

2010年04月29日

机械设备行业

九洲电气 (300040)

评级: 增持

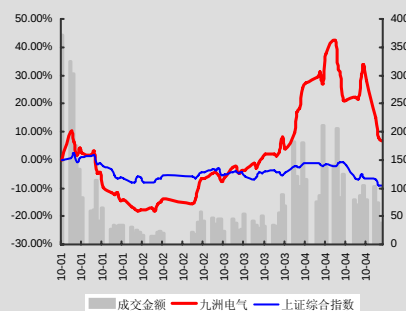
机械设备行业研究员

赵耿华

010-88086830-694

zhaogh@rxzq.com.cn

52周股价与指数走势对比图



近期相关报告一览:

1、《九洲电气调研简报》

——2010/03/19

2、《主营业务发展稳健，变流器成为新看点》

——2010/03/30

公司一季度经营业绩相对平稳

投资要点

- **公司1季度经营业绩相对平稳，营销力度不断加大。**公司2010年1季报披露：公司一季度营业收入较去年同期增长15.25%，主要是通过加大市场开拓力度，提高产品质量，导致收入增长；净利润较去年同期增加0.7%，主要原因计提坏账损失时间性差异，影响所得税费用相比去年同期降低了40.03%。2010年1季度，公司持续扩大销售队伍，加强市场推广力度，导致销售费用增长较去年同期增长31.83%。
- **行业政策扶持力度逐渐加大，公司发展环境良好。**十一届全国人大三次会议批准的《政府工作报告》中明确提出加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展，随后3月17日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究了加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的政策措施，这为公司进一步拓展高压变频器的销售提供了有力的政策支撑。4月，由国家发改委、财政部、人民银行、税务总局联合下发的《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》，明确提出将采取资金补贴、税收等措施扶持节能服务企业，为节能产业的发展起到保驾护航的作用。
- **盈利预测与估值。**我们预计，2010-2012年，公司营业收入的复合增长率在25%以上，每股收益分别为：0.99元、1.18元、1.61元，对应的PE分别为45倍、38倍、28倍。考虑到国家后续节能环保政策对行业发展速度的可能性刺激，以及创业板的整体估值水平较高，我们维持公司“**增持**”评级。

盈利预测与估值

财务科目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	29933.02	37698.80	47738.04	59960.27	76972.94
同比增长	30.41%	25.94%	26.63%	25.60%	28.37%
营业利润（万元）	2856.25	4661.91	6964.51	9477.43	12965.56
同比增长	16.36%	63.22%	49.39%	36.08%	36.80%
净利润（万元）	3607.84	4679.24	6888.06	8218.08	11156.68
同比增长	18.57%	29.70%	47.20%	19.31%	35.76%
每股收益（元）	0.7	0.67	0.99	1.18	1.61
PE	64	67	45	38	28

1、一季度是行业经营淡季，公司经营增长保持平稳

1 季度是行业淡季，订单、交货均不活跃，对全年的启示意义较弱。由于公司所生产产品主要是高压变频器、高频开关直流电源、电气控制设备，下游客户主要是电力、冶金、煤炭等大型国有企业，对生产经营计划的编排按部就班，一季度通常为统筹计划阶段，4、5 月份才进入订单活跃期，全年的交货高峰集中在第四季度，占全年销售量的 1/3 以上。因此，行业一季度的经营数据对于全年经营业绩没有高度相关的启示意义。

1 季度营业收入同比增长 15.25%，相对平稳。公司 2010 年 1 季报披露：公司一季度营业收入较去年同期增长 15.25%，主要是通过加大市场开拓力度，提高产品质量，导致收入增长；净利润较去年同期增加 0.7%，主要原因计提坏账损失时间性差异，影响所得税费用相比去年同期降低了 40.03%。

公司不断加大营销力度，备战全年业绩增长。2010 年 1 季度，公司持续扩大销售队伍，加强市场推广力度，导致销售费用增长较去年同期增长 31.83%。另外，公司上市以后，公司品牌的知名度和美誉度得到大大提升，在一定程度上也将促进公司的业务增长。

2、行业政策扶持力度逐渐加大，公司发展环境良好

十一届全国人大三次会议批准的《政府工作报告》中明确提出加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展，随后 3 月 17 日国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究了加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的政策措施，这为公司进一步拓展高压变频器的销售提供了有力的政策支持。

4 月，由国家发改委、财政部、人民银行、税务总局联合下发的《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》，明确提出将采取资金补贴、税收等措施扶持节能服务企业，为节能产业的发展起到保驾护航的作用。

“合同能源管理”（ENERGY MANAGEMENT CONTRACT，简称 EMC）不需要企业客户承担节能项目所需的任何资金、技术及风险，而是通过引入第三方，来帮助企业降低能源成本，并获得实施节能后的相关收益，获取节能公司提供的设备。从事 EMC 业务的公司称为“节能服务公司”，在国外简称 ESCO，在国内简称 EMC 公司或者 EMCo。目前，在美国、加拿大、欧洲等发达地区，ESCO 已经发展成为一种新兴产业。

引入 EMC 机制，容易在产业内达成多赢局面。节能服务用户可以实现企业能源成本的降低；EMCO 可在项目合同期内分享大部分节能效益，以此来收回其投资并获得合理的利润；节能设备制造商销售了其产品，收回了货款；银行、基金等可以有效控制风险，连本带息地收回对该项目的贷款或投资。

通过对我国合同能源管理机制的扶持，将会调动更多的社会资源加入到节能服务产业，从而会进一步创新合作机制、激活终端使用市场，提升节能服务的普及速度。

3、盈利预测与估值

高频开关直流电源。根据国家电力行业规划，我国发电装机容量在“十一五”期间保持 10.5% 的年增长率，公司订单数也出现大幅增长，从 2006 年的 53,100,000 元增长到 2008 年的 126,460,000 元，复合增长率在 50% 以上。与公司订单大幅增长相比，公司产能显得严重不足，2008 年公司直流电源业务的产能利用率达到 140% 以上。公司本次募投项目，准备将高频开关直流电源的产能由 800 套增加到 1400 套。

表格 1 高频开关直流电源未来三年销量预测

年份	2010E	2011E	2012E
产品销量（套）	1300	1400	1600
销售收入（元）	109,583,210.99	118,012,688.76	134,871,644.30
营业利润（元）	33,970,795.41	36,593,933.52	41,810,209.73

资料来源：日信证券研发部

高压变频器。从 2006 年到 2008 年，我国高压变频器市场的复合增长率大约在 50% 左右，同期公司订单的复合增长率在 70% 以上。2008 年，高压变频器的产能利用率在 85% 以上。募投项目投产后，预计能使公司的产能达到 500 台。根据行业预测，未来几年内的高压变频器市场平均增速在 30%-40% 之间。公司高压变频器生产多采用组装、调试程序，而且存在一定的产能设计储备系数。据此，我们预计 10-12 年，高压变频器销量复合增长率将达到 30%。

表格 2 高压变频器未来三年销量预测

年份	2010E	2011E	2012E
产品销量（台）	350	450	600
销售收入（元）	265,230,809.84	341,011,041.22	454,681,388.29
营业利润（元）	84,873,859.15	109,123,533.19	145,498,044.25

资料来源：日信证券研发部

风力发电变流器。募投项目建成后，预计可年产风力发电变流器 100 套，仅占 2008 年国内市场份额约为 1.95%。目前国内安装的风电机组采用的变流器主要为国外进口品牌，国外品牌风力发电变流器平均售价约为 110~130 万元左右，本公司研制生产的兆瓦级风力发电变流器预计市场平均售价为 87 万元左右，比国外品牌同类产品价格低大约 21% 左右，在价格方面具有一定优势。哈尔滨哈飞工业有限责任公司风力发电设备制造公司和江西麦德风能股份有限公司已分别与本公司签订了 100 套 1.5 兆瓦风电变流器的采购意向合同书。目前，公司在 2009 年生产的数台风机已在风场挂网测试，我们预计 2010-2012 年的销售量分别为：40 套、80 套、120 套，复合增长率达到 60%。

表格 3 风力发电变流器未来三年销量预测

年份	2010E	2011E	2012E
产品销量（套）	40	80	120
销售收入（元）	34,800,000	69,600,000	104,400,000
营业利润（元）	13,920,000	27,840,000	41,760,000

资料来源：日信证券研发部

电气控制与自动化产品。由于公司其他产品的带动，公司电气控制与自动化产品呈现出稳健发展的态势。自 2008 年以来，公司 1500 套的产能利用基本上处于满负荷状态，公司目前尚没有针对该产品的产能扩张计划，我们预计 2010-2012 年三年的产量也基本上维持在 1500 套左右。由于市场竞争处于一种稳定均衡，产品价格基本稳定，产品营业收入将维持在稳定状态，毛利率也将保持在 20% 左右。但是，相对于公司其他业务的快速增长，电气控制与自动化产品在主营业务收入中的比重将会不断下移。

综合业务分析。综合以上各个业务板块的分析，我们预计 2010-2012 年：公司主营业务收入分别为：477,380,352.87 元、599,602,713.00 元、769,729,413.85 元，复合增长率将达到 25% 以上；营业利润分别为：69,645,093.63 元、94,774,300.86 元、129,655,604.98 元，复合增长率将达到 35% 以上；净利润分别为：68,880,630.52 元、82,180,834.01 元、111,566,831.31 元，复合增长率将近 30%。

公司估值。2010-2012 年，公司每股收益分别为：0.99 元、1.18 元、1.61 元，对应的 PE 分别为 45 倍、38 倍、28 倍。考虑到国家后续节能环保政策对行业发展速度的可能性刺激，以及创业板的整体估值水平较高，我们维持公司“**增持**”评级。

4、风险提示

第一，公司高压变频器业务将近 50% 的收入来自于罗克韦尔公司，存在大客户依赖风险。
 第二，公司未来倚重的风力发电变流器市场属于一个进口替代型的市场，公司作为国内企业的探路者，对于新产品、新市场的探索还存在一些不确定因素。

表格 4 九洲电气（300040）未来三年盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	29933.02	37698.80	47738.04	59960.27	76972.94
营业总成本	27076.77	33036.90	40773.53	50482.84	64007.38
营业成本	21201.69	26305.90	33043.85	41090.76	52405.81
营业税金及附加	144.20	225.11	285.06	358.04	459.63
销售费用	2452.42	2858.12	3619.25	4545.87	5835.68
管理费用	1990.33	2391.70	2750.46	3163.02	3637.48
财务费用	607.09	533.62	160.08	176.09	193.70
资产减值损失	681.03	722.44	914.83	1149.05	1475.08
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	2856.25	4661.91	6964.51	9477.43	12965.56
加：营业外收入	1154.85	866.23	1096.91	300.00	300.00
减：营业外支出	83.38	68.59	86.86	109.10	140.05
利润总额	3927.72	5459.54	7974.56	9668.33	13125.51
减：所得税	319.88	780.30	1086.49	1450.25	1968.83
净利润	3607.84	4679.24	6888.06	8218.08	11156.68
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3607.84	4679.24	6888.06	8218.08	11156.68
EPS (元)	0.7	0.67	0.99	1.18	1.61
PE (倍)	64	67	45	38	28

资料来源：日信证券研发部

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。