

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

东边日出西边雨——变频器增长受阻，电控设备、直流电源增长迅速

事件描述

九洲电气今日发布 2010 年中报，其主要内容为：

- 报告期内公司实现营业收入 16,130.84 万元，较上年同期增长 20.81%；
- 实现归属于母公司股东的实现净利润 1,674.44 万元，较上年同期增长 29.52%；
- 实现每股收益 0.10 元，每股经营性活动产生的现金流量净额为-0.44 元。

事件评论

第一，收入增长主要依靠非电力自动化业务

- 公司实现营业收入 16,130.84 万元，较上年同期增长 20.81%，实现营业利润 1,461.65 万元，较上年同期增长 30.42%。实现利润总额 1,674.44 万元，较上年同期增长 29.52%，扣除非经常性损益后的净利润 1,396.53 万元，较上年同期增长 36.54%。
- 公司营业收入增长主要来源于电气控制及自动化产品、直流电源业务。电气控制及自动化产品上半年收入 4991 万，同比增长 149.77%，占上半年收入近 31%；直流电源收入 3565.32 万，同比增长 39.76%，占上半年收入近 22%；高压变频器收入 7341.3 万，同比下降 15.74%，主要是单价下滑较大，同时公司存在产能瓶颈所致。

第二，营业利润同比下降主因是财务费用和资产减值损失

- 公司实现营业利润 1461.6 万元，较上年同期增加 30.42%，增幅大于营业收入增幅。超募资金带来的利息收入使财务费用比去年减少 67 万，由于公司增加管理人员工资，管理费用增加 243.90 万。资产减值损失增加 269.11 万，同比上升 142.24%
- 实现净利润 1431.92 万元，较上年同期上升 29.05%，其中营业外收入 264.7 万，同比增加 34.71%，主要是本期增值税税收优惠返还增加所致。

第三，竞争激烈导致高压变频器收入出现下滑

- 09 年高压变频器业务贡献收入 46.59%，中报显示这一比例降低至 46.18%，收入同比下降-15.74%。我们认为原因是国内高压变频器行业竞争激烈导致产品价格下滑较大，而公司目前扩产高压变频器的募投项目尚未达成，产能存在瓶颈，无法靠大规模提高销量来增加收入。另一方面，在激烈的竞争下，公司高压变频器的利率仅降低 0.1 个百分点。我们认为主要是公司有选择的接受订单，给罗克韦尔代工的产品占比提高所致。
- 我们认为，由于原有对手的扩产、新竞争者的纷纷涌入，高压变频器的价格竞争仍将持续。在公司目前产能存在瓶颈的情况下，可能重点倾向于放在受影响较小的代工产品。因此我们预计，公司高压变频器收入或与去年相当，甚至会有小幅下滑，但毛利率不会下降太多。

第四，电气控制及自动化产品成为最大亮点，下半年或将继续保持快速增长

- 09 年电气控制及自动化产品收入 8148.3 万，占总收入的 21.61%。中报显示该业务收入同比上升 149.77%，占总收入的 31.40%。我们认为主要原因是公司加强销售网络建设，加大营销力度所致。
- 上半年，公司与西门子也结成技术合作伙伴，成为西门子在中国指定的“最新型 40.5KV 8DA、8DB 气体绝缘中压开关”和“SIVACON-8PT 低压开关”设备生产制造商，拥有这两项产品的生产制造权和销售权。此次与西门子合作，不仅将双方企业的优势有效地结合，也为九洲电气进一步开拓中、低压开关高端市场提供了保证，随着哈尔滨新型工业化城市建设的不断推进以及国家振兴东北老工业基地政策的实施，公司可能首先在哈尔滨市场上获得突破。

第五，直流电源增长超预期，外延式扩张拓宽公司产品线

- 市场相对成熟的直流电源能增长 39.76%，超过了我们此前的预期。我们认为，原因是由于公司在高压变频器竞争激烈的情况下，对同属电力电子产品的高频开关直流电源的投入加大所致。
- 公司公告使用超募资金成立合资公司九洲圣豹，产品主要是阀控密封蓄电池，同时也可以生产新能源汽车充电桩、LED 路灯驱动电源等产品，在市场启动时，有望取得市场先机。此次对外投资，不仅拓宽了公司电源系列的产品线，也为公司外延式扩张积累了经验。我们预计公司直流电源业务全年增长在 40% 左右。

第六，产品梯次布局合理，期待新能源产品需求爆发

- 公司围绕电力电子技术开发和产品制造，公司的产品既有处于成长期的高压变频器，又有处于成熟期的电源类和电气自动化控制产品，还有处于市场开拓期的风力变流器以及处于研发期的太阳能光伏逆变器等系列产品，产品线配置衔接有序，产品生命周期组合比较合理，因此，公司的上述产品组合能较为有力地抗拒单一市场风险。
- 在做好风电变流器挂网运行试验同时，积极谋求与国内风电领域大型整机企业和风场开发商企业建立合作关系，力争今年在销售上取得一定突破；做好公司光伏逆变器的金太阳工程认证和直流电源产品的核电认证。未来公司有望在国家对新能源发展的支持和哈尔滨风电产业链建设中持续受益。

我们预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.44、0.60、0.78 元，对应市盈率分别为 45、43、25 倍，我们建议在对公司关注的同时，应留心几个风险：高压变频器的价格竞争，哈尔滨风电产业及城市建设的进程。

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	524	721	982	货币资金	661	489	457	414
营业成本	263	379	524	718	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	114	145	196	264	应收账款	272	377	519	707
% 营业收入	30.2%	27.6%	27.3%	26.9%	存货	68	98	136	186
营业税金及附加	2	3	4	6	预付账款	15	21	30	41
% 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	37	50	69	流动资产合计	1018	989	1145	1354
% 营业收入	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	24	31	43	59	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%	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%	0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	108	129	121	108
资产减值损失	7	10	14	18	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	3
营业利润	47	63	87	114	其他非流动资产	-5	-5	-5	-5
% 营业收入	12.4%	12.0%	12.0%	11.6%	资产总计	1137	1126	1275	1470
营业外收支	8	8	10	12	短期贷款	108	0	0	0
利润总额	55	71	97	126	应付款项	95	137	190	260
% 营业收入	14.5%	13.5%	13.4%	12.8%	预收账款	22	30	42	57
所得税费用	8	10	14	18	应付职工薪酬	3	5	6	9
净利润	47	61	83	108	应交税费	13	18	24	32
归属于母公司所有者的净利润	46.8	60.6	82.8	107.9	其他流动负债	11	16	22	30
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	253	206	284	388
EPS (元/股)	0.34	0.44	0.60	0.78	长期借款	15	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	35	4	-3	-11	其他非流动负债	34	34	34	34
取得投资收益					负债合计	302	240	318	422
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	835	886	957	1049
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-19	-43	-19	-16	股东权益	835	886	957	1049
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1137	1126	1275	1470
投资活动现金流净额	-19	-43	-19	-16	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	560	0	0	0	EPS	0.337	0.436	0.596	0.777
银行贷款增加 (减少)	19	-123	0	0	BVPS	12.02	12.76	13.78	15.10
筹资成本	8	-10	-11	-15	PE	58.48	45.19	33.04	25.36
其他	-19	0	0	0	PEG	1.82	1.41	1.03	0.79
筹资活动现金流净额	569	-133	-11	-15	PB	1.64	1.54	1.43	1.30
现金净流量	585	-172	-32	-42	EV/EBITDA	36.83	26.06	20.36	16.30
					ROE	5.6%	6.8%	8.7%	10.3%

资料来源：长江证券研究部

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。