

方正证券研究所

机械行业资深分析师：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

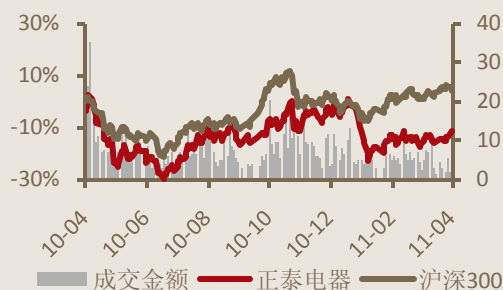
E-mail: lijianjian@foundersc.com

联系人：姚 玮（电力设备行业）

TEL: 010-68584809

Email: yaowei0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2009A	2010	2011E	2012E
主营收入	4801.52	6339.11	8240.84	10889.57
(+/-)	8.09%	32.02%	30.00%	32.14%
净利润	522.34	577.60	766.27	1070.27
(+/-)	34.46%	10.58%	32.66%	39.67%
EPS (元)	0.58	0.64	0.85	1.19
P/E	27.86	37.67	28.39	20.33

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

公司研究—正泰电器（600537）—低压电器龙头未来有望借双翼起飞—李俭俭，姚玮—2010.12.29

请务必阅读最后特别声明与免责条款

低压电器巨头 业绩弹性不逊

正泰电器 2010 年年报点评

公司年报点评报告
2011.04.19 增持

电气设备行业

事件：4月19日正泰电器公布2010年报和2011年一季报。2010年和2011年一季度分别实现营业收入63.39亿元、16.45亿元，同比增长分别为32.02%、40.59%；归属母公司净利润分别为6.39亿元、1.69亿元，同比增长分别为22.36%、10.83%；2010年每股收益0.64元，拟每十股派4元。

点评：

※ 原材料价格及销售费用导致净利率下降，但仍好于行业平均水平

2010年公司各项业务增长较平均，低压电器、配电电器、终端电器和控制电器营业收入涨幅均为32%左右，电源电器收入增长38%。受原材料价格上涨等因素影响，前四大产品的毛利率均有所下降，低压电器、配电电器、终端电器毛利率均下降2.7%左右，控制电器毛利率下降4.32%。按照原材料价格弹性，表明公司具有较强的成本控制及转嫁能力，一季度受原材料价格快速走高影响，毛利率下降5.6个百分点，但公司2011年1季度公司营业收入同比增长40.59%，产能尚不能满足订单需求，二季度原材料价格走稳及产能合理分配将有助其毛利率改善。

※ 公司未来收入及毛利水平仍将保持超越行业平均增速

公司是我国低压电器行业龙头企业。据我们测算2011-2012每年新增低压电器约5.4万件，行业平均增速约10%-15%。公司2010年受机械、房地产等主要下游景气拉动下，业绩增幅明显高于行业增速。2011年由于保障房建设、农网改造等诸多因素推动，公司传统业务仍将保持高速增长，在主要原材料价格上涨条件下，低压电器龙头正泰对于供应链及成本控制能力优势有望助其进一步抢占更大市场份额，公司海外市场增速有望达到40%-50%。

※ 新能源产业蓄势待发，诺雅克品牌瞄准高端市场

电源子公司正泰电源已成功开发10-500kW光伏并网逆变器产品，技术国际领先；募投项目诺雅克工厂今年初将投入运行，瞄准国外品牌占领的高端市场，项目完全达产后预计新增年产值30.7亿元。目前该品牌成功进军新能源低压电器市场，今明两年将进入收获期，成为内生性增长亮点，公司也将积极寻求外延式扩张。

※ 目前股价低于新股发行价及股权激励行权价格，彰显安全边际

目前股价21.65元不仅低于股权激励草案中行权价格22.43元，也低于公司IPO发行价格23.98元，我们预计股权激励有望在5月份正式获批，将大大激发公司管理层发展壮大公司的决心和动力，并显示公司对未来业绩及增长的信心，凸显目前股价的低估和安全边际。

※ 盈利预测

我们预计2011年-2012年EPS分别为0.85元、1.19元，2011年4月19日

股价对应市盈率分别为28.39倍、20.33倍，考虑到公司龙头地位及持续性增长动力，维持“增持”评级。

※ 风险提示

原材料价格上涨风险、新产品市场开拓风险

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2163.90	3014.12	3634.15	4727.99	经营活动现金流	1077.81	444.81	998.37	1559.23
现金	996.11	1141.04	1483.35	1960.12	净利润	571.97	634.73	842.06	1176.12
应收账款	465.67	802.15	846.02	1331.90	折旧摊销	74.91	98.56	160.52	288.69
其它应收款	9.49	15.86	17.10	22.50	财务费用	-5.20	25.36	32.96	43.56
预付账款	60.50	80.37	102.76	139.23	投资损失	0.52	-0.50	-0.50	-0.50
存货	470.02	704.17	621.36	1101.82	营运资金变动	454.38	-324.34	-36.67	51.36
其他	162.10	270.53	563.55	172.42	其它	-18.77	11.01	0.00	0.00
非流动资产	543.37	689.20	939.45	1487.87	投资活动现金流	-88.33	-254.90	-410.27	-836.60
长期投资	60.36	60.36	60.36	60.36	资本支出	-34.56	160.08	250.25	548.41
固定资产	359.34	498.49	727.01	1244.05	长期投资	-24.58	0.00	0.00	0.00
无形资产	67.79	84.85	105.68	135.21	其他	-147.47	-94.81	-160.02	-288.19
其他	55.88	45.50	46.40	48.25	筹资活动现金流	-256.98	-208.99	-148.48	-196.81
资产总计	2707.27	3703.32	4573.60	6215.85	短期借款	-15.57	-0.24	0.00	0.00
流动负债	1307.88	1852.60	1996.34	2615.73	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1.24	165.01	67.71	18.67	其他	-241.41	-208.75	-148.48	-196.81
应付账款	918.71	1168.74	1482.32	1964.06	现金净增加额	732.50	-19.08	439.61	525.81
其他	387.93	518.85	446.32	633.01					
非流动负债	23.39	20.00	20.00	20.00	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	23.39	20.00	20.00	20.00	营业收入	8.09%	32.02%	30.00%	32.14%
负债合计	1331.28	1872.60	2016.34	2635.73	营业利润	18.43%	13.26%	41.51%	39.67%
少数股东权益	93.52	150.64	226.43	332.28	归属母公司净利润	34.46%	10.58%	32.66%	39.67%
归属母公司股东权益	1282.47	1680.08	2330.83	3247.84	获利能力				
负债和股东权益	2707.27	3703.32	4573.60	6215.85	毛利率	28.16%	25.91%	27.62%	28.79%
					净利率	11.91%	10.01%	10.22%	10.80%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	41.57%	34.67%	32.93%	32.85%
营业收入	4801.52	6339.11	8240.84	10889.57	ROIC	43.76%	34.03%	34.82%	35.79%
营业成本	3449.29	4696.76	5964.88	7754.34	偿债能力				
营业税金及附加	31.44	38.03	49.45	65.34	资产负债率	49.17%	50.57%	44.09%	42.40%
营业费用	242.38	316.96	412.04	544.48	净负债比率	0.09%	8.81%	3.36%	0.71%
管理费用	364.10	443.74	626.30	871.17	流动比率	1.65	1.63	1.82	1.81
财务费用	-5.20	25.36	32.96	43.56	速动比率	1.30	1.25	1.51	1.39
资产减值损失	18.51	25.36	32.96	43.03	营运能力				
公允价值变动收益	0.05	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	2.04	1.98	1.99	2.02
投资净收益	-0.52	0.50	0.50	0.50	应收帐款周转率	10.24	10.00	10.00	10.00
营业利润	700.52	793.41	1122.74	1568.16	应付帐款周转率	4.72	4.50	4.50	4.50
营业外收入	79.17	80.00	80.00	80.00	每股指标(元)				
营业外支出	89.88	80.00	80.00	80.00	每股收益	0.58	0.64	0.85	1.19
利润总额	689.81	793.41	1122.74	1568.16	每股经营现金	1.20	0.49	1.11	1.73
所得税	117.84	158.68	280.69	392.04	每股净资产	1.42	1.87	2.59	3.61
净利润	571.97	634.73	842.06	1176.12	估值比率				
少数股东损益	49.62	57.13	75.79	105.85	P/E	27.86	37.67	28.39	20.33
归属母公司净利润	522.34	577.60	766.27	1070.27	P/B	11.35	12.95	9.33	6.70
EBITDA	764.72	891.97	1283.26	1856.85	EV/EBITDA	17.88	20.94	14.27	9.64
EPS (元)	0.58	0.64	0.85	1.19					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com