



重组通过审核，中标九千台非晶变

买入 维持

投资要点:

- 重大资产重组获证监会审核通过，资产注入进行在即
 - 上海电力公司第七批招标包含拟注入资产公司中标达 90%
 - 维持 2012/13/14 年 0.36/0.86/1.41 的 EPS 预测，维持“买入”评级
- **国网电科院资产注入获证监会审核通过。**公司发布公告，公司的发行股份购买资产获得无条件通过。我们推断资产注入进行在即，此次增发完成后，置信电气大股东将成为国网电科院，并将控股帕维尔电气、宏源电气、上海联能、福建和盛等非晶变制造厂家，公司非晶变产能预计将从目前的约 7 万台增加到 10 万台。
- **上海市电力公司第七批协议库存招标一举中标 90%。**日前国家电网招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的中标名单。在招标的 10,000 台 10kV 非晶合金变压器中，置信中标 7 个包中的 2 个包，共 1,953 台，其中包含 400 台干式非晶变；而拟注入公司的资产中帕维尔电气与宏源电气共中标 4 个包，共 7,227 台。按此计算，共中标 9,180 台，从台数上占比为 91.80%；从容量上来看，占比为 89.21%。此次中标折算成 315kVA 变压器约为 12,525 台，预计中标金额在 5 亿元左右。
- **市场已经逐步打开，增发完成后开启高速增长。**目前，随着上海电力公司此次大规模的招标，非晶合金变压器的行业标准预计也即将出台，我们判断非晶变大规模的招标有望启动，市场已经逐步打开。而公司在增发完成后有望恢复市场占有率，并且进入高速增长。而带材方面，我们此前也提到，明年国内外能够向全国市场投放带材至少约在 8-9 万吨水平，足够支撑行业市场空间获得翻倍增长。
- **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，明后年将是公司高速增长期。我们给予公司 2013 年 20~22 倍 PE，合理价值为 17.2~18.9 元，重申“买入”评级。

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

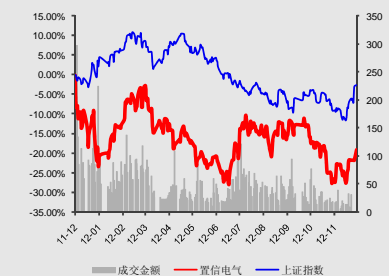
Email: zhaoxi@hysec.com

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

| 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 | 23.38 | 45.62 | 33.58 | 14.09 | 8.56 |

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、大连电瓷、荣信股份、合康变频、北京科锐等

机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 手机号 | 手机号 | 邮箱 |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 | 010-88085978 | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com |
| | 赵佳 | 010-88085291 | 18611796242 | zhaojia@hysec.com |
| | 奚曦 | 021-51782067 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | 李岚 | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| 华南区域 | 夏苏云 | | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | 贾浩森 | 010-88085279 | 13661001683 | jiahaosen@hysec.com |
| | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | 赵越 | | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | 孙婉莹 | 0755-82934785 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| QFII | 覃汉 | 010-88085842 | 18810805988 | qinhan@hysec.com |
| | 胡玉峰 | 010-88085843 | 15810334409 | 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。