

上海招万台非晶变，市场或已启动

买入 维持

投资要点:

- 上海市电力公司第七批协议库存招标共招 10,000 台非晶变
- 判断各省网公司即将大幅提升非晶变招标数量，明年爆发
- 维持 2012/13/14 年 0.36/0.86/1.41 的 EPS 预测，维持“买入”评级

- 上海市电力公司第七批物资招标一次性招标 10,000 台非晶变。**日前国家电网招标投标网站公布上海市电力公司 2012 年第七批协议库存招标采购项目，此次招标亮点在于共招了 10,000 台 10kV 非晶合金变压器。其中，油浸式非晶变为 9,600 台，干式非晶变为 400 台，总容量为 4,422,460kVA，平均每台容量约为 442kVA。
- 判断各省网公司即将大幅提升非晶变招标比例，随着行业标准出台大规模招标有望启动。**此次上海招标数量超出市场预期。虽然上海是非晶变的推广较好的省份，但一次性招标一万台还是表明国网已经悄然提高了非晶变的招标比例，其他省网公司也有望先后开始大规模招标。同时，非晶合金变压器行业标准也即将出台，其将有望改变行业竞争无序的局面，并带动非晶变的大规模招标的启动，并有望使置信的市场份额获得回升。而从国网近两次集中招标情况来看，配网产品正逐步进入集中招标体系，明年配电变压器也有望进入集采。
- 国产非晶带材不断进步，材料瓶颈并不悲观。**目前，安泰科技具备 4 万吨非晶带材产能，在保守假设之前其技术改造最终未取得良好效果情况下，按 75% 成材率计算，明年至少应有 3 万吨带材供应；同时，青岛云路公司也有望从明年开始提供非晶带材，我们预计有望超过 1 万吨；而在标准确立、市场打开情况下，日立公司可以提供超过 5 万吨非晶合金带材。按此计算，带材有望满足或接近我们对明年 21 万台非晶变（按 315kVA 计）的容量预测。
- 维持未来三年的盈利预测，重申“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 0.36/0.86/1.41 元，给予 2013 年 20~22 倍 PE，合理价值为 17.2~18.9 元，虽然短期公司股价有所调整，但我们仍然重申“买入”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1516.41	1279.46	1538.75	3705.23	6273.84
增长率	16.99%	-15.63%	20.27%	140.79%	69.32%
母公司净利润	319.82	164.19	248.68	593.40	976.67
增长率	25.19%	-48.66%	51.46%	138.62%	64.59%
EPS	0.517	0.265	0.360	0.858	1.413
PE	38.10%	25.95%	25.49%	25.30%	25.00%

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

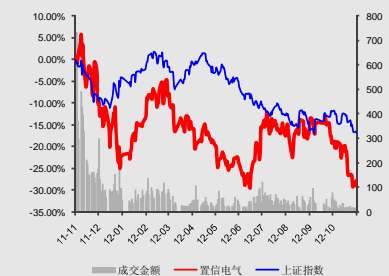
Email: zhaoxi@hysec.com

研究助理: 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: 继续等待大规模招标启动 2012.10
- 置信电气: 风险释放, 待市场打开 2012.08
- 置信电气: 充分受益非晶变行业爆发式增长 2012.07
- 非晶合金变压器: 电网节能方向 2012.07

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	1,590	2,584	3,259	营业收入	1,279	1,539	3,705	6,274
货币资金	467	882	347	2,049	营业成本	947	1,147	2,768	4,705
应收与预付款项	551	469	1,431	761	营业税金及附加	6	7	16	28
存货	350	238	806	449	销售费用	34	37	63	100
非流动资产	451	462	517	561	管理费用	81	85	137	220
固定资产在建工程	184	199	258	306	财务费用	6	6	7	8
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	2,052	3,101	3,820	投资收益	0	0	0	0
流动负债	430	432	935	756	利润总额	239	311	734	1,215
短期借款	164	214	264	314	所得税	44	54	128	219
应付与预收账款	267	219	672	442	净利润	194	256	606	997
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	30	8	12	20
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利	164	249	593	977
负债合计	430	432	935	756	EPS (元)	0.265	0.360	0.858	1.413
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	753	1,287	2,166	成长能力				
少数股东权益	160	168	180	200	营业收入	-15.63%	20.27%	140.79%	69.32%
归属于母公司权益	1,228	1,452	1,986	2,865	净利润	-47.52%	32.11%	136.19%	64.59%
负债股东权益合计	1,819	2,052	3,101	3,820	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%	16.66%	16.34%	15.89%
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	13.37%	17.13%	29.88%	34.09%
经营活动现金流	255	385	-451	1,823	偿债能力				
净利润	194	209	585	988	资产负债率	23.67%	21.07%	30.16%	19.78%
折旧摊销	23	35	40	49	流动比率	3.18	3.68	2.76	4.31
资产减值损失	5	4	5	7	速动比率	2.36	3.13	1.90	3.72
利息费用	9	-9	-4	-19	营运能力				
投资活动现金流	-6	-3	-79	-92	总资产周转率	0.70	0.75	1.19	1.64
融资活动现金流	-230	34	-5	-29	应收账款周转率	2.55	3.58	2.87	9.40
现金流量净额	20	416	-535	1,702	存货周转率	2.71	4.81	3.43	10.49

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。

主要研究覆盖公司: 平高电气、许继电气、置信电气、森源电气、正泰电器、大连电瓷、智光电气、中国西电、荣信股份、金智科技、风帆股份、东方电子、合康变频、北京科锐、百利电气、众合机电、银星能源等

机构销售团队

		牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶
华北 区域	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	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。