



东兴证券
DONGXING SECURITIES

立足电力电子、面向低碳经济

——九洲电气（300040）调研报告

2010 年 10 月 8 日

推荐/上调

电力设备

调研报告

周宏宇 电力设备行业研究员
010-6650 7323

执业证书编号：S1480210100002

E-mail: zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

2010 年 9 月 30 日，拜访九洲电气（300040）管理层，就公司的经营情况进行交流。

问题一：近期，公司股东大会相继审议通过了利用超募资金合资成立宁波九洲圣豹电源（电动车动力电池和大功率的储能电池）、独资设立九洲技术（风电变流器、光伏逆变器、高压动态无功补偿装置）。项目实施进度安排，何时达产，2010 年对公司业绩影响？除了上述 2 个项目以外，其余超募资金有无明确使用计划？

公司主要从事电力电子成套设备及其配套的电控自动化产品的研发、制造、销售和服务，伴随着产业方面的拓展和升级，阀控密封蓄电池作为公司主导产品直流电源的配套产品，市场需求量日益增加。而公司产能的提升相对滞后，难以完全满足市场需要。投资成立九洲圣豹有助于完善公司产品链，改善公司产能瓶颈。

全资子公司九洲技术将达到年产 300 套兆瓦级风力发电变流器及 100 套大功率太阳能光伏发电逆变器和 200 套高压动态无功补偿装置的生产能力。自 2006 年，公司就开始从事兆瓦级风力发电变流器的研发，目前，已经完全掌握了全功率直驱型风力发电机组和双馈型风力发电机组两种变流器的全部技术和生产工艺，是我国风力发电变流器标准的起草单位。

在风力发电变流器技术的基础上，公司成功研制成功了单机在 100-500KW 的光伏发电逆变器，光伏并网逆变器为太阳能发电系统中的关键设备，市场成长空间巨大。

高压动态无功补偿技术是公司多年来的技术储备，公司上市之前由于资金瓶颈，没有进行大批量的推广，2009 年完成了 724 万元销售收入，今年上半年完成了 540 万元的销售收入，该产品的销售增长速度在 50%以上。目前无功补偿主要分电网类和工业用户类，分别是柔性交流输电和提高用户电能质量的关键技术。柔性输电技术是实现坚强智能电网的重要技术支撑，尤其对于间歇性能源如风能、太阳能的大规模接入起着至关重要的作用。在工业应用领域，大量冲击性质的负荷如电弧炉、轧机、电气化铁路等接入电网，对电能质量造成巨大污染。对这些大冲击非线性负荷或不对称负荷进行就地无功补偿，可达到电能质量治理、节能降耗、增加产量和提高产品质量的目的。

九洲技术预计将从明年 3 季度开始产生收益，全部达产后，可为公司新增销售收入 4.2 亿元，新增利润 3600 万元。宁波圣豹电源年内会产生一部分收益，具体情况看实施进展，全部达产后将实现销售收入 2 亿元，利润 1500 万元。除投资上述 2 家子公司以外，公司还以超募资金 3500 万元用于企业营销网络及技术支持中心建设。目前超募资金还有 1 亿多，暂用于补充流动资金。

问题二：公司风电变流器、光伏逆变器产品认证、市场进展情况，是否与主流整机制造商签订供货协议，直流操作电源核电资质认定进展情况？

哈尔滨是国内风力资源富集的地区之一，哈尔滨市政府正在打造风电产业基地，要求风电机组关键设备完全实现本地配套，这直接解决了公司变流器的市场问题，风电变流器已与哈飞签订了 100 套供货协议。在地方政府积极推动和主导下，哈尔滨成立风电产业联盟，公司与哈飞均是哈尔滨风电产业联盟的成员企业。未来 10 年哈尔滨市将新增风电装机容量数百万千瓦，公司风电变流器产品市场前景乐观。目前，由于国标尚未颁布，对风电变流器产品市场推广进度带来一些不确定性。

光伏逆变器正在进行国家“金太阳”工程产品认证，预计年底之前可以完成。

直流操作电源核电资质认证正在积极推进，预计明年下半年通过。

问题三：今年 5 月，公司与罗克韦尔续签了 5 年期的合同制造协议，为罗克韦尔贴牌生产 PF7000A 及 PF7000B 空冷中压变频器，公司如何看待贴牌产品与自主品牌产品的关系，是否存在竞争的可能性？

罗克韦尔公司是全球最著名的自动化公司之一，具有一百多年历史。与其合作为本公司增加了部分稳定的销售收入和利润，能提升本公司的业内影响力。同时，与国际一流电气制造商合作也使本公司在管理水平、质量控制、生产装备和技术、检测设施和技术等硬软件方面进一步接近或者达到了国际水平，有利于本公司进一步开展国际化业务。

公司生产的自主品牌高压变频器属于电压源型功率单元串联多电平高压变频器，而罗克韦尔公司生产的高压变频器属于电流源型交直交高压变频器，两者技术类型不同，本公司自主品牌产品的技术对罗克韦尔公司不存在技术依赖。

截止目前尚未出现两家同时参与竞标情况，未来随着公司变频器产能扩张，市场竞争加剧，不排除出现竞争的可能性。

问题四：近期，公司相继入选工信部推荐工业节能服务公司名单（第一批）、国家发改委和国家财政部首批节能服务公司名单。目前，公司在合同能源管理项目方面进展情况，有何具体实施计划？

公司正在稳步推进合同能源管理模式，但估计要 3-5 年后才能有较大进展，受制于配套政策法规不够完善，2010 年国家财政拨款 20 亿元用于补贴合同能源管理，数量有限，更多是表明政策导向，地方政府配套补贴受限于地方政府财力，没有到位。

问题五：请简单介绍一下公司与西门子在中、低压开关设备领域技术合作情况，是贴牌还是技术转让？

公司于 2003 年通过收购哈尔滨电控设备厂而开始大规模生产销售电气控制及自动化产品。

今年 4 月 27 日，九洲电气与西门子（中国）有限公司举行技术合作签约仪式，九洲电气将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，拥有了这两项产品的生产制造权和销售权。“40.5KV 8DA、8DB 气体绝缘中压开关”和“SIVACON -8PT 低压开关”设备是西门子公司的核心技术，作为目前世界上最先进的中压和低压开关产品，被广泛应用于冶金、建筑、地铁、石化、核电等领域。

西门子向九洲电气转让中、低压开关设备设计图纸，而非贴牌生产。主要面向哈尔滨地铁，地方政府要求参与哈尔滨地铁项目的外资企业向中方合作者转让技术。哈尔滨地铁计划 2012 年投运，今年开始设备招标，预计明年会对公司业绩产生贡献。

问题六：公司上半年应收账款 31946.44 万元，占当期流动资产的 35.40%，与上年期末 24559.97 万元相比，增长了 30.08%。其他应收款也由上年期末的 2594.68 万元增加至 4178.52 万元，增长了 61.04%。是否会对公司的运营资金产生压力，公司如何应对？

公司所处的行业具有季节性明显的特征，收入确认基本集中在下半年，近三年公司下半年的营业收入均在全年总收入的 2/3 左右。因此，每年中报反映在财务报表的经营性现金流量均为负值，今年上半年，公司销售规模扩大，导致应收账款也出现相应增长，下半年随着收入逐步开始确认，应收账款金额会出现明显下降。公司今年 IPO 超募资金除用于归还银行贷款、投资 2 家子公司，企业营销网络及技术支持中心建设外，尚有一亿多元，在手现金较为充裕，不会对运营资金产生压力。

结论：

- 公司以高压、大功率电力电子技术为核心，发展了高压变频器、兆瓦级风电变流器、光伏逆变器、高压动态无功补偿装置、高频开关电源等一系列产品，在工业节能、新能源领域均具有广阔的发展前景，且处于行业领先地位。
- 公司与罗克韦尔、西门子等世界知名企业建立了技术合作关系，不仅为本公司增加了部分稳定的销售收入和利润，同时也使公司在管理水平、质量控制、生产装备和技术、检测设施和技术等软硬件方面进一步接近或者达到了国际水平，有利于公司进一步开展国际化业务。
- 近期，公司相继入选工信部推荐工业节能服务公司名单（第一批）、国家发改委和国家财政部首批节能服务公司名单、国家科技部、国务院国资委、中华全国总工会三部委确定的第四批开展创新型企业试点工作的企业名单。有利于公司人才、资金、科技成果等的聚集，对提高公司的创造力和核心竞争力具有重要的推进作用。

盈利预测与投资建议：

募投项目和超募资金投资项目全部实施后，公司高压变频器产能将由目前的 250 台/年增加到 500 台/年；高频开关电源由 800 台/年增加到 1400 台/年。新增兆瓦级风电变流器 400 台，大功率光伏发电逆变器 100 台，高压动态无功补偿装置 200 台，通过合资成立宁波九洲圣豹电源，公司将产品线延伸到了电动汽车动力电池及充电装置、大功率储能电池领域；电气控制及自动化产品与西门子开展了技术合作，面向哈尔滨地铁项目，将为公司新增上亿元的销售收入。

预测 2010-2012 年每股收益分别为：0.54、0.71、0.97 元，分别对应 35 倍、26 倍、19 倍 PE，上调为“推荐”评级。

表 1 关键预测指标

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	299	377	547	751	1,022
主营收入增长率	30.4%	25.9%	45.1%	37.3%	36.0%
净利润（百万元）	36	47	75	99	135
净利润增长率	18.6%	29.7%	60.6%	31.7%	36.5%
ROE	15%	6%	8%	9%	12%
EPS（元）	0.700	0.910	0.541	0.713	0.972
P/E	26.9	20.7	34.8	26.4	19.3

表 2 预测财务报表

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	299	377	547	751	1,022
营业成本	212	263	385	523	698
营业费用	25	29	38	53	72
管理费用	20	24	33	45	61
财务费用	6	5	1	8	25
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	29	47	79	107	150
利润总额	39	55	88	116	159
所得税	3	8	13	17	24
净利润	36	47	75	99	135
归属母公司所有者的净利润	36	47	75	99	135
NOPLAT	32	45	68	98	148
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	76	661	547	751	1,022
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	176	246	330	453	616
预付款项	9	15	15	15	15
存货	66	68	105	143	191
流动资产合计	356	1,018	1,038	1,418	1,920
非流动资产	107	119	258	322	324
资产总计	463	1,137	1,296	1,740	2,243
短期借款	83	105	79	381	696
应付帐款	55	85	127	172	230
预收款项	15	22	30	41	57
流动负债合计	180	253	282	647	1,043
非流动负债	50	49	49	49	49
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司股东权益	233	835	965	1,044	1,152
净营运资本	176	765	755	771	877
投入资本 IC	261	297	514	692	845
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	36	47	75	99	135
折旧摊销	6	8	0	17	19
净营运资金增加	31	589	(9)	16	106
经营活动产生现金流	7	35	16	20	37
投资活动产生现金流	(15)	(19)	(158)	(90)	(30)
融资活动产生现金流	33	569	28	274	264
现金净增（减）	24	585	(114)	204	270

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力与电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。