

风险释放，待市场打开

买入（维持）

投资要点：

- 收入与净利润分别降 30% 与 60%，略低于市场此前预期
- 招标延迟、竞争加剧是主因，期待两网推广下，后续市场打开
- 维持 2012/13/14 年 EPS 预测 0.41/0.86/1.41 元，维持“买入”评级

- 上半年每股收益 0.06 元，略低于市场预期。**报告期内公司实现营业收入 4.40 亿元，归属上市公司净利润 3404.64 万元，分别同比下降 30.24% 和 59.93%；每股收益 0.06 元，业绩略低于市场预期。公司收入与利润大幅下降的原因主要包括各地方电网的招标延迟，非晶变的竞争急速加剧导致公司订单下滑，同时在收入下滑的情况下费用却没有下降，使净利润出现了大幅下降。
- 非晶变毛利率较为稳定，积极拓展新市场。**从毛利率情况来看，非晶合金变压器报告期内毛利率同比微降了 0.12 个百分点至 27.11%，铁芯毛利率降低 3.77 个百分点至 17.92%。在市场开拓方面，虽然如我们所料，公司优势的华东市场出现了进一步的快速下滑，但也有一些积极信号，即华北、西南两个区域的收入分别实现了 113% 和 519% 的快速增长至 6733 万和 4111 万元，公司积极开拓新市场已经逐渐显示出成效。
- 非晶变市场爆发将带来机遇。**我们此前的行业和公司报告已经对非晶变市场进行了测算，在我们的关键假设下，预计今后四年非晶合金变压器的需求分别为 11.29、21.33、38.17 和 53.97 万台，年均复合增长率 65.46%。目前，两网公司最新的政策和动向表明下半年非晶变的招标已经有望开始放量，我们判断已经到了行业迅速扩容的时点。
- 国网入主有望年内完成，重新迈入高增长。**置信在非晶变领域是无可争议的龙头企业，国网资产注入完成后将控股置信，公司的技术水平、市场地位及股东背景决定了其将维持行业绝对的领军地位，随着市场的爆发式增长，公司即将重新迈入高增长。
- 维持盈利预测，风险已释放，维持“买入”评级。**假设增发年内完成，我们预计 12/13/14 年公司摊薄 EPS 分别为 0.41/0.86/1.41 元，给予 2013 年 20~22 倍 PE，合理价值为 17.2~18.9 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1516.41	1279.46	1975.71	3705.23	6273.84
增长率	16.99%	-15.63%	54.42%	87.54%	69.32%
母公司净利润	319.82	164.19	282.64	593.36	975.81
增长率	25.19%	-48.66%	72.14%	109.94%	64.46%
EPS	0.517	0.265	0.409	0.858	1.411
毛利率	38.10%	25.95%	25.49%	25.30%	25.00%
ROE	24.39%	13.37%	19.07%	29.43%	33.71%

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

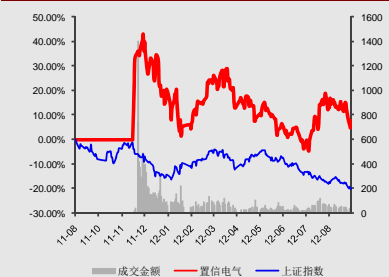
联系人

徐伟

电话: 010-88085388

Email: xuwei@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	61,870.50
流通股 (万股)	61,870.50
控股股东	上海置信 (集团) 有限公司
持股比例	23.56%

相关研究

- 置信电气深度报告: 充分受益非晶变行业爆发式增长
2012.07.26
- 非晶合金变压器: 电网节能方向
2012.07.09

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,368	1,744	2,493	3,413	营业收入	1,279	1,976	3,705	6,274
货币资金	467	580	713	1,746	营业成本	947	1,472	2,768	4,705
应收与预付款项	551	759	1,141	1,051	营业税金及附加	6	9	16	28
存货	350	405	639	616	销售费用	34	47	63	100
非流动资产	451	462	517	561	管理费用	81	109	137	220
固定资产在建工程	184	199	258	306	财务费用	6	7	7	9
无形资产待摊费用	265	262	259	255	资产减值损失	5	4	5	7
资产总计	1,819	2,207	3,010	3,974	投资收益	0	0	0	0
流动负债	430	555	813	878	利润总额	239	353	734	1,214
短期借款	164	214	264	314	所得税	44	62	128	219
应付与预收账款	267	341	549	565	净利润	194	291	605	996
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	30	9	12	20
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利	164	283	593	976
负债合计	430	555	813	878	EPS (元)	0.265	0.409	0.858	1.411
股本	619	619	619	619					
资本公积	80	80	80	80	主要财务比率				
留存收益	529	783	1,317	2,196	成长能力				
少数股东权益	160	169	181	201	营业收入	-15.63%	54.42%	87.54%	69.32%
归属于母公司权益	1,228	1,482	2,016	2,894	净利润	-47.52%	50.15%	107.79%	64.46%
负债股东权益合计	1,819	2,207	3,010	3,974	获利能力				
					毛利率	25.95%	25.49%	25.30%	25.00%
现金流量表					净利率	15.17%	14.75%	16.34%	15.87%
单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	13.37%	19.07%	29.43%	33.71%
经营活动现金流	255	117	216	1,153	偿债能力				
净利润	194	271	585	988	资产负债率	23.67%	25.16%	27.00%	22.10%
折旧摊销	23	35	40	49	流动比率	3.18	3.14	3.07	3.89
资产减值损失	5	4	5	7	速动比率	2.36	2.41	2.28	3.18
利息费用	9	-4	-5	-20	营运能力				
投资活动现金流	-6	-29	-79	-92	总资产周转率	0.70	0.90	1.23	1.58
融资活动现金流	-230	26	-4	-28	应收账款周转率	2.55	2.84	3.60	6.73
现金流量净额	20	113	133	1,033	存货周转率	2.71	3.63	4.33	7.64

注: 资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。