

网外拓展顺利，市场份额有望恢复

买入 维持

投资要点:

- 收入增 21%，扣非净利润增 5%，EPS 为 0.25 元，符合预期
- 毛利率有所下滑，考虑资产注入摊薄后备考 EPS 为 0.37 元
- 预计 13/14 年摊薄后 EPS 为 0.70/1.16 元，维持“买入”评级

- 收入增 21%，扣非后净利增 5%，EPS 为 0.25 元，业绩符合预期。**
 2012 年公司实现营收 15.46 亿，净利润 1.52 亿，分别同比增 20.83% 与下降 7.31%，扣非后净利增 5.15%。影响净利润主要因素为非晶变价格下滑引起的毛利率下滑，折算为 315KVA 的非晶变均价由 11 年的 5.69 万元降至 12 年的 4.79 万元，导致非晶变毛利率下降 1.86 个百分点至 24.04%，综合毛利率下降 2.01 个百分点至 23.94%。
- 资产注入已完成，非晶变市场已打开。**今年 1 月，资产重组完成，国网电科院成为公司控股股东。2012 年公司新签合同 15.6 亿，增 17.4%；考虑重组后 2012 年新签合同约 40 亿元，超出此前我们预期。公司经营计划为 2013 年新签合同 48 亿元，增 20%；收入 41 亿元，增 32%；净利润 2.8 亿元，增 9%，我们认为净利润的预计偏保守。在电网节能需求增加、两网公司加大推广力度情况下，维持此前对 2013/14/15 年非晶变需求达 21/34/38 万台的预测，行业爆发式增长态势已定。
- 非电网市场不容忽视，公司进入高速增长。**根据年报披露，公司 12 年对两网公司的收入为 12.40 亿，保守估计电网外非晶变收入约 2.33 亿，可见工业用非晶变拓展好于预期。虽然公司在今年国网第一次协议库存招标中市场份额偏低约为 20%，但随着公司市场开拓、招标规范化等的好转，凭借公司的技术及生产实力，后续的市场份额有望快速恢复，进入高速增长阶段。带材方面，随着安泰科技等公司技术的成熟及产能的释放，供应偏紧的局面也有望得到改善。同时公司已经通过技术改进，获得对国产非晶带材的批量使用能力。
- 13/14 年摊薄 EPS 预计为 0.70/1.16 元，维持“买入”评级。**考虑到非晶变价格的小幅下降趋势及带材供应情况，我们调整公司的盈利预测，预计 2013/14/15 年公司将实现每股收益 0.70/1.16/1.42 元，给予 2013 年 24 倍 PE，目标价 17 元，维持对公司的“买入”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1279.46	1545.92	4095.33	6459.87	7554.34
增长率	-15.63%	20.83%	164.91%	57.74%	16.94%
母公司净利润	164.19	152.19	484.99	803.69	979.77
增长率	-48.66%	-7.31%	218.66%	65.71%	21.91%
EPS	0.237	0.220	0.701	1.162	1.417
市盈率	50.40	54.38	17.06	10.30	8.45

分析师

王静 (S1180207090092)

电话: 010-88085278

Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话: 021-51782052

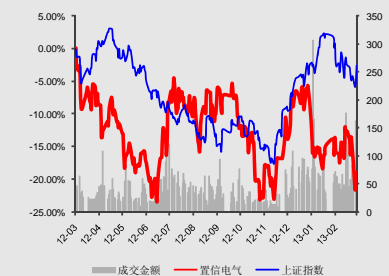
Email: zhaoxi@hysec.com

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)	69,140.13
流通股 (万股)	61,870.50
控股股东	国网电力科学研究院
持股比例	25.43%

相关研究

- 置信电气深度报告: 充分受益于非晶变行业爆发式增长 2012.07.25
- 非晶合金变压器: 电网节能方向 2012.07.09
- 置信电气: 重组获核准, 行业拐点已至 2013.01.09
- 置信电气: 非晶变比例提升, 大规模招标启动 2012.12.23
- 置信电气: 重组通过审核, 中标九千台非晶变 2012.12.17

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	1,661	2,984	4,026	4,991	营业收入	1,546	4,095	6,460	7,554
货币资金	545	692	1,219	2,092	营业成本	1,176	3,136	4,946	5,771
应收与预付款项	821	1,447	1,853	1,930	营业税金及附加	7	19	30	35
存货	296	845	954	970	销售费用	35	82	116	128
非流动资产	465	476	500	499	管理费用	84	176	258	287
固定资产在建工程	199	211	235	234	财务费用	13	29	32	24
无形资产待摊费用	265	265	265	265	资产减值损失	8	15	20	20
资产总计	2,126	3,461	4,526	5,490	投资收益	0	0	0	0
流动负债	794	1,666	1,965	1,996	利润总额	239	638	1,057	1,289
短期借款	266	316	366	416	所得税	47	128	211	258
应付与预收账款	527	1,350	1,599	1,580	净利润	192	511	846	1,031
长期借款	0	0	0	0	少数股东损益	40	26	42	52
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利	152	485	804	980
负债合计	794	1,666	1,965	1,996	EPS (元)	0.220	0.701	1.162	1.417
股本	619	619	619	619					
资本公积	80	80	80	80	主要财务比率				
留存收益	434	870	1,594	2,475	成长能力				
少数股东权益	200	226	268	320	营业收入	20.83%	164.91%	57.74%	16.94%
归属于母公司权益	1,132	1,569	2,292	3,174	净利润	-1.01%	165.76%	65.71%	21.91%
负债股东权益合计	2,126	3,461	4,526	5,490	获利能力				
					毛利率	23.94%	23.42%	23.43%	23.61%
					净利率	12.43%	12.47%	13.10%	13.65%
现金流量表					ROE	13.44%	30.91%	35.06%	30.87%
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	偿债能力				
经营活动现金流	285	175	599	925	资产负债率	37.32%	48.14%	43.42%	36.36%
净利润	192	511	846	1,031	流动比率	2.09	1.79	2.05	2.50
折旧摊销	22	4	7	11	速动比率	1.72	1.28	1.56	2.01
资产减值损失	8	15	20	20	营运能力				
利息费用	14	-1	-8	-26	总资产周转率	0.73	1.18	1.43	1.38
投资活动现金流	-36	-30	-50	-30	应收账款周转率	2.03	3.19	3.91	4.43
融资活动现金流	-159	3	-22	-22	存货周转率	3.98	3.71	5.19	5.95
现金流量净额	91	147	527	873					

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。（由于增发于 2013 年 1 月完成，因此同比比例不具参考价值；资产负债与现金流量表将有较大偏差。

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

免责声明:

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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。