

九洲电气（300040）：高压变频器新贵

机械/电气设备

合理价：30.82—33.50 元

报告日期：2009 年 12 月 18 日

主要财务指标（单位：万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	299	364	469	634
(+/-)	30.41%	21.54%	28.82%	35.28%
营业利润	29	42	69	96
(+/-)	16.33%	46.08%	64.89%	39.42%
归属于母公司的净利润	36	46	71	94
(+/-)	18.57%	28.55%	52.26%	33.09%
每股收益(元)	0.52	0.67	1.02	1.35

公司发行新股基本情况

发行后总股本（万股）	6657
发行股数（万股）	1657
发行价格（元）	.
发行市盈率（倍）	.
发行动态市盈率（倍）	.
第一大股东	李 寅
第一大股东持股比例（发行前/发行后）	29.15% / 21.60%
发行前每股净资产（元）	5.21
发行前资产负债率	51.03%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相机械组

联系人：张 哲

010-66045719 zhangzhe@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 1800 万股，发行后总股本为 6945 万股。公司第一大股东李寅先生发行后持股 21.60%。
- **重点开发高压变频器和直流操作电源。**公司主营业务为高压电机调速产品、直流操作电源产品、电气控制及自动化产品的开发、生产及销售。其中，高压电机调速产品、直流操作电源产品是未来开发的重点。
- **高压变频器市场需求广阔。**高压变频器主要用于关键设备的驱动、高压电机的节能运行，广泛应用于电力、冶金、石油、化工、城市建设等行业。电机系统节能改造投资回报高，回收期短，平均回收期不超过三年。2009-2012 年国内变频器市场需求增速在 40%以上。
- **内资高压变频器领军企业。**高压变频器市场具备很高的技术门槛，市场集中度较高，国外的厂商略占优势。以合康亿盛、九洲电气、智光电气为代表的内资企业市场正在扩张中，2008 年九洲电气市场占有率约为 5%，排在内资企业的第 2 位。
- **募股资金投向。**募集资金盈利项目有两个：1、年产 500 套高压大功率变频调速装置扩建项目；2、新型电力电子器件功率产品成套装置扩建项目。加上工业企业技术中心建设项目，总投资额为 18,568 万元。高压大功率变频调速装置扩建项目建设期 2 年，建成后将达到 500 套/年。预计年新增收入 17,000 万元，新增利润总额 4,634 万元。新型电力电子器件功率产品成套装置扩建项目建设期 1 年，达产后高频开关电源产能增至 1400 套/年，另外，新增兆瓦级风力发电变流器 100 套/年。预计新增收入 13,500 万元，新增利润总额约 3600 万元。
- **盈利预测及估值。**预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.67、1.02、1.35 元。参考可比上市公司的市盈率水平，我们认为公司的合理市盈率在 46—50 倍，公司股票上市后的合理价格区间为 30.82—33.50 元。
- **公司面临的主要风险：**与罗克韦尔合作破裂风险；税收优惠政策变化风险。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	3
2. 高压变频器居国内三甲	5
2.1 节能减排重要产品	5
2.2 需求增速在 40%以上	5
2.3 厂商数量不多，外资稍占优势	6
2.4 国内高压变频器领军企业之一	7
3. 直流操作电源、电气控制及自动化侧重不同	8
3.1 直流操作电源行业平稳增长	8
3.2 国内厂商占据大部分市场	8
3.3 08 年订单创新高	8
3.4 电气控制及自动化产品不是发展重点	9
4. 募集资金项目	10
5. 盈利预测与估值分析	10
6. 风险揭示	11

图表目录

图表 1 公司三类主要产品	3
图表 2 此次发行前股权结构及控制关系	3
图表 3 发行前后股本结构对比	4
图表 4 变频器应用行业市场份额分布	5
图表 5 变频器市场需求预测	5
图表 6 国内变频器市场厂商	6
图表 7 2006-2009 年公司变频器销售情况	7
图表 8 2006-2009 年公司贴牌变频器销售情况	7
图表 9 2005-2007 年直流操作电源企业整体情况	8
图表 10 部分直流操作电源厂商（单位：万元）	8
图表 11 2006-2009 年高频直流电源销售情况	9
图表 12 不同电压等级电气控制产品特征	9
图表 13 2006-2009 年高频直流电源销售情况	9
图表 14 募投项目资金投向（单位：万元）	10
图表 15 同类业务上市公司市盈率	10
图表 16 九洲电气盈利预测（单位：万元）	11

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

哈尔滨九洲电气股份有限公司系哈尔滨九洲电力设备制造有限公司整体变更设立，注册资本5,145万。公司主营业务为高压电机调速产品、直流操作电源产品、电气控制及自动化产品的开发、生产及销售。

图表 1 公司三类主要产品（万元）

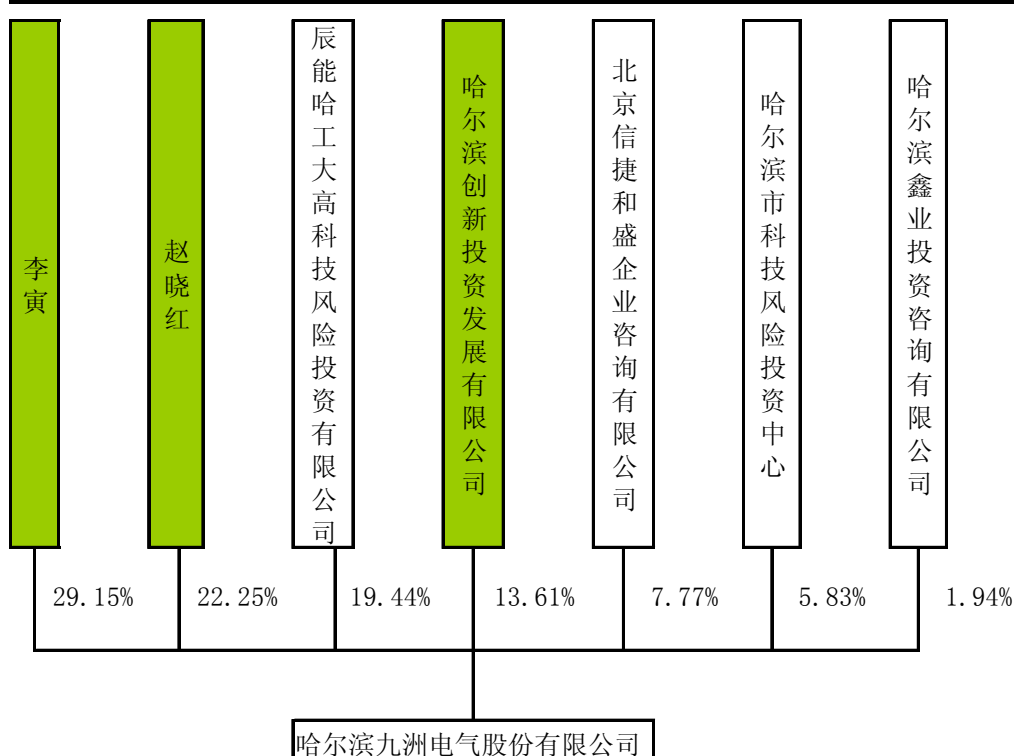
产品类别	产品名称	投产年份	2009年1-9月收入
高压电机调速产品	高压变频器	2004	15,194
直流操作电源产品	高频开关直流电源	1998	4,895
电气控制及自动化产品	高低压开关柜、进线柜等	2003	4,705

资料来源：招股说明书，天相投顾

1.2 公司股本结构

公司拟发行1800万股A股，其中网下配售数量为360万股，占此次发行总量的20%；网上以资金申购方式发行数量为1440万股，占此次发行总量的80%。发行后公司总股本增至6945万股，其中新发股票占发行后总股本的26%。

图表 2 此次发行前股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书，天相投顾

李寅先生与赵晓红女士系夫妻关系，为公司实际控制人。李寅持有创新投资 56.85% 股权，为创新投资的控制股东。

图表 3 发行前后股本结构对比

股东	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	股权性质	限售期
李寅	1,500	29.15	1,500	21.60	限售流通 A 股	36 个月
赵晓红	1,145	22.25	1,145	16.49	限售流通 A 股	36 个月
辰能投资	1,000	19.44	862	12.41	限售流通 A 股	12 个月
创新投资	700	13.61	700	10.08	限售流通 A 股	36 个月
北京信捷	400	7.77	400	5.76	限售流通 A 股	12 个月
科技投资	300	5.83	258	3.72	限售流通 A 股	12 个月
鑫业投资	100	1.94	100	1.44	限售流通 A 股	12 个月
社保基金会			180	2.59	限售流通 A 股	12 个月
此次发行股						
网下发行	——	——	334	5.00%	限售流通 A 股	3 个月
网上发行	——	——	1336	20.00%	流通股	——
合计	5145	100.00%	6945	100.00%	——	——

资料来源：招股说明书 天相投顾

2. 高压变频器居国内三甲

2.1 节能减排重要产品

变频器安装于电源与电动机之间，通过改变频率与输出电压，调节电动机的运行速度，达到节约用电和提高电动机运行效率的目的。

高压变频器主要用于关键设备的驱动、高压电机的节能运行，广泛应用于电力、冶金、石油、化工、城市建设等行业。高压电机是最大的终端耗电设备，年耗电约占全国用电量的60%，是工业领域节能的重点。发改委《“十一五”十大重点节能工程实施意见》披露，通过改变调节方式，全国每年节电约500亿-700亿千瓦时。

图表 4 变频器应用行业市场份额分布

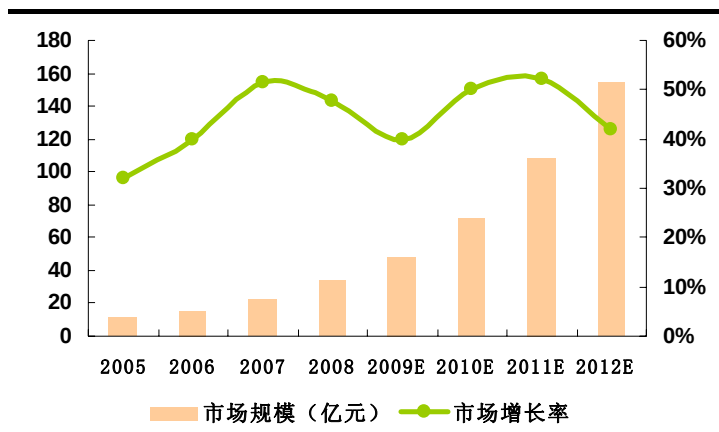
应用行业	市场规模（亿元）	份额
电力	8.9	26.10%
冶金	5.4	14.30%
水泥	4.3	12.50%
石油石化	3.9	11.50%
化工	3.3	9.70%
采矿	3.1	9.00%
市政	2.9	8.60%
其它	2.3	8.30%
合计	34.0	100.00%

资料来源：招股说明书 天相投顾

2.2 需求增速在 40%以上

中国自动化网发布的《2009年中国变频器市场研究报告》预测，2009-2012年国内变频器市场需求增速在40%以上。

图表 5 变频器市场需求预测



资料来源：招股说明书 天相投顾

高压变频节能良好的经济性。电机系统节能改造投资回报高，回收期短，平均回收期不超过三年。不考虑电机寿命延长，仅靠节约电费即可回收全部投资。据“十一五”十大重点节能工程实施意见》，高压系统改造平均每投入1元，年节电0.86千瓦时。随着电价的上调，回收期将进一步缩短。

2.3 厂商数量不多，外资稍占优势

高压变频器市场具备很高的技术门槛，市场集中度较高。从企业规模和竞争实力看，国内外的主流厂商已经占据了绝大部分市场份额，形成了较为稳定的竞争格局。对于新进入者来说，将面临较高的技术壁垒。

国际的主流厂商不多，有德国西门子公司、美国罗宾康公司（2004年被西门子收购）、罗克韦尔公司、瑞士ABB公司和日本东芝三菱公司等。

国内只有5-8家厂商掌握高压变频器的核心技术，具备从研发、设计到生产、售后一条龙服务实力，如利德华福（已被外资收购）、合康亿盛、东方日立（合资）、九洲电气、智光电气等。

图表 6 国内变频器市场厂商

厂商名称	市场份额（%）
北京利德华福电气技术有限公司	20.50%
西门子自动化与驱动集团	14.70%
东芝三菱电机工业系统（北京）有限公司	11.80%
北京合康亿盛科技有限公司	11.50%
东方日立（成都）电控设备有限公司	7.40%
北京ABB 电气传动系统有限公司	5.90%
哈尔滨九洲电气股份有限公司	5.00%
智光电气	4.70%
湖北三环发展股份有限公司	4.40%
山东新风光电子科技发展有限公司	4.00%
罗克韦尔	3.80%
深圳市微能科技有限公司	1.50%
荣信股份	1.30%
动力源	1.20%
其它	20.50%

资料来源：招股说明书 天相投顾

从市场份额排名来看，外资厂商占据一定优势。市场份额排名最高的是国内厂商是合康亿盛，排名第4。九洲电气在国内厂商中排名第2，总排名第7。虽然与智光电气、湖北三环、新风电子等差距不大，但是，把与罗克韦尔的合作及贴牌代工考虑在内（下文详细说明），我们认为，九洲电气目前稳坐内资第二的交椅。

2.4 国内高压变频器领军企业之一

公司是国内高压电机节能领域的开拓企业之一，至今已有十年的高压电机节能领域生产、技术经验。1999年，通过批量生产内反馈串级调速系统进入电机节能领域，2005年以来，主导产品从内反馈串级调速系统成功转型为高压变频器。中国电器工业协会变频器分会秘书处2008年统计数据显示，公司2008年主要经济指标工业总产值在行业统计的国内高压变频器企业中名列第三位。

公司现有产能为250套/年，已不能满足日益增长的订单需求。

图表 7 2006-2009年公司变频器销售情况

	销售收入（万元）	销量（套）	订单（套）
2006年	4,693	60	81
2007年	13,593	193	218
2008年	14,507	214	247
2009.1-9	14,937	224	236

资料来源：招股说明书 天相投顾

与国际巨头罗克韦尔展开合作。罗克韦尔公司是一家工业自动化跨国公司，该公司的高压变频器采用电流源SGCT 功率器件串联型技术路线，其“AB”品牌是代表高品质的百年品牌。公司通过为罗克韦尔公司贴牌生产高压变频器，成为其全球高压变频器生产合作伙伴。提升了工艺水平，为公司持续快速发展奠定了基础。与罗克韦尔公司达成人员培训意向，公司的人员可以到罗克韦尔公司总部进行培训，提高了技术和管理水平。

图表 8 2006-2009年公司贴牌变频器销售情况

	2006年	2007年	2008年	2009年1-9月
高压变频器贴牌销售收入（万元）	2,611	7,293	8,218	6,592
占高压变频器总销售收入的比例	55.64%	53.65%	56.65%	44.13%
占公司主营业务收入的比例	15.11%	31.80%	27.47%	26.59%

资料来源：招股说明书 天相投顾

随着我国节能减排工作的深入开展，高压电机节能行业市场需求必将高速增长。我们认为，重要装备国产化乃大势所趋，国家有关部门可能会出台利好内资企业的政策，以合康亿盛、九洲电气、智光电气为代表的内资企业，产品较国外产品具备优势，再加上政策的倾斜，市场份额将进一步扩大。这个“中进洋退”的过程将给公司带来重大机会。

3. 直流操作电源、电气控制及自动化侧重不同

3.1 直流操作电源行业平稳增长

直流操作电源主要用于发电厂和变电站，向控制装置、保护装置、调节一次设备的传动机供电。高频开关直流电源是新型电力电子器件产品，直接关系着输变电系统的安全，有输变电设备“心脏”之称。

国内直流操作电源市场处于稳定增长阶段，自 2001 年以来，电源产量保持 10% 上下的年增速。行业基本处于供求平衡状态。

图表 9 2005-2007年直流操作电源企业整体情况

年度	平均净利率	资本增值率	投资收益率
2005	13.40%	11.50%	13.20%
2006	12.80%	11.80%	12.70%
2007	13.50%	12.30%	13.40%

资料来源：招股说明书 天相投顾

3.2 国内厂商占据大部分市场

在直流操作电源领域，国内厂商技术较为成熟，目前，该市场基本为国内厂商所垄断。产品面向全国的主要企业有深圳奥特迅电力设备有限公司、许继电源有限公司、九洲电气、烟台东方电子玉麟电气有限公司、青岛青整电气科技有限公司、江苏大唐科源电气有限公司等。

图表 10 部分直流操作电源厂商（单位：万元）

公司名称	2006年	2007年	2008年
深圳奥特迅电力设备股份有限公司	14,515	15,570	13,792
许继电源有限公司	/	9,216	12,796
九洲电气	5,394	5,234	9,239

资料来源：招股说明书 天相投顾

3.3 08 年订单创新高

公司高频直流操作电源订单连年增长，2008 年订单额达到 1.26 亿元，同比增长 79.53%。公司现有产能为 800 套/年，08 年通过加班加点方式生产了 1134 套，产能扩张十分必要。

图表 11 2006-2009年高频直流电源销售情况

	销量(套)	销售收入(万元)	订单(万元)
2006年	719	5,394	5,310
2007年	628	5,234	7,044
2008年	1134	9,239	12,646
2009.1-9	602	4,895	7,821

资料来源：招股说明书 天相投顾

3.4 电气控制及自动化产品不是发展重点

电气控制及自动化产品是输配电环节的成套电气装置，主要起到接受、分配和控制电能的作用。电气控制及自动化产品种类繁多，以高低压开关柜、进线柜、旁路柜为主。

图表 12 不同电压等级电气控制产品特征

类别	电压等级	特征
超高压设备	126KV 及以上	对生产厂商的技术要求最高，目前国内仅有少量技术和资金雄厚的大型企业可以批量生产。 广泛应用于城乡电网、终端用户等各个领域，
高压设备	3.6KV~72.5KV	是我国电气控制及自动化产品中用量最大的产品； 对产品的技术水平和防护等级要求很高； 生产企业较多，利润均衡，竞争激烈。
低压设备	0.4KV 及以下	用途十分广泛，市场容量非常巨大； 生产企业众多，产品技术水平差别较小，利润均衡， 竞争激烈。

资料来源：招股说明书 天相投顾

该行业厂商较多，竞争激烈，各家的占有率都不高。九洲电气生产的是高压和低压类产品。我们认为，该业务不是公司未来发展的重点。

图表 13 2006-2009年高频直流电源销售情况

	收入	数量(套)	产能
2006年	3,908	971	1,500
2007年	2,994	727	1,500
2008年	5,919	1,458	1,500
2009.1-9	4,705	1,152	1,500

资料来源：招股说明书 天相投顾

4. 募集资金项目

募集资金盈利项目有两个：1、年产500套高压大功率变频调速装置扩建项目；2、新型电力电子器件功率产品成套装置扩建项目。加上工企业技术中心建设项目，总投资额为18,568万元。

高压大功率变频调速装置扩建项目：公司现有变频器调整装置产能250套/年，募投项目建设期2年，建成后将达到500套/年。预计年新增收入17,000万元，新增利润总额4,634万元。

新型电力电子器件功率产品成套装置扩建项目：公司现有高频开关电源产能800套/年，建设期1年，项目达产后，高频开关电源产能增至1400套/年，另外，新增兆瓦级风力发电变流器100套/年。新增收入13,500万元，新增利润总额约3600万元。

图表 14 募投项目资金投向（单位：万元）

项目名称	总投资	第一年	第二年	第三年	第四年
年产500套高压大功率变频调速装置扩建项目	9,938	5,564	2,915	801	658
新型电力电子器件功率产品成套装置扩建项目	5,330	4,092	860	378	—
企业技术中心建设项目	3,300	3,300	—	—	—
合计	18,568	12,956	3,775	1,179	658

资料来源：招股说明书 天相投顾

5. 盈利预测与估值分析

预计公司2009-2011年每股收益分别为0.67元、1.02元、1.35元。与公司业务类似的上市公司中部分估值过高，我们认为公司的合理市盈率在46—50倍，公司股票上市后的合理价格区间应为30.82—33.50元。

图表 15 同类业务上市公司市盈率

上市公司	市盈率（09E）
许继电气	60
智光电气	90
荣信股份	42
动力源	48
均值	60

资料来源：天相投资分析系统

图表 16 九洲电气盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	22,953	29,933	36,382	46,867	63,402
营业收入增长（%）		30.41%	21.54%	28.82%	35.28%
毛利率（%）	29.83%	29.17%	28.93%	28.26%	28.08%
二、营业总成本	20,521	27,076	32,210	39,988	53,811
营业成本	16,105	21,202	25,858	33,623	45,600
营业税金及附加	113	144	105	150	250
资产减值损失	351	681	420	450	530
期间费用	3,952	5,049	5,827	5,765	7,431
其中：销售费用	2,051	2,452	2,632	3,281	3,892
管理费用	1,187	1,990	2,535	2,984	3,639
财务费用	714	607	660	-500	-100
期间费用率（%）	17.22%	16.87%	16.02%	12.30%	11.72%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	24	0	0	0	0
三、营业利润	2,455	2,856	4,172	6,879	9,591
营业利润增长（%）		16.33%	46.08%	64.89%	39.42%
营业利润率（%）	10.70%	9.54%	11.47%	14.68%	15.13%
加：营业外收入	1,018	1,155	1,100	1,200	1,300
减：营业外支出	25	83	56	100	150
四、利润总额	3,448	3,928	5,216	7,979	10,741
利润总额增长（%）		13.92%	32.79%	52.98%	34.61%
减：所得税	405	320	578	918	1,343
实际所得税率（%）	11.75%	8.15%	11.08%	11.5%	12.5%
五、净利润	3,043	3,608	4,638	7,062	9,398
净利润增长（%）		18.57%	28.55%	52.26%	33.09%
其中：归属母公司所有者净利润	3,043	3,608	4,638	7,062	9,398
母公司净利润增长（%）		18.57%	28.55%	52.26%	33.09%
少数股东损益	0	0	0	0	0
摊薄每股收益	0.44	0.52	0.67	1.02	1.35

资料来源：招股说明书 天相投顾

6. 风险揭示

过于依赖罗克韦尔风险：2006-2008 年，公司对罗克韦尔公司的销售收入占主营业务收入的比例分别为 15%、32%、27%。如未来与罗克韦尔公司的合作出现变化，对公司的经营业绩将产生较大影响。

税收优惠政策变化风险：2006-2008 年公司享受企业所得税优惠影响金额分别为 610 万、569 万、586 万元，占同期合并净利润比例分别为 33.66%、18.70%、16.23%。作为高新技术企业，公司 2008-2010 年企业所得税减按 15%征收。若优惠政策发生变化，将对公司的业绩产生一定影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014