

正泰电器 601877.SH

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

正泰电器 - 低压电器行业龙头

投资要点:

公司概况: 公司是中国产销量最大的低压电器制造企业, 主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器五大类低压电器产品的研发、生产和销售。公司在国内低压电器行业已连续六年产销量第一, 以销售收入计, 2008 年公司市场份额约 10%。

行业分析: 我国是全球增长最快的低压电器市场, 根据中国电器工业协会统计, 2000-2008 年国内低压电器市场年均复合增长率在 15% 以上, 2008 年全行业销售收入约为 437 亿元; 基于对未来固定资产投资的乐观预期, 我们预计来几年行业的复合增长率在 10-15%。

竞争优势: 公司在 20 多年的专注发展中建立了良好的市场形象和较高的客户信任度。在对品牌有较强依赖的低压电器行业具有明显竞争优势; 在国内市场形成了以省会和工业城市为重点, 地市级城市为主体, 县级城市为辐射点的三级营销网络, 拥有片区办事处 15 个、各级经销商 2,000 余家, 广泛覆盖全国各地, 充分渗透各领域行业客户; 公司是高科技企业, 强大持续的科研投入, 这不仅为公司带来优惠的税收政策, 也是公司长期竞争力的根本保证。总体上, 公司在中国低压电器市场保有相对稳固和较高的市场地位。

募投项目: 本次募集资金投资于年产 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, 投资总额 15.11 亿, 建设期 3 年, 项目投产将大幅提高公司现有产能和高端产品研发能力, 预计新增销售收入约 57 亿元。

估值及询价建议: 我们预测公司 2009-2011 年实现归属母公司净利润分别为 5.67 亿、6.21 亿、7.48 亿元, 按发行后股本计算每股收益分别为 0.56 元、0.62 元、0.74 元。按照目前电力设备行业的估值水平(09 年平均 PE 为 43.5 倍), 考虑到公司的行业龙头地位和未来成长空间, 对应合理价值区间为 19.5 元-24.5 元。

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入(百万元)	4184.81	4442.09	4413.46	5075.66
主营收入同比	24%	6%	-1%	15%
净利润(百万元)	385.93	436.5	639.57	734.74
净利同比	97%	13%	47%	15%
EPS(元)	0.56	0.5	0.6	0.74
PE(倍)	-	-	-	-

电气设备

价值区间: ¥ 19.5 - 24.5

基础数据

发行数量不超过(万股)	10,500-
发行后总股本(万股)	100,500
发行数量占发行后总股本	10.45%
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	国泰君安

交易数据

52 周内股价区间(元)	-
静态市盈率(倍)	-
动态市盈率(倍)	-
市净率(倍)	-



穆运周

研究助理

电话

021-32229888*3506

邮箱

muyunzhou@ajzq.com

相关报告

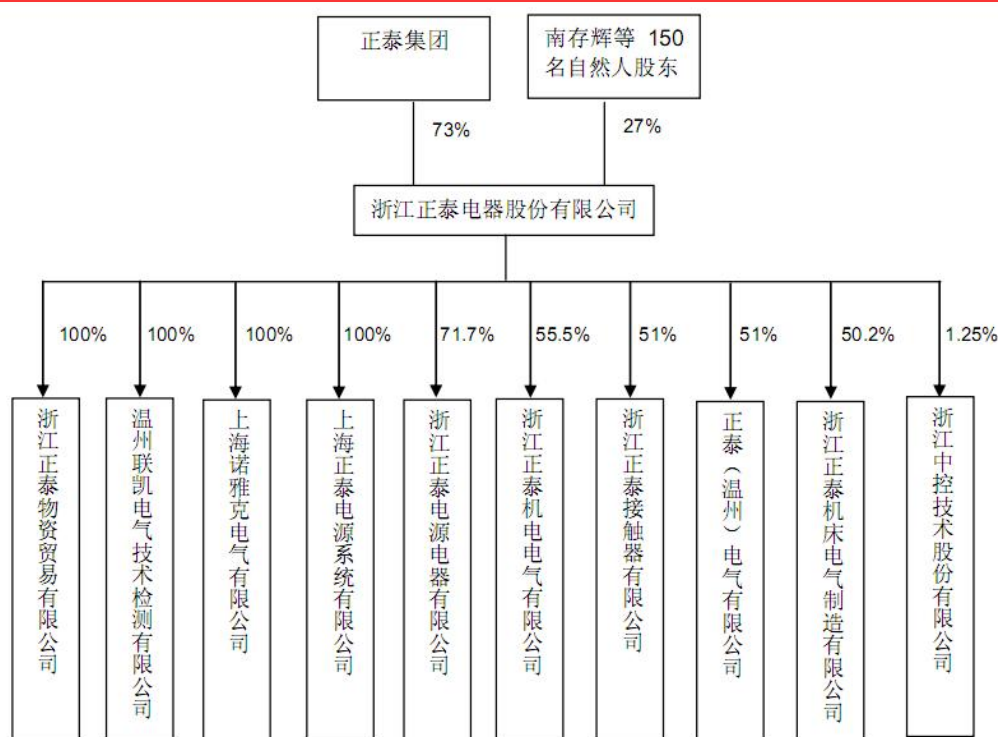
一、公司简介

1. 公司股权结构

浙江正泰电器股份有限公司（以下简称“正泰电器”）是中国最大的低压电器生产企业，主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器等低压电器产品的研发、生产和销售，“正泰”品牌低压电器在国内外低压电器市场享有盛誉。以销售收入计，2008 年公司市场份额约为 10%。

本次发行前公司总股本为 90,000 万股，本次拟发行 10,500 万股，本次发行股份占发行后总股本的 10.45%。发行后南存辉先生直接和间接合计持有正泰电器 23.8638%的股份。

图 1:公司股权结构图



资料来源：上市公司公告

正泰电器共有九家下属子公司，除温州联凯电气技术检测有限公司从事投资管理、浙江正泰物资贸易有限公司从事对外商品物资贸易以外，其余子公司主要产品限于配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器五大类低压电器的研发、生产和销售，均是低压电器制造或销售企业。

2. 主营业务—产品齐全，国内销量连年第一

公司是中国低压电器行业产销量最大的企业，同时也是产品种类最为齐全的中国低压电器制造商，公司共生产 406 个系列、11,916 个规格的各式低压电器产品。近三年及一期公司业务快速增长，2008 年营业收入约 44.42 亿元，占据国内低压电器市场 10%左右的份额。公司在低压电器行业已有近 25 年的经营积淀，在充分参与全球竞争的中国低压电器行业，公司已连续六年产销量第一

公司的主要产品为配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器五大类低压电器，产品主要应用于：工厂、商场、住宅等工业用、商用及民用建筑中的配电系统；机床等各类工业设备的电控制部件；电网的配套设施。

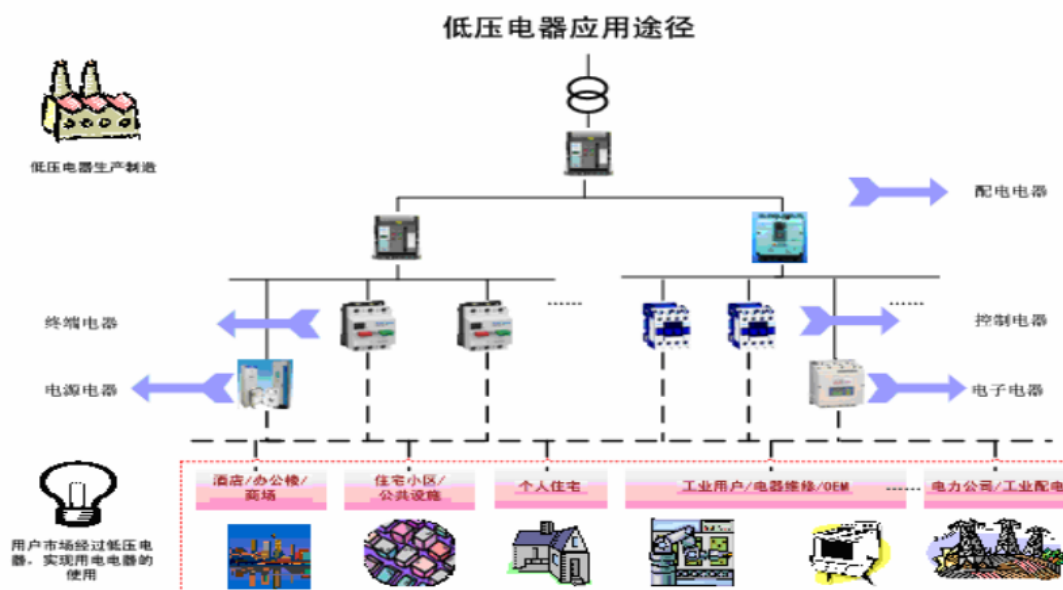
图 2:公司产品简介

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：上市公司公告

按照国家标准，一般将工作电压交流 1,000V、直流 1,500V 以下的电气线路中的电气设备称为低压电器。按用途可分为配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器五大类。作为用电负载的前端设备，低压电器广泛应用于国民经济的各个领域。各类低压电器主要应用于：工厂、商场、住宅等工业用、商用及民用建筑中的配电系统；机床等各类工业设备的电控制部件；电网的配套设施。

图 3:低压电器应用途径



资料来源：上市公司公告

公司产品的终端用户遍布国民经济各个行业，其中电力配套、机械和房地产作为主要应用领域，销售额约占公司总营业收入的 70%左右，此外，公司在钢铁、家电、石化、冶金等领域也有相当份额。

总体上，公司在中国低压电器市场保有相对稳固和较高的市场地位，但在高端产品市场，跨国企业占据了主要市场份额，公司市场份额较小。此次募集资金拟投资建设的诺雅克节能型控制及配电电器产品生产基地建设项目，有助于提高公司高端产品的制造能力，使高端产品市场成为公司新的增长点。

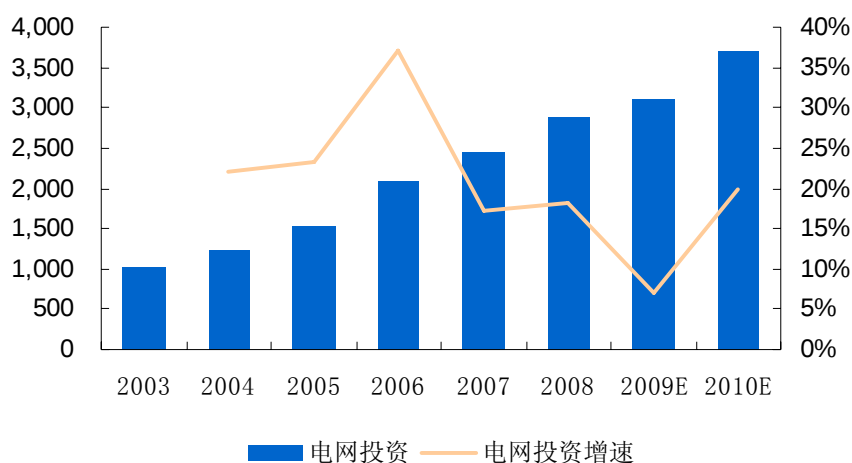
二、行业分析

1. 低压电器行业受益高固定资产投资

低压电器作为国民经济中的基础资本品，广泛应用于生产及居民生活中，其在电能传输过程中的不可替代性决定了低压电器具备稳定的市场需求。低压电器需求受各个产业投资的驱动，与全社会固定资产投资情况联系密切。

根据国家统计局《2008 年国民经济和社会发展统计公报》公布的数据，2008 年全年全社会固定资产投资比上年增长 25.5%，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。受国内需求市场增长和国际间制造业向中国转移的驱动，

图 8:电网投资总规模及增速

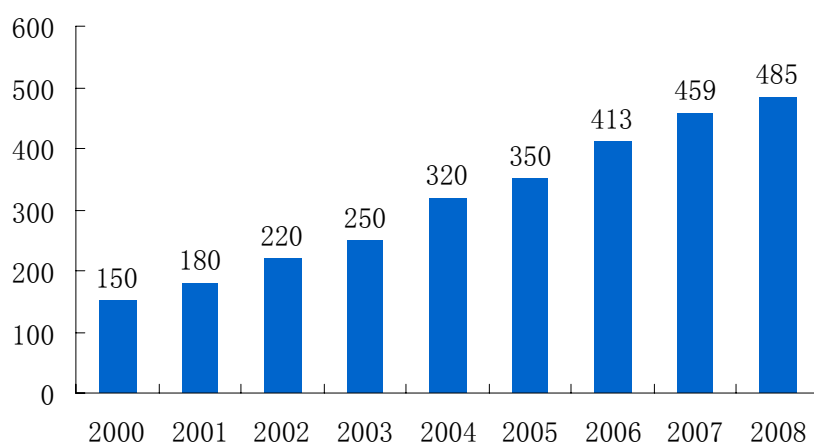


资料来源：中电联，爱建证券

细分而论，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 1kw 量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套。因此，分配使用新增发电量所需的配套设施构成了对低压电器的增量需求，而对在役各类低压电器产品的更换维修则形成了存量需求。

低压电器作为配电网的末端设备，直接连结和控制用电终端，广泛应用于电力工业，石化、钢铁、煤炭、冶金、建筑以及民用等领域。低压电器在电能的传输过程中的补课替代性决定了其市场需求的稳定。中国是全球增长最为迅速的低压电器市场，根据中国工业协会通用低压电器分会统计，2000-2008 年中国低压电器市场年均符合增长率在 15% 以上，2008 年全行业的销售收入近 500 亿元。

图 9: 2000-2008 中国低压电器行业工业总产值 (亿元)



资料来源：上市公司公告

预计 2010 年，如果继续实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，固定资产投资仍将保持较高增长速度，预计名义增长率将达到 23.9%。预计中国低压电器产品需求仍将维持较高的景

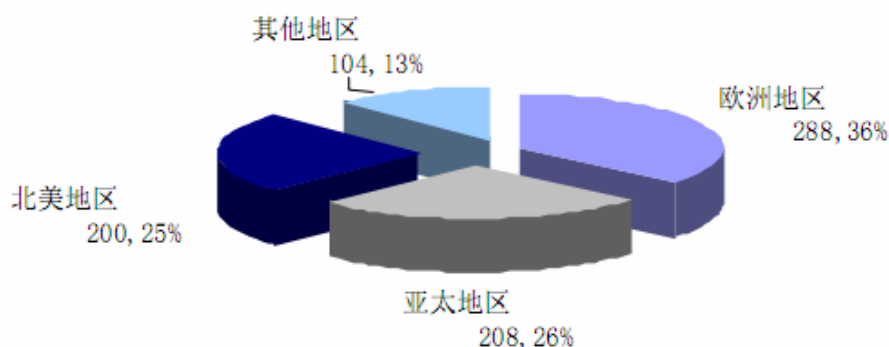
气，预计未来几年的年均复合增长率在 10-15%。

2. 海外市场与智能电网刺激低压电器需求

海外市场方面，欧美等发达国家仍是全球最大的区域市场，但包括中国、印度、俄罗斯等新兴市场在经济持续增长和电力总装机容量高速增长的支持下，市场规模连年维持快速增长。在新兴市场快速增长的固定资产投资和发达国家电网改造与产品更新换代的双重拉动下，全球低压电器市场预计将维持较高景气。这为中国的优势低压电器制造企业进一步开拓海外市场提供了良好的机遇。尤其是性价比优良的中国低压电器产品在快速发展的新兴市场具有较强比较优势。

此外，在全球金融危机背景下，世界各国政府都把固定资产投资作为刺激经济复苏的重要手段之一。美国、欧洲、日本等国家和地区都相继提出智能电网建设等大规模固定资产投资计划，相关计划将为全球低压电器行业带来巨大的新增市场需求。

图 10: 2000-2008 中国低压电器行业工业总产值（亿元）



资料来源：上市公司公告

此外，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。

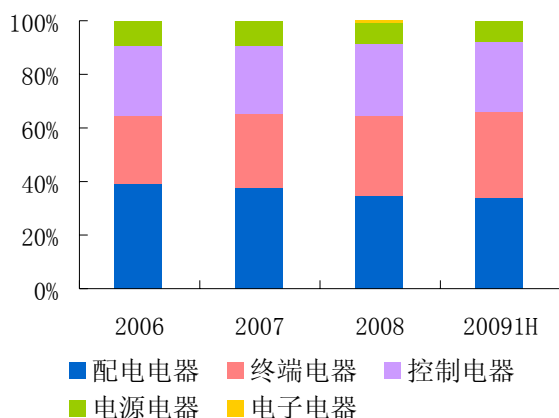
四、公司投资亮点分析

1. 业务快速增长，毛利率稳定

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%。各大类产品销售收入占公司主营业务收入的比重基本保持稳定。

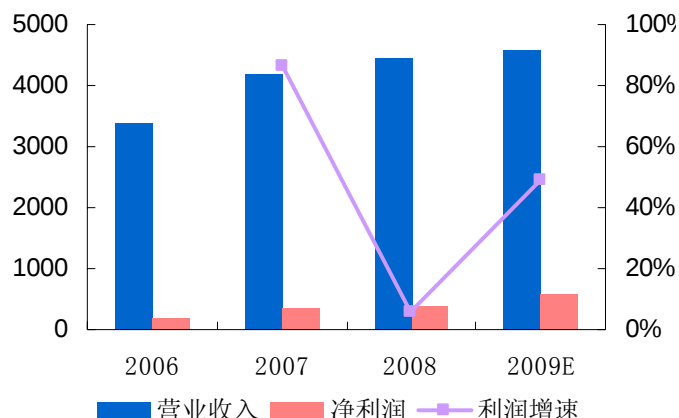
2006 年至 2008 年，公司的营业收入复合增长率达到 14.8%，净利润复合增长率为 48.6%。公司主要收入来源于配电电器、终端电器、控制电器，三者毛利率基本都维持在 30%左右。近两年来配电电器毛利率逐年攀升，使得综合毛利率达到 25%，我们预计，配电电器、终端电器、控制电器综合毛利率将会维持在 30%左右，未来公司综合毛利率的提升取决于高端特种产品的业务扩展。

图 4:公司分产品销售构成



资料来源：上市公司公告

图 5:公司 06-09 年营收利润增长

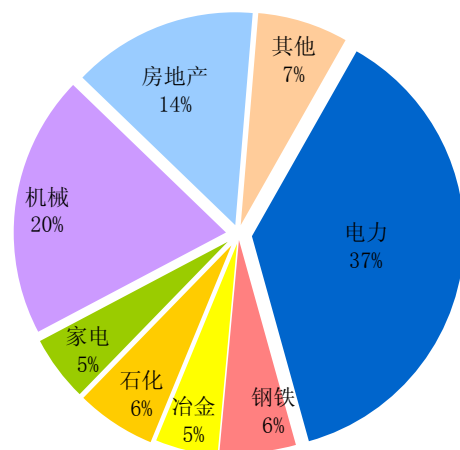


资料来源：上市公司公告

公司作为国内低压电器龙头企业，凭借产品技术优势和营销优势保证定价优势。公司遵循产品定价高于挑战者 5-8%，高于追随者 10-12%的定价原则，在行业内享有品牌溢价，具有较强的产品定价能力。

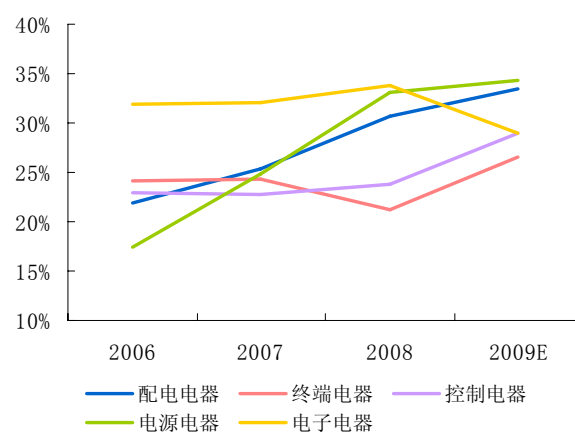
在 08 年经济危机下，公司毛利率不降反升，显现出强大的市场定价能力，随着公司进一步加大开发力度，完善其产品线以及公司品牌的进一步提升，预计公司的毛利率水平还将继续稳步上升。

图 6:公司产品主要应用领域



资料来源：上市公司公告

图 7:公司 06-09 年分产品毛利率变化



资料来源：上市公司公告

2. 销售网络和品牌优势筑起高壁垒

低压电器市场的特是客户对产品质量、可靠性要求较高，消费者对品牌具有较高忠诚度，所以拥有市场认可的品牌是参与行业竞争的核心优势之一。而品牌的建立非一日一时之功，需要长期的开拓和维护，因此缺乏为客户所接受的品牌是新企业进入本行业的重要壁垒。“正泰”这一品牌在低压电器行业内代表了质量、历史等多方面的综合效应，对公司的产品销售推动力极强。

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得其产品成为中国著名的本土低压电器品牌，建立了良好的市场形象和较高的客户信任度。在对品牌有较强依赖的低压电器行业具有明显竞争优势。

低压电器产品因其应用面极广，较强依赖于分布广泛的营销网络实现规模销售。公司在十多年专注于低压电器行业的发展中，培养和建立了完善的营销网络。目前在国内市场形成了以省会和工业城市为重点，地市级城市为主体，县级城市为辐射点的三级营销网络，拥有片区办事处 15 个、各级经销商 2,000 余家，广泛覆盖全国各地，充分渗透各领域行业客户。

在国际市场，公司高性价比的产品已经进入欧美等发达国家主导市场，产品销往 90 多个国家和地区。进入了部分国家电力行业、重点工程项目和跨国公司全球供应商名录，在和施耐德达成“全球和解协定”之后，公司进军国外市场的最大障碍被消除，未来将成为公司主要盈利增长点。

就市场竞争对手而言，既包括德力西电气有限公司在内的本土企业，也包括 ABB、施耐德电气、罗格朗、西门子在内的跨国公司，由于他们均在中国市场制造、销售种类齐全的低压电器产品，因此与公司直接形成全方位的竞争。

表 1:低压电器行业竞争对手

公司名称	基本情况介绍
德力西电气有限公司	由德力西集团与施耐德电气于 2007 年 11 月 16 日合资建立，注册资本 6.2 亿元人民币。经营范围包括对低压配电和工业控制电气元件及设备进行开发、生产、加工、服务和技术咨询，自产产品和同类产品的销售、批发、进出口及相关配套业务。
ABB	ABB 集团的业务遍布全球 100 多个国家，拥有约 120,000 名员工，业务包括电力产品、电力系统、自动化产品、过程自动化和机器人业务等，2008 年 ABB 包括低压电器在内的电力产品业务收入约为 108.5 亿美元。
施耐德电气	施耐德电气在全球 100 多个国家开展业务，业务主要包括配电、自动化和控制以及关键电力和制冷服务等领域，在低压电器领域具有较强的竞争优势和齐全的产品规格，2008 年施耐德电气各大业务总收入约为 183 亿欧元。
罗格朗	罗格朗 1860 年成立于法国利摩日市，业务分部全球 160 多个国家，公司产品主要为低压电器产品，2008 年全球年销售额达到约 42.02 亿欧元。
西门子	西门子公司总部位于柏林和慕尼黑，业务涉及全球 190 多个国家，产品主要包括信息和通讯、自动化和控制、电力、交通、医疗系统和照明。2008 年该公司全球收入约为 773 亿欧元。

资料来源：上市公司公告

3. 持续研发投入维持技术领先

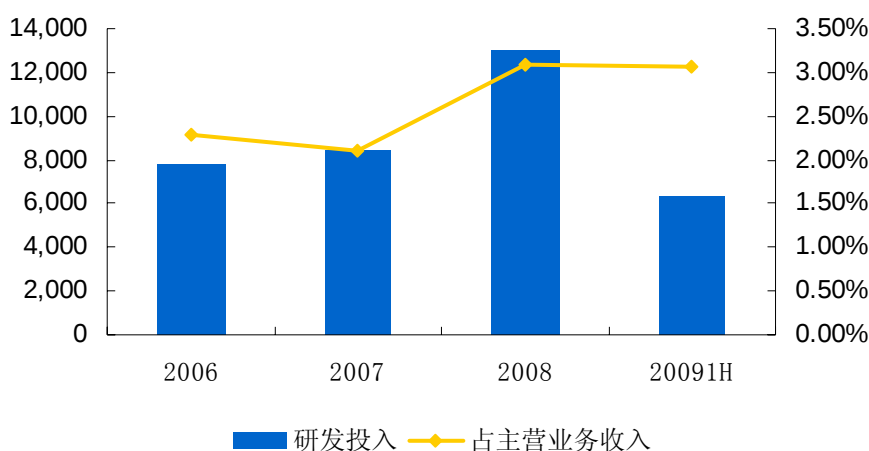
公司是高新科技企业，强大持续的科研投入，这不仅为公司带来优惠的税收政策，也是公司长期竞争力的根本保证。经过 20 余年的实践，公司在低压电器产品的开发、制造方面积累了大

量先进技术。随着研究开发工作的不断推进，公司已研发出一系列达到了国际先进水平的低压电器产品，同时，也培养了一批掌握低压电器产品开发技术的专家，进一步巩固了公司在行业内领先优势和龙头地位。

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，其中三大系列产品——可通讯智能型框架断路器、电子式过载继电器、智能型模块式塑壳断路器列入国家科技部火炬计划项目，并已通过国家验收。

公司在中国低压电器市场保有相对稳固和较高的市场地位，但在高端产品市场，跨国企业占据了主要市场份额，公司市场份额较小。公司目前正着力进一步开拓此部分市场，此次募集资金拟投资建设的诺雅克节能型控制及配电电器产品生产基地建设项目，即立足于提高公司高端产品的制造能力。公司寄望高端产品市场成为新的重要增长点。

图 11 2006-2008 年公司研发投入



资料来源：上市公司公告

4. 产业集群以及商业信用优势

公司地处浙江省温州乐清市。就产业集群而言，乐清市是中国最大的低压电器生产基地，历经二十多年的发展，乐清云集了上千家生产各式低压电器零配件的企业，形成了完整的产业链，这在全球低压电器生产行业也蔚为独特。公司多年以来，注重建立与生产质量优良的外协合作企业长期稳定关系，通过供应链的整合和紧密的技术、质量协同管理机制，与外协方建立了长期稳固的战略合作伙伴关系，使公司生产资源集中于制造核心部件，充分利用了乐清的产业集群效应，有效地提高了生产效率。因此乐清的产业集群效应可有力凸显公司在参与国际市场竞争中的成本优势。

近年来公司业务发展迅速，销售规模快速增长，需要大量的流动资产来予以支撑。随着公司与供应商谈判能力的逐步增强和商业信用的不断提升，公司可以主要利用没有直接成本的商业信用（应付账款）来获取生产再投入的资金，从供应商获得了 75 天的商业信用周转期，这大大缓解了公司业务扩张所产生的资金缺口。

将商业信用作为了一种长期资金来源体现了公司在行业内的地位，公司成功通过大量地使用流动负债（主要包括应付账款和预收账款）融资，一方面为公司节约了巨额的财务费用，另一方面保证了对供应商付款的及时性及公司自身资金的安全性，在资金的高效利用及风险控制方面，

取得了一定的成效。未来公司通过供应商信用及资本市场融资相结合的方式，对未来的业务扩张的资金支持将更为有利。

四、募集资金投向

公司本次募集资金投资项目围绕公司产品线进行扩展与升级，利用自身的行业地位以及强大的研发实力，试图向高端市场以及国外市场进军。

表 2:募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	达产新增收入 (万元)	达产新增利润(万 元)	各年投资计划(万元)		
				第一年	第二年	第三年
年产 6000 万 套智能电器建 设项目	59,658	262,956	84,829	18,685	17,742	18491
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	307,000	81,078	18,520	28,064	38,826
合计	151,068	569,956	165,907	37,205	45,806	57,317

资料来源：上市公司公告

此次募集资金项目 6000 万套智能电器建设项目，以市场为导向，依靠技术进步，采用新技术、新工艺，增添先进、高效、适用的关键设备，提高企业的工艺水平、生产效率和产品质量，重点发展与智能电器产业链紧密的产业，扩大生产规模，从而使企业的市场竞争能力和经济效益得到进一步提高。

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。诺雅克的目标市场包括国内工程项目市场和海外市场。

项目投产后，公司为高端客户（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能力加强，对大型行业客户（如钢铁、石化、冶金、家电企业等）的服务力度将会大幅提升。同时国外销售的比重也将逐步提升，公司将成为低压电器全方位系统解决方案提供商。

五、盈利预测与公司估值

我们假设公司各项产品收入增长和行业增速持平；募投项目在 2011 年顺利达产，子公司电源系统公司由于逆变器等业务高速增长；未来几年公司继续享受 15% 的优惠所得税率保持不变。

根据分业务情况，我们预测公司 2009-2011 年实现归属母公司净利润分别为 5.67 亿、6.21 亿、7.48 亿元，按发行后股本计算每股收益分别为 0.56 元、0.62 元、0.74 元。按照目前电力设备行业的估值水平(09 年平均 PE 为 43.5 倍)，考虑到公司的行业龙头地位和未来成长空间，对应合理价值区间为 19.5 元-24.5 元。

表 3 主营业务预测

营业收入（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
配电电器	1,204.26	1,471.14	1,615.31	1,857.61	2,173.40
增长率	22.16%	-1.10%	9.80%	15.00%	17.00%
毛利率	25.42%	30.72%	32.00%	30.00%	30.00%
终端电器	810.05	1,068.61	1,173.33	1,349.33	1,578.72
增长率	31.92%	19.31%	9.80%	15.00%	17.00%
毛利率	24.28%	21.26%	25.50%	25.00%	26.00%
控制电器	1,021.37	1,129.55	1,214.27	1,384.26	1,605.75
增长率	27.65%	10.59%	7.50%	14.00%	16.00%
毛利率	22.73%	23.75%	27.00%	27.50%	28.00%
电源电器	331.17	339.94	390.93	461.30	599.69
增长率	20.97%	2.65%	15.00%	18.00%	30.00%
毛利率	24.90%	33.11%	34.00%	35.00%	35.00%
电子电器	14.47	17.21	19.62	23.15	28.94
增长率	32.53%	18.93%	14.00%	18.00%	25.00%
毛利率	32.11%	33.83%	29.00%	28.00%	28.00%
合计	3,381.32	4,026.45	4,413.46	5,075.66	5,986.49
增长率	23.92%	6.15%	9.61%	16.00%	21.00%
毛利率	23.37%	25.17%	29.50%	29.10%	29.40%

资料来源：爱建证券

表 4 利润表（百万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	4184.81	4442.09	4413.46	5075.66	5986.49
营业成本	3206.72	3323.82	3111.49	3598.64	4226.47
营业税金及附加	20.14	26.67	27.00	32.00	37.00
销售费用	205.16	235.95	252.00	279.00	335.00
管理费用	164.89	243.09	230.00	265.00	300.00
财务费用	21.47	16.06	8.00	0.00	0.00
营业利润	570.45	591.53	784.97	901.02	1088.02
利润总额	564.77	571.88	779.97	896.02	1083.02
减：所得税	178.84	135.38	140.39	161.28	194.94
净利润	385.93	436.50	639.57	734.74	888.08
减：少数股东权益	19.93	48.04	72.00	113.00	140.00
归属母公司所有者的利润	366.00	388.46	567.57	621.74	748.08
股本（百万）	620.00	900.00	1005.00	1005.00	1005.00
每股收益（元）	0.59	0.43	0.56	0.62	0.74

资料来源：爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。