63	51,542.71
少数股东损益	4,995.50	2,986.69	200.00	300.00
归属于母公司所有者的净利润	31,981.77	16,419.26	33,503.63	51,242.71
股本（亿股）	6.19	6.19	6.79	6.79
每股收益：	0.52	0.27	0.49	0.75
<i>每股收益增速</i>	<i>24.58%</i>	<i>-48.66%</i>	<i>86.02%</i>	<i>52.95%</i>

资料来源：山西证券研究所

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

特别申明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。市场有风险,投资需谨慎。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。