

非晶变比例提升，大规模招标启动

买入 维持

投资要点:

- 📖 国家电网第一批配网设备协议库存招标共招 4.48 万台非晶变
- 📖 在此次 25 个省网公司中占配变总体比例为 41.34%
- 📖 维持 2012/13/14 年 0.36/0.86/1.41 的 EPS 预测，维持“买入”评级

- **各省网公司第一批配网设备协议库存招标共招 4.48 万台非晶变，占比约为 41.34%。**日前，国家电网公布各省网公司 2013 年第一批配（农）网设备协议库存招标公告。根据我们的统计，在此次 25 个省网公司公告中，包含箱变在内，共招标配电变压器为 109,256 台，总容量为 29,278,490kVA。其中，非晶合金变压器招标 44,779 台，总容量为 12,104,740kVA。按容量计算，非晶变在所有配电变压器中占比为 41.34%；按台数计算，非晶变占比为 40.99%。统一折算为 315kVA 变压器约为 38,428 台，预计总金额约为 15.4 亿元。
- **此次招标标志非晶变大规模推广已启动。**继上海市电力公司 2012 年第七次协议库存招标了 10,000 台非晶变（折算为 315kVA 为 12,525 台）后，此次招标中包括辽宁、江苏、河南、甘肃、福建、山西、山东七个省份对非晶变的招标量均超过了 3000 台，虽然目前各省网公司招标进度并不一致，但其占比的提升标志着非晶变大规模推广已经启动。
- **非晶变价格已企稳，公司产能利用率回升。**据我们了解，目前 315kVA 非晶变价格约为 4 万元/台，下半年以来价格已经企稳；同时各省网公司招标增加，公司订单环比显著好转，产能利用率有所回升，我们预计全年出货量（不计资产注入）有望接近 3 万台。带材方面，安泰的带材性能有较大提升，稳定性得到了有效控制，因此我们看好明年两者的进一步合作前景。
- **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。

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	24.60	48.00	35.33	14.83	9.00

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

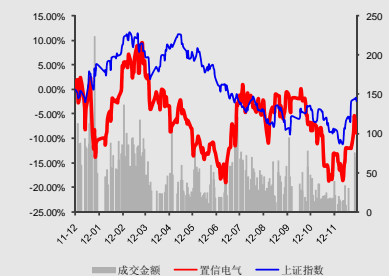
Email: zhaoxi@hysec.com

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

表 1: 国家电网各省网公司 2013 年第一批配电设备库存协议招标变压器统计

		非晶变	调容变	硅钢变	总计
变压器	台数(台)	41,744	1,614	59,308	102,666
	容量 (kVA)	10,463,960	430,475	14,852,775	25,747,210
	台数占比	40.66%	1.57%	57.77%	100.00%
	容量占比	40.64%	1.67%	57.69%	100.00%
箱变	台数(台)	3,035		3,555	6,590
	容量 (kVA)	1,640,780		1,890,500	3,531,280
	台数占比	46.05%		53.95%	100.00%
	容量占比	46.46%		53.54%	100.00%
总计	台数(台)	44,779	1,614	62,863	109,256
	容量 (kVA)	12,104,740	430,475	16,743,275	29,278,490
	台数占比	40.99%	1.48%	57.54%	100.00%
	容量占比	41.34%	1.47%	57.19%	100.00%
折算为 315kVA	台数(台)	38,428	1,367	53,153	92,948

资料来源: 国家电网, 宏源证券研究所

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。