

非晶变市场拐点已现，未来将保持快速增长

——置信电气（600517）

2013年1月16日

强烈推荐/调升

置信电气

动态研究

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：李根 弓永峰 陈鹏 侯建峰

ligen@dxzq.net.cn

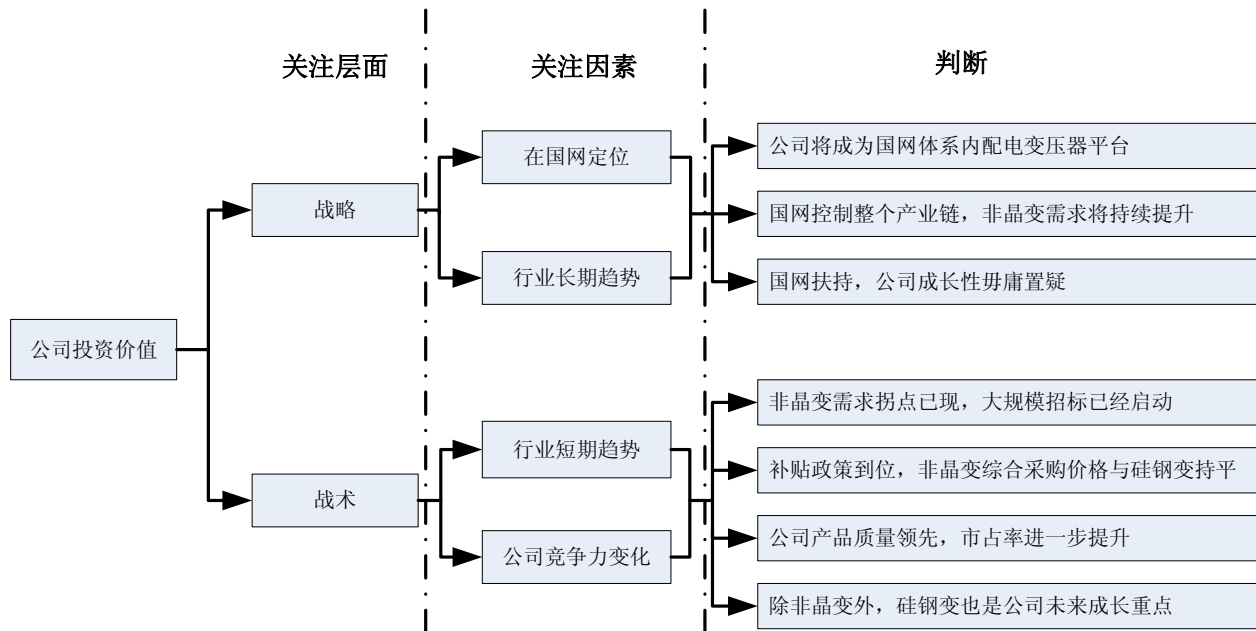
010-66554021

1. 无论从“战略”和“战术”层面看，公司均具备很高的投资价值

公司作为非晶合金变压器龙头企业，产品质量和口碑在行业内毋庸置疑。也正因如此，公司被国网选中成为未来打造国网体系内配电产业平台的基础公司。国网对置信电气的收购，为置信电气的未来发展打开了广阔的空间。

在分析置信电气的投资价值方面，我们坚持从“战略”和“战术”两个层面进行解读。从置信电气公告资产重组的那一刻起，公司在“战略”层面的投资价值已经得到了充分的肯定，而且这种肯定是公理性的，是无需逻辑推导的。而在“战术”层面，近期我们已经看到行业发展态势发生了很大的转变，多种迹象表明行业已经迎来拐点，公司竞争实力进一步提升。因此，我们认为，无论从“战略”和“战术”层面看，公司已经彰显出很高的投资价值，未来业绩具备爆发潜力。

图 1：从战略和战术的层面看公司投资价值



资料来源：东兴证券

2. 战略层面看，公司未来有望成为配电行业龙头企业

平台牛：公司将成为国网体系内配电变压器平台。本次资产重组完成后，公司在非晶合金变压器领域的市场地位将进一步提升，持续巩固其在非晶变领域的龙头地位。同时，从本次注入资产的情况看，公司有望成为国网体系内的配电变压器平台，甚至有可能进一步发展为国网的配电设备平台。

市场好：国网控制整个产业链，非晶变需求将持续提升。除了收购置信电气部分股权外，国网公司与安泰科技成立合资公司，共同发展非晶带材。由此看，国网已将非晶合金变压器整个产业链纳入囊中，未来整个非晶变市场的推广将由国网公司主导。同时，国网对于整个产业链的控制，也彰显了国网对未来发展非晶合金变压器的意向和决心，非晶变市场需求将持续提升。

实力增：国网扶持，公司成长性毋庸置疑。本次资产整合后，公司实力将得到大幅提升，这种提升体现在几个方面：一是体现在管理上，重组后国网对置信电气实现控股，作为一家实力雄厚的央企，国网对置信电气管理体制的规范将起到很大的帮助作用；二是体现在营销上，公司作为国网体系内的公司，在招投标过程中将充分体现身份优势，公关实力将得到大幅提升；三是体现在产品质量上，重组前置信电气的非晶变在行业内已经首屈一指，重组后公司市场形象提升，将获得更多高水平研发人员的青睐，同时，国网也有可能产品研发方面提供支持，保证公司产品质量在行业内持续领先。

3. 战术层面看：非晶变行业拐点已现，大规模招标大幕已经拉开

非晶变需求拐点已现，大规模招标已经启动。2012年底，非晶变招标量大幅提升。先是上海电网进行2012年主要设备材料第七批协议库存项目招标，共招标1万台10kv非晶合金变压器。紧跟着，各省网公司2013年第一批配/农网设备协议库存招标启动，共招标4.48万台非晶变，占配电变压器比重的40.99%。短期内非晶变的大批量招标，尤其是占比的显著提升，预示着非晶变市场已经启动。之前我们已经提到，整个非晶变的产业链均由国网控制，一旦时机成熟，国网将大规模推广非晶变。目前看，大规模招标已经启动，从国网政策的一致性考虑，未来招标量出现波动的可能性不大，我们认为，非晶变市场需求将持续保持快速增长，非晶变时代已经来临。

补贴政策到位，非晶变综合采购价格与硅钢变持平。近日，财政部公布《节能产品惠民工程高效节能配电变压器推广实施细则》，细则中明确，在2012年11月1日至2013年10月31日期间，高效节能变压器将享受一定的财政补贴，补贴后非晶合金变压器与S13型硅钢变压器综合采购价格十分接近，从经济性上来说，非晶合金变压器已经具备了较强的价格吸引力，这无疑大幅提升了电网以及用户端对非晶变的购买意向。

表 1：高效节能变压器补贴标准

产品类型	能效水平	铁芯材料	补贴标准（元/kVA）
油浸式	能效 1 级	非晶合金	30
		电工钢带	20
	能效 2 级	非晶合金	4
		电工钢带	10
干式	能效 1 级	非晶合金	40
		电工钢带	25
	能效 2 级	非晶合金	6
		电工钢带	15

资料来源：《节能产品惠民工程高效节能配电变压器推广实施细则》，东兴证券

公司产品质量领先，市占率进一步提升。公司产品在行业内处于领先地位，资产整合后，依托国网公司强大的背景支持，公司的市场占有率有望进一步提升。尤其是在用户侧市场，原先众多民营企业竞争的格局将被打破。同时，公司被国网收购后，将可以腾挪出更多的精力拓展用户侧市场，从而带动公司销量的进一步提升。

除非晶变外，硅钢变也是公司未来成长重点。我们已经提到，公司未来有望成为国网体系内配电变压器甚至配电产品的研发和生产平台。在“三集五大”的背景下，配电设备集中招标成为未来发展趋势。公司依托非晶合金变压器的技术优势，结合注入资产的研发和技术实力，短期内即可实现配电设备的生产能力。我们预计，除非晶变外的其他配电设备也将成为公司未来的业绩增长点。

4. 盈利预测

预计公司 2012 年末摊薄 EPS 为 0.18 元，2013 年增发完成后，预计 2013-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.70 元和 0.98 元，给予公司 2013 年 25 倍 PE，对应目标价 17.5 元，调升为“强烈推荐”评级。

表 2：公司财务预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,279.46	1,149.78	3,424.01	5,136.02
增长率（%）	-15.63%	-10.14%	197.80%	50.00%
净利润（百万元）	164.19	108.85	480.39	674.08
增长率（%）	-48.66%	-33.71%	341.33%	40.32%
每股收益(元)	0.265	0.176	0.695	0.975
净资产收益率（%）	13.37%	8.64%	34.20%	41.95%
PE	52.00	78.44	19.86	14.15
PB	6.95	6.77	6.08	5.31

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA,ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券2011年度“优秀工作者”以及2011年度“青年岗位能手”称号。2012年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。