

评级：审慎推荐（维持）

电力设备

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn

置信电气(600517)**——长期价值与短期低迷共存，维持“审慎推荐”**

事件：8月31日，公司公布2012上半年业绩，上半年实现收入43951万元，同比增长30.2%，实现净利润3405万元，同比增长-59.9%，对应的EPS为0.06元。

要点：**1、收入增长低于预期**

公司是国内最早从事非晶变压器的企业之一，也一直是该领域的绝对。总体看，上半年的毛利率基本稳定，而30%的收入下降表现低于我们的预期，也从侧面反映行业短期面临的竞争格局。

一方面，行业招标有所延迟。上半年，国家电网和南方电网分别招标15000台和12000台左右，招标数量同比增长10%左右。相对于配网市场其他产品而言，非晶变压器市场的表现一般。

另一方面，行业激烈竞争才刚开始。2011年参与非晶合金变压器招标的厂商约60家，而2012年参与非晶合金变压器招标的厂商就超过250家，竞争进一步加剧，价格同比下降幅度较大。

历史数据显示，公司的份额最高曾有70%以上，而2011年的数据也有45%左右。我们认为，长期看，公司的份额仍有下降空间，价格站对应的毛利率下降也将延续。

图表1 公司2012上半年主营收入和毛利率变化一览表

	收入(万)	收入变化	毛利率	毛利率变化
变压器	42273	-31.2%	27.1%	减少0.12个百分点
铁芯	1653	12.4%	17.9%	减少3.8个百分点
总计	43951	-30.2%	26.8%	减少0.3个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

2、费用变化较为正常

公司上半年在毛利率基本稳定情况下的净利润下降接近60%，远超过收入的30%左右。其中，费用率的有所提高是重要原因，但费用变化并未异常。



从费用的变化幅度看，除了绝对额不大的财务费用增长幅度较大外，销售费用和管理费用的增长幅度均未超过5%，基本属于正常的范围。由于费用具备一定刚性特征，使得增长不高的费用在收入下降的背景下对应的费用率有明显上升，2012中期的14.2%较上年同期的9.1%提高了5.1个百分点。

图表 2 公司 2012 中期间费用变化一览表

万元	2011 中报	2012 中报	同比
销售费用	1651	1706	3.3%
管理费用	3903	4063	4.1%
财务费用	208	460	120.8%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

3、行业转折为期不远

对于非晶合金变压器的长线价值而言，在配网市场的比例提高是核心价值所在，也需要国家政策的积极支持。目前看，政策转机已经出现。

初步测算，2011年的非晶变压器为2000万KVA左右，大致相当于当年10KV变压器容量比例的8%左右。最近，国家电网明确提出了新增变压器50%的市场目标，从8%到50%的提升是非晶变压器的成长空间。

我们以置信电气为例，我们以市场份额从目前的50%左右下降到35%左右，再结合8%到50%的市场空间提升，对应的业绩提升空间为4倍左右。

4、安泰的期待仍需要等待

对于非晶合金变压器的长线价值而言，非晶带材作为成本的重要组成部分，大约占综合成本的25%左右，对应的铁心成本为35%左右，材料的国产化是产品推广的重要条件，其历史使命将由安泰科技来承担。

依据我们跟踪的行业数据，国际市场目前主要由日立金属提供，其年产能为8~10万吨。其中，中国市场销售占50%左右。不难看出，如果我国配网市场的非晶比例大幅提高，带材的供给压力将成为行业发展的核心因素。

安泰科技2011年的产量为6000吨左右，预计2012年将达到10000吨，长期规划为4万吨和8万吨，这也是非晶变压器拓展的基础。

置信电气也在积极进行产品的衔接，但目前仍处于试制阶段，规模化使用尚需要时间。依据我们草根了解的信息，安泰科技的带材与日立金属在稳定性、损耗等指标方面尚存在差异，也成为行业推广的不确定因素。



5、盈利预测及投资建议

按照增发后的总股本预测，预计2012年、2013年和2014年每股收益分别为0.30元、0.45元、0.60元。目前的13.20元对应的PE分别为45倍、30倍和22倍，低估并不明显，我们维持“审慎推荐”投资评级。

从长期价值看，公司业绩存在4~5倍的提升空间，对应的每股收益将达到1.00~1.20元左右。乐观预期，业绩实现将在2014~2015年发生。

6、风险因素：

- (1)、毛利率波动的风险；
- (2)、行业竞争的不确定性。

图表 3 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、变压器				
收入(万元)	124890	140400	175000	225000
数量(台)	23000	27000	35000	45000
单价(万)	5.43	5.20	5.00	5.00
毛利(万元)	32347	37908	52500	67500
毛利率	25.9%	27.0%	30.0%	30.0%
二、铁芯				
收入(万元)	2825	2983	3145	3459
数量(吨)	1130	1243	1367	1504
单价(万)	2.5	2.4	2.3	2.3
毛利(万元)	723	835	881	969
毛利率	25.6%	28.0%	28.0%	28.0%
三、其他				
收入(万元)	231	277	333	399
增长率	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利(万元)	139	83	100	120
毛利率	60.0%	30.0%	30.0%	30.0%
四、合计				
收入(万元)	127946	143660	178477	228858
增长率	-15.6%	12.3%	24.2%	28.2%
毛利(万元)	33208	38826	53480	68588
毛利率	26.0%	27.0%	30.0%	30.0%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



图表 4 盈利预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	127946	143660	178477	228858
减：营业成本	94740	104834	124997	160270
减：营业税金及附加	566	635	789	1012
减：营业费用	3434	3778	4155	4571
减：管理费用	8134	8541	8968	9416
减：财务费用	621	746	895	1074
减：资产减值损失	523	587	729	935
加：投资收益	0	0	0	0
营业利润	19925	24540	37944	51580
二、利润总额				
加：营业外收支	3926	4319	4750	5226
利润总额	23851	28859	42695	56806
三、净利润				
减：所得税	4445	4908	7589	10316
净利润	19406	23951	35106	46490
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	2987	3584	4301	5161
归属母公司净利润	16419	20367	30805	41329
增发后总股本（万）				68885.55
EPS(元)	0.24	0.30	0.45	0.60

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135