

证券研究报告—深度报告

电力设备

输配电及控制设备行业

三星电气(601567)

合理价位: 21.5-26.31 元 发行价: 20 元

2011年6月14日

股票数据

总股本 (百万股)	267.0/67.0
总市值 (百万元)	5340.0/1340.0
沪深 300/深圳成指	2,858.46/12,161.03
12 个月最高/最低 (元)	20/20

相关研究报告:

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-mail: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

联系人: 余辉

电话: 0755-82130741

E-mail: yuhui@guosen.com.cn

新股上市定价

国内智能电能表龙头企业

●公司是国内智能电表龙头企业

公司主营电能计量及信息采集产品、配电设备的研发、生产和销售。在 2010 年国网公司智能电表招标采购中, 公司市占率为 10.66%, 位居行业首位。

●智能电网建设驱动智能电表业务的增长

“十二五”期间智能电网步入全面建设阶段, 在智能化设备投资中, 用电环节占比高达 27.34%, 智能电表作为智能电网的信息采集终端将充分享受智能化投资的盛宴; 海外掀起的智能电网建设浪潮将会带来更为广阔的智能电表市场需求, 有利于我国智能电表生产企业的出口。

●农网改造升级工程和配网建设助力配电设备高增长

为期三年的新一轮农网改造项目投资规模为 3000 亿元; 南方电网“十二五”配网建设规划总投资额为 2279 亿元。随着我国电力需求的不断增长以及国家一系列配网投资政策的刺激, 配电变压器及成套设备将步入高速增长轨道。

●多项优势确保公司未来发展

技术研发实力雄厚, 有利于公司保持智能电表等市场的竞争优势; 节能型配电变压器符合国家节能降耗的产业政策, 有利于公司抢占未来行业先机; 信息化管理系统等先进工具的应用有利于公司生产效率的提高; 发达的营销网络有利于市场的开拓。

●风险提示

1. 电力行业投资波动, 智能电网建设放缓的风险。
2. 市场竞争加剧的风险。
3. 海外市场开拓受阻的风险。

●合理价值在 21.5~26.31 元/股之间

我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.86、1.01 和 1.20 元。通过绝对估值与相对估值法的测算, 预计公司合理价值区间在 21.5~26.31 元/股, 对应 2011 年 PE 为 25-30 倍。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1487.06	1801.71	2,348	3,063	3,989
(+/-%)	30.30%	21.16%	30.31%	30.45%	30.23%
净利润(百万元)	168.56	198.88	229.7	270.7	320.4
(+/-%)	115.96%	17.99%	15.5%	17.9%	18.4%
每股收益 (元)	0.84	0.99	0.86	1.01	1.20
EBIT Margin			10.5%	9.5%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	46.90%	37.30%	11.04%	11.65%	12.27%
市盈率 (PE)			23.3	19.7	16.7
EV/EBITDA			24.7	21.8	19.7
市净率 (PB)			2.57	2.30	2.04

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	3
合理价值区间：21.5~26.31 元/股.....	4
绝对估值：23.63~26.31 元/股.....	4
相对估值：21.5~25.8 元/股.....	5
上市首日价格波动预测.....	5
公司简介.....	6
智能电表的龙头，配电变压器的领先者.....	6
股权结构.....	6
营业收入稳步增长，产品结构不断优化.....	7
电力投资稳步增长带动行业整体景气.....	8
智能电表行业成长可期.....	8
智能电表是智能电网配套的必需品.....	8
国内智能电网建设刺激智能电表的需求，未来市场前景广阔.....	9
国外智能电网的建设浪潮带动我国智能电表出口的增长.....	9
智能电表行业集中度或将有所提高.....	9
节能降耗政策促进用电管理智能终端的推广.....	10
配电变压器市场未来发展空间广阔.....	10
公司竞争优势分析.....	11
公司的核心优势在于电能计量领域的龙头地位.....	11
节能型变压器、大容量特种变电产品抢占未来行业先机.....	11
公司技术领先，研发能力强.....	12
生产管理业内领先.....	13
营销网络发达，售后服务完善.....	13
财务指标分析.....	14
募投项目分析.....	15
盈利预测：11-13 年 EPS 为 0.86、1.01、1.20 元.....	16
盈利预测的主要假设.....	16
核心假设的主要风险.....	17
附表 1：财务预测与估值.....	18
国信证券投资评级.....	19
风险提示.....	19
证券投资咨询业务的说明.....	19

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	4
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	4
表 4: 同类上市公司估值比较	5
表 5: 可比新股上市首日指标 (元)	5
图 1: 股权结构 (发行后)	6
图 2: 营业收入与净利润增长 (百万元)	7
图 3: 主营业务收入构成 (百万元)	7
图 4: 主营业务毛利构成.....	7
图 5: 分类产品毛利率水平	7
图 6: 电网投资不断加大.....	8
表 6: 智能电表功能介绍	8
表 7: “十二五”国网智能化规划 (单位: 亿元)	9
表 8: 2010 年上半年电表主要企业市场占有率 (万元)	11
图 7: 10 年公司智能电表招标市场份额第一.....	11
图 8: 11 年 1-2 批智能电表中标情况统计.....	11
图 9: 节能环保型配电变压器销售收入 (百万元)	12
表 9: 公司在研的大容量特种变压器.....	12
图 10: 公司研发费用情况.....	12
图 11: 公司 FIS 系统结构图	13
图 12: 公司全自动电能表生产线系统架构.....	13
图 13: 资产负债率	14
图 14: 应收账款周转率比较	14
图 15: 经营性现金流与净利润 (百万元)	14
图 16: 存货周转率比较	14
表 10: 募投项目情况.....	15
表 11: 智能电表和终端产品产能严重不足.....	15
表 11: 分产品盈利预测	16
表:12: 利润预测表 (百万)	17

合理价值区间：21.5~26.31 元/股

绝对估值：23.63~26.31 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。考虑到智能电网及配网建设处于高景气周期，以及公司在智能电表行业的龙头地位和配电网设备领域的领先地位，我们认为，公司 11-13 年销售收入将保持较快的增长。对于 2013 年以后的收入增速，我们采取谨慎原则，假定增速逐步下降。永续增长率假设为 2.0%。我们依据 FCFF 法对公司进行估值，得到公司股价区间为 23.63-26.31 元/股，估值中枢为 24.90 元/股。

表 1：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
销售收入增长率	21.2%	30.3%	30.4%	30.2%	24.0%	22.3%	17.6%	14.9%	14.9%	11.3%	11.6%
营业成本 / 销售收入	69.8%	70.7%	71.8%	72.6%	73.6%	73.9%	74.6%	75.0%	76.0%	76.2%	76.3%
管理费用 / 销售收入	6.4%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
所得税税率	13.18%	13.20%	13.20%	13.20%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比例	14.62%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	15%
无风险利率	4%	Ke	12.87%
行业平均 Beta	1.1	风险溢价	8.00%
公司市值 (E)	5340	E/(D+E)	99.07%
债务总额(D)	15	D/(D+E)	0.93%
Kd	7%	WACC	12.81%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表 3：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
4.0%	29.82	27.96	26.31	24.85	23.55
3.5%	28.80	27.09	25.57	24.21	22.99
3.0%	27.89	26.31	24.90	23.63	22.49
2.5%	27.09	25.61	24.29	23.10	22.02
2.0%	26.36	24.98	23.74	22.62	21.60

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

相对估值：21.5~25.8 元/股

我们预测，公司 11-13 年摊薄后每股盈利分别为 0.86、1.01 和 1.20 元。结合电表类上市公司科陆电子、浩宁达；以及配电类上市公司三变科技、置信电气的平均估值水平，我们试图对公司的合理价值做出正确判断。以 2011 年 6 月 10 日收盘价为基准，可比上市公司 10-12 年平均市盈率分别为 42、25、20 倍。

结合当前的市场环境，考虑到公司在智能电表行业的龙头地位，我们给予公司 2011 年每股 25-30 倍的 PE，得到公司合理每股价格区间为 21.5~25.8 元。

表 4：同类上市公司估值比较

股票代码	股票简称	收盘价 0610	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002121	科陆电子	14.83	0.33	0.54	0.78	44.74	27.57	19.13
002356	浩宁达	24.05	0.37	0.97	1.28	65.67	24.79	18.79
002112	三变科技	13.37	0.39	0.46	0.53	33.94	29.07	25.23
600517	置信电气	12.12	0.52	0.61	0.77	23.45	19.80	15.80
平均						41.95	25.31	19.74

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

综合相对估值和绝对估值的结果，我们认为公司合理的投资价值区间在 21.5~26.31 元/股。

上市首日价格波动预测

我们选取相近行业最近上市的新股科大智能、东材科技、电科院和恒顺电气作为参照来判断市场的情绪面。通过计算各新股上市首日摊薄后 PE 上下限的平均值来预测三星电气上市首日股价波动的范围。

表 5：可比新股上市首日指标（元）

	科大智能	东材科技	电科院	恒顺电气
首发上市摊薄 EPS	0.82	0.59	1.35	0.62
首发上市最高股价	33.50	23.30	81.60	75.99
首发上市最低股价	31.06	20.50	78.01	53.00
首发上市 PE 上限	40.89	39.37	60.22	121.84
首发上市 PE 下限	37.91	34.64	57.58	84.98

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

经计算，得到可比上市公司上市首日摊薄 PE 上下限平均值分别为 65.58 和 53.78，波动幅度在 9.89% 左右。

假设三星电气上市首日的市场情绪面与前期可比新股上市首日的市场情绪面大致相同。我们预计，公司上市首日股价基于 20 元的发行价格大约有 9.89% 左右的波动，即 18.02-21.98 元/股。

考虑到目前市场情绪的状况，不排除公司股票上市后其股价波动区间下移的可能。

公司简介

智能电表的龙头，配电变压器的领先者

宁波三星电气股份有限公司（以下简称“三星电气”）是一家专业从事电能计量、用电信息采集以及配电变压器研发、生产与销售的高新技术企业。经过多年的努力和自主研发创新，三星电气逐渐成为行业内产品型谱最为完整、技术面最宽、覆盖市场范围最广的生产企业之一。

公司用电环节的感应式电能表、普通电子式电能表、智能电能表和用电管理智能终端及系统；配电环节的油浸式变压器、干式变压器、非晶合金变压器、箱式变电站以及开关柜广泛应用于电网公司、各行业用户市场并外销至全球 30 多个国家。

股权结构

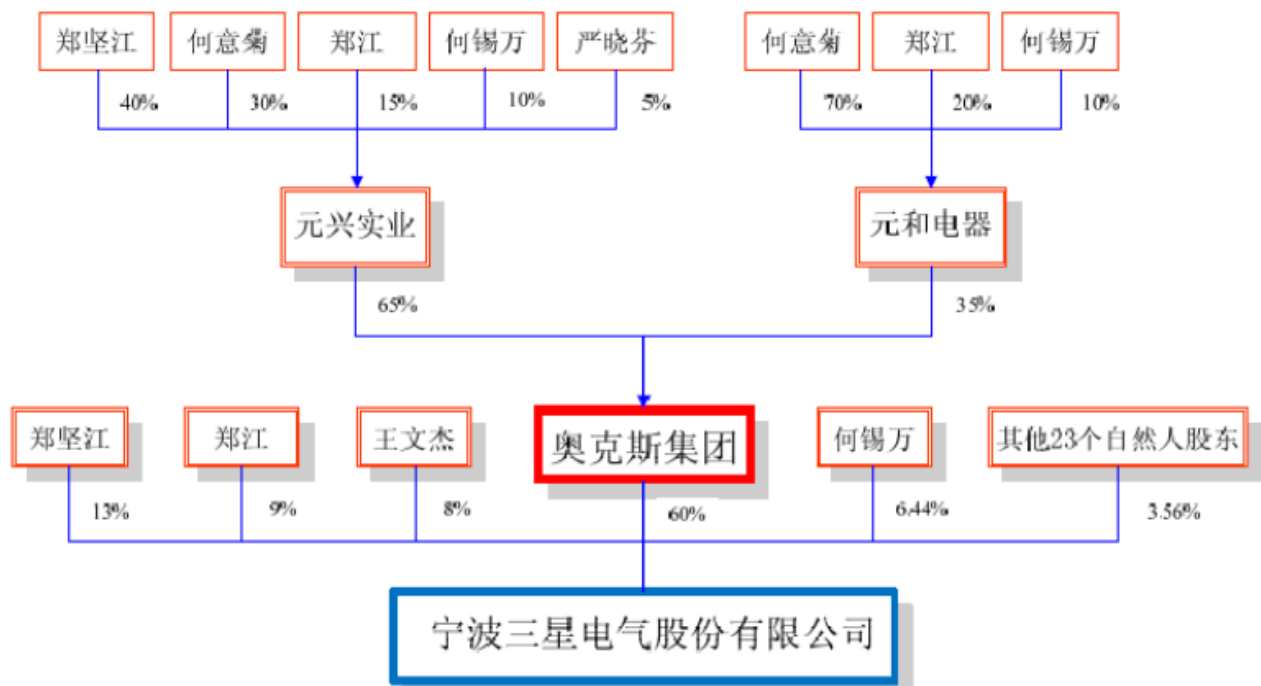
三星电气是由宁波三星仪表有限公司整体变更设立的股份有限公司，成立于 2008 年 3 月。控股股东奥克斯集团有限公司持有公司 60% 的股份，公司实际控制人郑坚江、何意菊夫妇通过直接、间接方式合计控制公司 73% 的股权。

公司拥有两家全资子公司三星智能和奥克斯高科技。前者主要从事电能仪表仪器的研发、生产和销售，后者主要从事配网相关产品的研发、生产和销售。

发行前公司股本为 20000 万股，本次拟发行 6700 万股社会公众股，占发行后总股本的 25.09%。

2009 年 3 月，奥克斯集团制定了《奥克斯集团忠诚激励计划书》，实施股权激励计划。公司核心管理团队在承诺承担一定的服务年限及相关管理责任后受让了部分公司的股份。股权激励绑定了公司与管理层的共同利益，有利于公司长期稳定的发展。

图 1：股权结构（发行后）



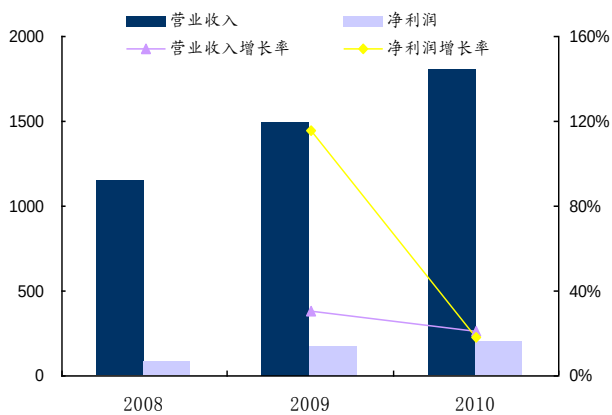
资料来源：招股说明书、国信证券研究所整理

营业收入稳步增长，产品结构不断优化

近三年，公司经营状况良好，业务稳步扩张带来收入较快增长。2008-2010 年营业收入分别为 1141.28、1487.06 和 1801.71 百万元，净利润分别为 78.05、168.56 和 198.88 百万元。三年营业收入和净利润的复合增长率分别为 26.15%和 59.63%。净利润快于销售收入的增速显示了公司盈利能力日益加强。

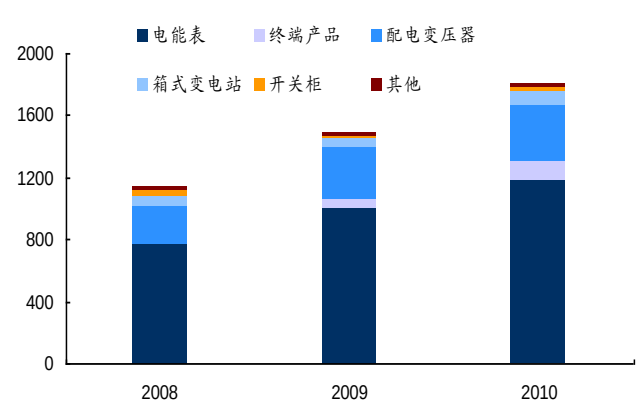
公司营业收入和利润的主要来源，电能表及配电变压器业务稳步增长。公司毛利率较高的用电终端产品和箱式变电站业务近几年占主营业务收入的比重提升迅速。业务发展多元化以及产品销售结构的不断优化有利于公司提升抗风险能力，保持业绩的长期稳定增长。

图 2：营业收入与净利润增长（百万元）



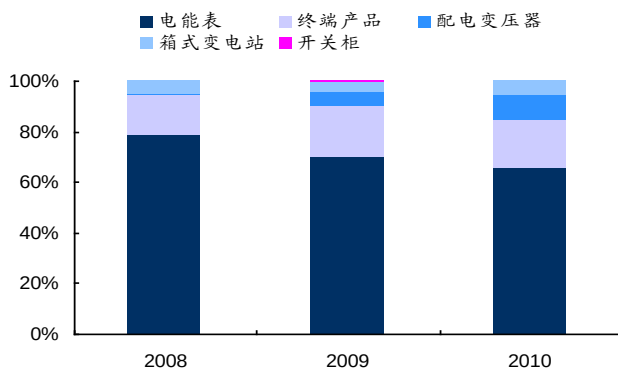
资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 3：主营业务收入构成（百万元）



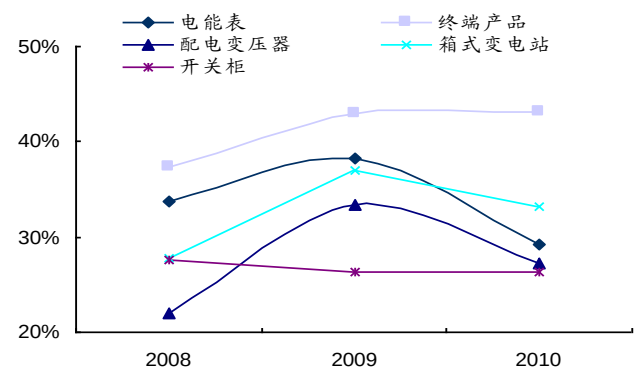
资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 4：主营业务毛利构成



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 5：分类产品毛利率水平



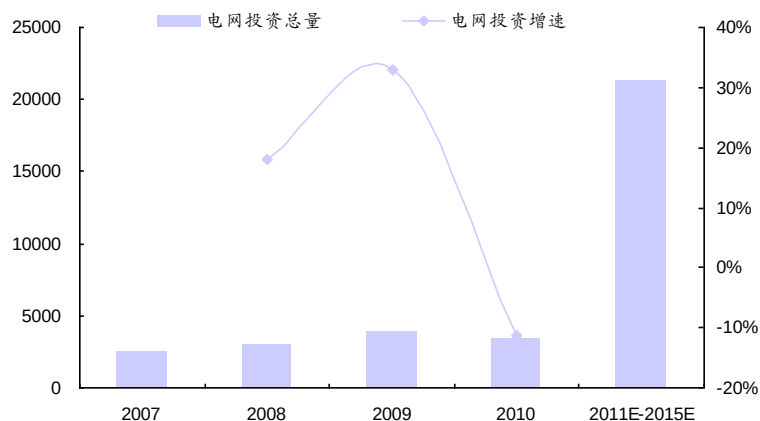
资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

电力投资稳步增长带动行业整体景气

电能计量、用电信息采集终端以及配电变压器等配网成套设备的市场需求高度依赖于国家电力工业的建设进程。其中，电网投资的力度是行业景气的关键。

根据国网公司、南网公司“十二五”期间电网投资的规划。未来5年，电网投资总额约为2.13万亿元。其中，国网公司投入约1.7万亿元，南网公司投入约为4250亿元。

图6：电网投资不断加大



数据来源：中电联、国信证券经济研究所整理

智能电表行业成长可期

智能电表是智能电网配套的必需品

智能电网作为具备智能判断与自适应调节能力的先进电力互动智能网络，其信息采集建设所需的电能表必须由单一计量功能向模块化、智能化、多功能、系统化和多元化的智能电表方向发展。

表6：智能电表功能介绍

产品图片及名称	功能及用途简介
 单相智能电表	计量单相复费率正反向有功电量，可实现电量冻结、RS485及红外通信、载波通信、远程及本地预付费、集中抄表等功能
 三相智能电表	计量有功、无功三相复费率电量及需量，可实现电量冻结、事件记录、负荷控制记录、RS485及红外通信、载波通信；表内置ESAM安全模块，可实现远程及本地预付费功能

数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

国内智能电网建设刺激智能电表的需求，未来市场前景广阔

按照国家电网公司的规划，我国智能电网的建设分为三个阶段。09-10 年为局部试点规划阶段，11-15 年是全面建设阶段，16-20 年则是引领提升阶段。我国目前逐渐步入智能电网全面建设的阶段，计划到 2015 年初步形成以特高压为核心的坚强国家电网，到 2020 年基本建成坚强智能电网。

智能电网建设的加速直接引爆了智能化设备投资的需求。根据《国家电网公司“十二五”电网智能规划》披露，“十二五”期间我国智能化投资额为 2861 亿元，占当期电网投资的比重高达 16.83%。

由国网公司智能化投资规划可见，智能电表是智能化设备投资中的最大受益者。在智能化设备投资中，用电环节在第二阶段的投资额为 782.1 亿元，占比高达 27.34%。用电环节的投资主要是用于信息采集等项目的建设，智能电表作为信息采集的终端，其市场空间受益于用电环节智能化投资力度的加大而迅速提升。

根据国家电网公司 2011 年工作会议传递的信息，11 年，国家电网公司为建设智能电网，计划推广应用 5000 万只智能电能表。

表 7：“十二五”国网智能化规划（单位：亿元）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	“十二五”合计
发电	16.7	16.7	1.7	3.7	1.6	40.5
输电	16.4	18.6	18.5	18.8	18.2	90.6
变电	107.4	142.3	141	139.9	143.7	674.3
配电	58.2	58.8	92.9	40.8	46.1	296.9
用电	111.3	160.2	177.8	89.2	13.6	782.1
调度	35.9	34.4	37	29.	31.3	166.3
通信信息	172.	187	166.5	149.1	135.4	810.5
合计	518.3	618.2	633.3	571.4	520	2861.1

资料来源：国家电网公司、国信证券经济研究所整理

国外智能电网的建设浪潮带动我国智能电表出口的增长

在美国智能电网建设的带动下，大规模的全球性智能电网建设将带来智能电表更为广阔的市场需求，也为我国电表生产企业出口智能电表创造了良好的市场条件。

国际能源署预计，到 2013 年与智能电网配套使用的智能电表安装数量将达到 7.6 亿台，到 2020 年智能电网将覆盖全世界 80% 的人口，年均市场规模达到 83 亿美元。

海外智能电表市场的开拓带来出口业务的增长将在一定程度上弥补两年后国内市场需求萎缩，有利于智能电表行业的稳定发展：国内智能电表集中规模招标的高峰期在 13 年前后，之后智能电表的需求将主要来源于已有普通电表的更新。

智能电表行业集中度或将有所提高

现阶段，我国主要由国网公司对智能电表实施集中规模招标采购。这就对投标企业提出了较高的资质要求，抬高了行业准入的门槛。未来，行业内生产规模较小，市场竞争能力较弱的电能表生产企业将面临淘汰；行业内的龙头企业凭借先进的技术创新能力、丰富的产品质量控制经验等优势将获得更大的市场份额，行业集中度将有所提高。

节能降耗政策促进用电管理智能终端的推广

国家节能降耗政策要求电力行业提高电力需求侧管理的水平。而用电管理智能终端能够对电力需求进行精确采集、计量与实时监控、分析，并对负荷进行控制，是提高电力需求侧管理技术与水平的重要保证，未来市场增长空间巨大。

根据现有规划，国网公司将在未来五年内建设完成电力用户用电信息采集系统，需要采购各类终端产品 1950 万台；同时考虑到，智能电表需要配套相应的终端产品，预计，未来我国用电管理智能终端的年市场需求量将超过 400 万台。

配电变压器市场未来发展空间广阔

我国电力投资一直存在“重发轻供”、“重输轻配”的问题，配网投资严重不足。“十二五”期间，配网将成为电网系统建设的重点。

2011 年 1 月 5 日，国务院常务会议决定实施新一轮农村电网改造升级工程，为期 3 年总投资不少于 3000 亿元，其中 60% 用于购买输变电设备，包含各系列变压器等电力设备。

2011 年 5 月 3 日，南方电网公司发布“十二五”配网建设规划。公司未来 5 年将逐步加大配网建设投资，年均投资近 500 亿元，总投资额达 2279 亿元，占全部电网建设投资的六成。

未来随着我国电力需求的不断增长以及国家一系列配网投资政策的刺激，配电变压器及成套设备将步入高增长轨道。

公司竞争优势分析

公司的核心优势在于电能计量领域的龙头地位

公司是国内规模最大的电能表生产企业之一。2010 年上半年，公司电表市场的占有率为 10.58%，仅次于华立仪表。

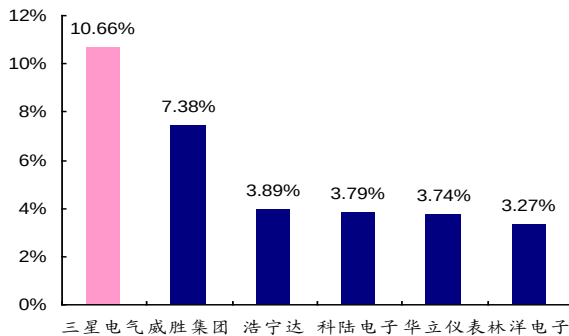
表 8: 2010 年上半年电表主要企业市场占有率（万元）

公司名称	销售收入	所占比例
华立集团股份有限公司	69885	10.92%
宁波三星电气股份有限公司	67671	10.58%
威胜集团控股有限公司	49664	7.76%
浙江正泰仪器仪表有限责任公司	41072	6.42%
德力西集团仪器仪表有限公司	38993	6.10%

数据来源：招股说明书、国信证券经济研究所

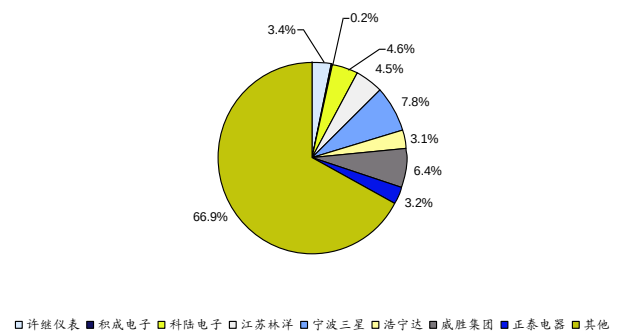
公司的智能电表业务受益于公司雄厚的研发创新能力以及市场先入优势，处于绝对的竞争优势地位。2010 年公司智能电表中标量位于行业第一，累计中标 484.90 万只，市场占有率为 10.66%，领先第二名企业近 3 个百分点；2011 年，国网公司截至目前已经完成了两次智能电表的集中规模招标，累计已招标 2448.9 万只智能电表。公司合计中标 191.01 万只，市场份额为 7.8%。

图 7: 10 年公司智能电表招标市场份额第一



资料来源：国网公司、国信证券经济研究所整理

图 8: 11 年 1-2 批智能电表中标情况统计



资料来源：招股说明书、国信证券经纪研究所整理

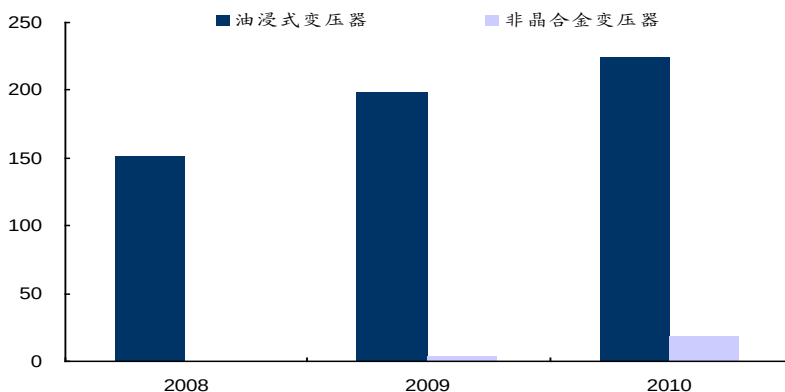
11 年公司智能电表中标份额的降低或许是由于公司受制于智能电表产能的不足，放弃了部分订单以保交付。未来，随着公司智能电表募投项目的达产，市场份额提升仍有保障。

节能型变压器、大容量特种变电产品抢占未来行业先机

自 2010 年 7 月 1 日起，我国将在配电变压领域实施更高要求的能效指标，新生产的配电变压器能耗要达到 S11 水平。按此标准，部分传统的高能耗配电变压器将面临被节能型变压器取代的趋势。

公司的节能油浸式变压器、非晶合金变压器具有空载损耗低的特点，符合我国配电变压器节能降耗的政策要求。该项业务近两年增长迅速，有利于公司抢占节能环保配电变压器行业发展的先机，提升公司配电变压器业务的综合竞争力。

图 9: 节能环保型配电变压器销售收入 (百万元)



数据来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司依托强有力的研发团队, 未来有望涉足多类大容量特种变电领域。

表 9: 公司在研的大容量特种变压器

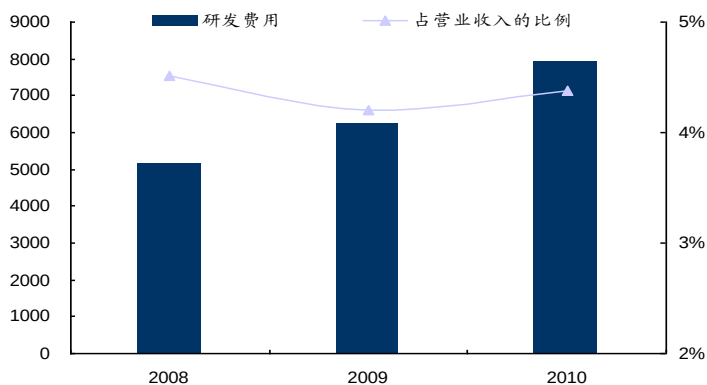
产品	应用领域
牵引整流变压器	地铁
高压变频变压器	高压变频
励磁变压器	电厂励磁
太阳能箱变	光伏发电
电厂洞里边、整流变	水电、火电
核电、海上风电特种变压器	核电、海上风电
铁路箱变	电气化铁路, 高铁
风电箱变	陆上风电

数据来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司技术领先, 研发能力强

公司长期致力于电能表、配电设备领域的产品研发, 在业内较早建立了户外模拟运行实验室、电磁兼容实验室以及载波性能验证实验室等三大实验室。截至 2010 年 12 月 31 日, 公司已拥有 91 项专利, 正在申请的专利有 106 项。同时, 公司还参与多项国家标准和行业标准的制定, 并担任中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会副理事长单位, 中国高新技术企业专家委员会单位。

图 10: 公司研发费用情况



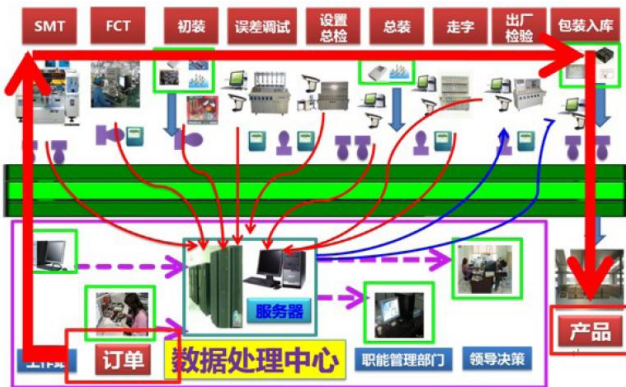
数据来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

生产管理业内领先

公司自主研发的工厂信息化管理系统（FIS 系统），国内领先、可全年在线运行，能实现公司电能表生产过程全程监控，有助于快速提高公司生产各环节的响应速度。

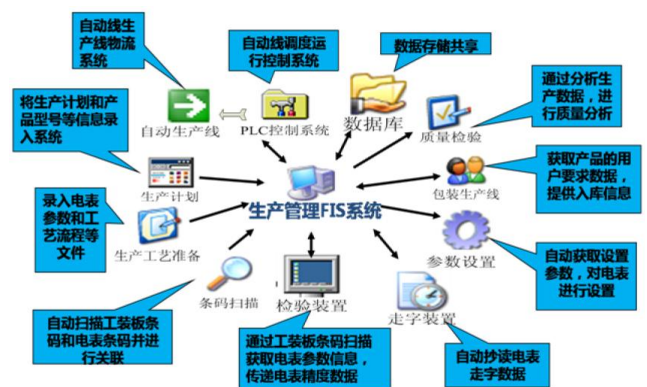
公司的全自动电能表生产线技术先进、功能全面，配合 FIS 系统的使用有利于大幅提升公司产品的生产效率。

图 11：公司 FIS 系统结构图



数据来源:招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 12：公司全自动电能表生产线系统架构



数据来源:招股说明书、国信证券经济研究所整理

营销网络发达，售后服务完善

公司的营销及售后服务网络覆盖全国及海外 30 多个国家，拥有 200 多名销售及售后服务人员，是业内市场营销及售后服务网络最广、最具竞争力的生产厂家之一。发达的营销网络，完善的售后服务有利于公司的市场开拓，用户满意度的提升。

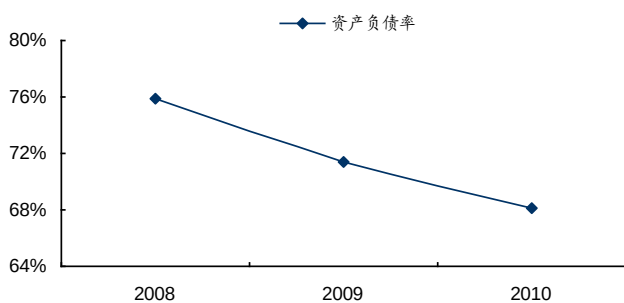
财务指标分析

随着公司盈利能力的不断加强,公司近三年资产负债率逐年下降,分别为 74.04%、66.91%和 64.49%,公司偿债能力得以加强,财务结构趋于稳健。

报告期内,公司应收账款周转率与行业内可比上市公司科陆电子、浩宁达、华立仪表、三变科技、中国西电、天威保变、特变电工、置信电气和林洋电子对比,好于其平均水平。主要是因为公司加大了对应收账款的管控力度,加快了应收账款的回收。同时,与行业内可比上市公司比较发现,公司的存货周转率亦高于同行业平均水平。这主要得益于公司信息化管理系统等先进工具的应用,加强了产品生产与原材料采购的衔接,减少了生产所需的存货数量。

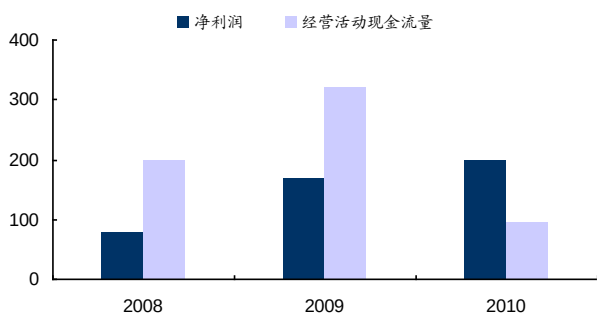
报告期内,公司经营性现金流与净利润增长较为匹配。其中,2008 和 2009 年度,公司经营活动现金流量净额均超过净利润,显示了公司经营活动获取现金的能力很强,盈利的质量较高。

图 13: 资产负债率



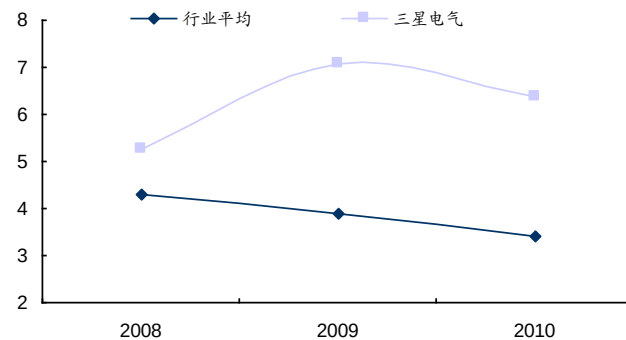
资料来源: 招股说明书、国信证券经纪研究所整理

图 15: 经营性现金流与净利润 (百万元)



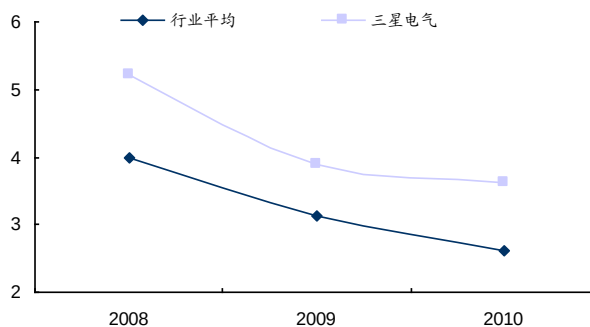
资料来源: 招股说明书、国信证券经纪研究所整理

图 14: 应收账款周转率比较



资料来源: 招股说明书、国信证券经纪研究所整理

图 16: 存货周转率比较



资料来源: 招股说明书、国信证券经纪研究所整理

募投项目分析

公司本次拟发行 6700 万股社会公众股，计划募集 63165 万元。募集资金主要用于增资宁波三星智能并投资于“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项目”、“新增年产能 200 万 KVA 非晶合金变压器、200kVA 油浸式变压器和 1000 台箱式变电站”、以及“研发中心建设项目”。

表 10: 募投项目情况

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

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

智能电表产能有效扩张，紧抓行业发展机遇。观察公司 10 年的经营情况，我们发现，公司智能电表的中标量远大于自身的产能。募投项目的实施能够有效扩张公司智能电表及终端产品的产能，迎合日益扩大的智能电表招标量以及海外市场的需求，有利于公司进一步提升相关市场的份额。

表 11: 智能电表和终端产品产能严重不足

产品名称	中标量（万台）	产量（万台）	销量（万台）
单相智能电表	444.65	323.85	232.16
三相智能电表	40.25	8.6	6.45
终端产品		8	7.22

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所

节能型变压器市场前景广阔，产能突破提升公司业绩。公司的非晶合金变压器具有很好的空载特性，符合我国节能减排的产业政策，特别适合用于负载率较低的农村电网。随着非晶合金带材国产化水平的提升致使成本的降低，预计，未来 5-10 年，非晶合金变压器将在全国范围内得到推广使用，市场发展潜力巨大。若按照未来我国新投入使用的配电变压器中有 20% 的比例采用非晶合金变压器，则其市场容量将超过 1 亿 KVA。公司募投项目达产后能有效抢占更多的市场份额。

研发中心建设项目旨在提高公司的技术研发实力，加快创新成果的产业化。研发中心的建设有利于公司在电能质量分析与治理、输配电线路实时监控、数字化变电站等相关市场领域进行技术开发和储备，为公司今后相关业务的开展打下良好的基础。

盈利预测：11-13 年 EPS 为 0.86、1.01、1.20 元

盈利预测的主要假设

考虑到国家智能电网、用电信息采集系统步入大规模建设阶段，未来电能计量及信息采集终端产品市场前景广阔。我们认为，相较于传统的感应式及普通电子式电能表市场需求的下降，未来 2-3 年智能电表的需求将随着智能电网建设的全面铺开而快速增长，之后逐渐趋稳。

随着国网公司智能电表规模招标评分规则的改变，过去纯粹的低价竞争局面将得到缓解，公司智能电表的毛利率有望企稳回升，该块业务盈利能力得到改善。

“十二五”期间大规模的配网建设以及新一轮农网改造升级项目将刺激配电成套设备的需求。公司的环保节能型配电变压器以及箱式变电站等产品将充分受益行业的景气。

公司募投项目的新建产能在未来几年分阶段释放能够弥补相关产品供给的缺口。制约公司相关业务体量增长的产能问题得以有效解决有利于公司未来业绩的平稳增长。

完善的营销、售后服务网络有利于公司进一步开拓国内外市场，抢占更多的市场份额。

我们预计，公司 11-13 年的每股收益为 0.86、1.01、1.20 元。

表 11：分产品盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
感应式电能表				
销售收入（百万元）	155.87	135.61	117.98	102.64
增长率（YOY）	-18.90%	-13.00%	-13.00%	-13.00%
毛利率	19.75%	19.50%	19.50%	19.50%
普通电子式电能表				
销售收入（百万元）	662.50	596.25	536.62	482.96
增长率（YOY）	-17.58%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	36.07%	36.00%	35.50%	35%
智能电能表				
销售收入（百万元）	364.19	764.81	1300.17	1950.26
增长率（YOY）		110.00%	70.00%	50.00%
毛利率	20.84%	23.50%	24.00%	24.00%
终端产品				
销售收入（百万元）	117.87	165.02	214.53	278.89
增长率（YOY）	88.77%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	43.07%	42.00%	42.00%	42.00%
油浸式变压器				
销售收入（百万元）	223.56	312.99	406.88	528.95
增长率（YOY）	12.80%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	23.27%	23.50%	23.00%	23.00%

干式变压器

销售收入（百万元）	119.44	137.36	157.96	181.66
增长率（YOY）	-10.27%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	36.01%	36.00%	36.00%	36.00%
非晶合金变压器				
销售收入（百万元）	17.80	53.39	106.77	192.19
增长率（YOY）	472.20%	200.00%	100.00%	80.00%
毛利率	19.70%	20.00%	20.00%	20.00%
箱式变电站				
销售收入（百万元）	92.41	120.14	144.17	173.00
增长率（YOY）	51.23%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	33.19%	35.00%	35.00%	35.00%
开关柜				
销售收入（百万元）	20.12	30.18	42.25	59.15
增长率（YOY）	105.95%	50.00%	40.00%	40.00%
毛利率	26.32%	26.00%	26.00%	26.00%

资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

表:12: 利润预测表（百万）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1802	2348	3063	3989
营业成本	1257	1660	2198	2895
营业税金及附加	18	23	31	40
销售费用	204	270	352	459
管理费用	118	147	190	246
财务费用	3	(3)	(7)	(9)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允	(2)	(1)	(1)	(1)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	199	250	299	357
营业外净收支	30	20	20	20
利润总额	229	270	319	377
所得税费用	30	41	48	57
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净	199	230	271	320

资料来源：wind、国信证券经纪研究所整理

核心假设的主要风险

电力行业投资波动，智能电网建设放缓的风险：我们对公司业绩的预测是建立在电力系统的投资，特别是智能电网建设的投资稳定增长的基础上。如果智能电网、配网投资力度减弱、产业发展趋缓以及相关政策发生变化，都会对公司的业绩以及利润水平产生影响。

市场竞争加剧的风险：公司所处的电能计量以及配电变压器行业集中度不高，市场竞争激烈。若公司的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影响。

海外市场开拓受阻的风险：受制于国际政治因素的复杂性、进入壁垒以及贸易规则的差异等原因，海外市场的开拓不确定性较大。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	404	1853	2070	2413	营业收入	1802	2348	3063	3989
应收款项	474	643	839	1093	营业成本	1257	1660	2198	2895
存货净额	406	546	780	1029	营业税金及附加	18	23	31	40
其他流动资产	35	23	31	40	销售费用	204	270	352	459
流动资产合计	1319	3066	3720	4574	管理费用	118	147	190	246
固定资产	153	330	392	444	财务费用	3	(3)	(7)	(9)
无形资产及其他	195	189	182	176	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	(2)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1673	3590	4300	5199	营业利润	199	250	299	357
短期借款及交易性金融负债	40	50	50	50	营业外净收支	30	20	20	20
应付款项	773	1046	1381	1820	利润总额	229	270	319	377
其他流动负债	327	414	545	717	所得税费用	30	41	48	57
流动负债合计	1140	1510	1976	2587	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	199	230	271	320
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1140	1510	1976	2587		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	199	230	271	320
股东权益	533	2080	2324	2612	资产减值准备	1	(1)	0	0
负债和股东权益总计	1673	3590	4300	5199	折旧摊销	22	30	44	54
					公允价值变动损失	2	1	1	1
					财务费用	3	(3)	(7)	(9)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(136)	62	29	100
	2010	2011E	2012E	2013E	其它	(1)	1	(0)	(0)
每股收益	0.99	0.86	1.01	1.20	经营活动现金流	87	322	344	475
每股红利	0.15	0.09	0.10	0.12	资本开支	(30)	(200)	(100)	(100)
每股净资产	2.67	7.79	8.70	9.78	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	37%	32%	32%	39%	投资活动现金流	(30)	(200)	(100)	(100)
ROE	37%	11%	12%	12%	权益性融资	0	1340	0	0
毛利率	30%	29%	28%	27%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	10%	9%	支付股利、利息	(29)	(23)	(27)	(32)
EBITDA Margin	13%	12%	11%	10%	其它融资现金流	(106)	10	0	0
收入增长	21%	30%	30%	30%	融资活动现金流	(164)	1327	(27)	(32)
净利润增长率	18%	15%	18%	18%	现金净变动	(107)	1449	217	343
资产负债率	68%	42%	46%	50%	货币资金的期初余额	511	404	1853	2070
息率	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	货币资金的期末余额	404	1853	2070	2413
P/E	20.1	23.3	19.7	16.7	企业自由现金流	34	102	221	350
P/B	7.5	2.6	2.3	2.0	权益自由现金流	(73)	115	227	358
EV/EBITDA	22.7	24.7	21.8	19.7					

资料来源: wind 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李扬之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	