

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

传统业务稳步增长，关注高端市场开拓进展

事件描述

今天，我们对正泰电器进行了调研，要点如下：

- 收入增长平稳，原料上涨导致毛利率下滑；
- 配网、保障性住房建设刺激下，低压电器需求依旧旺盛；
- 渠道、管理、技术三大优势保障公司快速发展；
- 进军高端品牌，布局海外业务，丰富公司市场结构；
- 新能源业务增长迅速，股权激励彰显公司信心。

我们预计 10-12 年公司的 EPS 分别为 0.65 元、0.79、0.91 元，对应市盈率分别为 34、28、24 倍，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，收入增长平稳，毛利率下滑主要是成本上升所致

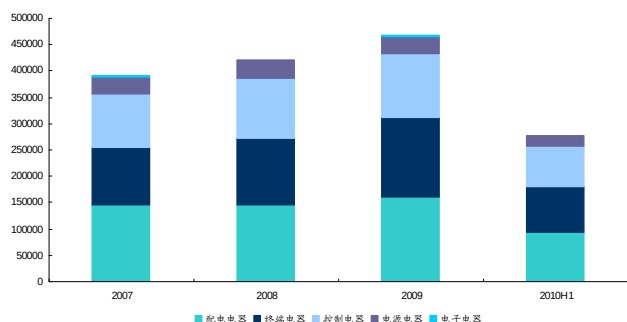
- 今年前三季度公司收入增长均在 30% 左右，但营业利润增速较低，这是由于原材料成本上升所致。由于低压电器行业竞争充分，对下游价格传导性较差原因所导致。同时公司三季度管理费用率增长较快，主要是与上海电气科学研究所合资成立子公司，增加研发投入所致。

表1：国内低压电器市场竞争格局

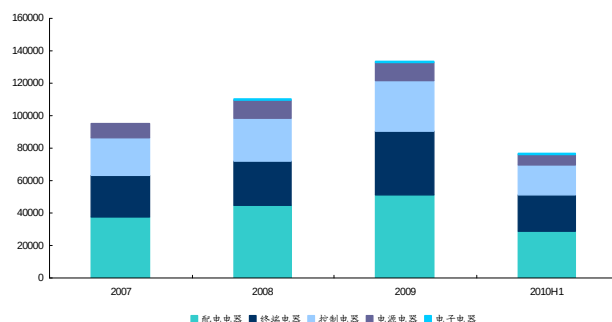
	2010Q1	2010Q2	2010Q3
营业收入	33.88%	36.35%	27.28%
营业利润	34.39%	18.93%	7.66%
净利润	29.87%	-4.91%	43.25%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 公司的产品销售结构保持稳定，我们认为控制类产品和配电电器将来增长速度较快。

图 1：正泰电器收入结构（万元）


资料来源：Wind 长江证券研究部

图 2：正泰电器毛利结构（万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，配网、保障性住房建设刺激下，低压电器需求依旧旺盛

- 公司客户类型按照收入占比依次为电力部门、工业企业、房地产，其中配电电器收入占比 33% 左右，是公司收入比重最大的业务，也是毛利率最高的。国家电网在“十二五”期间主要发展两头，一是大电网、骨干电网的传输问题，一个是解决配电网的薄弱问题。我们预计“十二五”期间国家电网在配网端的投资将增加 30% 以上。
- 公司目前的产品主要定位于二三线城市，以及中低端品牌，因此以一线城市房价为主要调控对象房地产行业并未对公司相应的电器市场造成冲击。而今后保障性住房的建设力度将大大加强，同时二三线城市房地产仍有很大的发展空间，这都属于公司的目标市场。
- 低压电器平均 5 年左右更新一代，巨大的存量市场更新换代也为低压电器的发展提供了广阔的市场空间。根据中国电器工业协会提出的我国低压电器新产品发展总体思路。计划用 5 年左右的时间全面淘汰第 1 代产品；逐步淘汰第 2 代产品，部分产品完善、改进、提高；第 3 代产品深化二次开发。再用 10 年左右时间完成我国第 4 代低压电器主要系列产品开发与推广

第三，渠道、管理、技术三大优势保障公司快速发展

- 低压电器行业由于终端客户的多元化、分布的广泛性，决定了完善、健全的销售网络对于生产企业的重要性。截止至 2009 年 6 月 30 日，公司目前截至 2009 年 6 月 30 日，本公司共有 625 家一级经销商，其中 392 家公司名称中使用了“正泰”字号，二级经销商 2000 家左右。公司实行买断式的经销商模式进行销售，该模式有利于公司借助经销商拓展销售渠道，扩大市场份额，特别是对二、三级市场的有效渗透，同时又减少了公司直接建设营销网络的费用，有效控制了销售费用的增长。我们认为，强大的销售渠道是公司区别于竞争对手的最大优势。
- 公司是国内同类企业中最早进行精细化管理、流程再造的企业。充分利用信息化手段，应用企业资源管理（SAP/R3）、产品全生命周期管理（PLM）、协同管理等系统，全面实施“数字化正泰”，在生产经营各环节深入推行精细化管理，在资源优化、节能减排、环境友好等方面在同行中有显著优势。公司通过对销售商运用完善的信用评估体系，实施动态的过程控制，应收账款周转率较高，坏账损失率较低，处于行业领先水平。
- 公司受让上海电气科学研究所(集团)有限公司持有的上海电科电器科技有限公司 50% 的股权，“电科所”是国内低压电器领域的技术引领者，参与制定了多项行业标准。这种合作模式将明显增强公司技术研发实力，为公司现有产品完整化、集成化提供强有力的技术支持，确保公司在低压电器产品领域的技术研发领先优势。

第四，进军高端品牌，布局海外业务，丰富公司市场结构

- 公司目前“正泰”品牌的产品目标市场主要集中于中低端的低压电器市场，这一市场需求量较大，公司在国内低压电器市场已经保有相对稳固和较高的市场地位，但在高端产品市场，仍是跨国企业占据了主要市场份额。公司目前正着力进一步打开高端市场。今年公司成功成为中移动的采购企业，销售 1000 多万，占此次招标额的 10% 左右。
- 此次募投的诺雅克节能型控制及配电电器产品生产基地建设项目旨在提高公司高端产品的制造能力，希望高端产品市场成为新的重要增长点。诺雅克电气今年已开始实现销售，1-6 月实现营业收入合计 1109.95 万元，占公司合并报表营业收入的 0.39%。目前销售收入以直销为主，尚处产品推广阶段。

表2：国内低压电器市场竞争格局

	竞争特点	代表公司
第一梯队	产品门类齐全，相互间进行全方位竞争的企业	ABB、施耐德、罗格朗、西门子、正泰电器、德力西
第二梯队	专注于若干子产品，参与行业局部竞争的企业	常熟开关、上海人民电器、上海良信电器、百利电气、天水 213 电器、美国伊顿、法国海格
第三梯队	无明显产品优势和特点的中小型企业	市场分散、企业众多

资料来源：长江证券研究部

- 海外低压电器需求旺盛，公司目前海外销售占比在 8% 左右，主要目标市场定位于中东、独联体国家、南美等地区。公司已经完成海外业务的布局，撤销公司原有的贸易部，根据各国际市场的不同特点，建立全球六大洲区销售部。我们认为，金融危机过后，海外低压电器行业需求恢复型增长，同时汇兑损失问题也会有所好转。公司海外业务的增长速度将远大于国内。长期来看，公司海外业务收入有望达到 20%。

第五，新能源业务增长迅速，股权激励彰显公司信心

- 公司去年投资 1 亿成立全资子公司上海正泰电源系统有限公司研制、销售光伏逆变器产品，公司吸收了美国泰科电子电源公司的研究团队，目前已经实现销售收入 1000 万左右，取得国内和欧盟的认证。大股东旗下的正泰太阳能科技有限公司是中国大陆首家大规模量产高效薄膜太阳能电池的光伏企业，可以同时为客户提供单晶电池组件、多晶电池组件，以及“非晶微晶”高效薄膜电池组件，是中国光伏企业中产品线最全的企业之一，并规划在 2010 年前将产能扩大到 300MW。我们认为这将为公司的逆变器产品顺利解决市场导入问题，光伏逆变器有望成为公司增长最快的产品。
- 公司近期公布了股权激励草案，激励范围非常广，覆盖了公司经理曾经以上的所有员工。激励方式为授予 208 名管理人员股票期权，行权价为 22.43 元，激励周期为 7 年。目前行权价与股价相差不大，我们认为公司有较强的信心完成考核指标并实现公司的快速增长。2009 年公司的净利润为 52,234 万元，且今后各年度利润将实现逐年增长，因此期权成本对公司的利润的影响不大。

表3：2011 年-2016 年期权成本摊销情况

期权份额 (万份)	期权价(元)	期权成本 (万元)	2011 年 (万元)	2012 年 (万元)	2013 年 (万元)	2014 年 (万元)	2015 年 (万元)	2016 年 (万元)
1,640.90	7.088	11,631.46	2,798.82	3,731.76	2,641.31	1,550.86	763.31	145.39

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们预计 10-12 年公司的 EPS 分别为 0.65 元、0.79、0.91 元，对应市盈率分别为 34、28、24 倍，我们给予公司“谨慎推荐”评级，但需注意公司在高端市场开拓进展低于预期的风险。

表4：正泰电器盈利预测（万元）

		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
配电电器	收入	147,114.10	145,489.13	161,177.07	209,530.19	261,912.74	314,295.29
	收入增长率	na	-1.10%	10.78%	30.00%	25.00%	20.00%
	成本	109,721.11	100,791.85	109,995.37	146,671.13	183,338.92	220,006.70
	毛利率	25.42%	30.72%	31.75%	30.00%	30.00%	30.00%
终端电气	收入	106,861.29	127,499.11	150,747.52	195,971.78	235,166.13	282,199.36
	收入增长率	na	19.31%	18.23%	30.00%	20.00%	20.00%
	成本	80,915.49	100,392.46	111,336.72	146,978.83	178,726.26	217,293.51
	毛利率	24.28%	21.26%	26.14%	25.00%	24.00%	23.00%
控制电器	收入	102,136.51	112,955.15	120,442.95	162,597.98	211,377.38	253,652.85
	收入增长率	na	10.59%	6.63%	35.00%	30.00%	20.00%
	成本	78,917.02	86,126.27	89,365.28	123,574.47	162,760.58	197,849.23
	毛利率	22.73%	23.75%	25.80%	24.00%	23.00%	22.00%
电源电器	收入	33,117.28	33,993.95	33,425.68	45,458.92	54,550.71	65,460.85
	收入增长率	na	2.65%	-1.67%	36.00%	20.00%	20.00%
	成本	24,872.67	22,739.48	22,075.71	30,002.89	36,003.47	43,204.16
	毛利率	24.90%	33.11%	33.96%	34.00%	34.00%	34.00%
电子电器	收入	1,447.35	1,721.32	1,745.27	4,363.18	7,853.72	11,780.57
	收入增长率	na	18.93%	1.39%	150.00%	80.00%	50.00%
	成本	982.57	1,139.02	1,216.26	3,446.91	5,890.29	8,835.43
	毛利率	32.11%	33.83%	30.31%	21.00%	25.00%	25.00%

资料来源：长江证券研究部

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	4802	6346	7917	9524	货币资金	996	4182	4976	5891
营业成本	3449	4628	5820	7057	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1352	1718	2096	2467	应收账款	475	628	783	943
% 营业收入	28.2%	27.1%	26.5%	25.9%	存货	470	631	793	962
营业税金及附加	31	42	52	62	预付账款	61	81	102	124
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	5	7	8	10
销售费用	242	320	400	481	流动资产合计	2164	5737	6922	8241
% 营业收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	364	481	600	722	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	长期股权投资	77	77	77	77
财务费用	-5	-9	-16	-20	投资性房地产	4	4	4	4
% 营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	373	379	386	389
资产减值损失	19	15	16	16	无形资产	68	64	61	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	递延所得税资产	31	3	3	3
营业利润	701	869	1046	1205	其他非流动资产	-9	-9	-9	-9
% 营业收入	14.6%	13.7%	13.2%	12.7%	资产总计	2707	6254	7443	8763
营业外收支	-11	0	0	0	短期贷款	1	0	0	0
利润总额	690	869	1046	1205	应付款项	919	1233	1550	1880
% 营业收入	14.4%	13.7%	13.2%	12.7%	预收账款	40	53	66	80
所得税费用	118	148	179	206	应付职工薪酬	164	220	276	335
净利润	572	720	867	999	应交税费	33	8	9	11
归属于母公司所有者的净利润	522.3	657.7	791.8	912.5	其他流动负债	151	202	254	307
少数股东损益	50	62	75	87	流动负债合计	1308	1715	2156	2613
EPS (元/股)	0.52	0.65	0.79	0.91	长期借款	0	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	1104	872	1025	1177	其他非流动负债	23	23	23	23
取得投资收益					负债合计	1331	1739	2180	2637
收回现金	1	0	0	0	归属于母公司	1282	4359	5032	5808
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	94	156	231	318
固定资产投资	-58	-113	-129	-145	股东权益	1376	4515	5264	6126
其他	-5	0	0	0	负债及股东权益	2707	6254	7443	8763
投资活动现金流净额	-63	-113	-129	-145	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	2518	0	0	EPS	0.520	0.654	0.788	0.908
银行贷款增加 (减少)	-16	-1	0	0	BVPS	1.42	4.84	5.59	6.45
筹资成本	312	-89	-102	-117	PE	43.23	34.34	28.52	24.75
其他	-635	0	0	0	PEG	2.12	1.68	1.40	1.21
筹资活动现金流净额	-339	2427	-102	-117	PB	15.77	4.64	4.02	3.48
现金净流量	701	3186	794	915	EV/EBITDA	28.04	18.97	15.24	12.55
					ROE	40.7%	15.1%	15.7%	15.7%

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。