

三星电气(601567)

智能电表龙头，配网变压器领先者

研究员：张洪道
执业证书编号：S0570510120030
电话：025-83290941
E-mail: xfh1978@gmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

发行基本资料

电气设备 II	
发行股数(万)	6700
发行后总股本(万)	26700
发行方式	采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式。
发行日期	
保荐机构	东方证券

合理价格区间：20~22 元

投资要点：

三星电气是电能表行业龙头企业。在 2010 年四次国家电网智能电表集中规模招标中市场占有率为 10.66%，居行业第一位；在配电变压器领域，公司处于行业领先地位，2009 年公司市场占有率为 0.80%，居行业第四位。公司 2009 年~2010 年营业收入增速分别为 30.30%和 21.16%；净利润增速分别为 115.96%和 17.99%。

智能电表受益于智能电网全面建设。在 2015 年前，用电环节要实现“全覆盖、全采集”的用电信息采集系统，其中智能电表和智能终端产品是用电环节智能化的最大受益者。此外，海外市场巨大的潜在需求量为三星电气创造了广阔的市场空间。国网招标由“最低价中标”模式更改为“平均价中标”模式，智能电表低价竞争导致的低毛利率有望企稳回升。

配网建设正当其时，配网设备分享投资。公司目前市场主要在电网渠道，智能配电网建设和新一轮农网升级改造将推动配网设备需求的快速增长；同时近年来形成的完整的产品组合为公司拓展庞大的用户市场（包括新能源发电、民用建筑、工矿企业等领域）提供了明显优势，使得公司有能力和用户整体配电解决方案。

盈利预测与估值建议。我们预测 2011 年~2013 年公司 EPS 分别为：0.96 元、1.23 元和 1.57 元；取科陆电子、浩宁达和三变科技为可比公司，并给予三星电气 2011 年估值 23.0~25.0 倍，并考虑到比较二级市场折价，对应 IPO 价值区间为 20 元~22 元。

发行前财务数据(2010)

每股收益(元)	0.98
每股净资产(元)	2.67
总资产(百万元)	353.91
资产负债率(%)	64.49
净资产收益率(%)	44.77
每股经营性现金流(元)	0.47

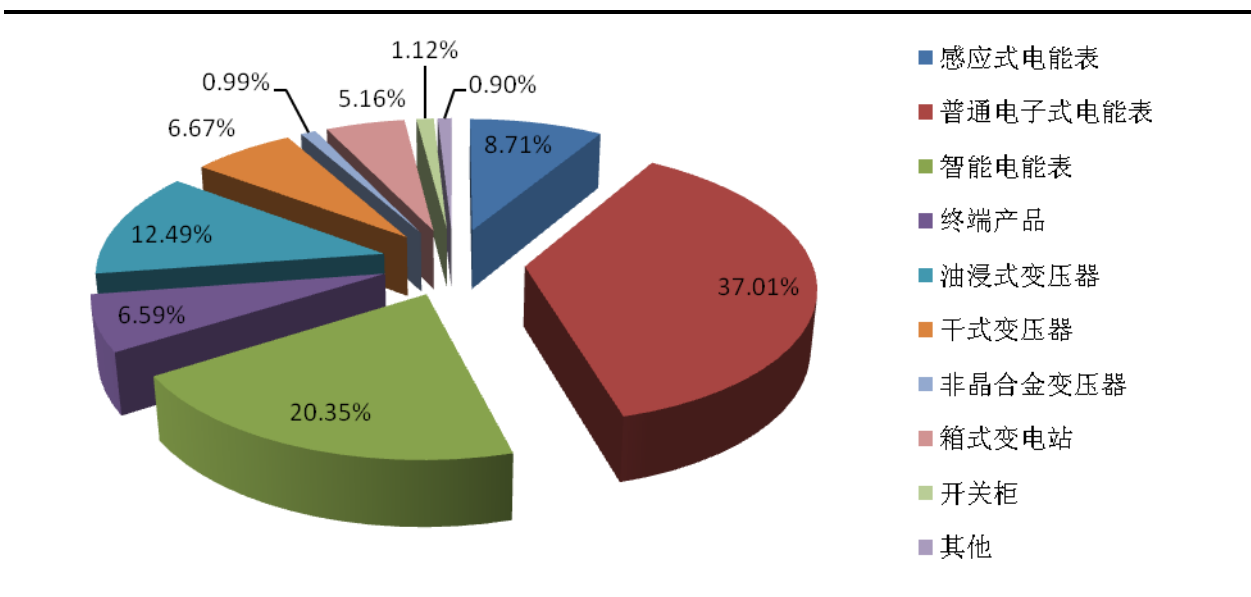
主要经营指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	18.02	23.86	31.97	42.97
收入增长率(%)	21.16	32.45	33.98	34.40
净利润(百万)	198.88	256.05	328.97	417.86
净利润增长率(%)	17.99	28.75	28.48	27.02
EPS(元)(摊薄后)	0.74	0.96	1.23	1.57

三星电气的主营业务为电能计量仪表及信息采集产品、配电设备的研发、生产和销售，其中电能计及信息采集产品主要包括感应式电能表、普通电子式电能表、智能电表和用电管理智能终端及系统等；配电设备主要包括 10kV 油浸式变压器、干式变压器、非晶合金变压器、箱式变电站和开关柜等。

公司是电能表行业龙头企业。在 2010 年四次国家电网智能电表集中规模招标中市场占有率为 10.66%，居行业第一位；在配电变压器领域，公司处于行业领先地位，据中国电器工业协会统计，2009 年公司市场占有率为 0.80%，居行业第四位。

图表 1 三星电气 2010 年主营业务收入结构



资料来源：招股说明书 华泰证券

1、历史业绩回顾

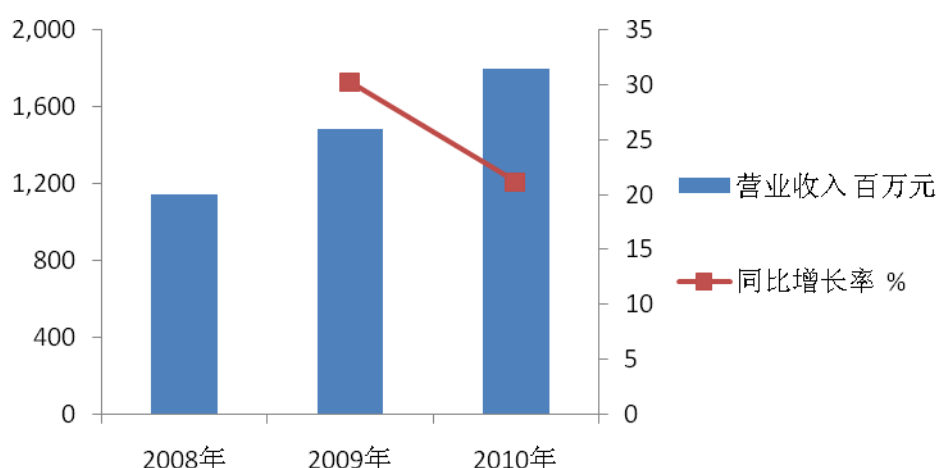
三星电气 2009 年~2010 年营业收入增速分别为 30.30%和 21.16%，尤其是在 2010 年电网建设投资规模同比下降 12.52%的前提下，2010 年的增长显示了公司较强的业务扩张能力。2009 年~2010 年净利润增速分别为 115.96%和 17.99%。

2010 年度，受益于国家电网大规模推广智能电表应用，公司智能电表第一年实现销售约达 3.64 亿元，但感应式电表和普通电子式电能表均因市场挤占作用销售收入出现下滑；智能终端产品销售增长达 88.77%；箱式变电站的销售增长也达到 51.23%。

国家电网智能电表集中规模招标初期采用的“最低价中标”模式，对产品价格产生了较大的压制作用，同时智能电表大规模推广应用，在 2010 年造成了相关电子元器件价格上升，智能电表毛利率显著低于普通电子式电能表，是 2010 年公司毛利率下降 7.27%的主要原因。

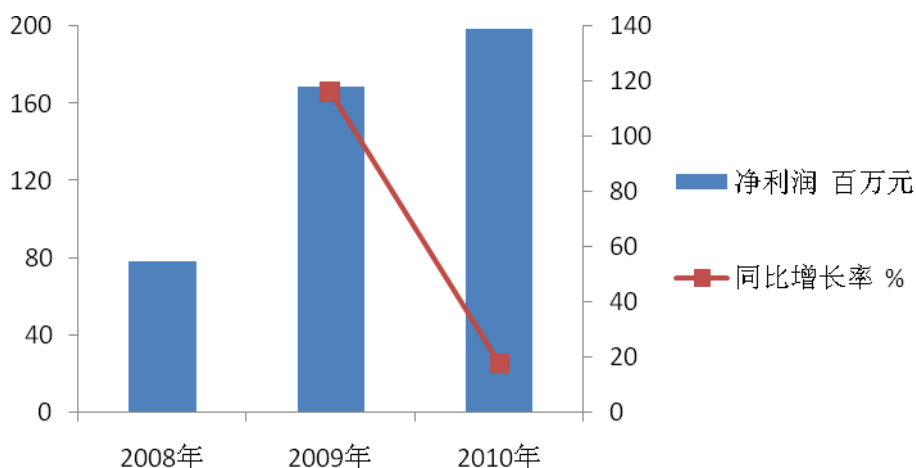
另一方面，电能表的国家电网集中规模招标代替了各省网公司独立招标，带来了销售费用率的显著下降。普通电子式电能表的销售费用率为 14.15%；智能电表的销售费用率则为 6.28%，是 2010 年公司销售费用率下降 6.04%的主要原因。

图表 2 三星电气 2008 年~2010 年营业收入及其增速



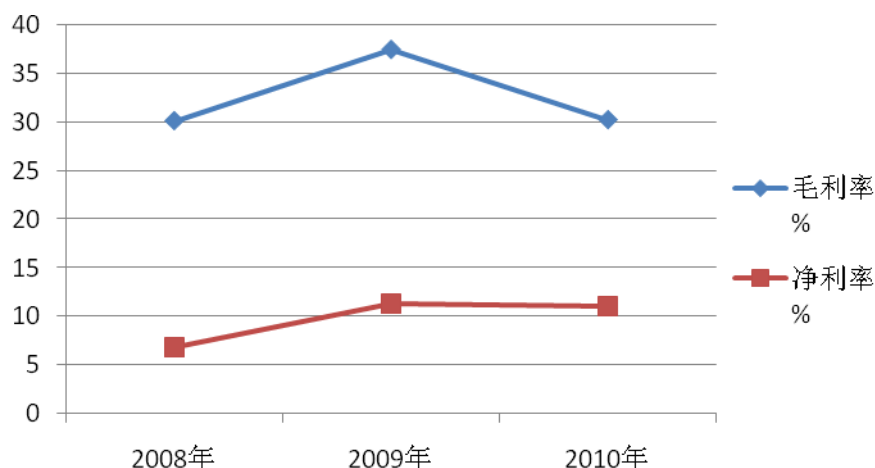
资料来源：招股说明书 华泰证券

图表 3 三星电气 2008 年~2010 年净利润及其增速



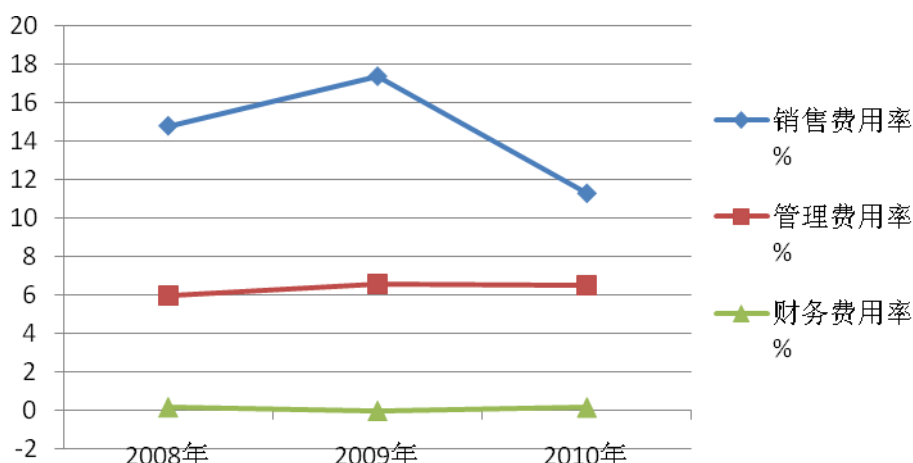
资料来源：招股说明书 华泰证券

图表 4 三星电气 2008 年~2010 年毛利率及净利润率情况



资料来源：招股说明书 华泰证券

图表 5 三星电气 2008 年~2010 年期间费用率情况



资料来源: 招股说明书 华泰证券

2、主营业务及行业分析

2.1 智能电表受益于智能电网全面建设

根据国网公司智能电网规划, 2011 年~2015 年是智能电网全面建设阶段, 在 2015 年前, 用电环节要实现“全覆盖、全采集、全预付费”的用电信息采集系统, 其中智能电表和智能终端产品是用电环节智能化的最大受益者。

2010 年, 国家电网总计进行了四次智能电表集中规模招标, 累计招标 4533.58 万只, 共 74 家厂商中标, 三星电气合计中标 180.91 万只, 市场份额为 10.66%, 市场占有率为第一位。

2011 年年初, 国家电网公布将推广建设 11 类智能电网试点工程, 其中包括推广应用 5000 万具智能电表; 截至目前已经完成了两次智能电表集中规模招标, 累计已招标 2438.16 万只, 共 55 家厂商中标, 三星电气合计中标 147.66 万只, 市场份额为 6.06%, 市场份额暂列第四位。

图表 6 三星电气 2010 年、2011 年智能电表中标情况统计

	2 级单相	1 级三相	0.5S 级三相	0.2S 级三相	合计	市场份额
2010 年招标总数	41,493,526	3,384,893	445,977	11,408	45,335,804	—
公司中标数	4,407,606	292,565	108,738	150	4,809,059	10.66%
2011 年已招标数	21,515,181	2, 569,986	287,610	8,807	24,381,584	—
公司中标数	1,103,017	249,925	123,647	0	1,476,589	6.06%

资料来源: 国家电网 华泰证券

国家电网 2009 年 12 月份进行了第一次智能电表集中规模招标, 共招标 294.35 万只; 2010 年则全面开展智能电表的推广应用, 招标量也出现了爆发式增长。2011 年我们预计智能电表招标总量将超预期或达到 5500 万~6000 万只。

国家电网范围内截至 2008 年 9 月底,共有直管用户 1.735 亿元,未实现用电信息采集的用户有 1.658 亿户,考虑到经济、社会发展带来的用户数增加,我们乐观估计五年内在“全覆盖、全采集”的标准要求下,智能电表新增需求总量约为 2 亿户;加上南方电网、蒙西电网等,约为 2.5 亿户。

因此,我们判断,智能电表的新增需求在经历了 2010 年的爆发式增长和 2011 年的快速增长后,会进入相对平缓的增长期;而在 2015 年后的智能电网引领提升阶段,智能电表的需求将以更新需求为主,如具有数据双向互动功能和良好用户体验的要求。

另一方面,海外市场给国内电能表生产厂商带来了国内市场平缓增长阶段的希望。当前,国外市场的需求以普通电子式电能表为主,2009 年,我国电能表出口量为 1102.65 万台。在包括美国在内的多个国家宣布建设智能电网后,三星电气大力开拓国际市场,取得了多个突破:

- 伊朗智能电网建设项目包括约 2400 万只智能电表改造量,公司已经获得 100 万只智能电表试点项目;
- 德国智能电网建设项目智能电表总需求量约 4000 万只,公司的合作伙伴已经取得 500 万只意向性订单,公司的产品已经挂网测试;
- 巴西智能电网建设项目智能电表总需求量约 6000 万只,公司的正在积极接洽中。

国内市场蓬勃兴起的智能电表需求和国外市场巨大的潜在需求量为三星电气创造了广阔的市场空间。另一方面,国家电网集中规模招标已经由“最低价中标”模式更改为“平均价中标”模式,智能电表低价竞争导致的低毛利率有望企稳回升。

当前国家电网对单相智能电表投标的评分体系中,价格权重约为 0.4、技术权重约为 0.45、交货期与售后服务等商务权重约为 0.15。在超越了价格竞争的良性竞争下,行业内生产规模小、市场竞争能力弱的企业将面临淘汰,行业集中度将进一步提高,有利于三星电气等龙头企业提升市场份额。

2.2 配网建设正当其时,配网设备分享投资

公司的配网设备已经形成了较为齐全的配电变压器产品系列,包括:油浸式变压器、干式变、非晶合金变、箱式变等。目前市场主要在电网渠道,但近年来形成的完整的产品组合为公司拓展庞大的用户市场(包括新能源发电、民用建筑、工矿企业等领域)提供了明显优势,使得公司有能力为用户提供整体配电解决方案。

在电网领域,长期以来配网建设滞后于输变电环节的建设速度,而智能电网的建设和应用最终将体现在配用电环节,智能电网对整个电网体系协调发展的要求将极大推动配网建设投资规模的增长。我们预计,“十二五”期间,配网建设、用电信息采集系统建设和特高压建设将是国家电网重点投资领域。

2011 年 1 月份,国务院常务会议决定实施新一轮农村电网改造升级工程,预计三年内总投资超过 3000 亿元,其中 60%用于购买输变电设备;5 月 16 日,国务院办公厅下发通知称,发改委《关于实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》已经国务院同意,新一轮农网升级改造工程开始实施。

在配网设备领域，市场参与企业众多，经营规模普遍较小，市场集中度低。目前，配电变压器生产企业的竞争基本上以区域竞争为主，全国性市场的竞争较难开展。随着配网建设力度加大和相关政策鼓励使用节能型、低噪声、智能化变压器，行业竞争估计有望改善，大型生产企业将脱离区域性竞争，走向全国市场。

目前，三星电气在配电变压器领域的主要竞争对手包括杭州钱江电气集团、三变科技（002112.SZ）、海南维特电气集团、吴江市变压器厂等。我们认为，市场格局的改变将是个中长期的过程，短期内，配电变压器的竞争仍将是区域性的、激烈的，毛利率存在进一步下降的可能性。

在用户市场，三星电气坚持渠道开发和产品开发同步，目前已经获得订单 1800 多万元，而 2011 年的销售目标是 1 亿元。

3、募投项目分析

本次公司募集资金主要投向以下项目

图表 7 三星电气募集资金投向一览

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金 (万元)	项目资金投资计划 (万元)		
				第一年	第二年	第三年
1	单相智能电能表建设项目	24920	24920	9280	10559	5081
2	三相智能电能表及用电管理智能终端建设项目	9734	9734	2952	4632	2150
3	节能环保型变压器及箱式变电站建设项目	23514	23514	10604	8882	4028
4	研发中心建设项目	4997	4997	1562	3435	-
	总计	63165	63165	24398	27508	11259

资料来源：招股说明书

募投项目的产能情况为：新增年产能 600 万台单相智能电表；新增年产能 50 万台三相智能电表、10 万台用电管理智能终端；新增年产能 200 万 kVA 非晶合金变压器、200 万 kVA 油浸式变压器和 1000 太箱式变电站。

上述募投项目以现有产品的产能扩充为主，但主要集中在电能表和配网设备中市场前景良好、潜在需求大的产品类别。项目投产后，将能解决智能电表产能缺口，迎合日益扩大的智能电表市场需求和龙头企业市场份额提升的机遇。

节能型变压器和箱式变项目则有利于公司在即将启动的配电网，尤其是农村电网建设高潮中提升公司市场份额；同时 S15 型非晶合金变压器和 S11、S13 节能型油浸式变压器具有较好的空载特性，符合

“十二五”期间节能减排的产业发展要求。

3、盈利预测与估值建议

结合行业发展情况和公司竞争优势等因素，我们预测 2011 年~2013 年公司 EPS 分别为：0.96 元、1.23 元和 1.57 元。

图表 8 三星电气预测利润表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1802	2386	3197	4297
营业成本	1257	1698	2303	3125
营业税金及附加	18	22	30	41
营业费用	204	262	352	473
管理费用	118	153	201	266
财务费用	3	-7	-11	-14
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	199	255	321	404
营业外收入	34	50	70	90
营业外支出	4	3	4	4
利润总额	229	302	387	491
所得税	30	46	58	73
净利润	199	256	329	418
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	199	256	329	418
EBITDA	202	259	320	401
EPS (元)	0.74	0.96	1.23	1.57

资料来源：华泰证券

国内从事智能电表生产的上市公司包括科陆电子（002121.SZ）、浩宁达（002356.SZ）；从事配电变压器生产的三变科技（002112.SZ）。取三星电气 2011 年估值为 23.0~25.0 倍，并考虑到比较二级市场折价，对应 IPO 价值区间为 20 元~22 元。

图表 9 三星电气可比公司估值情况

证券代码	证券简称	PE (2011E)	PE (2012E)	可比产业
002121	科陆电子	24.8	17.8	智能电表
002356	浩宁达	25.1	15.4	
002112	三变科技	23.7		配电设备
	均值	24.5		

资料来源：wind 资讯 华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。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。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。