

正泰电器 (601877) 定价报告

——国内低压电器 No.1，国际化战略箭在弦上

定价区间：
27.30~29.00 元/股

投资品 / 设备制造

2010 年 1 月 20 日

投资要点:

- 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；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，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；2000-2008 年，中国低压电器行业工业总产值每年均保持较快增长，年均复合增长率超过 15%。
- 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，共生产 406 个系列、11,916 个规格的各式低压电器产品。近三年及一期本公司业务快速增长，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，位列国内企业第一。
- 公司的主要竞争优势包括营销网络优势、品牌优势、技术及管理优势。专利纠纷的全球和解基本扫清国际化市场战略的障碍，为公司进一步拓展高端产品市场和海外市场打开广阔空间。
- 募投智能电器项目能够进一步扩大公司的行业领先优势和市场占有率，募投诺雅克项目是公司实现产品升级，进一步开拓高端产品市场的重要举措，也是公司打造国际一流的低压电器全面解决方案提供商战略的关键组成部分。
- 我们认为公司上市后的 PE 应为 47~50 倍，对应 2009 年 EPS 0.58 元，定价区间应为 27.30~29.00 元/股。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	444,209	6%	43,650	13%	0.39			
2009E	466,420	5%	65,795	51%	0.58			
2010E	536,383	15%	68,914	5%	0.62			
2011E	643,659	20%	79,170	15%	0.71			
2012E	804,574	25%	95,802	21%	0.86			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	90,000
发行数量 (万股)	10,500
发行价格 (元)	23.98
发行前 EPS (元)	0.43
发行后 EPS (元)	0.39
发行每股净资产 (元)	1.53
发行日期	2010-1-11
上市日期	2010-1-21
主承销商	国泰君安

分析师: 姚罡

TEL: (8621)6336 7000-266

FAX: (8621)6337 3209

Email: rex.yao.gang@gmail.com

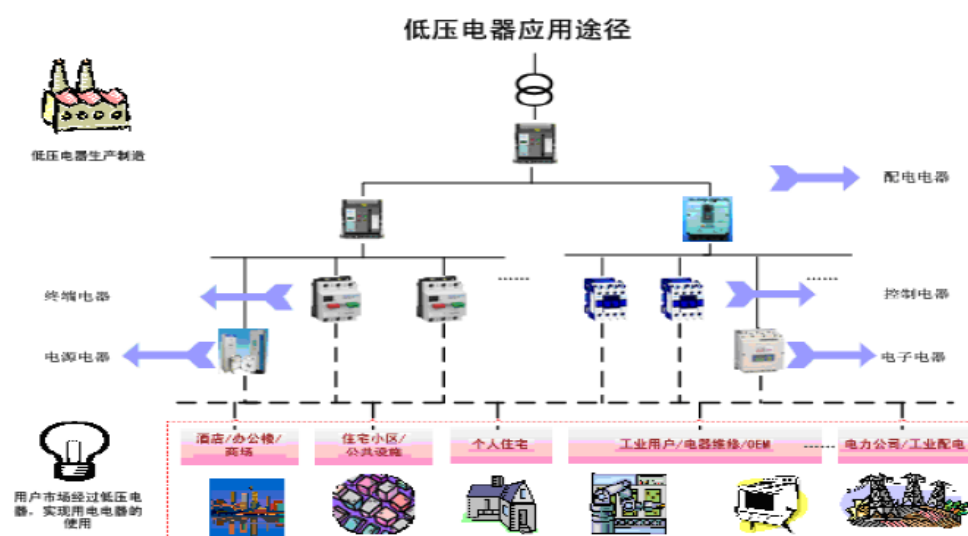
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、 行业发展

按照国家标准，低压电器包括适用电流在交流 1,000V、直流 1,500V 以下的电器线路中用于电能分配、电路连接、电路切换、电路保护、控制及显示的各类电器元件和组件。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。

低压电器产品的种类繁多，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。各类低压电器的应用途径如下：



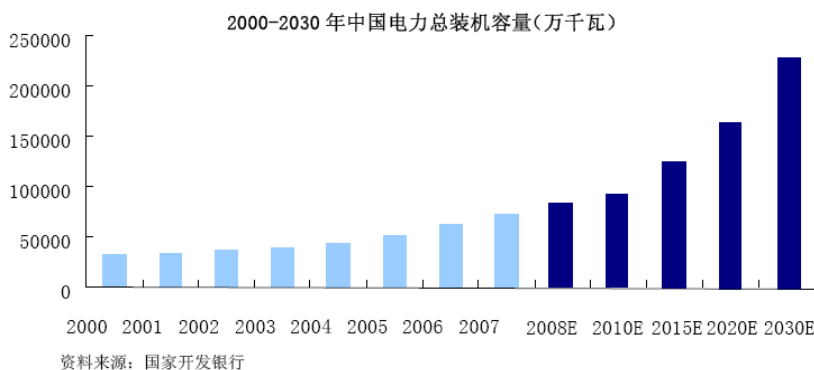
来源：公司招股书

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。2008 年低压电器产品的全球市场规模在 800 亿美元左右。就低压电器市场地区分布而言，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。中国是全球增长最为迅速的低压电器市场，根据中国电器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复合增长率在 15% 以上，2008 年全行业销售收入约为 437 亿元；其他新兴市场如印度市场、俄罗斯市场年均复合增长率也维持在 10% 以上。

低压电器国民经济基础资本品的性质决定其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 172,291 亿元，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，在 2010 年前，中国全社会固定资产预计仍将维持 24% 左右的增长。2008 年我国政府为积极应对全球金融危机对我国经济发展的不利影响，出台了 4 万亿基础设施建设工程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，因此预计中国低压电器产品需求仍将维持较高的景气。

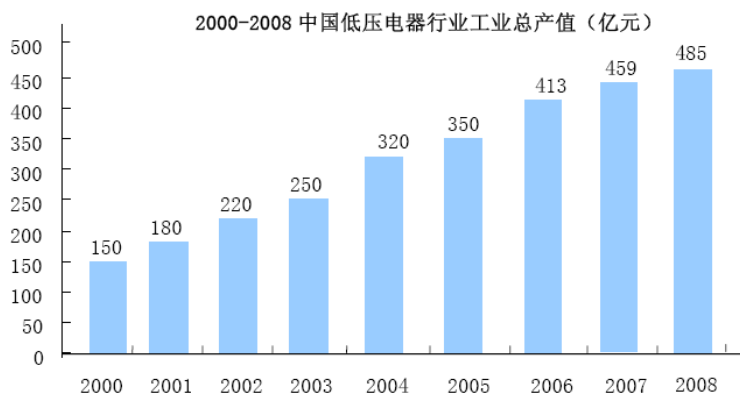
细分而论，低压电器产品的需求包含增量需求及存量需求两部分。由于电能都是通过低压电器的分配以实现利用的，每新增 1 万 kW 发电量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套。因此，分配使用新增发电量所需的配套设施构成了对低压电器的增量需求，而对在役各类低压电器产品的更换维修则形成了存量需求。

如下图所示，2003-2008 年中国发电总装机容量连续快速增长，2006 年和 2007 年，中国电力装机容量连续突破 6 亿千瓦和 7 亿千瓦，2008 年全国新增发电装机容量 9,051 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。在“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。（数据来源：中国电力联合会）“十一五”期间年均新增装机近一亿千瓦，这远高于“十五”期间约 4,600 万千瓦的年均新增容量。因此，预计未来维持高位的电力投资仍将对低压电器产品构成良好的需求拉动。



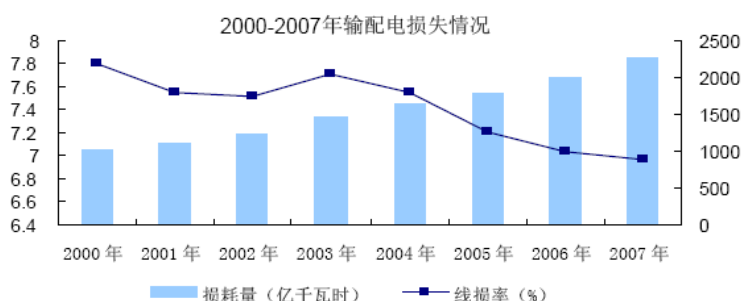
出于产品寿命、安全性及稳定性等考虑，一般低压电器产品使用周期在 5 年左右，因此低压电器产品存在稳定而可持续的更新维修需求。截至 2008 年底，中国总电力装机容量达到近 8 亿千瓦。若根据 1 万 kW 发电量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套计，可简单估计目前在使用中的各类低压电器产品约有 48 亿件。因此构筑于中国日益增长的经济总量基础上的数量巨大的现役低压电器产品，存在着可观的更新维修需求。

2000-2008 年，中国低压电器行业工业总产值每年均保持较快增长，年均复合增长率超过 15%。行业总体而言，供求相对平衡。



资料来源：《中国电器工业年鉴》、《电器工业》、公司战略管理部

目前在提高效率、节约能源和电网升级改造的驱动下，低压电器终端用户对智能化、小型化、模块化、可通讯的升级产品的需求日增，这也成为低压电器产品发展的主流方向。由于电能均需通过低压电器分配以实现利用，所以其性能直接关乎输配电的效率。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%（参见下图）。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。依据 2007 年电网规划最新调整报告，预计全国“十一五”电网建设和改造投资的总额在 1.43 万亿元左右，这一规模是“十五”期间电网投资 2 倍多。2008 年全球金融危机爆发以来为了拉动内需、刺激经济，国家在 2008 年 11 月出台了 4 万亿投资计划和十项扩大内需、保持增长的措施，预计两大电网运营公司在 2009-2010 两年内电网投资额度将至少达到 9,300 亿元。这将构成对升级低压电器产品的重要需求。



资料来源：《2007 电力监管年度报告》、《2007 年电力企业节能减排情况通报》

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。

在全球范围内，低压电器行业是一个充分国际竞争、市场化程度较高的行业，形成了跨国公司与各国国内本土优势企业共存的竞争格局。

中国是全球增长最为迅速的低压电器市场，庞大的经济总量和辽阔的经济区域使得对各层次低压电器产品均存在较大需求，因此中国低压电器行业呈现竞争较为分散、市场集中度不高的特点。2008 年中国低压电器生产企业超过 2,000 家。根据中国电器工业协会通用低压电器分会针对 115 家主要会员企业进行的统计，2008 年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，5 亿元至 10 亿元的有 10 家，1 亿元至 5 亿元的有 36 家。因此行业中绝大多数是缺乏规模和核心竞争力的中小型企业。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。同时，在中国低压电器市场庞大需求总量和快速增长趋势下，目前全球主要低压电器生产企业通过建立区域工厂、并购国内企业或设立销售代理的方式基本已进入中国市场。

就竞争格局而言，全行业可区分为三类竞争企业：①产品门类齐全，相互间进行全方

位竞争的企业；②专注于若干子产品，参与行业局部竞争的企业；③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。低压电器产品由于种类繁多，单一或部分子分类产品绝对市场容量较小，因此就产销量而言，位居市场前列的均为提供齐全产品种类的制造商。

产品门类齐全，相互间进行全方位竞争的企业包括以正泰电器、德力西电气有限公司为代表的本土企业和以 ABB、施耐德电气（Schneider）、罗格朗（LEGRAND）、西门子（Siemens）为代表的跨国公司。低压电器产品种类繁多，以正泰电器为例，公司共生产 406 个系列，11,916 个规格的产品。因此上述企业无论产销规模抑或整体实力均居于中国低压电器市场前列，具备向客户提供全面服务和各种类产品的能力。其中，正泰电器等国内企业相较跨国公司拥有植根本土的庞大营销网络和成本优势，并且近年不断集中资源进行研发投入，技术差距迅速缩小；而跨国公司则在技术、品牌、资金方面具备较强竞争力。

低压电器产品由于种类繁多，单一或部分子分类产品绝对市场容量较小，因此就产销量而言，位居国内市场前列的均为提供齐全产品种类的制造商。专注于子产品，参与行业局部竞争的企业相对前述企业虽然销售规模较小，但在细分市场具备一定竞争优势。此类企业包括常熟开关制造有限公司、上海人民电器厂、上海良信电器有限公司、天津百利电气有限公司、天水二一三电器有限公司等本土企业和美国伊顿电气集团（Eaton）、法国海格集团（Hager）等跨国公司。

前述三类企业共存的中国低压电器市场，参照国际间发达市场和新兴市场行业竞争情况，产业集中度均较低。在市场对项目总包需求日益增加、产品升级要求愈加明显、环保标准趋于严格和原材料成本波动较大引致的内在整合动力推动下，中国低压电器制造行业产业集中度呈逐渐上升态势。目前如项目工程建设商等客户往往需采购若干不同种类的低压电器产品，对产品的配套性、稳定性愈加注重，倾向于要求单一设备制造商提供全套解决方案，向其采购全部所需产品，包括正泰电器在内的产品门类齐全的企业将受惠于这类总包需求的增加。其次，随着国民经济的发展和电网改造、智能电网建设等投资需求的拉动，为提高效率和节约能源，终端用户对智能化、小型化、模块化、可通讯低压电器产品的需求日增，对生产企业产品升级的要求愈加明显，这将对缺乏研发能力的中小型企业构成一定生存压力。再次，目前在全球范围内对工业产品环保标准的日趋严格已成为工业生产的趋势，欧盟在 2006-2007 年已经颁布并实施了三个相关环保指令，明确了“在电气设备中限制使用含有铅、汞、镉、六价铬、多溴二苯醚和多溴联苯等六种有害物质的材料”的要求，中国也越加重视对相关产品的环保要求，这将促使低压电器企业改进生产工艺，研究新材料运用，而生产成本也将随之提高，挤压缺乏技术能力和经营优势的中小型企业的生存空间。另外，近年波动较大的原材料价格，也将对缺乏技术优势、规模经济和定价能力的企业构成生存压力。

就产品结构而言，在代表更高稳定性、可靠性和先进性的高端产品市场中，目前跨国公司凭借技术及品牌优势占据了领先地位，但正泰电器、常熟开关制造有限公司等本土企业在不断加大资源投入以缩短技术差距的同时，正在快速进入高端产品领域，并在部分产品类别上取得一定市场地位。

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，在各区域市场中并无有明显优势的领导者，尤其是在亚洲市场和包括南美、非洲的新兴市场中，跨国公司的市场份额更低。这一方面是由于跨国公司本身互相竞争激烈，另一方面也反映出各区域内本土企业具有一定竞争能力。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。尤其是价格敏感度较高、跨国公司控制力较

弱且快速增长的新兴市场将为性价比优良的中国低压电器产品提供良好的发展空间。

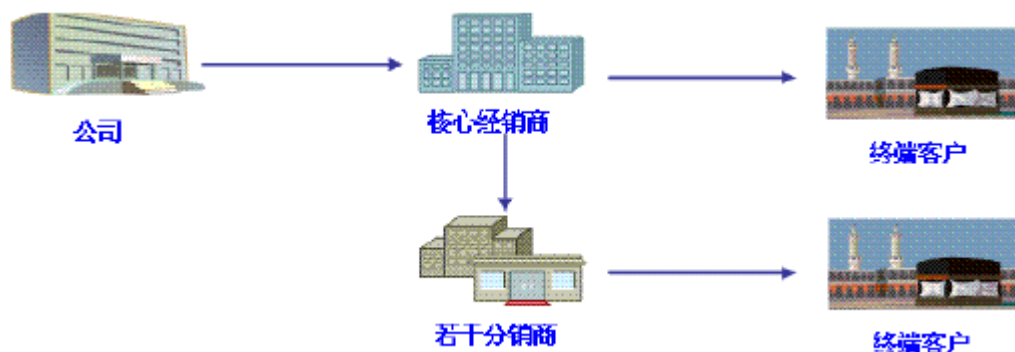
二、 公司分析

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，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。根据中国电器工业协会通用低压电器分会的统计资料显示，2008 年低压电器行业万能式断路器产量为 62 万台，本公司产量为 7 万台，占全行业比重为 11.29%；全行业塑壳式断路器产量为 2,700 万台，本公司产量为 655 万台，占全行业比重为 24.26%；全行业小型断路器产量为 36,000 万台，本公司产量为 9,970 万台，占全行业比重为 27.69%。

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，本公司市场份额较小。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。本公司寄望高端产品市场成为新的重要增长点。

公司的主要竞争优势包括营销网络优势、品牌优势、技术及管理优势。本公司的成本优势加之积极技术创新，有利于构筑开拓国际市场的后发优势。

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。今年公司在“经销商”模式基础上推出了 3PA 的新型销售模式，由公司主导，指定经销商共同参与，对目标客户进行业务扩展和服务维护。这种厂商联动的模式可以减少中间环节，实现企业与经销商的共赢，进一步提升公司在重点项目尤其是大型工程领域的业务推进能力。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，同时顺应了发展中国家和新兴市场蓬勃发展的形势，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，具备一定的影响力和竞争力。



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“正泰”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。同时公司核心经销商的标准店、旗舰店终端形象已全面升级，拥有业内特有的品牌资源。

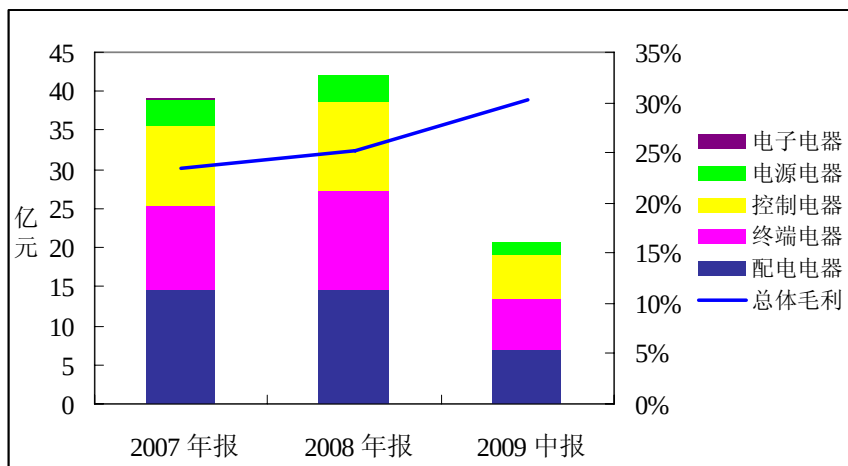
本公司一直视技术创新为进一步发展的重要动力，长期注重以研究客户需求及国际市

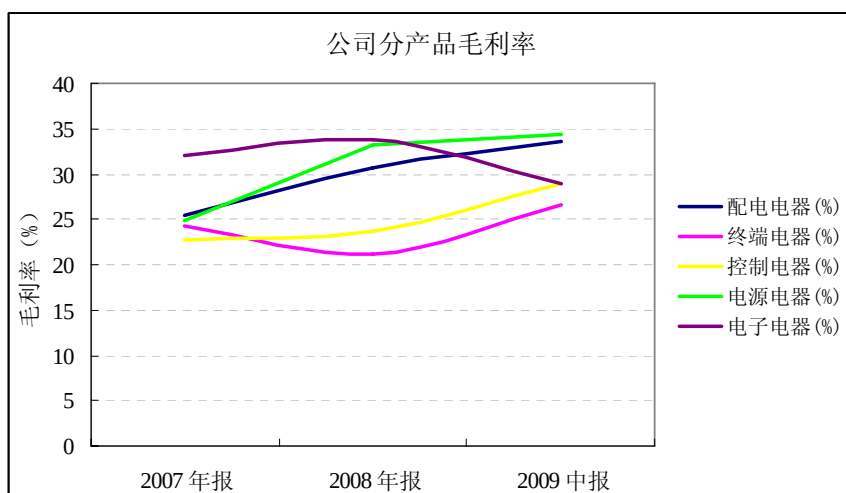
场产品潮流来引领本公司的研发工作。近年来,公司及控股子公司通过自主研发、引进消化、产品升级,获得多项专利权及专利申请权。目前公司及控股子公司共有专利权 174 项,专利申请权 91 项。公司先后开发了 100 多个系列,200 多个基型的具有自主知识产权的新产品,其中三大系列产品——可通讯智能型框架断路器、电子式过载继电器、智能型模块式塑壳断路器列入国家科技部火炬计划项目,并已通过国家验收。近三年内公司研发投入占销售收入的占比均超过 2%,并呈现稳步上升的趋势。公司已与上海电器科学研究所等国内一流高校、科研院所合作建立了产品技术研发体系,共同推进技术创新与新产品研制;公司建立了稳定且实力较强的研发团队,现有研发人员 772 人,占公司总人数的 7.7%;同时拥有国内一流的分析实验室,完善产品生产与检测流程,保证产品性能质量。

在十多年的发展中,公司在各经营层次上建立了稳定且经验丰富的管理团队,并充分应用信息系统手段,实现数字化管理。同时,客户总包需求日益增加、产品升级要求愈加明显和环保标准趋于严格的发展趋势有利于本公司进一步扩大新产品的销售。另外,公司所在地形成了完整的低压电器产业链,公司与外协方建立了长期稳固的战略合作伙伴关系,使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。

公司近三年一期营收稳步增长,总体毛利水平也逐渐提高,配电电器、终端电器和控制电器产品一直是营收和利润的主要来源,其毛利率水平也稳步提升。即使在经济危机影响较为严重的 2008 年,公司的营收和利润水平也没有受到负面影响,并分别实现了 6.15% 的营收增长和 8.7% 的净利润增长。公司将继续在多产品分散风险和突出核心产品之间取得平衡。

经济危机使市场对高性价比产品的需求提高,有利于公司开拓海外市场。正泰在自主知识产权方面具备行业超一流企业的实力,在与行业全球龙头企业、世界五百强的施耐德集团就知识产权问题达成全球和解。专利纠纷的全球和解基本扫清国际化市场战略的障碍,为公司进一步拓展高端产品市场和海外市场打开广阔空间。





公司运营能力较强, 应收账款周转率和存货周转率均保持较高水平, 2006-2008 年三年平均应收账款周转天数和存货周转天数分别为 48 天、58 天, 均处于同行业领先水平。公司的营业收入有着较强的现金产生能力, 使得公司可以利用结余的资金用于扩大生产投资以及分配股利。

本次募集资金投向为年产 6,000 万套智能电器建设项目, 以及诺雅克节能型控制及配电电器产品生产基地建设项目。项目投资总额为 151,068 万元, 项目计划使用募集资金 140,328 万元。

单位: 万元

序号	项目名称	项目总投资	项目使用募集资金投资金额	项目备案或核准文号
1	年产 6,000 万套智能电器建设项目	59,658	54,918	乐发改备 (2008) 004 号
2	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	沪经投 (2008) 135 号
	合计	151,068	140,328	-

6000 万套智能电器项目的如期投产可以缓解公司产品在市场销售中供不应求的状态, 进一步扩大公司的行业领先优势和市场占有率。诺雅克项目是公司实现产品升级, 进一步开拓高端产品市场的重要举措, 也是公司打造国际一流的低压电器全面解决方案提供商战略的关键组成部分。

三、 盈利预测

综合考虑公司的产能扩张、销售前景及原材料价格, 我们对公司的盈利做如下预测, 预计 2009、2010、2011 及 2012 年公司的发行后 EPS 分别达到 0.58 元, 0.62 元, 0.71 元及 0.86 元。

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	418,481	444,209	466,420	536,383	643,659	804,574
二、营业总成本	360,688	385,565	389,251	450,240	544,697	684,821
营业成本	320,672	332,382	333,490	386,196	466,653	585,730
营业税金及附加	2,014	2,667	3,988	4,506	5,310	6,565
销售费用	20,516	23,595	24,720	28,428	34,758	44,252
管理费用	16,489	24,309	25,187	28,965	35,401	45,056
财务费用	2,147	1,606	1,866	2,146	2,575	3,218
资产减值损失	(1,150)	1,006	0	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	14	(5)	0	0	0	0
投资净收益	(761)	513	0	0	0	0
四、营业利润	57,045	59,153	77,169	86,143	98,963	119,753
加：营业外收入	439	448	7,667	0	0	0
减：营业外支出	1,007	2,412	2,593	0	0	0
五、利润总额	56,477	57,188	82,243	86,143	98,963	119,753
减：所得税	17,884	13,538	16,449	17,229	19,793	23,951
六、净利润	38,593	43,650	65,795	68,914	79,170	95,802
减：少数股东损益	1,993	4,804	7,241	6,795	7,806	9,446
归属于母公司所有者的净利润	36,600	38,846	58,553	62,119	71,364	86,356
七、每股收益：						
(二) 稀释每股收益(元)	0.36	0.39	0.58	0.62	0.71	0.86

来源：东北证券金融与产业研究所

公司估值分析

可比公司当前市场价格对应的动态和静态 PE 如下表，结合公司的行业地位，我们认为，公司对应的发行后 PE 应为 47~50 倍，对应 2009 年 EPS 0.58 元，定价区间应为 27.30~29.00 元/股。

证券代码	证券简称	2008 EPS	2009E EPS	2008 PE	2009E PE
002074.SZ	东源电器	0.28	0.41	48	35
600290.SH	华仪电气	0.27	0.40	61	41
002028.SZ	思源电气	0.79	1.24	33	22
600312.SH	平高电气	0.30	0.36	53	44
600112.SH	长征电气	0.18	0.26	100	74
002123.SZ	荣信股份	0.58	0.86	64	45
	平均			60	43
	中值			57	43

来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。