

置信电气 (600517) 电气部件与设备

—经营稳健，市场彻底打开还需电网支持

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 19.71

近期我们拜访了置信电气，与公司董秘就市场关心的问题进行了广泛的交流。

公司在新能源用变压器上的推广

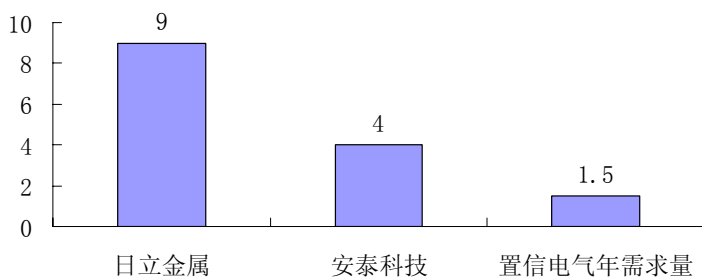
由于风电、太阳能机组单机的电压等级不高，公司的非晶合金变压器的电压等级可以适用，且相对传统的硅钢升压变压器更节能。由于新能源上网电价比较高，非晶合金变压器节能的经济效益更加显著，因此新能源领域相当于给公司提供的一块新的市场。与配电市场相比，新能源用变压器的技术、价格等方面差异不大。

目前新能源市场每年的销售收入约 3000-4000 万，最近一两年才起步，未来将成为公司的重点推广领域之一。目前面临的困难在于，新能源项目比较分散，单个项目的需求量只有几十台变压器，因此大规模的销售需要消耗大量的市场资源。未来公司也希望通过与大型发电企业合作的方式加快推进新能源市场拓展。

关于非晶带材

公司主要是通过子公司日港置信向日立采购非晶带材，结算价格是每一笔订单一议，但由于公司是国内非晶合金变压器的推广者，因此拿货价格低于其他采购方。目前的非晶带材的价格基本保持平稳。

图 1：非晶带材产能及置信电气用量（单位：万吨）



来源：国元证券研究中心

2010 年 11 月 11 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	21.04/15.61
上证指数/深圳成指	3115.36/13705.68
50 日均成交额(百万元)	193.15
市净率(倍)	10.36
股息率	1.52%

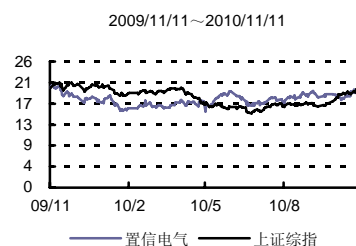
基础数据

流通股(百万股)	618.71
总股本(百万股)	618.71
流通市值(百万元)	12194.68
总市值(百万元)	12194.68
每股净资产(元)	1.90
净资产负债率	35.53%

股东信息

大股东名称	上海置信(集团)有限公司
持股比例	23.56%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-置信电气调研报告：东风渐绿配电网，非晶今年更胜去年红》，2009-4-29
《国元证券公司研究-置信电气中报点评》，2010-8-12

联系方式

研究员：程建国、常格非
执业证书：S0020109061420
电话：021-51097188-1951
电邮：chengjianguo@gyzq.com.cn
联系人：赵喜娟
电话：021-51097188-1952
电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址：安徽省合肥市寿春路 179 号

产能方面，日立金属有 9 万吨的产能，安泰科技的非晶带材规划产能有 4 万吨，但投产的时间不长，上半年有 4000 吨的产量，全年 1 万吨左右，产品品质有待观察，因此目前还没有被置信电气采购。未来日立金属和安泰科技都有进一步扩大产能的可能。

公司乐见上游市场竞争者的加入，未来随着安泰科技的产品大规模投放后，公司会考虑采购，同时带材的价格有下跌的可能性。

➤ 关于毛利率

09 年以来毛利率比较高。公司认为主要有几方面的原因：1、产品结构的优化，组合式变压器有所增加。2、非晶带材有一次降价。3、库存管理的原因，公司在 08 年多买了一些铜。公司认为，正常情况下，公司可以维持 30% 多的毛利率水平，而 40% 的毛利率属于较高水平。

➤ 关于营销策略

公司目前主要通过各地合资公司营销和总公司直接营销两种方式开展产品营销。总公司的销售人员有几十人，主要是销售业绩提成的方式进行激励。各地的合资公司除了开拓当地市场，也将触角伸向邻近区域。

➤ 关于产品出口

公司此前曾严肃考虑过产品的出口，其中欧洲是主要目的地。由于非晶合金变压器的节能效果显著，法国采购方给出的报价相当有吸引力，但同时，供应商需要对产品的质量负责，一旦产品出现故障，供货商赔偿责任巨大。出口商品在运输、安装、使用等多个环节公司都无法掌控，因此，虽然对公司产品质量有信心，但由于中间环节不确定因素太多，公司暂停了这反面的考虑。目前公司只有部分面向印度、菲律宾等发展中国家的买断式的出口，金额大约几千万，占总销售额的比重非常小。

➤ 关于市场竞争格局

非晶合金变压器市场的竞争格局并没有发生太大变化，置信仍然占据 70-80% 的市场份额。由于当前市场规模不大，大型传统硅钢变压器厂商进入非晶合金变压器领域动力不足，置信在此行业的竞争对手目前仍以小厂商为主。

与竞争对手相比，置信的优势体现在几个方面：1) 技术。比如，非晶合金变压器做的不好，噪音会很大，而产品招标的条件之一是噪音在 1 米内不高于 45 分贝，小厂商很难做

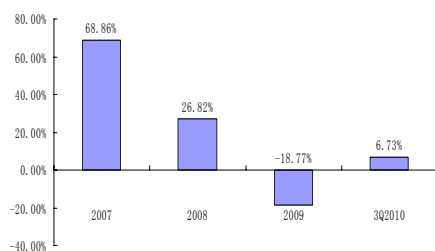
到，而置信的产品完全可以做到。2) 品牌。公司产品已经广泛应用在城网、农网以及世博会、东海大桥等项目上，公司一定程度上代表了整个行业。3) 规模。公司是行业内规模最大的，好处是一方面非晶带材的采购成本低于同行，另一方面是可以实现规模效应。

未来若国家加大对非晶合金变压器的推广支持力度、市场规模扩大的话，可能会导致进入者的大量增加。但换个角度看，国家的加大推广正是公司所期待的，我们更应当看到绝对销量的增长而不是相对市场份额可能下降，而且公司在行业内耕耘多年，在竞争上具有明显的优势。

➤ 关于公司成长性

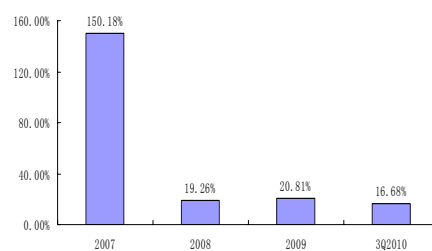
公司 08、09、10 三年的净利润保持了稳步的增长，但我们看到销售收入出现了较大的波动。尤其是 09 年同比下滑了 18%，今年前三季度增长 6%。主要的原因是江苏市场此前签订的 10 亿元意向性协议由于电网方面原因，进度慢于预期。目前这笔订单已经基本确认完毕（09 年确认 6 亿元，今年确认 4 亿元）。目前公司的各个市场的开拓情况正常，收入方面将恢复稳健增长。

图 2：近三年及 10 年前三季度收入增速



来源：国元证券研究中心

图 3：近三年及 10 年前三季度收入增速



来源：国元证券研究中心

➤ 我们对公司的总体判断

我们认为：

1) 公司是非晶合金变压器的推广者。所生产的产品在配电领域具有显著的节能效果，同时新能源领域适用性也为公司开辟了一块新的市场。目前配电变压器的市场规模每年约 50 万台，价值 300-400 亿元，而非晶合金变压器的产量在 3-4 万台左右，价值约 20 亿元。非晶产品占配电变压器的份额还很小，不到 10%。如果能得到政府或电网的推广应用，非晶产品替代硅钢变压器的潜力非常大。新能源市场是增量市场，若风电全部采用非晶合金变压器，以每年 1000 万 kw 新增装机计算，市场容量 15-20 亿元，规模不大，但提供

了新的机会。

2) 收入和净利润增长稳健。09 年由于江苏市场订单执行慢于预期，造成营业收入下滑，我们认为这种下滑具有一定的偶然性。从市场开拓情况看，各个区域的订单比较正常，未来仍将保持原有的稳健增长的步伐。由于毛利率的提高，公司净利润的增长快于收入增长，未来毛利率维持在 40%可能有一定难度，但上游非晶带材产能的扩张有利于毛利率提高。

3) 市场打开还得看政府和电网公司对节能减排的重视程度。目前公司的成长还主要是有赖于自身对于非晶合金产品的大力推广和对市场的培育，不断的重点开拓各个区域，处于一种自然增长的状态。市场要完全打开，还必须得到决策层尤其是电网公司的支持。只要电网公司的支持到位，市场即可迅速打开，行业和公司将迎来爆发式增长的机会。所以接下来我们需要重点关注政府在节能减排方面的政策动向和电网公司在此方面的表态和措施。

4) 给予公司推荐评级。我们认为公司的基本面良好，在市场未完全打开的情况下，净利润保持了 20%左右的增速，在十二五期间，将能减排可能得到更大重视，同时上游非晶带材有新竞争者加入和扩充产能计划，公司的经营环境有望改善。预计 10 年 EPS 0.5 元，同时保持 20%的利润增速，考虑未来的基本面改善可能，给予推荐评级。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn