置信电气 600517 推荐

业绩增长需静候国网公司佳音

电力设备行业
署名人：张镭
S0960207090260
0755-82026570
zhanglei@cjis.cn
参与人：冯超
S0740108123890
fengchao@cjis.cn
13818516658

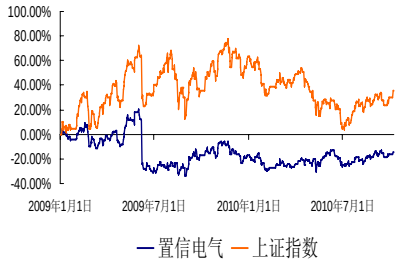
6－12 个月目标价： 25
当前股价： 19.15
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	273874
总股本(百万)	618.7
流通股本(百万)	618.7
流通市值(亿)	118.48
EPS（TTM）	0.457
每股净资产（元）	1.87
资产负债率	32.07%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
中国西电	1.43	15.22	9.74
上证综指	1.61	13.40	-12.18



相关报告

近日，我们走访了置信电气，与公司管理层交流了行业概况和公司经营情况。

投资要点：

- 公司是我国最大的非晶合金变压器生产企业，目前产能可以达到 5 万台，在该领域具有无可争议的领先地位，公司在全国范围内形成了布局，其余后进者只是在某一区域市场供应小批量非晶合金变压器，在量上与置信电气无法竞争，另外公司在技术，人才，设备，管理，品牌方面也具有综合优势。
- 非晶合金变压器具有明显的节能效果，体现在负载节能和空载节能上。变压器空载损耗具有恒定性，负载损耗变动较大，而负载损耗相比起空载损耗要大得多，农村电网由于负载率低，因此相对而言空载损耗比例较高，非晶合金变压器在农村市场具有较好的应用效果。非晶合金变压器在空载时可降低铁损 70%以上。根据国内外经验，非晶铁心不但可用于配电变压器，还可推广到箱变，不仅可用于油浸式配电变压器，还可用于树脂浇筑式干式变压器，应用前景广阔。
- 江苏模式面临瓶颈，公司为应对国网公司直接招标所带来的变化，将更多的利用企业自身力量，与省网公司合作的模式可能将有所改变，目前公司已经在江苏，上海，河南，福建，山东，山西等省份成立合资公司，并取得了较好的市场效果。
- 公司销售的增长主要取决于国家电网和南方电网的招标数量，据了解，国网公司可能会要求省网公司招标时采用一定比例的非晶合金变压器，这对公司的增长将产生较为深远的影响，我们时刻关注这一进程。
- 目前公司产品售价约为 160 元/kva，毛利率较高。2009 年毛利率出现较大幅度上涨主要得益于日港金属非晶铁芯所带来的成本降低。今年上半年公司变压器毛利率更是达到了 41.54%，同比增加了 6.08 个百分点。我们预计随着国内非晶带材实现量产，公司的原材料成本有望继续维持低位，从而保证毛利率稳定。
- 公司财务较为稳健，现金流稳定，应收账款周转率与同行相比较高，2010 年上半年周转率达到 1.67 次。资产负债率较低，仅为 32.07%，公司秉承内涵式增长方式，较少运用杠杆，因此总体上置信电气各项指标都比较稳健。
- 预计公司 2010 年，2011 年，2012 年每股收益分别为 0.60 元，0.81 元，1.12 元。
- 风险提示：国网公司推行非晶合金变压器的力度是无法预测。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010e	2011e	2012e
营业收入(百万元)	1296	1555	2022	2730
同比(%)	-18.8	20	30	35
归属母公司净利润(百万元)	255	370	503	691
同比(%)	20.81	45.10	35.95	37.38
毛利率(%)	36.9	40.0	41.0	42.0
ROE(%)	21.7	27.2	27.0	27.0
每股收益(元)	0.41	0.60	0.81	1.12
P/E	44.10	30.44	22.40	16.20
P/B	9.57	8.28	6.04	4.41
EV/EBITDA	29	21	16	12

资料来源：中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附：财务预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1231	1675	2354	3306
现金	536	1012	1416	2105
应收账款	266	275	377	501
其他应收款	4	4	6	8
预付账款	31	38	47	63
存货	387	341	500	621
其他流动资产	7	4	8	9
非流动资产	492	238	214	199
长期投资	0	0	0	0
固定资产	116	103	89	76
无形资产	19	17	15	13
其他非流动资产	356	118	109	111
资产总计	1722	1913	2567	3506
流动负债	418	354	409	524
短期借款	123	0	0	0
应付账款	229	236	312	410
其他流动负债	66	118	97	115
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	418	354	409	524
少数股东权益	127	198	294	426
股本	619	619	619	619
资本公积	80	80	80	80
留存收益	478	663	1166	1857
归属母公司股东权益	1177	1361	1864	2555
负债和股东权益	1722	1913	2567	3506

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	144	523	376	649
净利润	306	441	599	823
折旧摊销	21	16	16	16
财务费用	6	-13	-27	-40
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-190	94	-225	-152
其他经营现金流	1	-14	14	2
投资活动现金流	-60	251	-0	0
资本支出	60	0	0	0

利润表 单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1296	1555	2022	2730
营业成本	818	933	1193	1583
营业税金及附加	7	8	11	15
营业费用	25	31	37	52
管理费用	86	83	111	159
财务费用	6	-13	-27	-40
资产减值损失	2	2	3	2
公允价值变动收益	0	-0	-0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	353	510	695	958
营业外收入	16	9	10	11
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	368	519	705	968
所得税	63	78	106	145
净利润	306	441	599	823
少数股东损益	50	71	96	132
归属母公司净利润	255	370	503	691
EBITDA	379	513	683	934
EPS（元）	0.41	0.60	0.81	1.12

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-18.8%	20.0%	30.0%	35.0%
营业利润	23.9%	44.7%	36.2%	37.9%
归属于母公司净利润	20.8%	44.9%	35.9%	37.4%
获利能力				
毛利率(%)	36.9%	40.0%	41.0%	42.0%
净利率(%)	19.7%	23.8%	24.9%	25.3%
ROE(%)	21.7%	27.2%	27.0%	27.0%
ROIC(%)	33.6%	80.5%	77.8%	90.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	24.3%	18.5%	15.9%	15.0%
净负债比率(%)	29.44%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.94	4.74	5.76	6.31
速动比率	1.99	3.75	4.50	5.09
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.86	0.90	0.90
应收账款周转率	6	6	6	6

长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	3.45	4.02	4.35	4.39
其他投资现金流	0	251	-0	0	**每股指标（元）**				
筹资活动现金流	-321	-298	28	39	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.60	0.81	1.12
短期借款	-267	-123	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.85	0.61	1.05
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.20	3.01	4.13
普通股增加	206	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	-124	0	0	0	P/E	44.10	30.44	22.40	16.30
其他筹资现金流	-137	-174	28	39	P/B	9.57	8.28	6.04	4.41
现金净增加额	-238	476	404	689	EV/EBITDA	29	21	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭：中投证券研究所首席行业分析师。

冯超：中投证券研究所电力设备行业分析师

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所　公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434