

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

发行上市资料

发行价格(元)	0.00
A股发行股数(万股)	0.00
发行前总股本(万股)	20000.00
发行后总股本(万股)	26700.00
发行日期	2011-06-01
发行方式	网上发行, 网下配售
主承销商	东方证券股份有限公司
预计上市日期	

请务必阅读最后特别声明与免责条款

电能计量龙头期待国内外双爆发

三星电气(601567)

公司新股申购报告

2011.05.30

专用仪器仪表制造业

投资要点

※ 公司在国内智能电表领域排名第一

公司主要从事电能计量及信息采集产品、配电设备的研发、生产和销售,是国内规模最大的电能表生产企业之一。在电能计量领域目前排名全球第三、中国第一。2010年在国网公司智能电能表集中规模招标采购中名列第一,按中标数量计算的市场占有率达到10.66%。并且在历次招标中均位列前五,中标情况较稳定。从历次招标来看国网招标计分方式发生变化,价格的评分权重越来越小。公司优势在于商务、技术和履约方面的得分较高,因此保持了中标情况稳定,并且在未来招标中有望保持优势地位。

※ 电网投资加大创造广阔市场空间

2005年以来我国电力投资逐渐由电源向电网倾斜,电网投资占比已由不到1/3逐步扩大到1/2强。并且配用电网将在未来电网建设中得到更多的倾斜。“十二五”期间电网总投资将达到2万亿元,智能电网进入全面建设阶段。由于用电环节占智能化设备投资比例最大,在30%以上,因此智能电表和终端产品为代表的用电端产品将成为智能电网建设浪潮的最大受益者。

※ 海外业务有望成为新的利润增长点

预计2013年全球智能电表安装将达到7.6亿台。2020年智能电网将覆盖世界上80%的人口。海外智能电表需求旺盛,年增长率超过20%。目前中国出口产品只占国外市场的5%,发展空间巨大。目前公司在南美、中东、东南亚和欧洲都开辟了海外市场。主要包括中东的伊朗、南美的巴西、欧洲的德国和东南亚的印尼。海外市场的提前布局将有利于公司分享未来全球电网智能化盛宴,为业绩贡献新的增长点。

※ 盈利预测与估值

我们预测公司IPO摊薄后2011-2013年的每股收益将达到1.06元,1.47元,1.94元。综合考虑公司所处行业地位及技术优势,基于公司2010年业绩以及行业可比的上市公司平均市盈率水平,我们认为给予23-28倍市盈率比较合理。按照2011年预测每股收益1.06元,我们预期公司二级市场的合理价格为24.4到29.7元之间。

※ 风险提示:对电力系统用户依赖的风险、市场竞争的风险、国网公司对电能表实施集中规模招标采购引致的风险

目 录

一、	公司概况.....	3
1.	公司简介及股权结构.....	3
2.	公司主营业务和近三年业绩情况.....	3
二、	行业发展前景及公司竞争优势.....	5
1.	电网投资加大扩展行业空间.....	5
2.	行业壁垒.....	6
3.	公司行业地位和竞争优势.....	6
三、	募集资金用途.....	8
四、	盈利预测与估值.....	8
五、	风险提示.....	9
1.	对电力系统用户依赖的风险.....	9
2.	市场竞争的风险.....	9
3.	国网公司对电能表实施集中规模招标采购引致的风险.....	10

图 表 目 录

图表 1	公司股权结构.....	3
图表 2	公司主要业务收入构成（百万元）.....	4
图表 3	公司主要业务营业利润构成（百万元）.....	4
图表 4	公司分产品毛利率情况.....	4
图表 5	我国电源和电网投资总额（亿元）及增速.....	5
图表 6	我国电网和电源投资比例变化.....	5
图表 7	国家电网 2010 年前四次招标智能电表累计中标结果.....	6
图表 8	国网 2010 年第一次招标 top5 企业.....	7
图表 9	国网 2010 年第二次招标 top5 企业.....	7
图表 10	国网 2010 年第三次招标 top5 企业.....	7
图表 11	国网 2010 年第四次招标 top5 企业.....	7
图表 12	募投项目投资规模和进度.....	8
图表 13	分业务盈利预测.....	8

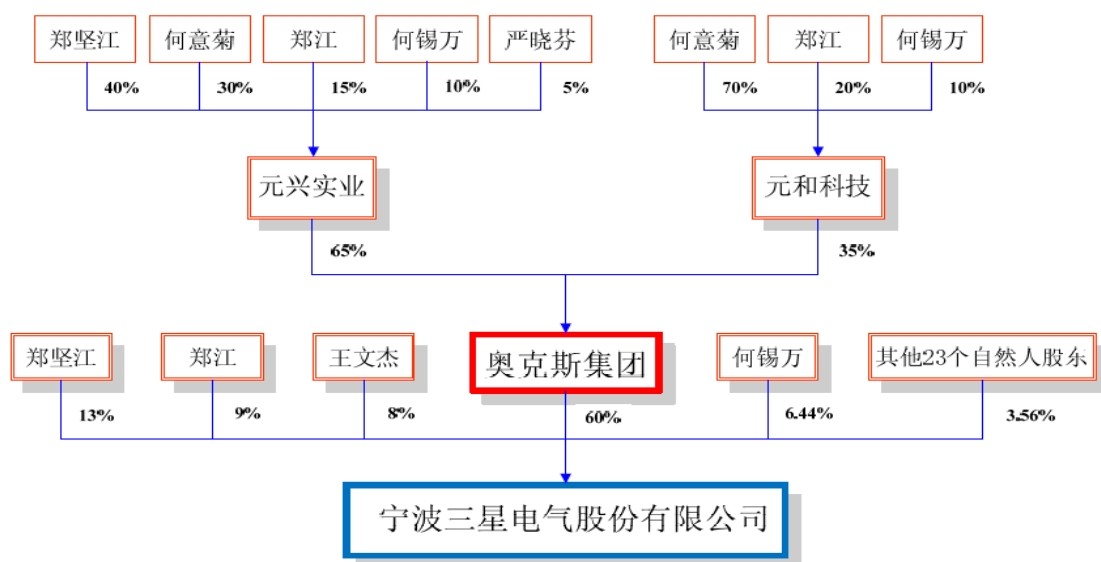
一、公司概况

1. 公司简介及股权结构

公司主要从事电能计量及信息采集产品、配电设备的研发、生产和销售。公司是国内规模最大的电能表生产企业之一。2010 年在国网公司智能电能表集中规模招标采购中名列第一，按中标数量计算的市场占有率达到 10.66%。

公司控股股东为奥克斯集团，实际控制人为郑坚江、何意菊夫妇。发行前股本为 20,000 万股，此次 IPO 拟发行 6,700 万股，占发行后总股本的 25.09%

图表 1 公司股权结构



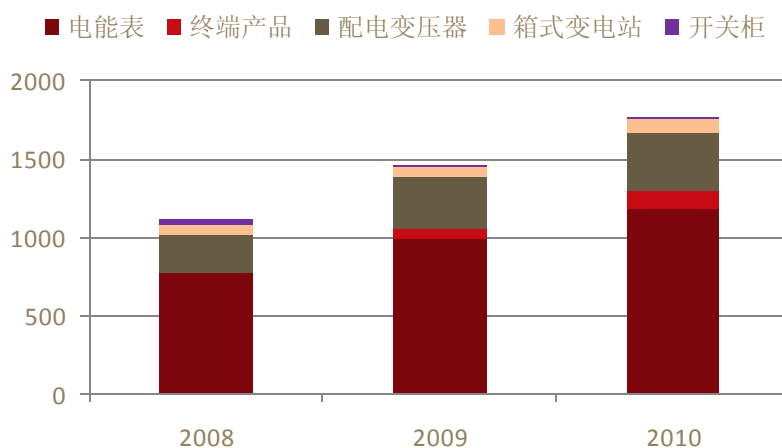
资料来源：公司招股意向书，方正证券研究所整理

2. 公司主营业务和近三年业绩情况

公司主营电能计量及信息采集产品和配电设备。其中电能计量及信息采集产品主要包括智能电能表、普通电子式电能表、感应式电能表、用电管理智能终端及系统产品，配电设备主要包括非晶合金变压器、油浸式变压器、干式变压器、箱式变电站和开关柜。

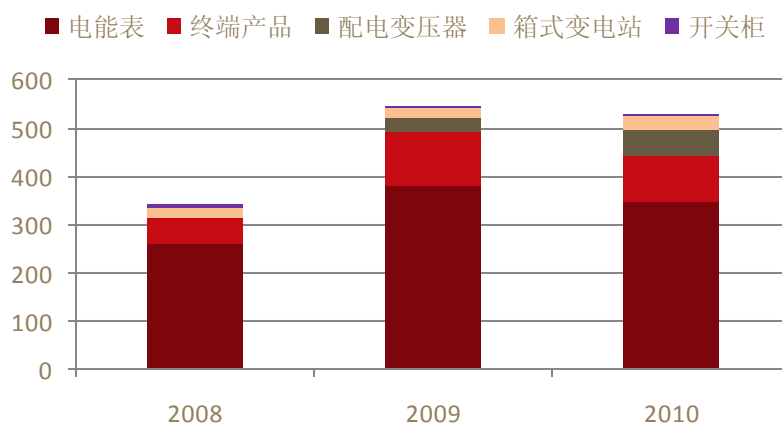
公司近三年来主营业务收入保持稳定快速增长，年均复合增长率为 26.58%。从各项业务收入来看，电能表占比最大，一直在 65% 以上。公司收入增长主要得益于电能表业务收入的增长。公司 2010 年营业利润较上年略有回落，主要是因为部分产品毛利率下降所致。

图表 2 公司主要业务收入构成（百万元）



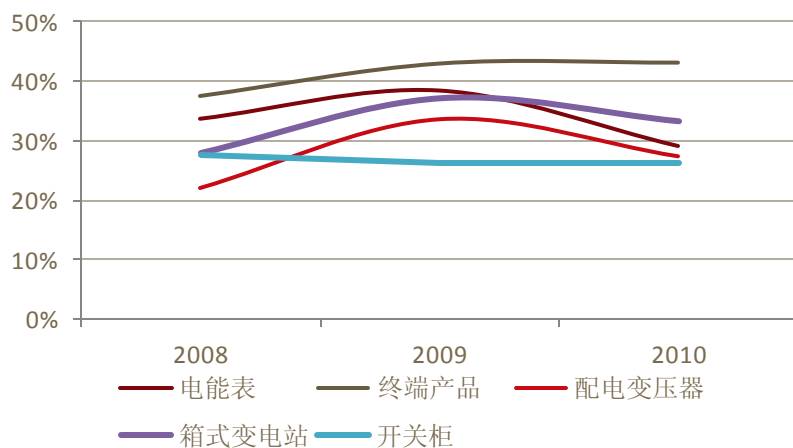
资料来源：方正证券研究所整理

图表 3 公司主要业务营业利润构成（百万元）



资料来源：方正证券研究所整理

图表 4 公司分产品毛利率情况



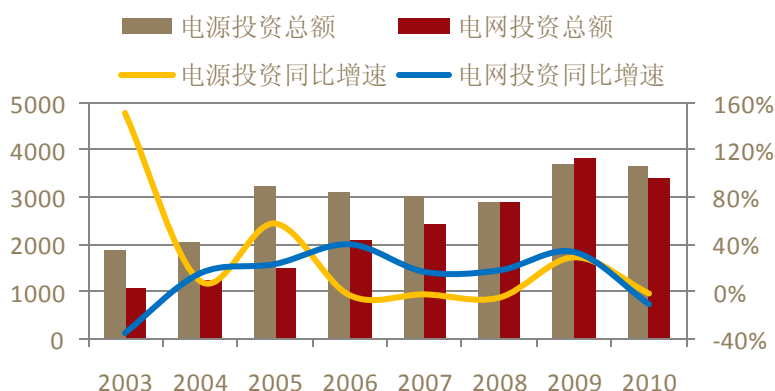
资料来源：方正证券研究所整理

二、行业发展前景及公司竞争优势

1. 电网投资加大扩展行业空间

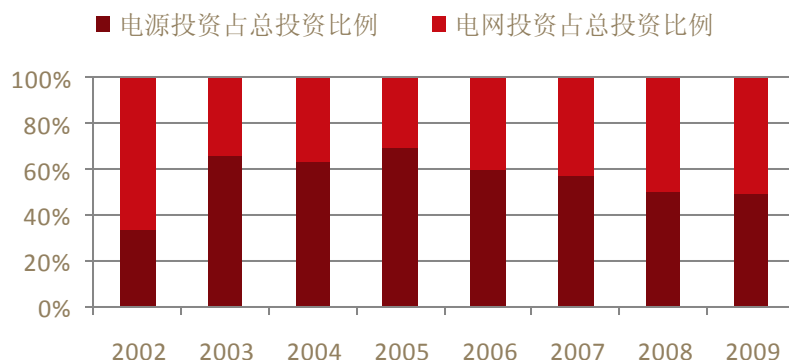
我国电力投资长期以来“重电源、轻电网”，输变电建设滞后于电源建设，配电网建设滞后于主网建设，负荷中心受端电网建设滞后于送端电网建设，因此电网建设，特别是其中的配电网建设的滞后已经成为电力系统发展的瓶颈。2005 年以来我国电力投资逐渐由电源向电网倾斜，电网投资占比已由不到 1/3 逐步扩大到 1/2 强，未来这一比例还将进一步扩大，电网建设严重滞后的矛盾将得到缓解。并且配用电网将在未来电网建设中得到更多的倾斜。2002 年至 2010 年年复合增速达 11.2%。“十二五”期间电网总投资将达到 2 万亿元。其中 2011 年国家电网将完成电网投资 2925 亿元，主要投向特高压线路建设、智能电网建设以及农网改造。“十二五”期间智能电网进入全面建设阶段，由于用电环节占智能化设备投资比例最大，在 30%以上，因此智能电表和终端产品为代表的用电端产品将成为智能电网建设浪潮的最大受益者。

图表 5 我国电源和电网投资总额（亿元）及增速



资料来源：中电联，方正证券研究所整理

图表 6 我国电网和电源投资比例变化



资料来源：方正证券研究所整理

2. 行业壁垒

(1) 资质壁垒

目前电能表生产企业大多通过招投标方式获得合同。企业的技术水平、以往运行业绩、产品质量、规模化生产能力、市场信誉、售后服务等所形成的综合实力是企业最重要的核心竞争力,也是影响企业是否中标的关键因素。2009年12月,国家电网公司对智能电能表实施统一招标,对投标企业提出了较高的资质要求,包括注册资本在2,000万元以上,从事研发人员的数量占企业总人数达5%以上,单相智能电能表的年产能达40万只,三相智能电能表的年产能达5万只等要求,相应提高了行业准入门槛。

(2) 技术壁垒

电力系统用户是本行业的主要用户,对使用的电能表产品有较高的质量要求,产品的各项性能和技术指标应符合相应国家标准、电力企业标准的要求,并实行严格的型式试验和认定制度。另外,在我国智能电网建设和节能减排政策推动下,电力系统用户对电能表的精确度、可靠性、功能、能耗、运营成本、产品兼容性、环境适应性及可维护性要求进一步提高,企业的产品研发和品质控制能力将成为制约企业发展的关键因素。

3. 公司行业地位和竞争优势

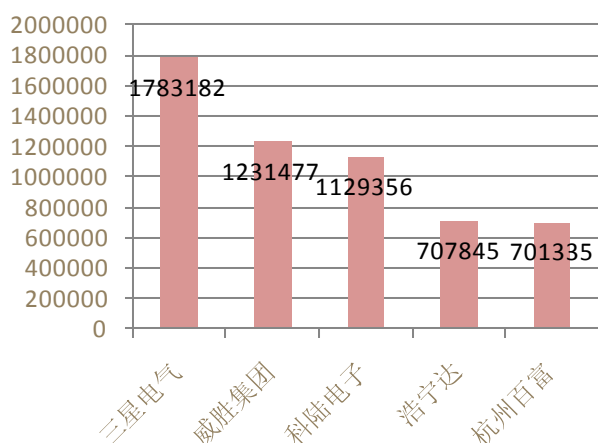
公司在电能计量领域目前排名全球第三、中国第一。国内主要竞争对手为威胜集团、浩宁达、科陆电子、华立仪表、林洋电子、三变科技等。2010年国网公司智能电表招标中公司占据了市场份额的10.66%,位居第一;并且在历次招标中均位列前五,中标情况较稳定。从历次招标来看国网招标计分方式发生变化,从前三次的最低价满分到第七、八次的每低于基准价1%扣0.75分。价格的评分权重越来越小,商务、技术和履约所占权重越来越大。三星电气的优势在于商务、技术和履约方面的得分较高,因此保持了中标情况稳定,每次国网招标都位居前列。

图表 7 国家电网 2010 年前四次招标智能电表累计中标结果

中标企业	数量	数量份额
宁波三星电气	4811161	10.60%
威胜集团	3354020	7.39%
宁夏隆基宁光仪表有限公司	2024574	4.46%
河南许继仪表有限公司	1922339	4.24%
深圳浩宁达仪表股份有限公司	1768599	3.90%
合计	45375622	100.00%

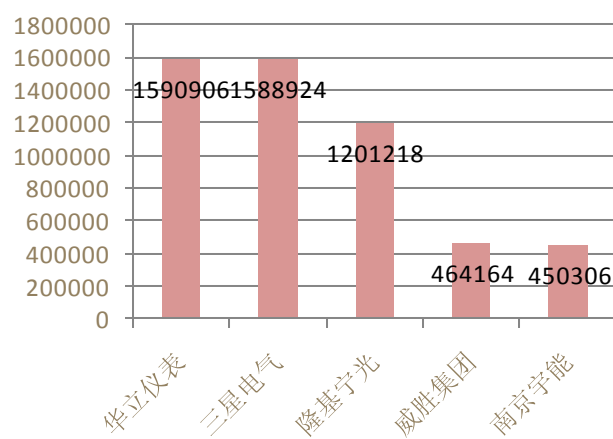
资料来源:国家电网,方正证券研究所整理

图表 8 国网 2010 年第一次招标 top5 企业



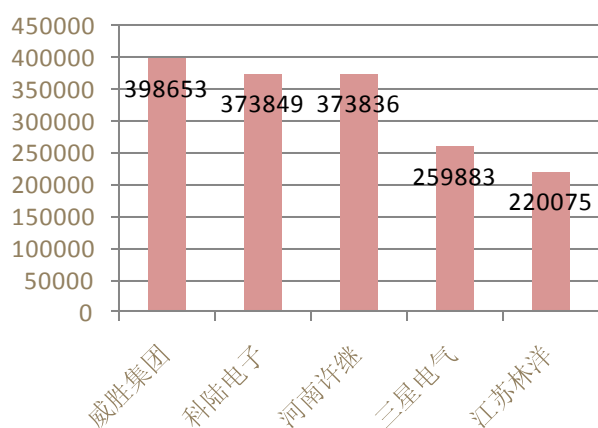
资料来源：国家电网，方正证券研究所整理

图表 9 国网 2010 年第二次招标 top5 企业



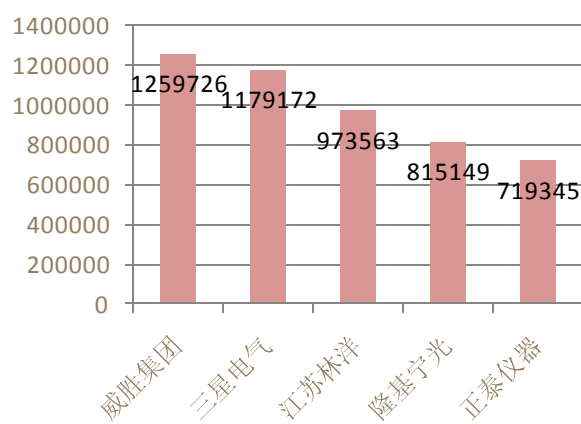
资料来源：国家电网，方正证券研究所整理

图表 10 国网 2010 年第三次招标 top5 企业



资料来源：国家电网，方正证券研究所整理

图表 11 国网 2010 年第四次招标 top5 企业



资料来源：国家电网，方正证券研究所整理

除了在国内市场占据领先优势之外，公司还积极开拓海外市场。目前美日韩等十几个国家都开展了智能电网建设，2020 年智能电网将覆盖世界上 80% 的人口。国际能源署预计 2013 年全球智能电表安装将达到 7.6 亿台。海外智能电表需求旺盛，年增长率超过 20%。目前中国出口产品只占国外市场的 5%，发展空间巨大。目前公司海外市场主要包括南美、中东、东南亚和欧洲。公司在中东的战略是立足伊朗，同时辐射其它周边国家。未来计划在伊朗合资建厂，以享受关税等政策优惠；在南美主要市场为巴西，同伊朗类似公司计划在当地建厂，辐射其它国家。巴西 5 年之内智能电表需求将达 6000 万台；另外公司在欧洲的主要市场是德国，在东南亚的主要市场是印尼。海外市场的提前布局将有利于公司分享未来全球电网智能化盛宴，为业绩贡献新的增长点。

三、募集资金用途

公司本次 IPO 募集资金主要用于以下项目：单相智能电能表建设项目、三相智能电能表及用电管理智能终端建设项目、节能环保型变压器及箱式变电站建设项目、研发中心建设项目，项目总投资为 63,165.28 万元。具体进度如下：

图表 12 募投项目投资规模和进度

项目		第一年	第二年	第三年	合计
单相智能电能表建设项目	项目投资建设	9,280.16	10,558.55	—	19,838.71
	铺底流动资金	—	—	5,081.53	5,081.53
三相智能电能表及用电管理智能终端建设	项目投资建设	2,952.00	4,632.04	—	7,584.04
	铺底流动资金	—	—	2,149.52	2,149.52
节能环保型变压器及箱式变电站建设项目	项目投资建设	10,604.03	8,882.19	—	19,486.22
	铺底流动资金	—	—	4,027.96	4,027.96
研发中心建设项目	项目投资建设	1,562.00	3,435.30	—	4,997.30
合计		24,398.19	27,508.08	11,259.01	63,165.28

资料来源：公司招股意向书，方正证券研究所整理

公司募投项目中的单项和三项智能电表项目主要是为解决产能不足问题。2010 年国网招标和交货时间较集中，公司单项智能电表产能缺口 100 万台，三相智能电表产能缺口 30 万台。未来国网招标和海外需求都会不断扩大，急需募投项目实施扩大产能。节能环保型变压器及箱式变电站项目主要生产非晶合金变压器。非晶合金变压器具有空载损耗低的特点，适合负载率较低的农村电网。在节能减排背景下，非晶合金变压器未来有巨大的发展空间。而研发中心建设是为公司未来开拓新业务进行储备，对公司可持续发展形成支持。

四、盈利预测与估值

我们预测公司 IPO 摊薄后 2011-2013 年的每股收益将达到 1.06 元，1.47 元，1.94 元。综合考虑公司所处行业地位及技术优势，基于公司 2010 年业绩以及行业可比的上市公司平均市盈率水平，我们认为给予 23-28 倍市盈率比较合理。按照 2011 年预测每股收益 1.06 元，我们预期公司二级市场的合理价格为 24.4 到 29.7 元之间。

图表 13 分业务盈利预测

单位（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入预测				
电能表	1183	1537	2152	2583
增长率	18.73%	30.00%	40.00%	20.00%
终端产品	118	236	354	530

增长率	88.77%	100.00%	50.00%	50.00%
配电变压器	361	541	812	1137
增长率	7.89%	50.00%	50.00%	40.00%
箱式变电站	92	102	183	293
增长率	51.22%	10.00%	80.00%	60.00%
开关柜	20	28	113	338
增长率	105.94%	40.00%	300.00%	200.00%
收入合计	1774	2444	3613	4880
增长率	21.18%	37.79%	47.84%	35.07%
营业成本预测				
电能表	837	1099	1550	1872
毛利率	29.23%	28.50%	28.00%	27.50%
终端产品	67	134	205	308
毛利率	43.07%	43.00%	42.00%	42.00%
配电变压器	262	395	597	835
毛利率	27.31%	27.00%	26.50%	26.50%
箱式变电站	62	69	126	205
毛利率	33.19%	32.00%	31.00%	30.00%
开关柜	15	21	84	254
毛利率	26.32%	26.00%	25.50%	25.00%
成本合计	1238	1719	2562	3474
毛利率	30.23%	29.68%	29.11%	28.82%

资料来源：方正证券研究所

五、风险提示

1. 对电力系统用户依赖的风险

公司产品主要销往国网公司、南网公司等国内电力系统用户，受我国电网投资规模和发展规划的影响较大。为推进智能电网建设，国家电网公司已提出未来将大规模推广使用智能电能表，并对智能电能表制订了统一的技术标准，导致国内电能表行业不同厂商之间产品技术标准趋同，公司技术领先优势受到制约。同时，国家电网公司对智能电能表的采购实施“总部统一组织、网省公司具体实施”的集中规模招标模式，市场竞争更趋激烈，也对公司盈利能力产生一定影响。若今后，国内电力系统用户推出新的招标采购模式，或者国内电力行业发展速度放缓、电网建设投资规模下降，公司未来发展将受到较大影响。

2. 市场竞争的风险

我国电能表和 10kV 配电变压器领域的市场化程度较高，生产企业数量较多，不同生产规模的企业并存，市场竞争较

为激烈。若公司竞争对手继续扩大生产规模，提高产品质量，降低生产成本，市场竞争将进一步加剧，可能对公司盈利能力产生较大不利影响。

3. 国网公司对电能表实施集中规模招标采购引致的风险

国家电网公司对智能电能表实施集中规模招标后，产品招标数量相对集中。为抢占更多市场份额，各电能表生产厂家采用低价竞争策略，导致相应产品的毛利率处于相对较低水平。2010 年，公司智能电能表的毛利率为 20.84%，低于同期普通电子式电能表 36.07%的毛利率水平。因此，随着今后国家电网公司通过集中规模招标模式采购的电能表数量不断扩大，若公司不能有效降低电能表生产成本，公司未来盈利能力将可能受到一定程度的不利影响。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1318.65	1290.86	3162.53	2886.26	经营活动现金流	65.14	475.46	592.88	551.71
现金	403.97	777.39	1197.87	1545.03	净利润	198.88	282.61	392.50	516.82
应收账款	387.87	252.27	772.54	615.84	折旧摊销	0.00	30.37	43.79	58.56
其它应收款	43.26	26.38	111.37	67.94	财务费用	3.11	2.44	3.61	4.88
预付账款	34.81	0.00	53.91	23.15	投资损失	-0.03	-0.30	-0.30	-0.30
存货	406.11	234.82	955.17	612.42	营运资金变动	-138.27	159.13	154.56	-28.71
其他	42.63	0.00	71.67	21.88	其它	1.46	1.20	-1.28	0.46
非流动资产	354.27	405.99	540.33	681.64	投资活动现金流	-154.12	-82.92	-176.57	-200.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	154.21	52.77	133.11	141.78
固定资产	147.74	180.52	253.01	319.83	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	195.12	214.62	274.30	347.60	其他	0.09	-30.15	-43.46	-58.25
其他	11.41	10.86	13.02	14.20	筹资活动现金流	-18.11	-19.11	4.16	-4.51
资产总计	1672.92	1696.84	3702.85	3567.90	短期借款	10.00	-16.67	7.78	0.37
流动负债	1139.52	880.76	2494.29	1842.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	40.00	23.33	31.11	31.48	其他	-28.11	-2.44	-3.61	-4.88
应付账款	603.53	458.97	1390.19	1049.70	现金净增加额	-107.08	373.43	420.47	347.17
其他	495.99	398.46	1072.99	761.35					
非流动负债	0.15	0.22	0.19	0.19	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.15	0.22	0.19	0.19	营业收入	21.16%	35.65%	47.84%	35.07%
负债合计	1139.67	880.98	2494.49	1842.71	营业利润	4.99%	54.67%	41.03%	31.81%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	17.99%	42.10%	38.88%	31.67%
归属母公司股东权益	533.25	815.87	1208.37	1725.19	获利能力				
负债和股东权益	1672.92	1696.84	3702.85	3567.90	毛利率	30.23%	29.68%	29.11%	28.82%
					净利率	11.04%	11.56%	10.86%	10.59%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	37.30%	34.64%	32.48%	29.96%
营业收入	1801.71	2444.09	3613.31	4880.42	ROIC	34.69%	33.68%	31.67%	29.42%
营业成本	1256.97	1718.60	2561.58	3473.89	偿债能力				
营业税金及附加	18.48	22.00	32.52	43.92	资产负债率	68.12%	51.92%	67.37%	51.65%
营业费用	204.28	244.41	361.33	488.04	净负债比率	3.51%	2.65%	1.25%	1.71%
管理费用	117.58	146.65	216.80	292.83	流动比率	1.16	1.47	1.27	1.57
财务费用	3.11	2.44	3.61	4.88	速动比率	0.80	1.20	0.88	1.23
资产减值损失	2.28	2.44	3.61	4.88	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.23	1.45	1.34	1.34
投资净收益	0.03	0.30	0.30	0.30	应收帐款周转率	6.40	7.64	7.05	7.03
营业利润	199.04	307.84	434.15	572.28	应付帐款周转率	2.54	3.24	2.77	2.85
营业外收入	34.30	20.00	20.00	24.77	每股指标(元)				
营业外支出	4.25	3.00	3.00	3.00	每股收益	0.99	1.06	1.47	1.94
利润总额	229.09	324.84	451.15	594.04	每股经营现金	0.33	1.78	2.22	2.07
所得税	30.20	42.23	58.65	77.23	每股净资产	2.67	3.06	4.53	6.46
净利润	198.88	282.61	392.50	516.82	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	14.56	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	198.88	282.61	392.50	516.82	P/B	5.43	0.00	0.00	0.00
EBITDA	229.09	355.22	494.94	652.60	EV/EBITDA	11.05	-2.12	-2.36	-2.32
EPS (元)	0.99	1.06	1.47	1.94					

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