

投资品 - 电气设备

2010 年 1 月 12 日

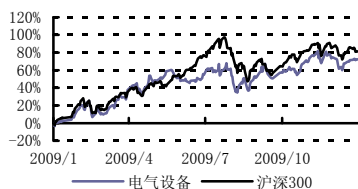
重要资料

总股本 (百万股)	1005.00
流通股 (百万股)	900.00
募集资金总额	2517.90 (百万元)
行业 PE (X)	31.71
新股价格 (元)	23.98
第一大股东	南存辉
公司网址	http://www.chint.net

财务数据

	2006	2007	2008
营业收入 (百万)	3377.2	4184.8	4442.0
增长率%	0.00	23.92	6.15
净利润 (百万)	196.07	366.00	388.46
增长率%		86.67	6.14
毛利率%	21.10	23.37	25.17
净利率%	5.81	8.75	8.75
ROE	40.96	41.37	37.71
ROA	10.73	15.39	19.44
资产负债率	72.52	59.86	44.69

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
电气设备	-1.19%	9.63%	72.60%
沪深 300	-2.60%	10.06%	81.51%

世纪证券机械设备小组

010-0105175756
0755-83199599-8136

luqin@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

世纪证券机械设备小组, 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。

向世界一流低压电器集成商迈进

—正泰电器 (601877) 新股定价报告

投资建议: 积极申购

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	4442	4665	5314	6384
净利润 (百万元)	388	641	718	796
营业收入增长率%	6.15%	5.02%	13.91%	20.13%
净利润增长率%	6.14%	64.90%	12.03%	10.85%
每股收益 (元)	0.43	0.64	0.71	0.79

- 我们认为公司 09 年合理动态 PE 为 35.71-43.21, 对应合理价格区间为 21.07-25.49 元。公司申购价格为 23.98 元, 处于合理价格区间。考虑到公司在低压电器领域强大的技术实力、渠道和品牌效应, 募投项目将带来竞争力显著提升, 建议投资者“积极申购”。
- **低压电器行业龙头。**公司是我国最大的低压电器生产商, 有 406 个系列、11916 个规格的各式低压电器产品; 产销量连续 6 年位居行业第一, 以销售收入计算, 公司 08 年市场占有率达到 10%。
- **低压电器市场前景持续向好。**固定资产投资带动低压电器行业 15% 的复合增长率; 未来高速增长的电力投资对低压电器产品有良好的需求拉动; 新能源和智能电网的大力开发将对高效稳定的升级低压电器产品构成较大需求; 海外市场也有旺盛的需求, 俄罗斯、美国、东南亚以及中东为国内低压电器设备商带来巨大市场。
- **渠道和品牌助公司向世界一流低压电器集成商转型。**公司建立了全国 15 个区域办事处、2000 余家各级经销商, 300 余家核心经销商完成经营升级; 公司共有专利权 174 项, 专利申请权 91 项, 先后开发了 100 多个系列, 200 多个基型的具有自主知识产权的新产品, 研发投入均超过销售收入的 3%; 施耐德与公司的和解促进了公司品牌全球拓展的道路。
- **三大产品为主导, 中高端节能产品成为新的利润增长点。**配电电器、终端电器和控制电器收入贡献达 90% 以上; 随着未来诺雅克项目建成投产, 中高端节能型产品将成为本公司下一个利润增长点。
- **财务分析: 经营稳健, 资产管理能力较高。**07-08 年, 营收同比分别增长 23.92% 和 6.15%, 营业利润同比分别增长 100.39% 和 3.69%, 净利润同比分别增长 95.32% 和 13.10%。强大的议价能力及对原材料成本的有效控制, 使毛利率稳步提升。另外公司应收账款和存货管理能力处于行业领先水平。
- **盈利预测:**我们预测公司 2009-2011 年净利润分别达到 6.41 亿元、7.18 亿元和 7.96 亿元, 对应的摊薄后的每股收益分别为 0.64 元、0.71 元和 0.79 元。

公司概况

正泰电器是我国最大的低压电器生产商。主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器和电子电器等低压电器产品的研发、生产和销售。公司的低压电器产品在国内产品种类最为齐全，有 406 个系列、11916 个规格的各式低压电器产品。

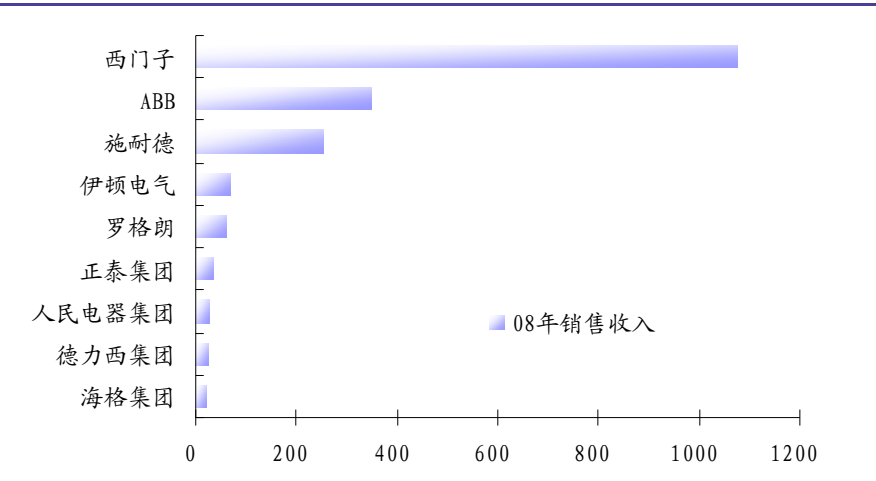
Figure 1 公司主要产品类别

产品类别	实图	本公司主要产品
配电电器		万能式断路器、塑壳断路器、自动转换开关电器、刀开关、熔断器等
控制电器		交流接触器、起动器、热继电器、电动机保护继电器、电磁继电器、时间继电器、主令电器等
终端电器		小型断路器、剩余电流动作断路器、隔离开关、浪涌保护器等
电源电器		变压器、稳压器、不间断电源、应急电源、互感器、频敏变阻器等
电子电器		变频器、软起动器等

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司在低压电器行业有 26 年的行业积累，建立了经验丰富的管理、研发、生产和销售团队。产品产销量连续 6 年位居行业第一，以销售收入计算，公司 08 年市场占有率达到 10%。08 年主营业务收入达到 44.22 亿元，同比增长 6.15%，09 年 1-6 月，公司销售收入达到 20.69 亿元。

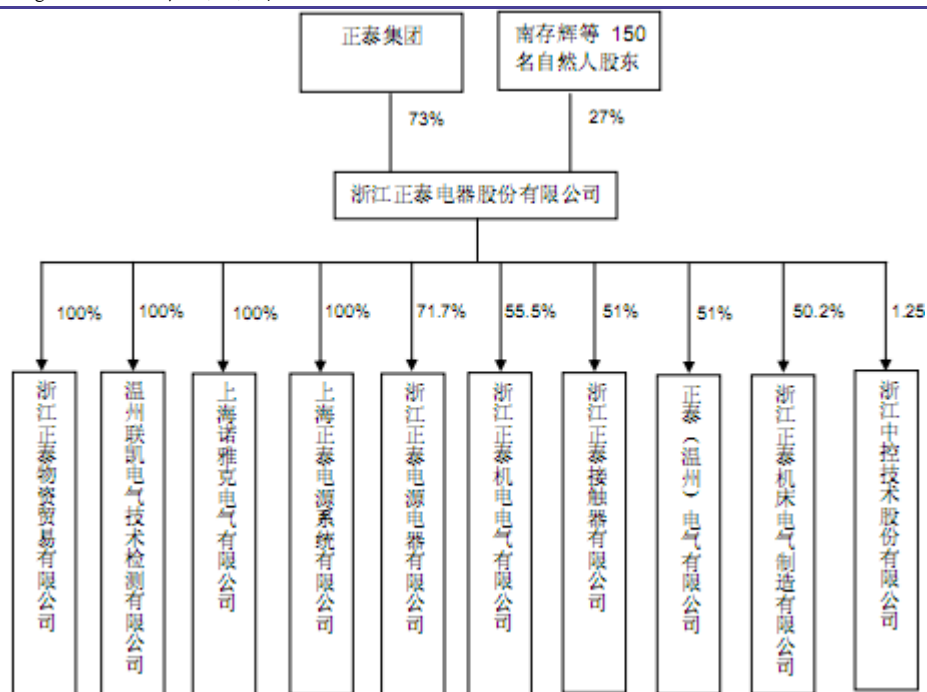
Figure 2 08 年主要低压电器企业收入比较



数据来源：世纪证券研究所

正泰集团持有公司 73% 的股份，是本公司的控股股东；南存辉持有正泰集团 27.78% 的股份，是正泰集团的第一大股东；南存辉同时持有公司 6.37% 的股份，直接和间接合计持有本公司 26.65% 的股份，是公司的实际控制人。

Figure 3 公司股权结构



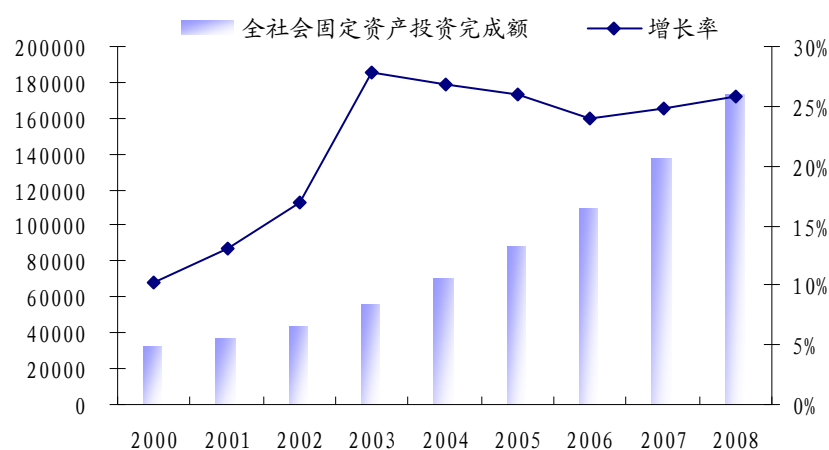
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

低压电器市场前景持续向好

固定资产投资高速增长

2000-2008 年中国全社会固定资产投资增长迅速，年均复合增长率为 23.01%；受此带动，2000-2008 年低压电器行业总产值也快速增长，年均复合增长率在 15% 以上。

Figure 4 2000-2008 年我国全社会固定资产投资（单位：亿元）



数据来源：wind、世纪证券研究所

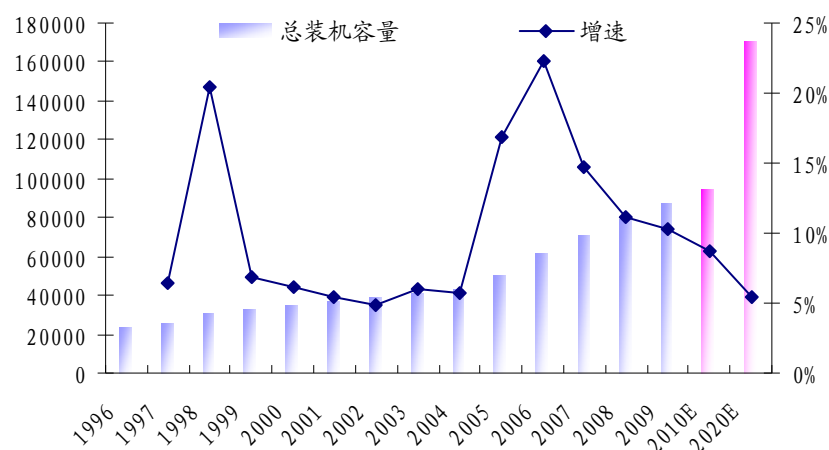
2008 年国家出台了 4 万亿基础设施建设投资计划及十项促进经济增长的措施等配套经济刺激方案，相关方案的逐步落实将较大程度地扩大国内市场需求总量，我们认为中国低压电器产品需求仍将维持较高景气。

发电装机带来的增量和存量的需求

低压电器产品的需求包含增量需求及存量需求两部分。由于电能都是通过低压电器的分配以实现利用的，每新增 1 万 kW 发电量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套。

2008 年全国新增发电装机容量 9051 万千瓦，全国发电总装机容量近 8 亿千瓦，继续保持每年新增近 1 亿千瓦的增长速度。根据中电联预测，“十一五”期间，全社会用电量将保持 11%-12% 年均增长，到 2010 年全社会用电量将达到 4.28 万亿千瓦时，发电总装机容量 9.5 亿千瓦左右。未来高速增长的电力投资仍将对低压电器产品有良好的需求拉动。

Figure 5 我国电力总装机容量及预测（单位：万千瓦）



数据来源：中电联、世纪证券研究所

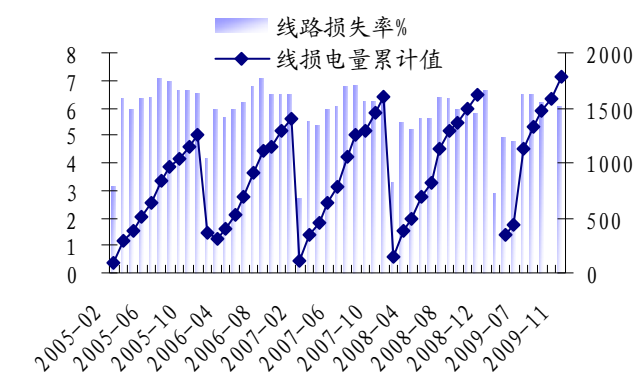
出于产品寿命、安全性及稳定性等考虑，一般低压电器产品使用周期在 5 年左右，因此低压电器产品存在稳定而可持续的更新维修需求。截至 2008 年底，中国总电力装机容量达到近 8 亿千瓦。若根据 1 万 kW 发电量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套计，可简单估计目前在使用中的各类低压电器产品约有 48 亿件。因此构筑于中国日益增长的经济总量基础上的数量巨大的现役低压电器产品，存在着可观的更新维修需求。

低压电器的应用升级

2007 年，我国在输配电上的电力损失量高达 2,269.36 亿千瓦时左右，全国电网输配电线损率为 6.97%，但这一比例在日本仅为 3.89%。

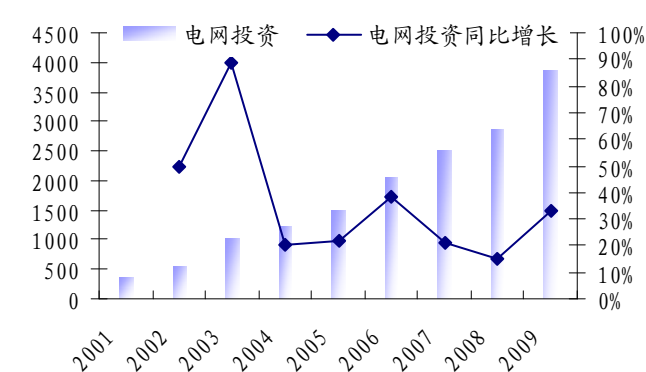
根据国家发改委制定并发布的《节能中长期专项规划》，将采用先进的输、变、配电技术和设备，逐步淘汰能耗高的旧设备。由于低压电器作为输配电设备和电网用电侧的配套产品，大规模的电网投资将对智能化、小型化、模块化、可通讯的升级低压电器产品的市场需求起到显著的带动作用。

Figure 6 我国历年输配电损失情况



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 7 我国历年电网投资及增速

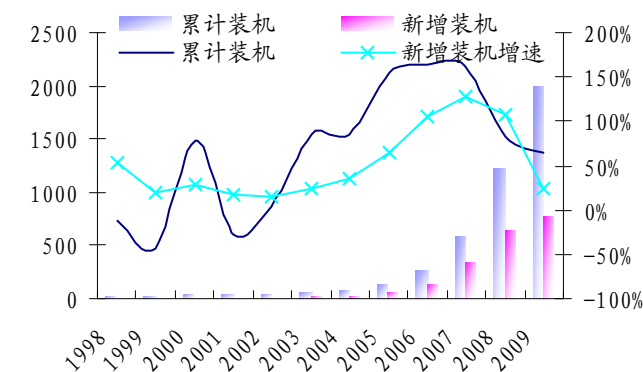


数据来源: 中电联、世纪证券研究所

新能源和智能电网对低压电器的需求

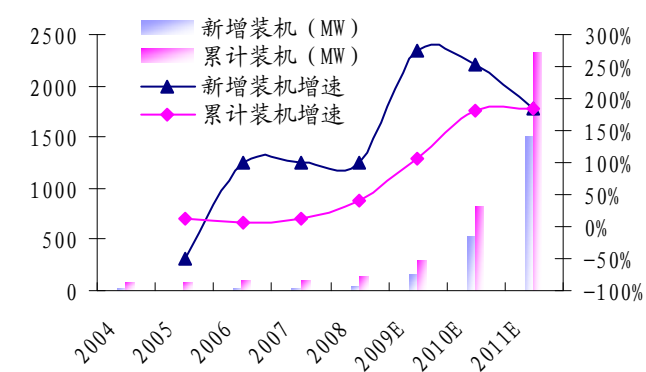
大力开发风能、太阳能等新能源和智能电网建设是下一阶段中国电力工业的重要发展方向。新能源和智能电网的大力开发将对高效稳定的升级低压电器产品构成较大需求。据预测，到 2015 年我国低压电器消费层次将接近美国等发达国家水平。所以，总体而言低压电器升级产品的需求将超越行业增长速度，不断快速扩张，是行业发展的重要趋势。

Figure 8 我国历年风电装机容量 (单位: 万千瓦)



数据来源: 世纪证券研究所

Figure 9 我国光伏装机容量及预测



数据来源: 世纪证券研究所

海外市场的也有旺盛的需求

俄罗斯电网改造计划，电网改造项目将持续 8-10 年，市场容量达 1,000 亿美元，对应年均投资 700-1,000 亿元人民币。

北美地区因电网建设时间长，面临大面积老化，已造成多次停电事故。因此北美将进入一个对电网进行投资建设、维修和更新的阶段。预计美国电网升级改造的投资额为 500 亿-1,000 亿美元。受益于美国智

能电网建设，未来二十年，小型化、智能化的低压配电和控制电器将迎来巨大的发展机遇。

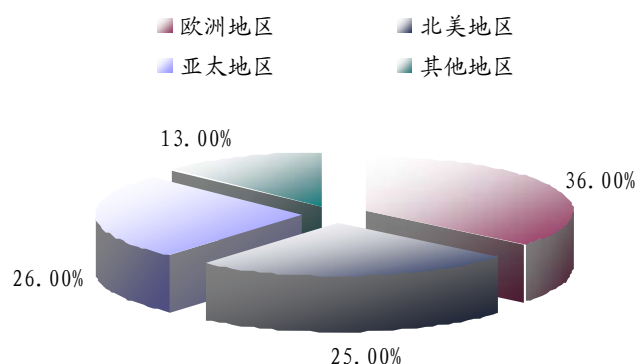
中东和非洲为了实现经济的增长，大量固定资产投资和电力装机容量将不可避免。

国内企业面临突出重围的机遇

全球低压电器市场竞争较为分散

从全球市场看，目前全球低压电器生产领域主要的跨国企业有施耐德电气、罗格朗、西门子、ABB、GE、美国 Hubbell、美国 Cooper Industries、美国伊顿集团和意大利 Gewiss。根据 JP Morgan 的统计，2005 年上述企业在全世界低压电器市场的合计占有率为 30%，位居行业第一的施耐德电气市场占有率为 8%。

Figure 10 全球低压电器市场分布



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

上述 9 家厂商在欧洲市场和北美市场合计市场占有率分别为 41% 及 38%，在亚洲市场及世界其它地区合计市场占有率分别为 11% 和 29%。因此以全球视角而言，低压电器市场占有情况仍处于较为分散的状态。国际间低压电器市场的分散竞争态势，为拥有成本和后发优势的中国企业开拓海外市场提供了发展机遇。

国内低压电器三类企业共存

2008 年中国低压电器生产企业超过 2,000 家，工业总产值上亿元的低压电器生产企业共有 57 家，其中产值 10 亿元以上的有 11 家。全行业可划分为三类竞争企业：一是产品门类齐全，相互间进行全方位竞争的企业；二是专注于若干子产品，参与行业局部竞争的企业；三是无明显产品优势和特点的中小型企业。从数量上而言，第三类企业占据绝大多数，同质化竞争严重。

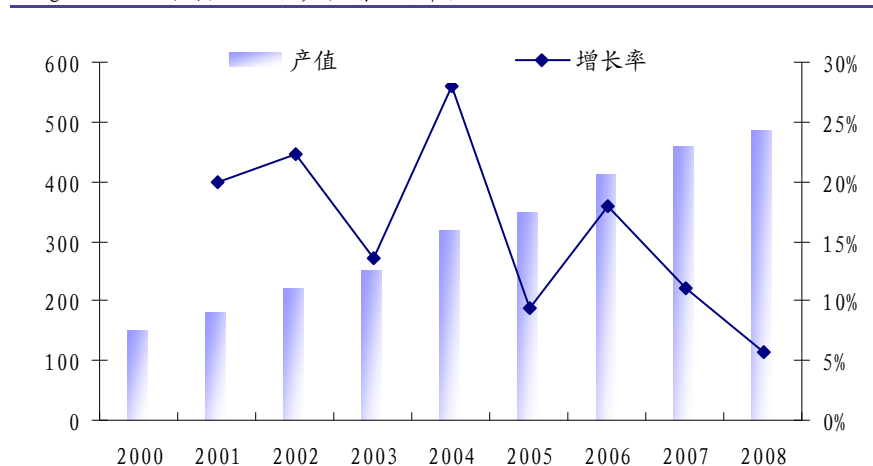
Figure 11 国内低压电器行业竞争特点

竞争特点		企业代表
第一类	产品门类齐全，相互间进行全方位竞争	本土企业：正泰电器、德力西电气； 跨国公司：ABB、施耐德、罗格朗、西门子
第二类	专注于子产品，参与行业局部竞争	本土企业：常熟开关、人民电器、良信电气、百利电气、二一三电器； 跨国公司：伊顿电气、海格集团
第三类	无明显产品优势和特点	大部分中小型企业

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

虽然跨国公司在国内高端产品市场凭借技术和品牌占据领先地位，但正泰电器、常熟开关等本土企业正不断缩小差距，快速进入高端领域。正泰电器产销量连续 6 年位居行业第一，以销售收入计公司 2008 年市场占有率在 10% 左右。

Figure 12 国内低压电器产值情况（单位：亿元）



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

渠道和品牌助公司向世界一流低压电器集成商转型

强大的渠道优势确立国内领先地位

低压电器大多是标准化器件，销售渠道的优势对于产品销售的拓展意义重大。公司采用分销和直销的方式销售产品，其中分销占销售总额的 80% 以上。

Figure 13 公司近年来两种销售方式比例及金额

	2009H1		2008		2007		2006	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
分销	176,425.83	85.26%	363,975.77	86.32%	338,289.22	86.59%	271,486.93	87.60%
直销	30,501.02	14.74%	57,682.91	13.68%	52,387.34	13.41%	38,425.56	12.40%

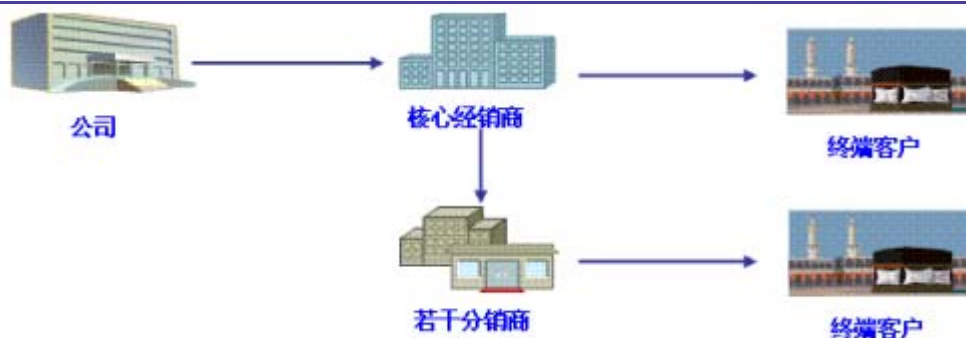
数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司作为中国产销量最大的低压电器企业，在 20 多年的专注发展中使“正泰”成为中国著名的本土低压电器品牌。在中国最有价值商标 500 强排行榜中，“正泰”名列低压电器行业第一。“正泰”商标还被评

为首批 300 家“全国重点保护品牌”, 2004 年公司获得国内质量领域最高荣誉——“全国质量奖”。

公司建立了以区域办事处为核心, 以经销商为平台、以分销商(二级经销商)为补充的营销网络; 建立了全国 15 个区域办事处、2000 余家各级经销商; 300 余家核心经销商完成经营升级, 建立电子商务平台, 对接公司 SAP/R3 系统。到 2010 年, 预计分销商在县级及以上市场的覆盖率将达到 95%, 经销商的平均年销售能力达到 4,000 万元/家。

Figure 14

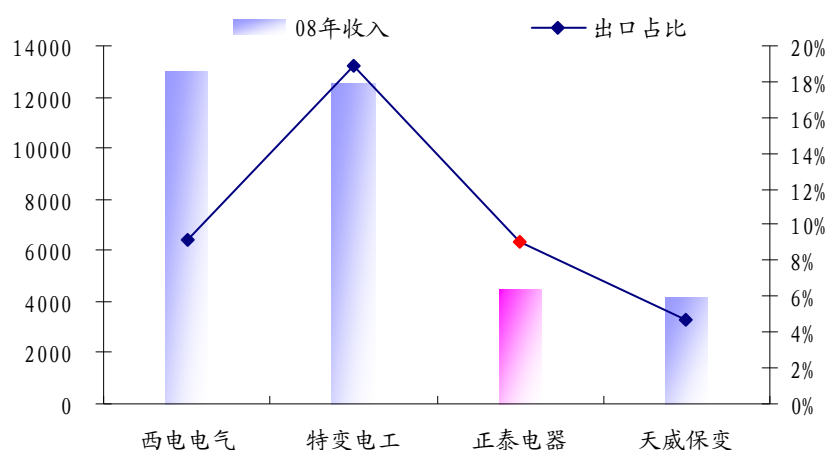


资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

施耐德与公司的和解促进了公司品牌全球拓展的道路

公司强大的技术研发能力造就了低压电器领域强大的品牌效应, 在 26 年的发展历程中, 与施耐德等跨国公司激烈竞争中不断成长, 其品牌价值也不断提升。正泰集团诉施耐德电气(天津)侵犯正泰集团实用新型专利一案, 于 09 年 4 月 15 日达成和解, 施耐德向公司支付补偿金 1.575 亿元, 至此, 施耐德与公司达成全球和解。

Figure 15 国内主要输变电设备商出口收入占比



数据来源: 世纪证券研究所

公司国际销售通过自有品牌出口和 OEM 出口相结合的方式。目前, 国际销售占公司总收入的 8%-10%。公司在海外设有 2 个驻外办事处, 目前销售领域已到达全球 90 多个国家和地区, 其中 45% 销往欧洲市场, 逐

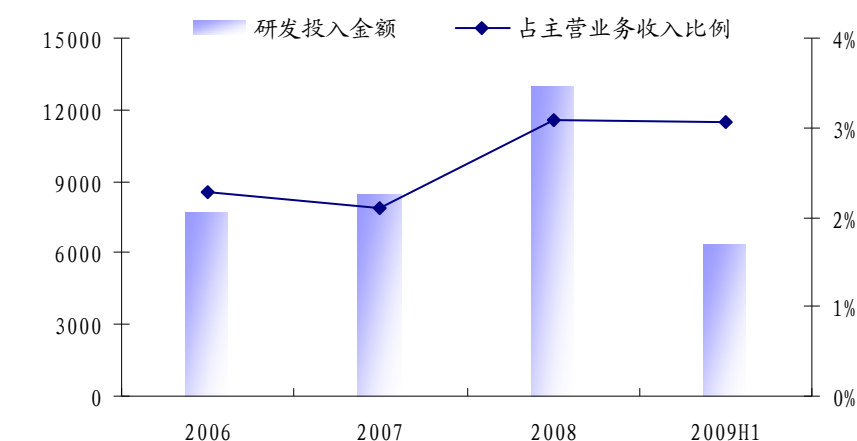
步形成了欧洲、亚洲、拉美三个主要区域市场鼎立，非洲业务快速增长的销售格局，品牌效应初步显现。这次施耐德在全球范围与正泰电器达成和解，为公司的低压电器全面进军海外市场扫清道路。

技术优势成为品牌和渠道具备长期竞争力的保障

公司建立了与国内领先高校、科研院所的产学研一体的新产品新技术研发体系、仿真技术研究分析等基础技术研发体系和完善的产品验证体系；建立了断流容量可满足交流 400V，150kA 试验要求的试验验证室；拥有国内一流的物理和化学分析试验室和产品外包装物堆垛跌落以及抗冲击、振动的模拟道路运输试验系统，配置了国际最先进的六个有害元素分析设备。

目前公司及控股子公司共有专利权 174 项，专利申请权 91 项。公司先后开发了 100 多个系列，200 多个基型的具有自主知识产权的新产品。08 年以来，公司研发投入均超过销售收入的 3%。

Figure 16 公司历年研发投入及占比



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

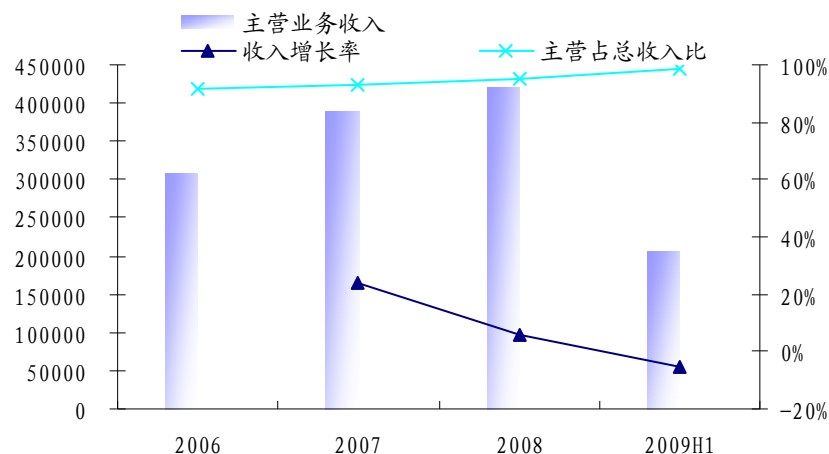
三大产品为主导，中高端节能产品成为新的利润增长点

收入稳定增长

08 年金融危机对我国商品出口及国内市场需求造成了相当的负面影响，但公司适时采取了合理的降价保量政策，使销售量得以增长，08 年实现营收同比增长 6.15%，出口也出现逆势增长。2009 年以来，随着经济回暖，公司生产销售情况较 2008 年底上升明显。2009 年 1-6 月公司实现营业收入 209,963.92 万元，较上年同期小幅下降 5.53%。

驱动营业收入增长的来源是公司主营业务的增长。从结构上而言，2006 年、2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月，本公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 91.77%、93.36%、94.92%及 98.55%，持续上升，公司主营业务突出。

Figure 17 公司主营业务收入及增长率 (单位: 万元)

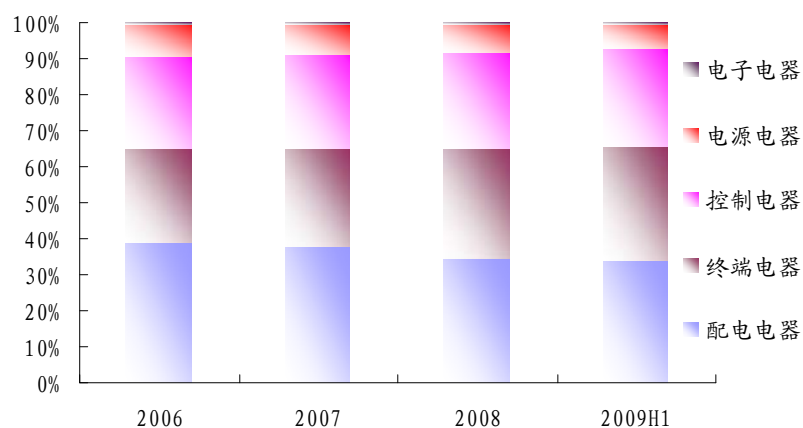


数据来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

三大产品为主导, 成为主营业务的根基

公司近三年及一期主营业务收入主要来源于配电电器、终端电器和控制电器三种产品, 在 2006 年、2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月上述产品的销售收入占本公司主营业务收入的比例分别达到了 90.81%、91.15%、91.53%及 92.50%, 其中主打产品配电电器的占比分别为 38.86%、37.66%、34.50%及 34.08%。

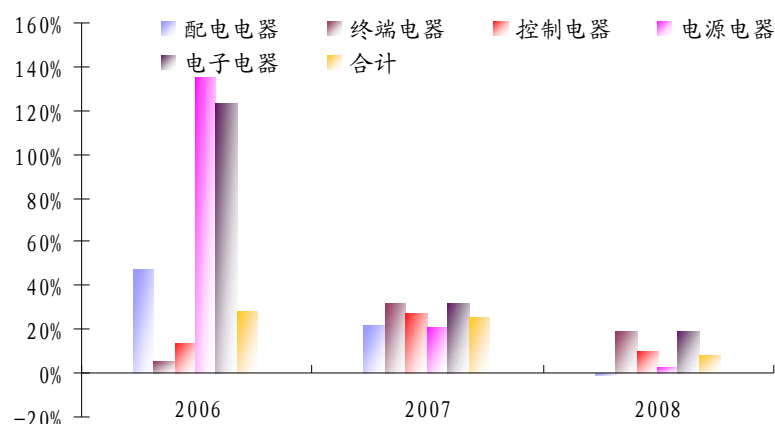
Figure 18 公司主要产品收入结构及变化



数据来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

公司近三年主导产品的销售收入增长较快。配电电器 07 年同比增长 22.16%, 2008 年受到经济危机带来的市场需求减弱的影响, 配电电器销售收入微幅下降了 1.10%; 终端电器 07-08 年增长率分别为 31.92%和 19.31%; 控制电器 07-08 年增长率分别为 27.65%和 10.59%, 总体保持稳步增长。

Figure 19 公司各业务同比增速情况



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

中高端节能产品将成为新的利润增长点

电源电器和电子电器两类产品是公司近年来发展最快的两项业务。2005 年 9 月公司收购了正泰集团下属互感器公司、变压器公司、稳压器公司等，随着这些资产的经营，公司在电源电器和电子电器两类产品业务上实现了快速增长。

电源电器与电子电器作为主要节能配套低压电器产品，其市场前景非常广阔，有望继续保持快速增长。随着未来诺雅克项目建成投产后，中高端节能型产品将成为本公司下一个利润增长点。另外从国际范围来看，太阳能等新能源在电力行业逐步普及运用，与之配套的中高端节能型低压电器产品将成为低压电器行业的主导产品。本公司大力拓展中高端市场的战略，将能支撑公司营业收入的持续稳定增长。

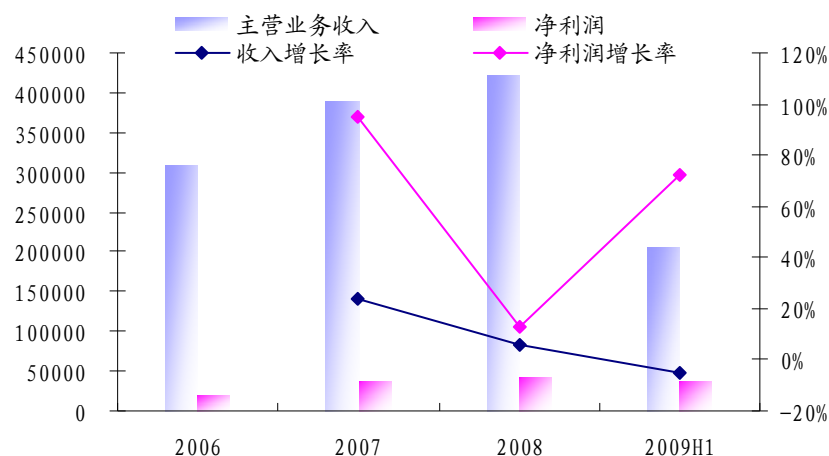
财务分析：经营稳健，资产管理能力较高

主导产品盈利能力突出

07-08 年，营收同比分别增长 23.92%和 6.15%，营业利润同比分别增长 100.39%和 3.69%，净利润同比分别增长 95.32%和 13.10%。08 年营业利润的增幅低于营收增幅主要是 08 年期间费用和非经常性损益较 2007 年均有较大幅度上升。

09 年 1-6 月本公司的营业收入较 08 年 1-6 月同比下降 5.53%，但营业利润同比增长 22.42%，主要原因是综合毛利率的提升。加上收到从正泰集团分得的施耐德补偿款 7,000 万元，营业外收支净额大幅提升；同时，09 年上半年税率从 08 年上半年的 25%下降到 15%，导致 09 年上半年净利润同比增长 72.68%。

Figure 20 公司历年营收和净利润增长情况



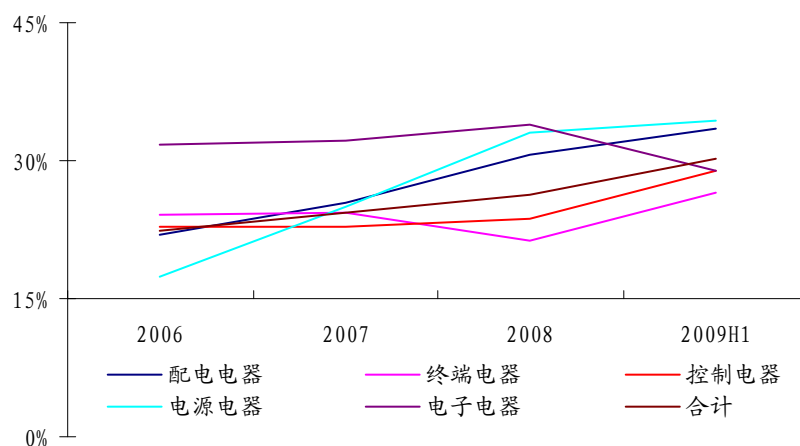
数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

毛利率提升明显

2006 年、2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月公司综合毛利率分别为 21.10%、23.37%、25.17%及 30.28%，综合毛利率 2009 年 1-6 月较 2008 年同期提高了 5.47%，保持平稳上升的趋势。

其中配电电器、控制电器和电源电器毛利率 08 年以来均有大幅提升，约有 8-10 个百分点。

Figure 21 主要产品毛利率变化情况



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

我们认为司毛利率平稳上升的主要原因是公司强大的议价能力及对原材料成本的有效控制：

(1) 公司拥有较强的议价能力。公司产品技术处于国内领先、国际先进水平，凭借其产品优势和营销优势，具有较强的产品定价能力，能将部分原材料成本转嫁于下游产业。这就构成了公司盈利能力保持平稳上升，且优于行业平均水平的一大重要因素。

Figure 22 可比上市公司毛利率比较

可比公司	2006	2007	2008	2009H1
百利电气	14.52%	16.60%	18.10%	19.88%
宝光股份	25.89%	24.57%	24.09%	23.26%
东源电器	28.48%	28.79%	26.47%	28.70%
华仪电气	12.25%	24.86%	26.89%	24.07%
长征电气	27.98%	29.61%	37.08%	43.48%
思源电气	48.10%	46.32%	42.28%	45.34%
平均	26.20%	28.46%	29.15%	30.79%
正泰电器	22.41%	24.39%	26.20%	30.13%

数据来源: wind、世纪证券研究所

(2) 制造成本有效控制。公司十分重视生产过程中的成本控制, 利用与国际一流公司合资合作的机会, 学习其先进管理经验, 导入国外先进企业的精益化生产模式, 改进现场工艺水平, 提高公司生产物流管理效率, 并运用先进的计算机管理手段加以固化。

(3) 原材料成本有效控制。公司主要原材料包括铜、银、塑料、钢材等, 公司积极物色并选定专业、优质、合作性好的供应商, 并保持良好固定的供应关系。同时为稳定生产成本, 降低原材料供应的波动风险, 公司还尝试对电解铜采取期货套期保值操作。虽然近三年有色金属原材料价格明显上涨, 但单位生产成本基本保持稳定。

Figure 23 公司历年原材料使用及其价格变动情况

原材料类别	2006		2007		2008		2009H1	
	耗用比例	较05年价格涨幅	耗用比例	较06年价格涨幅	耗用比例	较07年价格涨幅	耗用比例	较08年价格涨幅
铜	23.62%	72.24%	23.80%	13.88%	19.15%	-9%	13.82%	-39.08%
银	12.15%	50.79%	9.51%	12.28%	9.56%	3%	8.06%	-21.34%
钢材	4.36%	-19.30%	4.13%	7.53%	5.07%	27%	3.95%	-29.78%
塑料	12.16%	-3.97%	10.60%	-5.48%	8.38%	2%	9.15%	-11.93%

数据来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

(4) 产品结构的调整。由于产品销售结构等其他因素的影响, 部分毛利率高的产品如配电电器 NM1 系列、控制电器 CJX2 等销售比重上升, 使得本公司 2009 年 1-6 月增加毛利 1,965.81 万元, 使得主营业务毛利率提高了 0.95%。

期间费用率基本保持稳定

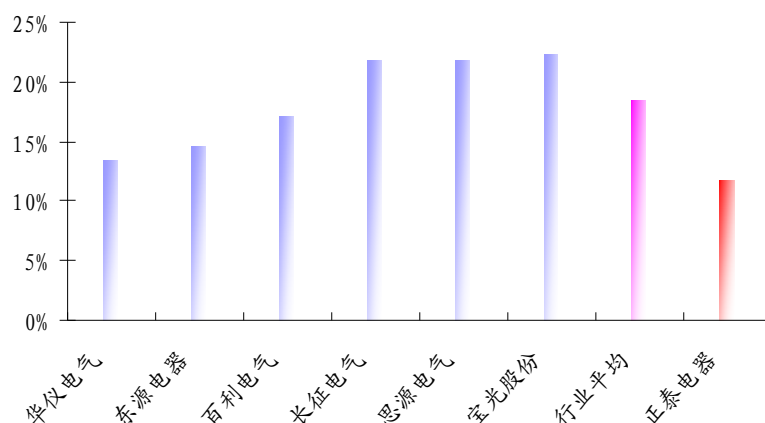
最近三年及一期本公司财务费用逐年下降, 而管理费用和销售费用基本保持稳定, 公司期间费用率保持在 10% 左右, 低于可比上市公司平均水平。

Figure 24 公司历年期间费用情况

	2006	2007	2008	2009H1
销售费用率	6.73%	5.25%	5.60%	4.75%
管理费用率	5.44%	4.22%	5.77%	5.86%
财务费用率	0.74%	0.55%	0.38%	-0.03%
期间费用率	12.91%	10.02%	11.75%	10.58%

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 25 08 年公司与行业可比公司期间费用率比较



数据来源：wind、世纪证券研究所

公司实行买断式的经销商模式进行销售，有利于公司借助经销商拓展销售渠道，扩大市场份额，特别是对二、三级市场的有效渗透，同时又减少了公司直接建设营销网络的费用，有效控制了销售费用的增长。

最近三年公司财务费用占主营业务收入的比例分别为 0.74%、0.55% 和 0.38%，财务费用增长水平低于营业收入的增长水平，这主要是由于公司根据资金状况，偿还了部分短期借款所致。

盈亏平衡点及敏感性分析

2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月，本公司综合毛利率的增长对营业利润增长幅度的影响分别约为 33.52%、14.02% 及 36.10%。

Figure 26 毛利率变化对营业利润影响的敏感性分析

项目	2009H1	2008年	2007年	2006年
毛利率	30.28%	25.17%	23.37%	21.10%
毛利率每增加1%，营业利润增幅	6.60%	7.79%	14.70%	-
毛利率增长点数	5.47%	1.80%	2.28%	-
毛利率增长点数对营业利润增幅的影响	36.10%	14.02%	33.52%	-

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

2007 年、2008 年及 2009 年 1-6 月，本公司期间费用率的变动对营业利润增长幅度的影响分别约为 36.46%、-13.94% 及 -4.95%。

Figure 27 期间费用率变化对营业利润影响的敏感性分析

项目	2009H1	2008年	2007年	2006年
期间费用率	10.43%	11.15%	9.36%	11.84%
期间费用率变动1%，营业利润的变动幅度	-6.60%	-7.79%	-14.70%	-
期间费用率变动的点数	0.75%	1.79%	-2.48%	-
期间费用率变动点数对营业利润增幅的影响	-4.95%	-13.94%	36.46%	-

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

影响公司净利润最主要的因素为产品价格、产品变动成本、销售量和固定成本。其中产品价格和变动成本对净利润影响最为明显。

Figure 28 影响公司净利润主要因素的敏感性分析

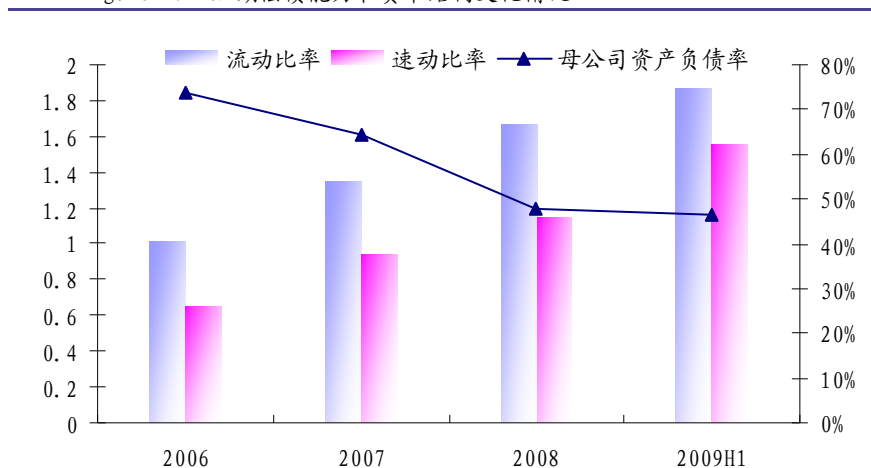
	2006年	2007年	2008年
销售量敏感系数	2.24	1.69	1.97
产品价格敏感系数	10.52	6.96	7.22
变动成本敏感系数	8.27	5.27	5.26
固定成本敏感系数	1.24	0.69	0.92

数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司资产结构合理，具备良好的偿债能力

公司负债结构与资产结构相匹配，符合公司经营特点。资产负债率从 06 年的 73.60% 下降到 08 年的 47.70%。流动资产和固定资产占资产总额的 95% 以上，其中流动资产占 74% 以上；公司负债均为流动负债，其中应付账款为流动负债的主要组成部分。随着公司未来进一步向以技术和资本密集为特征的高端产品扩展，公司将适当增加非流动负债。

Figure 29 短期偿债能力和资本结构变化情况



数据来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司的流动比率和速动比率有逐年上升的趋势，公司偿债能力不断提升。流动比率由 2006 年的 1.02 增加到 2009 年上半年的 1.87，增长了 83.33%；速动比率由 2006 年的 0.65 增加到 2008 年的 1.55，增长了 138.46%。

但从整体上看，06-08 年整体流动比率和速动比率仍相对不高，其原因在于近年来公司业务发展迅速，销售规模快速增长，这就需要大量的流动资产来予以支撑。

Figure 30 可比上市公司速动比率比较

	2006	2007	2008	2009H1
百利电气	1.06	0.79	0.79	0.87
华仪电气	1.07	1.07	0.94	1.40
长征电气	1.25	1.55	1.24	1.22
东源电器	2.03	1.36	1.26	1.19
宝光股份	1.24	1.34	1.38	1.41
思源电气	1.03	1.42	1.87	1.89
平均	1.28	1.25	1.25	1.33
正泰电器	0.65	0.94	1.15	1.55

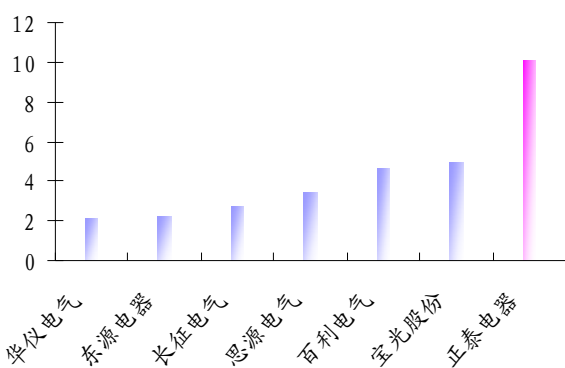
数据来源：wind、世纪证券研究所

资产管理能力卓越

从公司历年应收账款的账龄组成分析，公司应收账款主要为 1 年以内的应收账款（2008 年末占比 98.31%，2009 年 6 月 30 日占比 97.25%），2008 年应收账款周转天数 35.75 天，2009 年 1-6 月应收账款周转天数 44.12 天，在可比上市公司中处于领先水平。

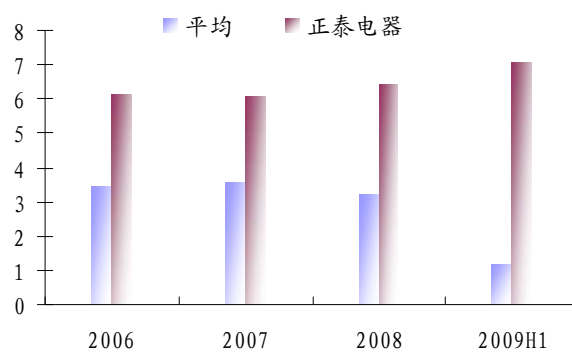
应收账款周转率不断加快的原因在于，公司通过销售渠道优化，强化了对代理商的管理，通过对信用总额和信用期限的控制，将代理商回款与销售奖励兑现挂钩，提高了对代理商应收账款的周转速度。

Figure 31 2008 年可比公司应收账款周转率比较



数据来源：wind、世纪证券研究所

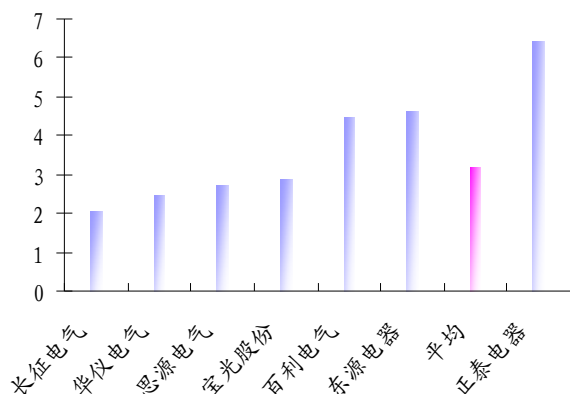
Figure 32 正泰电器历年应收账款周转率与行业比较



数据来源：wind、世纪证券研究所

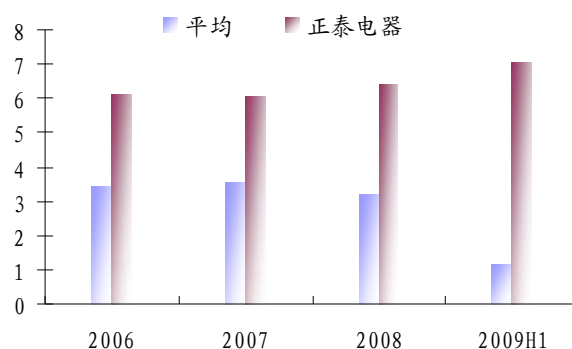
近三年及一期本公司存货周转率保持在较高水平。存货周转天数始终在 60 天以下，表明公司产品一直保持较好的销售形势，处于行业领先地位。

Figure 33 2008 年可比公司存货账款周转率比较



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 34 正泰电器历年存货周转率



数据来源: wind、世纪证券研究所

募集项目实现竞争力的又一次提升

本次拟公开发行 10,500 万股,募资用于年产 6,000 万套智能电器建设项目及诺雅克节能型控制及配电电器产品生产基地建设项目。两个项目投资总额为 1.51 亿元,项目使用募集资金 1.40 亿元。

Figure 35 募投项目及资金安排 (单位: 万元)

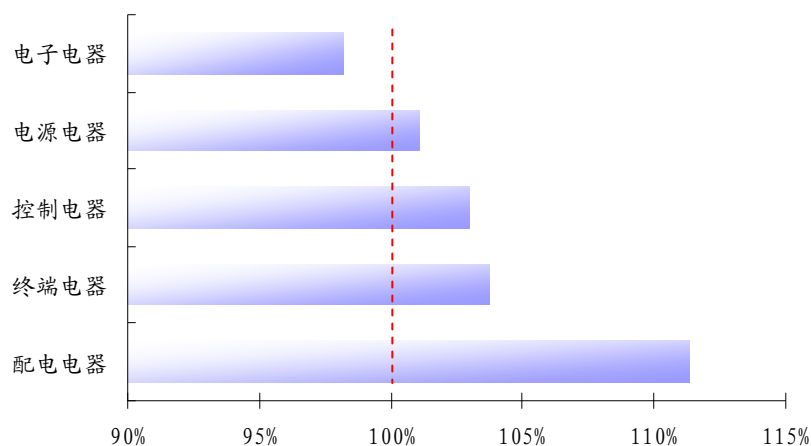
项目	总投资	使用募集		铺底流动	募集资金使用计划		
		资金金额	固定资产投资		第一年	第二年	第三年
年产6000万套智能电器建设项目	59,658	54,918	44,244	15,414	18,685	17,742	18,491
诺雅克节能型控制及配电电器产品生产基地建设项目	91,410	85,410	67,420	23,990	18,520	28,064	38,826
合计	151,068	140,328	111,664	39,404	37,205	45,806	57,317

资料来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

募投项目一: 年产 6000 万套智能电器建设项目

低压电器“智能化、模块化、小型化、多功能”的发展趋势,对产品质量、技术性能、节能效应及材料环保性提出新的要求。项目完全达产后,可实现新增年产 6000 万台(套)智能低压电器产品的生产能力,可解决目前主要产品产能约束问题,预计新增销售收入 262,956 万元。

Figure 36 09 年中期公司主要产品产销率



数据来源: 公司招股说明书、世纪证券研究所

募投项目二：诺雅克节能型控制及配电电器项目

诺雅克项目是公司进一步开拓高端产品市场的重要举措。诺雅克将设计并采用新的商标及品牌形象，从高起点进入低压电器的中高端市场，目标市场包括国内工程项目和海外市场。

2008 年，正泰电器产品出口额 3.5 亿元左右，占公司主营业务比例约为 8%，诺雅克项目将成为公司出口产品的重点生产基地，主要定位为发达国家的区域市场。

通过诺雅克项目，大规模进入国内工程项目市场，为高端客户（如通信设备制造商，大型系统集成商等）提供电器产品的定制服务，加强对大型行业客户（如钢铁、石化、冶金、家电企业等）的服务力度，推行全方位的低压电器供应及系统解决方案的业务模式。

本项目的建设规模为新增 2,229.07 万台（套）节能型控制及配电电器的生产能力。项目建成完全达产后，新增年产值 30.7 亿元。

募投项目的实施，将促进公司产品升级和优化，从而为公司未来持续稳定的盈利能力奠定良好基础。

盈利预测

盈利预测假设：

（1）在 2011 年之前，公司三大主导产品仍受产能制约，增长速度相对较慢。电源电器和电子电器由于收入基数较小，增速将超过前者。

（2）09 年毛利率上涨主要受主要原材料价格的下降和产品价格调整影响，但 09 年以后，原材料价格又进入相对上涨的通道，而产品价格调整幅度有限。因此，我们预计在募投项目完成之前，产品毛利率有小幅下降趋势，而待产能扩充、高端产品投放市场后，综合毛利率又将提升。

（3）期间费用率继续保持较低水平，其中销售费用率有继续降低趋势，管理费用率维持不变，而财务费用率受募投资金影响，将有净利息收入贡献。

（4）营业外收入中，09 年公司收到施耐德 7000 万元赔偿款，还剩余 8750 万元，我们预计在 2010 年支付完成，因此将对 2010 年营业外收入产生较大影响。

(5) 假设所得税率和少数股东权益占净利润比例保持不变。

Figure 37 2009-2011 年公司各业务收入及增速预测 (单位: 万元)

	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
配电电器	120,425.77	147,114.10	145,489.13	70,518.57	155,673.37	174,354.17	209,225.01
增长率		22.16%	-1.10%		7.00%	12.00%	20.00%
终端电器	81,005.26	106,861.29	127,499.11	65,587.03	140,249.02	161,286.37	196,769.38
增长率		31.92%	19.31%		10.00%	15.00%	22.00%
控制电器	80,013.47	102,136.51	112,955.15	55,314.42	121,991.56	140,290.30	165,542.55
增长率		27.65%	10.59%		8.00%	15.00%	18.00%
电源电器	27,375.90	33,117.28	33,993.95	14,788.34	36,713.47	43,321.89	54,152.36
增长率		20.97%	2.65%		8.00%	18.00%	25.00%
电子电器	1,092.09	1,447.35	1,721.32	718.49	1,890.76	2,174.37	2,717.97
增长率		32.53%	18.93%		9.84%	15.00%	25.00%
合计	309,912.49	390,676.54	421,658.67	206,926.85	456,518.18	521,427.11	628,407.26
其他	27,803.42	27,804.26	22,550.66	3,037.07	10,000.00	10,000.00	10,000.00
营业收入合计	337,715.91	418,480.80	444,209.33	209,963.92	466,518.18	531,427.11	638,407.26
增长率		23.92%	6.15%		5.02%	13.91%	20.13%

数据来源: 世纪证券研究所

Figure 38 2009-2011 年公司各业务毛利率预测

	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
配电电器	21.97%	25.42%	30.72%	33.52%	32.50%	32.00%	32.00%
终端电器	24.19%	24.28%	21.26%	26.55%	25.00%	24.00%	24.00%
控制电器	22.89%	22.73%	23.75%	28.93%	26.00%	25.00%	25.00%
电源电器	17.34%	24.90%	33.11%	34.33%	34.00%	33.00%	33.00%
电子电器	31.83%	32.11%	33.83%	29.01%	32.50%	32.00%	32.00%
其他	6.42%	9.14%	6.02%	41.00%	6.00%	6.00%	6.00%
主营毛利率	22.41%	24.39%	26.20%	30.13%	28.58%	27.73%	27.74%

数据来源: 世纪证券研究所

按照我们的假设条件, 我们预测公司 2009-2011 年营业收入分别达到 46.65 亿元、53.14 亿元和 62.56 亿元, 增速分别达到 5.02%、13.91% 和 17.73%。

盈利预测:

按照我们的假设条件, 我们预测公司 2009-2011 年净利润分别达到 6.41 亿元、7.18 亿元和 7.96 亿元, 对应的摊薄后的每股收益分别为 0.64 元、0.71 元和 0.79 元。

Figure 39 2009-2011 年公司盈利预测 (单位: 百万元)

项目(单位: 百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3377.16	4184.81	4442.09	4665.18	5314.27	6384.07
(+/-%)	0.00%	23.92%	6.15%	5.02%	13.91%	20.13%
减: 营业成本	2664.71	3206.72	3323.82	3354.47	3862.60	4635.05
销售毛利率(%)	21.10%	23.37%	25.17%	28.10%	27.32%	27.40%
减: 营业税金及附加	14.63	20.14	26.67	27.99	31.89	38.30
/营业收入(%)	0.43%	0.48%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
减: 营业费用	208.49	205.16	235.95	233.26	255.09	306.44
/营业收入(%)	6.17%	4.90%	5.31%	5.00%	4.80%	4.80%
减: 管理费用	168.47	164.89	243.09	265.92	292.28	351.12
/营业收入(%)	4.99%	3.94%	5.47%	5.70%	5.50%	5.50%
减: 财务费用	22.84	21.47	16.06	-2.61	-4.65	-5.82
/营业收入(%)	0.68%	0.51%	0.36%	-0.06%	-0.09%	-0.09%
减: 资产减值损失	7.79	-11.50	10.06	12.00	8.00	5.00
加: 公允价值变动净收益	-0.10	0.14	-0.05	0.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	-5.46	-7.61	5.13	1.50	0.00	0.00
营业利润	284.67	570.45	591.53	775.66	869.06	1053.98
/营业收入(%)	8.43%	13.63%	13.32%	16.63%	16.35%	16.51%
加: 营业外收入	4.90	4.39	4.48	80.00	90.00	4.50
减: 营业外支出	8.02	10.07	24.12	13.00	15.00	12.00
利润总额	281.54	564.77	571.88	842.66	944.06	1046.48
/营业收入(%)	8.34%	13.50%	12.87%	18.06%	17.76%	16.39%
减: 所得税	83.96	178.84	135.38	151.51	169.74	188.16
净利润	197.59	385.93	436.50	691.15	774.32	858.32
/营业收入(%)	5.85%	9.22%	9.83%	14.82%	14.57%	13.44%
减: 少数股东损益	1.52	19.93	48.04	50.56	56.64	62.79
归属母公司净利润	196.07	366.00	388.46	640.59	717.67	795.53
/营业收入(%)	5.81%	8.75%	8.75%	13.73%	13.50%	12.46%
总股本	100.00	620.00	900.00	900.00	1005.00	1005.00
EPS	1.96	0.59	0.43	0.71	0.71	0.79
EPS(摊薄)	0.20	0.36	0.39	0.64	0.71	0.79

数据来源: 世纪证券研究所

估值及投资评级

相对估值:

我们选取 A 股市场与正泰电器业务相近或相关的 5 家上市公司, 09 年平均 PE 为 43.21 倍, 区间在 21.75-72.83 倍之间; 从整个电力设备板块看, 09 年动态 PE 为 37.71 (剔除负值)。

Figure 40 可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS		PE		2010-01-11 收盘价
		2009E	2010E	2009E	2010E	
600290.SH	华仪电气	0.40	0.63	38.41	24.40	15.28
600112.SH	长征电气	0.25	0.25	72.83	41.44	19.19
002028.SZ	思源电气	1.06	1.10	21.75	24.53	26.9
002074.SZ	东源电器	0.40	0.52	35.29	28.52	14.53
600312.SH	平高电气	0.36	0.59	47.77	30.42	16.78
平均		0.49	0.62	43.21	29.86	18.54

数据来源: wind、世纪证券研究所

因此，我们认为公司 09 年合理的动态 PE 波动区间为 35.71-43.21 之间，对应的合理价格区间为 21.07-25.49 元。

公司 IPO 一级市场中购价格为 23.98 元，处于合理价格区间。考虑到公司在低压电器领域强大的技术实力、渠道和品牌效应，募投项目不但缓解了目前公司面临的产能约束，而且加快公司向高端、环保、智能化、海外市场转型和拓展。

投资建议：

建议投资者积极申购。

风险提示

原材料价格波动的风险

原材料价格的波动对本公司经营业绩可能产生较大影响。09 年上半年以来，原材料价格大幅下降导致主营业务毛利率有较大程度上升；随着原材料价格的逐渐回升，本公司主营业务毛利率可能存在一定的下降风险。

进一步开拓中高端市场的风险

低压电器产品正逐渐过渡到以智能化、信息化、节能化、网络化为特征的新一代产品。根据公司发展战略，公司将加大在中高端市场的开拓力度，开拓中高端市场的过程中可能存在产品开发、品牌提升和市场营销等风险。

募投项目未达预期的风险

两个募投项目的建设期均为 3 年，即产能的释放需要等到 2011 年以后。而公司目前受制于产能瓶颈，2011 年之前主营业务收入增速趋缓，弱募投项目进度未达预期，将影响收入的增长。

同时，诺雅克项目进度若低于预期，则有可能影响公司在高端市场的拓展步伐，以及错失国内新能源行业的高景气阶段。

Figure 41 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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1486	2434	3026	3729	营业收入	4442	4665	5314	6384
现金	295	1151	1488	1919	营业成本	3324	3354	3863	4635
应收账款	472	457	569	663	营业税金及附加	27	28	32	38
其他应收款	8	7	9	10	营业费用	236	233	255	306
预付账款	51	50	58	70	管理费用	243	266	292	351
存货	462	555	660	777	财务费用	16	-3	-5	-6
其他流动资产	200	213	242	290	资产减值损失	10	12	8	5
非流动资产	512	604	969	1421	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	36	30	30	30	投资净收益	5	2	0	0
固定资产	382	465	847	1296	营业利润	592	776	869	1054
无形资产	70	70	70	70	营业外收入	4	80	90	5
其他非流动资产	24	38	22	24	营业外支出	24	13	15	12
资产总计	1998	3037	3995	5150	利润总额	572	843	944	1046
流动负债	893	1241	1215	1511	所得税	135	152	170	188
短期借款	17	50	80	100	净利润	437	691	774	858
应付账款	542	800	784	1073	少数股东损益	48	51	57	63
其他流动负债	334	391	350	338	归属母公司净利润	388	641	718	796
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	608	795	899	1106
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.71	0.71	0.79
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	893	1241	1215	1511	主要财务比率				
少数股东权益	75	126	182	245	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	900	900	1005	1005	成长能力				
资本公积	5	5	110	110	营业收入	6.1%	5.0%	13.9%	20.1%
留存收益	125	766	1484	2279	营业利润	3.7%	31.1%	12.0%	21.3%
归属母公司股东权益	1030	1671	2598	3394	归属于母公司净利润	6.1%	64.9%	12.0%	10.8%
负债和股东权益	1998	3037	3995	5150	获利能力				
					毛利率 (%)	25.2%	28.1%	27.3%	27.4%
现金流量表					净利率 (%)	8.7%	13.7%	13.5%	12.5%
单位: 百万元					ROE (%)	37.7%	38.3%	27.6%	23.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	60.1%	100.3%	53.5%	48.6%
经营活动现金流	368	913	506	911	偿债能力				
净利润	437	691	774	858	资产负债率 (%)	44.7%	40.9%	30.4%	29.3%
折旧摊销	0	22	35	58	净负债比率 (%)	1.88%	4.03%	6.59%	6.62%
财务费用	16	-3	-5	-6	流动比率	1.66	1.96	2.49	2.47
投资损失	-5	-2	0	0	速动比率	1.14	1.51	1.94	1.95
营运资金变动	0	229	-320	-3	营运能力				
其他经营现金流	-80	-25	22	3	总资产周转率	2.03	1.85	1.51	1.40
投资活动现金流	-260	-92	-414	-505	应收账款周转率	10	10	10	10
资本支出	122	100	414	505	应付账款周转率	5.10	5.00	4.88	4.99
长期投资	-3	-6	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-141	2	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.71	0.80	0.88
筹资活动现金流	-384	36	245	26	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	1.01	0.56	1.01
短期借款	-241	33	30	20	每股净资产 (最新摊薄)	1.14	1.86	2.89	3.77
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	280	0	105	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-41	0	105	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-383	3	5	6	EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0
现金净增加额	-276	856	337	431					

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.