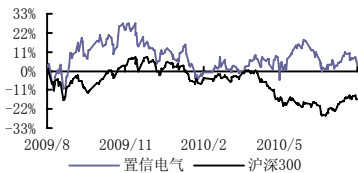


投资品 - 电气设备

2010 年 8 月 12 日

市场数据	2010 年 8 月 11 日
当前价格(元)	17.00
52 周价格区间(元)	14.81-21.04
总市值(百万)	10517.99
流通市值(百万)	10517.99
总股本(百万股)	618.71
流通股(百万股)	618.71
日均成交额(百万)	136.72
近一月换手(%)	19.98%
第一大股东	上海置信(集团)有限公司
公司网址	http://www.zhixindianqi.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
置信电气	-0.41%	-1.11%	-1.22%
沪深300	7.67%	1.76%	-19.86%

执业证书号:

S1030210070005

颜彪

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

盈利能力提升源于成本的降低

——置信电气(600517) 2010 年中报点评

评级: 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1296.16	1644.63	2113.35	2578.28
营收增长率	-18.77%	26.88%	28.50%	22.00%
净利润(百万元)	255.46	369.47	468.87	552.52
净利润增长率%	20.81%	44.63%	26.90%	17.84%
每股收益(元)	0.41	0.60	0.76	0.89
市盈率	41.46	28.47	22.43	19.04
EV/EBITDA	28.28	19.03	14.89	12.57

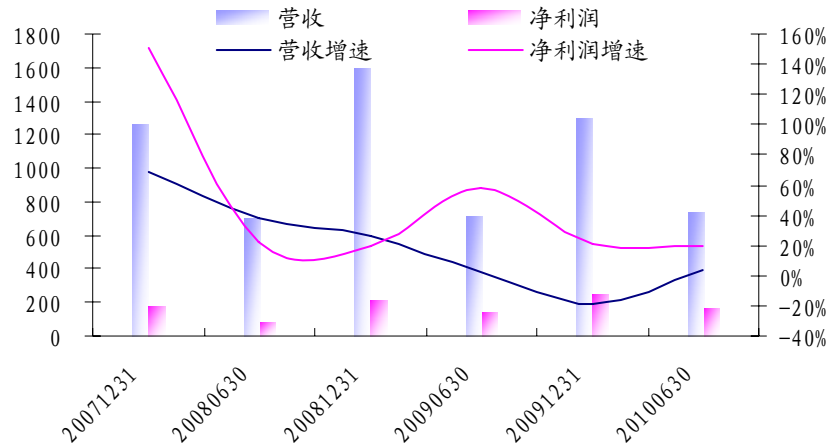
- **业绩增长符合预期。**2010 年上半年, 公司实现营收 7.43 亿元, 同比增长 3.18%; 实现营业利润和净利润分别为 2.44 亿元和 1.66 亿元, 分别同比增长 29.13% 和 19.67%; 实现每股收益为 0.27 元。
- **盈利能力提升源于成本的降低。**2010 年中期综合毛利率达到 41.31% (同比增加 6.78 个百分点), 其中非晶变压器的毛利率为 41.54% (同比增加了 6.08 个百分点)。主要原因是成本的大幅降低: 公司已经形成了从非晶带材(日立金融)、铁芯到非晶合金变压器的完整产业链, 并成为全球规模最大的非晶合金变压器生产企业。
- **成功开拓风电和光伏新领域。**公司研发的太阳能专用非晶合金干式升压变压器和风电专用非晶合金预装式变电站分别成功在上海世博会和上海奉贤海湾风电场使用。2010 年我国加快在江苏、浙江等地海上风电场开发力度, 将为风电变压器带来巨大市场。
- **“江苏模式”继续成功复制。**继江苏、福建、上海、山东、山西合资公司建立外, 河南市场也被成功开发。我们认为除传统的江苏、福建等市场增速平稳外, 河南、山西市场有望获得较快发展。
- **非晶合金变压器将面临新的机遇。**下半年节能减排将加大力度, 非晶合金变压器在电网的节能减排中将发挥更大作用; 未来 3 年, 我国将投资 2000 亿元启动新一轮农网改造, 将带动公司产品在农村配网中的大规模使用。我们认为, 2011 年开始, 非晶合金变压器将得到国家层面较大支持, 公司产品将面临新的机遇。
- **投资评级:** 预测 2010-2012 年净利润分别为 3.69 亿元、4.68 亿元和 5.53 亿元, 实现的 EPS 分别为 0.60 元、0.76 元和 0.89 元, 对应 2010 年动态 PE 为 28.48 倍。考虑到节能减排带来新的发展机遇、新领域拓展以及“江苏模式”的继续复制, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 众多企业加入非晶变压器领域, 加剧竞争的风险; (2) 非晶带材供给不足的风险; (3) 市场推广进度低于预期。

业绩增长符合预期

2010年上半年,公司实现营收7.43亿元,同比增长3.18%;实现营业利润和净利润分别为2.44亿元和1.66亿元,分别同比增长29.13%和19.67%;实现每股收益为0.27元。

从营收增速来看,公司主营业务经历了09年以来同比负增长转正的阶段。

Figure 1 07年以来公司营收和净利润及其增速情况(单位:百万元)



数据来源: wind、世纪证券研究所

盈利能力提升源于成本的降低

08年以来,净利润的增速超过营收的增速,2010年中期净利润增速更是超过营收增速16.49个百分点。主要体现在两个方面:一是毛利率的提升,二是期间费用率的下降。

从毛利率来看,2010年中期综合毛利率达到41.31%(同比增加6.78个百分点),其中非晶变压器的毛利率为41.54%(同比增加了6.08个百分点)。

Figure 2 2010年中期公司各项毛利率及其同比变化

	2008 H	2008	2009 H	2009	2010H
变压器	20.16%	22.32%	35.47%	37.34%	41.54%
铁芯			15.31%	24.75%	33.51%
合计		22.34%	34.53%	36.86%	41.31%

数据来源: 公司中报、世纪证券研究所

我们认为毛利率提升的主要原因是成本的大幅降低: 公司已经形成了从非晶带材(日立金融)、铁芯到非晶合金变压器的完整产业链, 并成为全球规模最大的非晶合金变压器生产企业。全产业链的形成和规模化生产, 大幅提升了公司的盈利能力。

从期间费用率看，营业费用率和财务费用率达到历史低点，主要因为“江苏模式”的成功复制使边际成本的降低。

Figure 3 2010年中期公司期间费用率及其同比较

	2007	2008	2009H	2009	2010H
营业费用占比 (%)	2.49%	1.57%	2.02%	1.90%	1.60%
管理费用占比 (%)	4.96%	4.47%	5.08%	6.64%	5.54%
财务费用占比 (%)	0.23%	0.46%	0.58%	0.44%	0.12%
三项费用占比 (%)	7.65%	6.49%	7.68%	8.98%	7.26%

数据来源：公司中报、世纪证券研究所

成功开拓风电和光伏新领域

公司研发的太阳能专用非晶合金干式升压变压器和风电专用非晶合金预装式变电站分别成功在上海世博会和上海奉贤海湾风电场使用。风能和太阳能发电专用变压器有望成为公司新的利润增长点。

从市场需求看，风电领域专用变压器需求将提前释放。虽然陆上风电发展步入低增长阶段，但2010年即将开展首批海上风电招标，上海、江苏、浙江、山东和福建等沿海省市纷纷制定各自的海上风电发展规划。公司在这些市场良好的客户基础，将有利于风电变压器大规模应用。

从光伏市场需求看，目前国内光伏市场需求受到补贴政策影响未能释放，目前国内所建项目基本为示范项目。国家发改委/能源局发布13个项目280MW光伏并网发电特许权项目招标，这是继敦煌10MW光伏示范项目之后第二个特许权招标，我们认为国内光伏市场发展将提速，也将为公司的光伏专用变压器带来巨大市场机遇。

“江苏模式”继续成功复制

继江苏、福建、上海、山东、山西建立合资公司外，河南市场也被成功开发。

我们认为除传统的江苏、福建等市场增速平稳外，河南、山西市场有望获得较快发展。

非晶合金变压器将面临新的机遇

“十一五”前4年，我国单位GDP能耗下降了14.38%，但与下降20%的目标仍有较大差距。目前十二五规划正在制定中，单位GDP二氧化碳排放指标有望进入十二五规划，节能降耗的压力和难度也将越来越大。

在节能减排力度加大的背景下，非晶合金变压器由于其经济性和环保性，我们认为其在电网的节能减排中将发挥更大作用。

未来3年,我国将投资2000亿元启动新一轮农网改造,将带动公司产品在农村配网中的大规模使用。

我们认为,2011年开始,非晶合金变压器将得到国家层面较大支持,公司产品将面临新的机遇。

盈利预测及投资评级

我们预测2010-2012年净利润分别为3.69亿元、4.68亿元和5.53亿元,实现的EPS分别为0.60元、0.76元和0.89元。

Figure 4 2010-2012年公司盈利预测(单位:百万元)

项目(单位:百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	1595.72	1296.16	1644.63	2113.35	2578.28
(+/-%)	26.82%	-18.77%	26.88%	28.50%	22.00%
减:营业成本	1239.20	818.33	997.33	1302.45	1615.80
销售毛利率(%)	22.34%	36.86%	39.36%	38.37%	37.33%
减:营业税金及附加	5.08	6.90	8.72	11.20	13.66
减:营业费用	25.06	24.59	27.96	33.81	41.25
减:管理费用	71.34	86.04	90.45	105.67	128.91
减:财务费用	7.39	5.74	2.35	2.19	0.23
减:资产减值损失	4.30	2.03	2.00	2.00	2.00
加:公允价值变动净收益	-0.08	0.04	0.00	0.00	0.00
加:投资净收益	41.21	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	284.49	352.57	515.82	656.02	776.42
二、利润总额					
加:营业外收入	2.34	15.91	13.00	15.00	14.00
减:营业外支出	1.27	0.08	1.00	1.20	1.10
利润总额	285.56	368.40	527.82	669.82	789.32
三、净利润					
减:所得税	39.56	62.73	89.73	113.87	134.18
净利润	246.01	305.67	438.09	555.95	655.14
四、归属于母公司所有者净利润					
减:少数股东损益	34.54	50.21	68.62	87.08	102.61
归属母公司净利润	211.47	255.46	369.47	468.87	552.52
总股本	412.47	618.71	618.71	618.71	618.71
EPS	0.51	0.41	0.60	0.76	0.89

数据来源:世纪证券研究所

对应2010年动态PE为28.48倍。考虑到节能减排带来新的发展机遇、新领域拓展以及“江苏模式”的继续复制,给予“买入”评级。

风险提示:

(1)众多企业加入非晶变压器领域,加剧竞争的风险;(2)非晶带材供给不足的风险;(3)市场推广进度低于预期。

Figure 5 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1231	1629	2077	2669	营业收入	1296	1645	2113	2578
现金	536	740	1180	1468	营业成本	818	997	1302	1616
应收账款	266	388	377	557	营业税金及附加	7	9	11	14
其他应收款	4	5	6	7	营业费用	25	28	34	41
预付账款	31	50	59	73	管理费用	86	90	106	129
存货	387	438	444	551	财务费用	6	2	2	0
其他流动资产	7	8	11	13	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	492	533	547	592	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	116	197	229	281	营业利润	353	516	656	776
无形资产	19	19	19	19	营业外收入	16	13	15	14
其他非流动资产	356	317	299	292	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1722	2162	2623	3261	利润总额	368	528	670	789
流动负债	418	606	536	566	所得税	63	90	114	134
短期借款	123	218	120	120	净利润	306	438	556	655
应付账款	229	299	326	323	少数股东损益	50	69	87	103
其他流动负债	66	88	91	123	归属母公司净利润	255	369	469	553
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	379	538	687	814
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.60	0.76	0.89
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	418	606	536	566	主要财务比率				
少数股东权益	127	196	283	386	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	619	619	619	619	成长能力				
资本公积	80	80	80	80	营业收入	-18.8%	26.9%	28.5%	22.0%
留存收益	478	662	1105	1611	营业利润	23.9%	46.3%	27.2%	18.4%
归属母公司股东权益	1177	1361	1804	2309	归属于母公司净利润	20.8%	44.6%	26.9%	17.8%
负债和股东权益	1722	2162	2623	3261	获利能力				
					毛利率(%)	36.9%	39.4%	38.4%	37.3%
					净利率(%)	19.7%	22.5%	22.2%	21.4%
					ROE(%)	21.7%	27.2%	26.0%	23.9%
					ROIC(%)	33.6%	41.9%	53.7%	48.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.3%	28.0%	20.4%	17.4%
					净负债比率(%)	29.44%	36.03%	22.38%	21.21%
					流动比率	2.94	2.69	3.87	4.72
					速动比率	1.99	1.95	3.02	3.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.85	0.88	0.88
					应收账款周转率	6	5	6	6
					应付账款周转率	3.45	3.78	4.17	4.98
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.60	0.76	0.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.58	0.98	0.67
					每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.20	2.92	3.73
					估值比率				
					P/E	41.17	28.47	22.43	19.04
					P/B	8.94	7.73	5.83	4.55
					EV/EBITDA	27	19	15	13

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.