

2011年01月21日

賴燊生

leon_lai@e-capital.com.cn

目標價(元) 18.3

公司基本資訊

產業別	電力設備
A 股價 (11/01/20)	14.53
上證綜合指數 (11/01/20)	2677.65
股價 12 個月高/低	20.16/14.53
總發行股數 (百萬)	618.71
A 股數 (百萬)	618.71
A 市值 (億元)	89.90
主要股東	上海置信(集團)有限公司 (23.56%)
每股淨值 (元)	1.99
股價/帳面淨值	7.30
	一個月 三個月 一年
股價漲跌 (%)	-18.87 -19.50 -21.67

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-12-10	18.00	買入

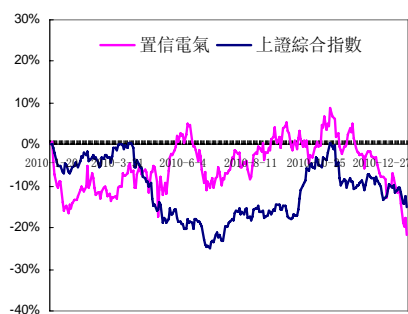
產品組合

變壓器及母線槽	96.0%
鐵芯	4.0%

機構投資者占流通 A 股比例

QFII	1.03%
基金	4.53%
券商集合理財	0.61%
信託公司	1.21%
一般法人	45.27%

股價相對大盤走勢



置信電氣(600517.SH)

首次評級 BUY/買入

依託技術及管道優勢，非晶合金變壓器龍頭前景廣闊

結論與建議：

公司作為非晶合金變壓器的市場領導者，目前行業市場佔有率為 80%以上，行業內絕對領先。12 年來一直致力於非晶合金變壓器的研發、設計及推廣，產品覆蓋 180 多個品種，技術研發能力、管道優勢均保證公司的持續快速發展。“十二五”期間，受益於國家配電網升級及農網改造，我們認為在“節能減排”政策實施力度加大的背景下，公司產品需求將迎來新的增長機遇。

預計公司 2010 年、2011 年實現營收 1468.46 百萬元(YOY+13.3%)、1917.58 百萬元(YOY+30.6%)，實現淨利潤 315.97 百萬元(YOY+23.7%)、374.51 百萬元(YOY+18.5%)，EPS 為 0.51 元、0.61 元，當前股價對應 2010 年、2011 年 PE 分別為 28X、24X，鑒於公司行業面臨重大發展機遇，業績有超預期可能，給予公司“買入”建議，目標價 18.3 元(2011 年 PE30X)。

- **“節能減排、農網改造”利好公司產品需求：**非晶變壓器相比同類型的矽鋼變壓器，其空載損耗降低 75%~80%。目前價格上而言，非晶變壓器價格僅比同類型矽鋼變壓器貴 30%左右，從經濟實用性角度而言，5~6 年即可收回差價；與此同時，國家電網規劃提出未來三年農村電網改造工程將至少投入不少於 2000 億元，用於農村配電網的改造升級，農村電網負載率通常在 30%左右，高空負載率中非晶變壓器的優勢將突顯，我們看好公司非晶變壓器在“節能減排、農網改造”中的市場機遇。
- **新能源變壓器市場有望給公司帶來新的利潤增長點：**公司根據風能和太陽能市場的實際需求，開發出了適合風能和太陽能發電專用的非晶合金變壓器，並申請了多項技術專利並成功中標上海申能開發的《長興島風力發電專案》和《臨港新城風力發電項目》，繼上海世博會主題館和中國館安裝使用太陽能專用非晶合金變壓器後，非晶合金變壓器在國內新能源領域風電場專用配電設備的首次突破。風能和太陽能發電專用配電設備市場培育成爲公司新的利潤增長點。
- **股價催化劑：**公司 2010 年受益於銅價庫存管理及產品結構調整因素，毛利率水準維持在 40.0%左右的高位水準，我們預計 2011 年毛利率將回歸到 35.0%左右的正常區間。公司業績看點在於 2011 年南方電網招標有採用非晶合金變壓器的計劃，南方電網市場的開拓有望給公司未來帶來新的業績推動空間，預計 2012 年公司業績增長將有望實現新的突破。

..... 繼續下頁

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	177.30	211.47	255.46	315.97	374.51
同比增減	%		19.27%	20.80%	23.69%	18.23%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.287	0.342	0.413	0.511	0.606
同比增減	%		19.27%	20.80%	23.69%	18.66%
A 股市盈率(P/E)	X	50.70	42.51	35.19	28.45	23.98
股利 (DPS)	RMB 元	0.06	0.050	0.300	0.300	0.400
股息率 (Yield)	%	0.41%	0.34%	2.06%	2.06%	2.75%

股本以 618.71 億股計算

公司概況

非晶合金變壓器龍頭，技術優勢明顯，處於市場龍頭地位

公司是目前全球生產規模最大、技術水準最先進、產品規格系列最齊全和產業鏈最完整的非晶合金變壓器生產企業，在非晶合金變壓器技術、性能和產量均處於全球領先水準。

公司股權實際控制人爲徐錦鑫夫婦，共持有上市公司 12.34% 的股權。作爲民營企業的公司股權治理結構較有易於公司在市場機遇中決策效率，我們認爲在“節能減排、農網改造”大背景下，依靠“技術、管道”優勢，公司將有望迎來新的一輪快速發展機遇。

營運分析

公司產品在“節能減排、農網改造”大背景下，有望迎來新的一輪快速增長機遇

公司主要生產、製造非晶合金變壓器及母線槽、鐵芯(見圖一)。近年來，公司通過收購上游日港置信(2008年10月份從匯盈投資中收購60%股權，成爲上市公司全資子公司)及提高工藝技術、成本控制使公司毛利率持續走高(見圖二)。

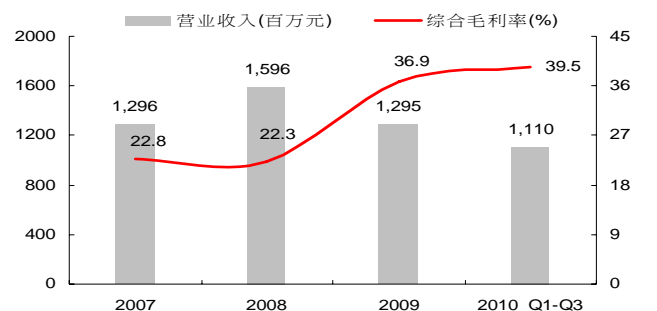
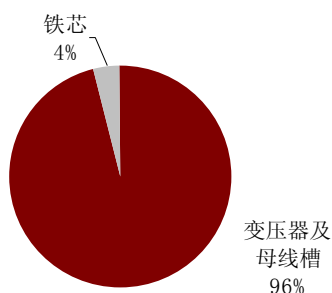
展望公司未來，我們持較爲樂觀態度。一方面，在哥本哈根氣候大會上，中國政府作出莊重承諾，到2020年單位GDP二氧化碳排放量將比2005降低40%~45%，並受國際社會監督，單位GDP 二氧化碳排放指標有望進入十二五規劃，從這個角度，也促使我們必須開拓展新的節能管道。而公司非晶變壓器在配電網中節能優勢明顯，變壓器空載時耗能與同類型矽鋼變壓器相比節能達75%~80%，節能效果顯著；其二，由於非晶合金帶材的物理性能限制，公司產品主要運用於10KV~35KV的配電網領域，尤其是農村電網，目前公司通過特有技術解決了非晶合金變壓器噪音問題，爲產品在城鄉配電網及農網中的大規模運用奠定了基礎；

目前整個配電網領域年均需求配電變壓器40~50萬台，而非晶變壓器占比僅爲5%左右，在農村電網新一輪投入興起時，公司產品在電網領域可提升空間巨大。

圖一：公司產品營收結構

單位：% 圖二：公司產品營收及毛利率

單位：百萬元/%



資料來源：公司公告 群益證券

資料來源：公司公告 群益證券

非晶合金變壓器與矽鋼 S9 性相比，空載耗能降低 80%，空載電流下降 85%

非晶合金是一種在急速冷卻的情況下形成的，有非常好的導磁性能，每公斤的損耗值非常低。通常情況下，用非晶合金製作的變壓器，其空載損耗只有用普通矽鋼片製作的變壓器的20%左右，空載電流下降約85%。

按200KVA計算來看，非晶合金變壓器一年運行與S9型矽鋼變壓器相比節能達

4.8MWH以上，500KVA運行一年節能達9.4MWH左右。目前我國配電變壓器需求大概在40~50萬台左右，如果30%比例採用非晶合金變壓器，則全年可節能12.2億千瓦時，折合減少50萬T煤耗，減少碳排放量102萬T二氧化碳，非晶合金變壓器可謂名副其實的“節能先鋒”。

表二：非晶合金變壓器與 S9 矽鋼變壓器能耗對比

容量(KVA)	產品類別	空載損耗/W	負載損耗/W	年運行耗能/W	年節約能耗/Kwh
200	非晶合金變壓器	90	2,600	5,013	4,818
	S9 型矽鋼變壓器	480	2,600	10,131	-
500	非晶合金變壓器	190	5,150	11,089	9,373
	S9 型矽鋼變壓器	960	5,150	20,462	-

注：假設無功當量係數取 0.1kW/kvar；年平均負載係數按 0.35，年運行時間按 8760h 計算

資料來源：輸配電設備網 群益證券

從節能經濟性角度考慮而言，我們採用投資差價回收法來分析，按照初始投資費用及後續節能費用來對比。我們根據計算(如表三)計算，在負載為25%情形下，大約3.1年時間可以回收投資成本差價，即使考慮貨幣時間價值因素也可在5年內收回投資差價。而根據總擁有費用法(簡稱TOC法)，當非晶合金變壓器的售價是S9變壓器的1.3倍時，TOC法測算的非晶變壓器性價比仍比S9高10.3%。因此，我們認為從節能、經濟效益來分析看，非晶合金變壓器在配電網領域都有很高的提升空間。

表三：非晶合金變壓器與矽鋼變壓器成本費用對比

容量(KVA)	產品類別	初始投資費用 元	年有功損耗 /KW	年無功損耗 /Kvar	年耗電費用(元)	節約費用
500	非晶合金變壓器	104,000	3,560	24,880	4,234	7,787
	S9 型矽鋼變壓器	80,000	10,305	68,680	12,021	-

資料來源：輸配電設備網 群益證券

“江蘇”模式開拓了公司由區域向全國擴張的步伐，而國家電網集中招標的模式更有利於公司進入更多的市場，南方電網也將部分採用非晶合金變壓器

合資模式、集中招標、南方電網招標等利好公司產品需求

公司此前採用的大部分模式都是公司與地方企業合資進入地方市場的模式。目前公司組建了江蘇、上海、山西、河南、山東、福建等六家合資公司，目前江蘇省的市場佔有率達到了 50%，去年與幾年都達到了 6 億元左右的營收規模，而江蘇省電網公司規定，新增的配電變壓器採用非晶合金變壓器比例要達到三成以上，這有利於公司在當地的市場擴容。福建市場目前營收規模在 1.5 億元左右，受益海西經濟建設提速，預計今、明兩年的複合增長率將達到 35~40%。其他市場的增速今年預計將保持在穩定 20%左右的水準。

公司業績主要看點來自於國家電網集中招標及南方電網市場的開拓：國家電網公司目前正在推進對配電變壓器的集中招標採購，集中招標地區以及規模的增加有助於公司進入更多的市場，即使不通過在當地設立合資公司的形式也能進入一些區域的市場，有利於公司降低行銷成本，擴大銷售範圍。此外，非合金變壓器的能耗優勢及綜合成本優勢在集中公平招標中更容易體現，有利於增加電網非合金變壓器的招標比例。我們也最近獲悉，南方電網也將在明年年初的配電變壓器招標中有採用非晶合金變壓器的計畫，公司產品成功進入南方電網的市場也表明非晶合金變壓

器越來越得到認可，而隨著南方電網市場的成功進入有望給公司帶來新的快速增長機會。

毛利率水準仍有望維持在 35.0%左右的較高水準，保證業績的成長

從毛利率水準來看，公司今年受益於產品結構調整毛利率水準較高的組合式變壓器及銅庫存管理，毛利率預計將達到 40.0%左右的高水準，而隨著庫存銅低價的成本優勢逐漸減少，公司毛利率水準將逐步回歸到 35.0%左右的正常區間。

新能源業務有望成為新的利潤增長點

新能源非晶合金變壓器運用空間潛力大，有望給公司帶來新的利潤增長點

公司在 2008 年下半年開發新能源市場，開發出了適合風能和太陽能發電專用的非晶合金變壓器，並申請了多項相關技術專利並成功中標上海申能開發的《長興島風力發電專案》和《臨港新城風力發電項目》。2010 年公司在上海世博會主會場和中國館安裝使用太陽能專用非晶合金變壓器，目前公司產品已經逐步進入一些區域的市場，開始產生業績。

根據新能源規劃 2020 年，風能發電合計裝機達到 1.5 億千瓦，未來 10 年年均新增 1200 萬千瓦，我們預計風電變壓器市場容量年均在 12000 萬~15000kVA，假定其中 10%採用非晶合金變壓器，相當於帶來 1200 萬~1500kVA 市場，則對 500kVA 變壓器的需求約在 24000~30000 台，單台 7.4 萬元的價格，年均市場在 17.8~22.2 億元，憑藉公司在非合金領域處於龍頭地位，我們認為公司在新能源領域的市場潛力很大。

安泰科技量產非晶帶材利好公司成本控制

我們認為，上游原材料受限是非晶合金變壓器在前期推廣受制約的因素之一。唯一的上游供應商對行業的利潤水準、規模擴展都有一定的限制。在 2009 年，安泰科技 1 萬噸非晶帶材試運行生產線投入運營，今年 5 月份 4 萬噸，待生產工藝較成熟後，預計年產將達到 10 萬噸。儘管從目前來看，安泰科技所生產非晶帶材與日立工藝成熟度等方面仍有改善空間，但我們認為上游供給者的增加將提高公司的議價能力，未來公司的成本仍有下降空間。

盈利預測

通過以上分析，我們認為公司作為非晶合金變壓器龍頭企業，其技術、管道都在行業領域有無可比擬的優勢。而且從價格差異上來看，目前非晶合金變壓器僅比在“節能減排、農網改造”大背景下，我們認為非晶合金變壓器得到廣泛認可仍是有較大可能的事件。但我們同樣認為，公司業績的釋放受國家推廣因素影響較大，業績的釋放是個逐步的過程。

預計公司 2010 年、2011 年實現營收 1468.46 百萬元(YOY+13.3%)、1917.58 百萬元(YOY+30.6%)，實現淨利潤 315.97 百萬元(YOY+23.7%)、374.51 百萬元(YOY+18.5%)，EPS 為 0.51 元、0.61 元，當前股價對應 2010 年、2011 年 PE 分別為 28X、24X，鑒於公司行業面臨重大發展機遇，業績有超預期可能，給予公司“買入”建議，目標價 18.3 元(2011 年 PE30X)。

預期報酬(Expected Return ; ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER \geq 30%)；買入 Buy (10% $>$ ER \geq 30%)

中性 Neutral (10% $>$ ER $>$ -10%)

賣出 Sell (-30% $<$ ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	1,258	1,596	1,296	1,468	1,918
經營成本	973	1,239	818	887	1,230
營業稅金及附加	7	5	7	10	10
銷售費用	31	25	25	26	38
管理費用	62	71	86	81	86
財務費用	3	7	6	2	1
資產減值損失	0	4	2	-	-
投資收益	42	41	-	-	-
營業利潤	224	284	353	458	551
營業外收入	1	2	16	12	0
營業外支出	0	1	0	1	0
利潤總額	224	286	368	469	551
所得稅	29	40	63	90	110
少數股東損益	18	35	50	63	66
歸屬於母公司所有者的淨利潤	177	211	255	316	375

附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	538	774	536	429	472
應收賬款	314	191	266	320	368
存貨	220	321	387	406	467
流動資產合計	1,124	1,342	1,231	1,212	1,371
長期股權投資	62	0	0	-	0
固定資產	65	108	116	128	102
在建工程	6	50	81	90	80
非流動資產合計	147	429	492	534	447
資產總計	1,271	1,771	1,722	1,746	1,818
流動負債合計	464	738	418	502	602
非流動負債合計	0	-	-	-	-
負債合計	464	738	418	502	602
少數股東權益	62	91	127	146	165
股東權益合計	744	942	1,177	1,200	1,245
負債及股東權益合計	1,271	1,771	1,722	1,746	1,818

附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	89	310	144	172	207
投資活動產生的現金流量淨額	(0)	(363)	(60)	(90)	(135)
籌資活動產生的現金流量淨額	269	289	(321)	(190)	(29)
現金及現金等價物淨增加額	358	235	(238)	(107)	43

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或職員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或職員或會對此份報告內描述之證券；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。