

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

从阀控密闭电源或将进军 LED 路灯电源、新能源汽车充电站，踏上外延式扩张之路

事件描述

九洲电气近日发布对外投资公告，决定出资 1650 元，与宁波乾升投资成立控股子公司九洲圣豹电源，九洲电气占 55% 股权。控股子公司主要负责研发和销售充电电源、逆变电源、UPS 电源、LED 驱动电源、动力电池以及阀控密封铅酸蓄电池等产品。

事件评论

第一，携手宁波乾升，立足阀控密封电池拓宽电源产品线

公司与宁波乾升成立九洲圣豹电源公司，主营充电电源、逆变电源、UPS 电源、LED 驱动电源、动力电池以及阀控密封铅酸蓄电池等产品。

阀控密封电池是最新一代技术的铅酸蓄电池，实现了铅酸蓄电池行业革命性的技术突破，其主要特点为充放电过程中实现了内部氧气的循环机制，正极的氧可以顺利到达负极与氢复合成水，因此可以实现密封。它具有传统开口或防酸隔爆铅酸蓄电池不可比拟的优点。一经问世，便经历了迅速的发展。

阀控密封电池主要应用领域有通信后备电源，目前国内约有基站 66.07 万个，国内移动通信运营商仍将不断建造新的基站，至 2012 年预计基站总数将超过 100 万个，按 80% 的基站配备 2 组电池，20% 的基站配备 1 组电池测算，届时存量电池将达到 4,320 万 KVAh；保守按每 5 年更换一次，则 2012 年需要更换的电池量约在 860 万 KVAh。此外，阀控密封电池在光伏、风能储能，电力、电气化铁路及 UPS 上也有广泛应用，市场需求空间广阔。

第二，产品存在提升空间，静待汽车充电站、LED 路灯需求释放

我们认为合资公司由于目前市场需求结构因素，重点可能首先放在阀控密封电池，但我们认为公司已经具备新能源汽车充电桩、LED 路灯驱动电源的生产能力。在节能减排的背景下，这两项业务的市场一旦启动，公司也将大幅受益。

■ 发展新能源汽车充电站、电动自行车蓄电池，进军个人消费市场

新能源汽车规划正在制定之中，汽车充电站的大幕已拉开。根据国家电网的电动汽车推广计划，2010 年以前投资在 27 个网省公司建设 75 座充电站和 6209 个充电桩；2011-2015 年，建成 4000 座充电站。我们预计 2015 年前，电动汽车充电站的市场总需求将超过 100 亿。

根据中国电动自行车的预计年度需求计算，2013 年电动自行车的数量预计将超过 138,000,000 台。根据 Fros& Sullivan 报告，中国的电动自行车电池在 2008 年的销售收入约 1,642,600,000 美元（约合 120 亿元人民币），按照复合年增长率预期为 26.8% 估算，2013 年我国电动自行车电池市场的市场容量在 400 亿元左右。

公司以往的产品都是卖给电网、电厂、工业企业，现在电动自行车电池产品进军个人消费市场，公司市场宽度得以拓展。虽然电动自行车电池技术成熟，行业集中度分散，但考虑到巨大的需求量，我们认为此项业务仍能为公司的利润起到良好的补充作用。

■ LED 路灯驱动电源，坐享宁波、哈尔滨地域优势

根据国家路灯行业统计，我国城市道路照明共有 1500 万盏以上的路灯，近几年的增长率在 20% 以上。照此估算，全国每年照明路灯的市场规模不低于 50 亿元，如使用 LED 路灯，每年可节电 20 亿度以上。国家绿色照明工程促进项目办公室的专项调查显示，我国照明用电每年在 3000 亿度以上，如用 LED 取代，可节省 1/3 的照明用电，相当于总投资规模超过 2000 亿元的三峡工程的全年发电量。

对于 LED 路灯，每一个单灯均安装在带有驱动电源、散热性能良好的灯支架，控股子公司计划涉足驱动电源。宁波和哈尔滨都是大力发展 LED 产业的城市，控股子公司 LED 电源业务必将得到支持。

宁波高度重视半导体照明产业的培育，经过多年的发展，宁波 LED 与半导体照明产业链的下游应用已成为全国最为发达的特色产业。2009 年底，哈尔滨市政府制订哈尔滨市 LED 产业发展规划，哈尔滨已经成为国家 21 个“十城万盏”示范城市之一，按照哈尔滨“十城万盏”LED 城市照明规划，哈市将在 3 年时间内投资 2~3 亿元，推广应用各种 LED 照明灯具 26 万盏，实施冰雪景观、松花江沿岸自然景观、建筑艺术景观、道路照明和地铁工程等 LED 应用照明工程。

如果 LED 路灯得以推广，我们预计公司每年约生产 10 万只电源，按照每只售价 300 元估计，此项业务将带来的收入不低于 3000 万。

第三，发挥光伏蓄电池和光伏逆变器互补优势，分享“金太阳”盛宴

控股子公司生产的阀控密封蓄电池的主要应用领域之一正是太阳能发电蓄电池。配套蓄电池是解决太阳能发电间歇性的有效手段。

在政府“屋顶计划”及“金太阳工程”政策刺激下 2009 年为中国光伏应用新纪年，到 2020 年光伏安装量预计至少达 20GW。2009 年“金太阳工程”共安排 642MW，预计到 2011 年能够完成安装。以 2009 年累计安装 300MW，到 2020 年 20GW，年复合增长率 46%，国内光伏逆变器市场的需求量约 18.6GW。

控股子公司九洲圣豹，地处浙江，是我国太阳能制造产业的先进技术和产业集中区，具有行业先发优势，公司将凭借上市公司的资本优势和具有的技术创新优势，与公司即将下线的光伏逆变器产品形成优势互补，促进公司在光伏盛宴中快速发展。

第四，转移电站 UPS 业务，产品专业化程度进一步提高

公司的直流操作电源主要用在发电厂和变电站中，总需求与社会固定资产投资息息相关。目前这一行业竞争格局稳定，前三名为奥特迅、许继电源和本公司。根据国网“能源基地建设及电力中长期发展规划深化研究”的报告，我国装机容量“十一五”期间增速约 10.5%，此后的“十二五”“十三五”增速降低为 6.7%、4.17%，增长较为平稳。我们认为公司电站直流开关收入能够稳定增长。高频开关直流电源包含三个部分，蓄电池、电源模块、馈出系统。国内能够自主生产电源模块的直流电源企业仅 10 家左右，九洲电气的电源模块、蓄电池均为自主生产。

核电站电源领域目前国内仅奥特迅具备生产能力。公司高频开关直流电源正在进行核安全认证，有望受益于核电站建设的大发展。

受公司本部场地、产能的限制，电源业务的发展受到一定制约。如果公司将电源业务逐步转移到控股子公司，将使电源业务的专业化进一步提高。公司从生产电源起家，本次合资后电源业务的产品线大大扩充，这一传统产品将迎来二次腾飞。此外，如果电源业务转移至，一定程度上缓解了高压变频器产能的紧张局面，为公司其他业务的发展提供了有利条件。

第五，创新公司发展模式，踏上外延式扩张之路

我们认为，公司要做大做强，必须依靠“内涵式和外延式”两条腿走路。本次对外投资是公司第一次探索外延式的发展模式，电力电子在各行各业有诸多应用，也有许多质地良好的并购标的。如果公司对外延式扩张运作娴熟，公司的发展速度将大大加快。

同时，公司选择与浙商企业合作，并把合资企业建立在浙江，这对于提升公司管理理念、借鉴浙商发展模式都有裨益。

根据公告，合资企业未来三年的收入分别为 7000 万、15000 万、20000 万，复合增长率约为 42%，营业利润约为 7%。

表 1：九洲圣豹收入预计（万元）

年份	销售收入	营业利润
2010	7000	500
2011	15000	1000
2012	20000	1500

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司目前面临的风险因素主要是贡献收入 50%左右的高压变频器行业的竞争激烈，公司利润受到挤压，以及公司由于在发展过程中重视固定资产投资，导致公司经营杠杆较大，毛利率低于某些竞争对手。

我们预计 2010-2012 年公司的 EPS 分别为 0.401、0.574、0.701 元，对应当前股价的市盈率为 49、34、28 倍，维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	377	503	711	811	货币资金	661	496	454	498
营业成本	263	356	502	575	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	114	148	209	237	应收账款	272	363	512	584
% 营业收入	30.2%	29.3%	29.4%	29.2%	存货	68	92	130	149
营业税金及附加	2	3	4	5	预付账款	15	20	28	32
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	29	38	54	62	流动资产合计	1018	973	1128	1268
% 营业收入	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	24	32	45	51	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	5	1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	108	129	121	106
资产减值损失	7	9	14	7	无形资产	7	7	7	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	1	2	1
营业利润	47	65	93	114	其他非流动资产	-5	-5	-5	-5
% 营业收入	12.4%	12.9%	13.1%	14.0%	资产总计	1137	1110	1258	1382
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	108	0	0	0
利润总额	55	65	93	114	应付款项	95	129	182	208
% 营业收入	14.5%	12.9%	13.1%	14.0%	预收账款	22	29	41	47
所得税费用	8	9	13	16	应付职工薪酬	3	4	6	7
净利润	47	56	80	97	应交税费	13	16	23	28
归属于母公司所有者					其他流动负债	11	15	21	24
的净利润	46.8	55.7	79.7	97.3	流动负债合计	253	194	274	315
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	15	0	0	0
EPS（元/股）	0.34	0.40	0.57	0.70	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	34	34	34	34
经营活动现金流净额	35	10	-13	72	负债合计	302	228	308	349
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	835	882	950	1033
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	835	882	950	1033
固定资产投资	-19	-43	-19	-15	负债及股东权益	1137	1110	1258	1382
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-19	-43	-19	-15		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.337	0.401	0.574	0.701
股权融资	560	0	0	0	BVPS	12.02	12.70	13.68	14.87
银行贷款增加（减少）	19	-123	0	0	PE	59.07	50.79	35.51	29.08
筹资成本	8	-9	-10	-13	PEG	2.19	1.84	1.28	1.05
其他	-19	0	0	0	PB	1.66	1.60	1.49	1.37
筹资活动现金流净额	569	-132	-10	-13	EV/EBITDA	37.30	26.36	20.09	16.43
现金净流量	585	-165	-42	44	ROE	5.6%	6.3%	8.4%	9.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。