

正泰电器 (601877) 调研报告

致力于成为全球领先的智能电气解决方案提供商

电气设备

推荐

首次覆盖

发布时间：2011 年 7 月 25 日

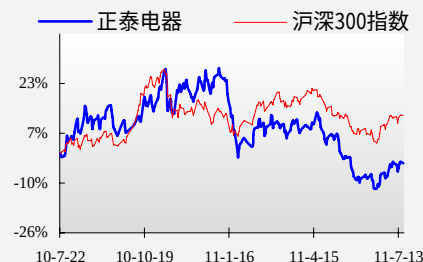
投资要点：

- **低压电器行业量大面广，周期性弱，中高端市场是未来竞争的蓝海。**预测整个低压电器行业规模在 2010 年达到 500 多亿，年均增速约 10-15%。低端市场竞争充分，中高端市场容量约 200 亿，几乎外资垄断，还有很大进口替代空间。
- **公司是低压电器的内资龙头，竞争优势主要在渠道、技术、和成本。**国内最大的低压电器制造商，市场份额在 10% 以上，强项在中低端大众市场。拥有国内规模最庞大的销售网络，是最核心的资源。研发投入约 3% 左右，并通过与 KEMA、上海电科所合资、从泰科电子引进人才等外延式方式加强研发力量。凭借规模优势和温州产业集群提供高性价比产品。
- **公司成功的秘诀是专注坚守和分享共赢。**公司在经营中狠抓质量，面对施耐德威逼加诱惑的收购条件坚持打造民族品牌，最根本的是对电气产业的坚守，始终没有行业大跨度经营。董事长为人大气，有开放的财富观，企业做大做强的过程伴随着社会资本和“知本”入股方式来整合社会资源。
- **高端智能产品系列和国际市场拓展是公司未来重要的战略布局。**诺雅克品牌剑指高端智能市场，已自主研发 Ex9 系列智能式低压电器产品及太阳能光伏发电电气解决方案，主要聚焦工程项目市场，目前正加大行业大客户直销模式力度。海外市场经过营销系统组织架构调整，建立六大洲销售部并加强人员配备，未来国际市场有望实现快速增长。
- **17 元以下安全边际高，建议逢低布局。**预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.79、0.99、1.20 元，对应目前股价市盈率分别为 22.56 倍、18.04 倍、14.78 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨和人工成本上升。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010A	633,910	32.02	63,915	22.36	0.64	27.80
2011E	793,052	25.10	79,257	24.00	0.79	22.56
2012E	996,609	25.67	99,127	25.07	0.99	18.04
2013E	1,228,783	23.30	121,000	22.07	1.20	14.78

走势图



市场数据

2011-7-22

收盘价：	17.79 元
52 周最高价：	25.37 元
52 周最低价：	16.40 元
平均持仓成本：	20.68 元

基本数据

2011Q1

总股本（万股）：	100,500
流通 A 股（万股）：	29,068
每股收益（元）：	0.17
每股净资产（元）：	4.33
每股经营现金流（元）：	-0.21
市净率：	4.92

分析师：周思立 联系人：杨佳丽
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-315
FAX: (8621)6337 3209
Email: yangjl@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

目录

一、低压电器行业分析：	3
1.1 低压电器市场容量及行业增速分析	3
1.2 低压电器行业主要下游行业发展前景分析	4
1.3 低压电器行业市场竞争格局分析	5
二、正泰电器公司基本面分析：	6
2.1 正泰电器的行业地位和产品结构	6
2.2 正泰的核心竞争优势：渠道、技术、成本	7
2.3 正泰电器的成功秘诀：专注坚守和分享共赢	8
三、公司未来业绩增长的主要引擎：	8
3.1 打造全新品牌诺雅克，进军高端市场：	8
3.2 积极拓展海外业务，全面推进国际化战略	9
四、盈利预测与投资建议	10
五、风险提示：	11

一、低压电器行业分析

1.1 低压电器市场容量及行业增速分析

按照我国国家标准，低压电器指用于交流额定电压为 1000V、直流额定电压为 1500V 以下的电器电路内，起到通断、保护、控制或调节作用的各种电器元件和组件。从电力产业链来看，低压电器属于输变电设备中的最后一环，是从电厂到用户的“最后一公里”，主要使用于低压配电和用电控制系统中。我国低压电器近几年发展态势良好，是全球增长最为迅速的低压电器市场，根据中国电器工业协会低压电器分会统计，2009 年全行业销售额约 450 亿，我们预计 2010 年全国低压电器销售额已达到 500 亿左右规模，过去几年行业增速保持在 10-15% 左右，其中国内一批优秀企业与部分外资企业的年增长率达到 20-30% 以上。

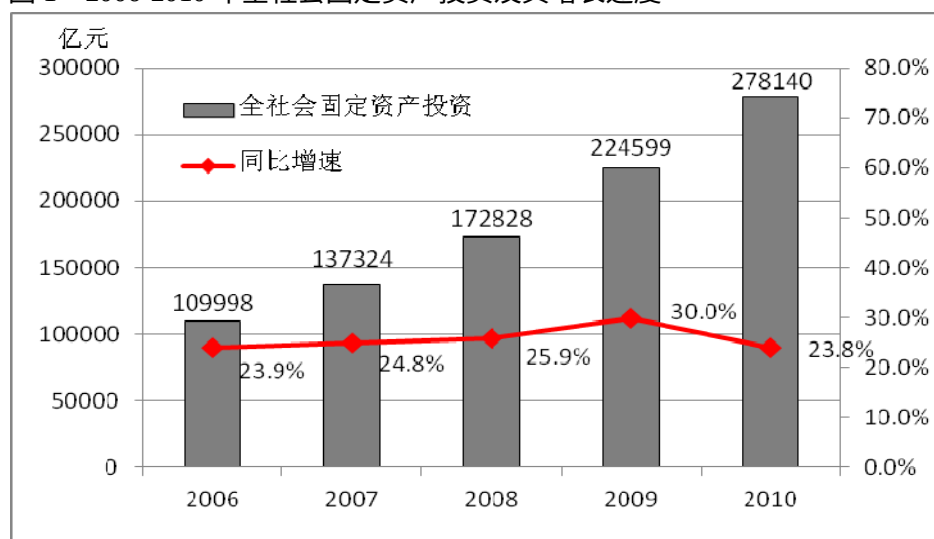
表 1 2005-2009 年低压电器主要产品产量

年度	配电电器 (万台)		终端电器 (万极)	控制电器 (万极)
	万能式断路器	塑料外壳式断路器	小型断路器	交流接触器
2005	52	2200	25000	5500
2006	55	2400	30000	6100
2007	60	2600	34500	6800
2008	62	2700	36000	7000
2009	66	2900	40000	7600

资料来源：《电器工业》、东北证券

低压电器下游应用领域广阔，广泛使用于国民经济的各个行业，主要包括工厂、商场、住宅等工业用、商用及民用建筑中的配电系统；电网的配套设施；机床等各类工业机械设备的电控制部件。从低压电器市场需求的总体状况来看，由于低压电器有较明显的基础资本品属性，行业具有明显的弱周期特性，受各个产业投资的驱动，尤其与全社会固定资产投资情况紧密联系，固定资产投资增速在总体层面上决定了低压电器行业的增速。根据国家统计局《2010 年国民经济和社会发展统计公报》，2006-2010 年全国固定资产投资增长迅速，平均年复合增长率约为 26.1%，其中 2010 年全社会固定资产投资 278,140 亿元，同比增长 23.8%。因而，受益于固定资产投资的积极拉动，低压电器行业需求将维持在较高的景气度。

图 1 2006-2010 年全社会固定资产投资及其增长速度



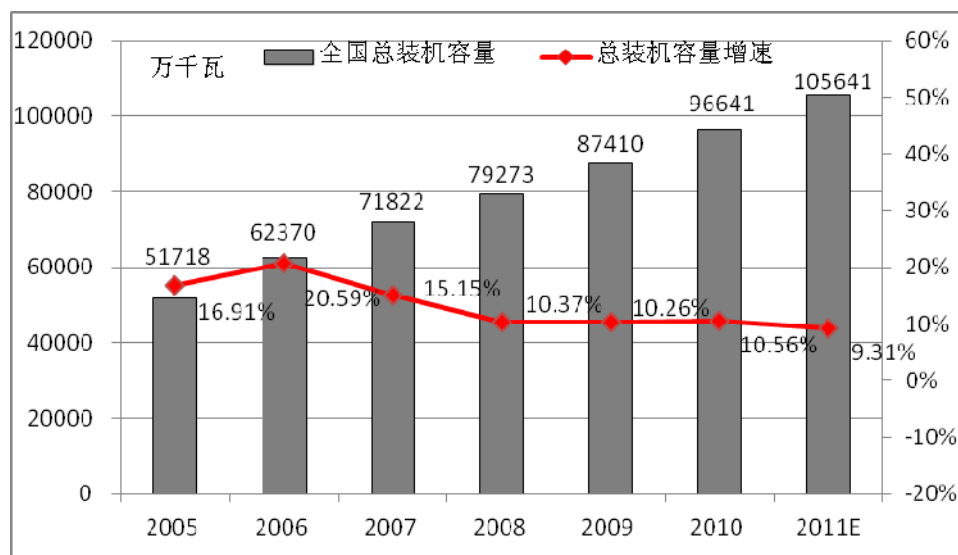
资料来源：国家统计局、东北证券

1.2 低压电器行业主要下游行业发展前景分析

从低压电器下游几个重点行业（电力、工业、房地产、通信等）的具体发展情况来看：

- （1） 电力行业是使用低压电器最多的子行业，其需求包含增量需求和存量需求两个方面。就电力新增市场而言，由于 80% 的电能是通过低压电器配送利用的，按照经验配套比计算，每新增 1 万 kW 发电量，约需 6 万件各类低压电器产品与之配套，根据中电联电力统计年报数据，近 5 年我国基建新增装机均在 9000 万千瓦以上（接近 1 亿千瓦），对应地带动了 5.4~6 亿件各类低压电器产品。就电力更新市场而言，出于产品寿命、安全稳定性等考虑，低压电器的使用更新周期通常在 5-8 年，因而存在稳定可持续的更新维护需求。截止 2010 年年末，我国发电装机总容量达到了 9.66 亿千瓦，估算目前使用中的各类低压电器产品约有 58 亿件，若按照 5 年为一个更新周期，则每个周期将有约 11.6 亿件低压电器的更新需求。未来智能电网建设、新一轮农网改造、新能源接入等领域也将对电力行业的低压电器需求起到积极的带动作用。

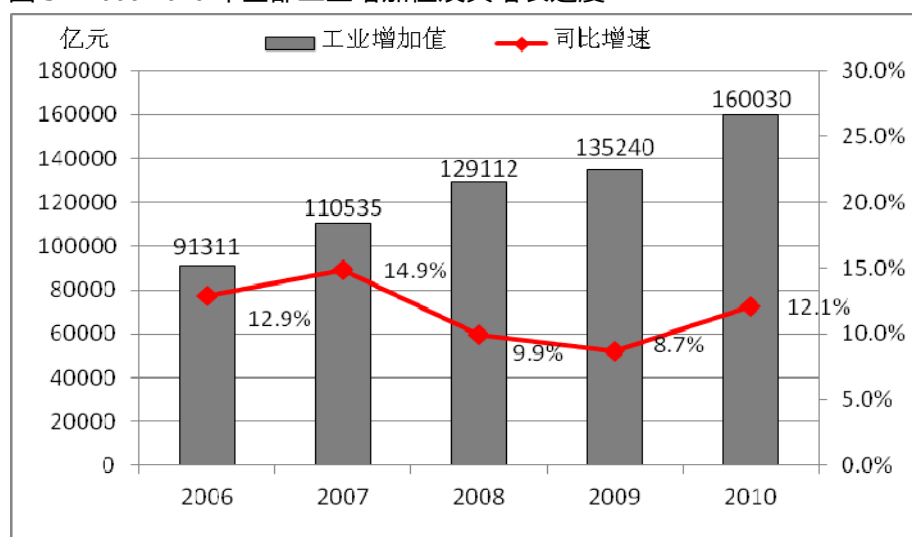
图 2 2005-2010 年全国发电总装机容量及其增长速度



资料来源：中电联、东北证券

- （2） 房地产业是低压电器终端电器系列产品集中使用的子行业，主要包括商品住宅、办公室及营业用房等，2010 年国家出台了房地产调控政策以抑制部分地区投资过热现象，但同时加大了保障房的建设力度，中国目前相对低的城市化率水平（2009 年城镇化率 46.6%）也将在未来城市化进程推进对住宅的旺盛需求，预计房地产业的终端电器需求在未来较长一段时间内仍将保持较好的发展趋势。
- （3） 工业领域，包括机械、钢铁、冶金、石化等，是低压电器使用最为主要的领域之一，主要的基础指标是工业增加值，可在宏观层面上反映对低压电器的需求情况。我国工业一直保持较好的发展势头，近五年来工业增加值复合增长率达 15.1%，其中 2010 年全部工业增加值依然达到 160,030 亿元，同比增长 12.1%。

图 3 2006-2010 年全部工业增加值及其增长速度



资料来源：国家统计公报、东北证券

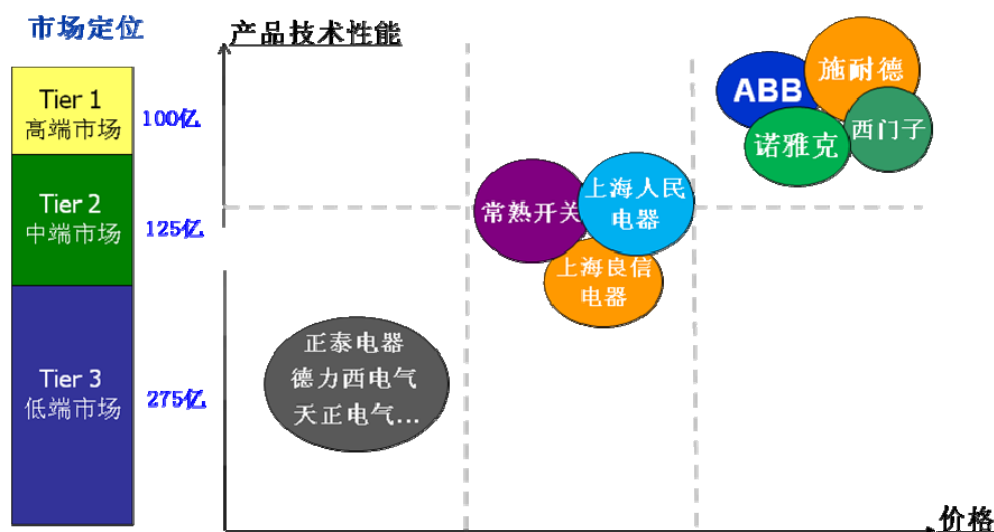
1.3 低压电器行业市场竞争格局分析

按照产品的技术性能（如通断能力、机电寿命等）、功能、体积等指标，低压电器产品可以分为高、中、低端三大类，目前高、中、低端产品的比例大致为 20%、25%、55%，分别对应近 100 亿、125 亿、275 亿的市场容量，生产量和市场需求呈“金字塔”结构。其中，高端产品客户主要集中在大型工业客户、国内一些重点建设项目，其价格通常比低端产品高出 50-100%，毛利率可达到 40%以上，因而生产中、高端产品的企业效益（平均利润率）明显高于生产低端产品的厂商。

目前，全国生产低压电器的厂商共 2000 多家，已经是充分竞争、市场化程度较高的竞争格局。其中，以施耐德、ABB、西门子、罗格朗为代表的外资企业、以及以正泰、德力西、天正为代表的内资龙头，其产品种类齐全，处于全方位竞争。而以常熟开关、上海人民电器、上海良信电器、天水二一三电器为代表的内资公司则凭借较优秀的技术研发实力，专注于国内的中高端市场并占有一席之地（合计约 10%多）。根据 2009 年低压电器分会对 111 家主要会员企业的统计，销售规模在 1 亿以上的低压电器厂家共 58 家，其余以温州乐清柳市为代表的数量众多的中小型企业，生产的产品技术含量较低，同质化低价竞争较严重，出现了“高产值、低效益”的不良态势。

从未来发展趋势看，有核心竞争力的厂商正逐渐渗透到新的市场。例如，国外品牌一开始从利润高、国产能力相对弱的高档产品开始，但由于低端市场体量大，以施耐德为代表的外资企业也非常觊觎这块市场，如施耐德在 2007 年通过与德力西合资的模式生产经济型产品，向中、低端市场渗透。而以正泰电器为代表的内资企业，虽然以制造中低档产品起家，但经过多年发展，在品牌、渠道、规模等方面已具备了领先的竞争力，未来也力图以诺雅克作为新的平台在高档产品市场分一杯羹。

图 4 低压电器市场竞争格局分析（从产品档次和技术研发实力）



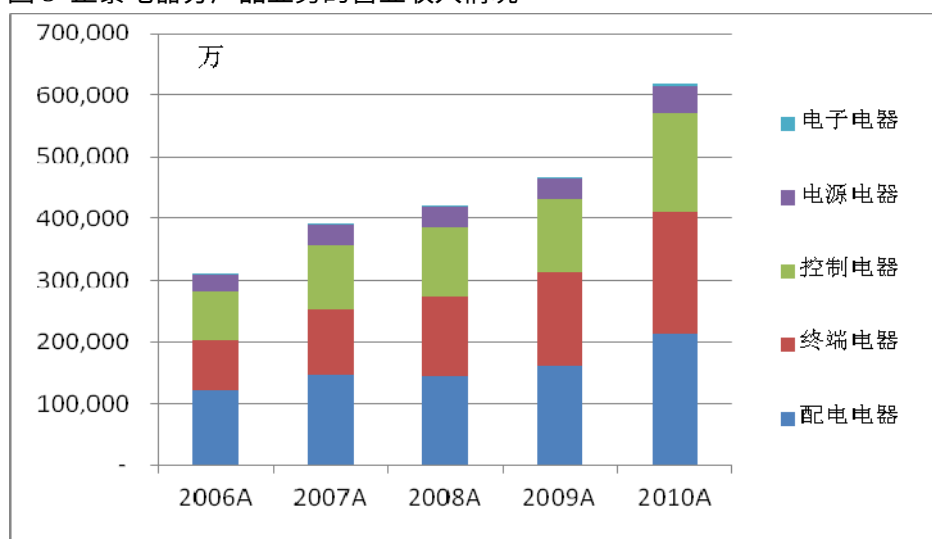
资料来源：AEG 低压电器、东北证券

二、正泰电器公司基本面分析

2.1 正泰电器的行业地位和产品结构

正泰电器在低压电器行业已经有近 27 年的耕耘和积淀，从最初 5 万元资本的家庭作坊，目前已发展成为国内产销量最大、产品种类最齐全的低压电器制造商，在市场集中度相对较低的低压电器行业，已经连续 8 年位居行业产销量第一，近几年市场份额保持在 10%以上，销售收入规模远大于其他低压电器内资领先企业。从产品结构来看，目前正泰电器在低压电器的中低端大众市场有较稳固的市场地位和品牌影响力，是公司主要的利润来源，但在高端市场上，公司市场份额较小尚未形成优势，也是未来着力重点开拓的领域。

图 5 正泰电器分产品业务的营业收入情况



资料来源：公司年报、东北证券

按产品在电气线路中所处的地位和作用，正泰电器目前拥有配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器共五大类产品的生产线，其中，配电电器大量用于电网输配电的低压侧，终端电器用于线路末端，控制电器用于如冶金、石化、矿山、机械、港口为主的工业领域，这三大类产品合计占公司营收 90%以上，是公司的主要业务；电源电器和电子电器目前基数较小，发展增速较高，其中，电子电器产品包括变频器、软启动器和光伏逆变器，该子业务 2010 年增速超过 100%。

2.2 正泰的核心竞争优势：渠道、技术、成本

低压电器行业由于量大面广，其规模销售主要通过遍布在全国各地的经销商网络实现。正泰电器早在 1993 年就从温州柳市走出去的、分布广泛的销售大军中挑出一部分作为自己的“特约经销点”，进而对资金较强的经销点给予资金周转和价格上的优惠，在几个重点城市地组建正泰销售公司，铺建自己的销售网络。经过多年发展，形成了以省会和工业城市为重点，地市级城市为主体，县级城市为辐射点的三级营销网络并基本覆盖全国，拥有 300 余家核心经销商、2000 余家各级经销商，多年的合作形成了彼此信任和内部文化。正泰早就 2002 年就引进了 SAP 企业管理软件系统，目前对经销商的库存、订单信息、物流配送等方面都实现了信息优化。应该说，庞大的国内销售网络是正泰电器最核心的资源，也是竞争对手几乎无法复制的优势。

技术研发方面，正泰电器始终致力于产业升级与技术创新，公司拥有国家级企业技术中心，坚持将销售收入的 2%以上投入研发（2010 年技术开发费占主营业务收入的 3.43%），并集中优势资源保障技术创新，完成的新产品和专利较多，其中 2010 年完成新产品开发 98 项，获取专利 55 项。除了公司内部加强研发力度外，公司也适时通过合资、高端人才引进等外延式模式加强研发实力。例如：2006 年 12 月 13 日，由正泰控股的温州联凯电气技术检测有限公司（参股 49%）与荷兰 KEMA 公司（控股 51%）合资兴建的“凯玛测试服务（浙江）有限公司”落户正泰工业园，拥有国内一流的检测室，KEMA 认证的在地服务可大大缩短正泰相关产品的认证周期，提高效益，节约成本。2009 年 9 月 17 日，正泰电器则以人民币 3,650 万元的价格受让上海电器科学研究所（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，电科电器作为一家专业从事低压电器研究、开发的科研机构，引领着我国低压电器行业科研和新产品开发的方向，正泰与其合作有助于将在研的第四代低压电器产品陆续商业化投向市场。2009 年正泰还成立了上海正泰电源系统有限公司，主要从事太阳能、风能等可再生能源电源转换产品（光伏逆变器、风电变流器等）的研发、生产和销售，以总经理刘时顿为首的核心团队来自泰科电子电源系统，作为全球领先的电子产品提供商，研发实力雄厚，未来随着产品性价比的提高，和正泰太阳能光伏组件捆绑销售的比例还有大幅提升空间。

成本和产品性价比方面，主要得益于公司的规模优势和温州产业集群效应。正泰电器作为低压电器的内资龙头，目前规模约德力西电气的两倍，在规模化采购和集中生产方面，相比其他企业有无可比拟的规模优势。此外，公司地处温州乐清市，作为全国最大的低压电器生产基地，这里的电器种类之完整，产业链配套程度之高，全国无第二个

地方。正泰电器的大部分的零部件由长期稳定的供应商外协加工，公司自身生产资源集中于制造核心部件，有效利用了当地产业链，提高了生产效率并在市场竞争中发挥成本优势。

2.3 正泰电器的成功秘诀：专注坚守和分享共赢

正泰电器作为中国民营经济的领跑者和低压电器行业当之无愧的龙头老大，其成功因素，站在不同的角度都能总结出许多经验。但我们认为其中的重要因素是董事长南存辉信奉并积极贯彻“坚守”和“共赢”的处事哲学。其“专注坚守”，表现在对质量、对品牌、对产业的多个维度。在质量方面，从最初的“求精开关厂”开始，南存辉就在当时假冒伪劣盛行的年代逆流而行，狠抓质量，并且三顾茅庐到上海聘请技术专家，企业上规模后也始终精益求精，走在行业质量体系认证的前列。在品牌方面，南存辉怀着较强的民族情结，坚持民族品牌的主导权和控制权，十多年间，面对跨国企业威逼加诱惑的收购条件，公司守住了自己的底线，也在和施耐德多达二十几次的专利侵权官司中有不屈不挠的表现。而最根本是对产业的坚守，相比德力西、天正等集团纷纷涉足新的与电气关联度低的产业，正泰表现出了难能可贵的定力和节制，专心致志地“烧开自己的那壶水”，耕耘电气这“一亩三分田”，围绕“用加法把产业做大，用减法把企业做强”的专业化经营策略。目前正泰集团已成为一家专业化多产业控股集团，产品覆盖高低压电器、输配电设备、仪器仪表、建筑电器、汽车电器、工业自动化和光伏电池及组件系统等七大产业，但主业都是围绕电气产业在做，并坚持做深做透。而温州其他几家业务过于多元化、大跨度的集团，因精力分散和资金链问题，在低压电器领域的竞争力已明显弱于正泰。

正泰“分享共赢”的处事哲学主要体现在股权变更和整合资源方面。在温州，老板是公司唯一股东的现象非常普遍，很少有人愿意接受股份制形式，而南存辉为人大气、乐于分享、注重共赢，从公司成立之初就推行股份制，期间经历了三次重大股权之变，南存辉个人股权已从最初的100%稀释到了目前20%多，这也是公司整合社会资源实现快速发展的过程。例如，1994年正泰集团成立，先后有38家企业以各种形式加盟正泰；1998年，正泰推行名噪一时的要素入股（管理、技术、经营等），体现“知本”价值，成为留住人才的重要手段。这批技术专家、管理精英也在公司起到了中坚作用，与公司共同成长共同致富。正泰电器IPO后，也推出了股票期权激励和股票增值权激励计划，授予公司管理层以及主要技术骨干，充分调动其积极性。正是这样一种开放的财富心态，造就了正泰今天的做大做强。

三、公司未来业绩增长的主要引擎

3.1 打造全新品牌诺雅克，进军高端市场

低压电器的高端产品是该行业的竞争蓝海，多年来被跨国电气巨头所垄断，在一些重大工程项目中，投资方不敢轻易用国产品牌或其核心部件。正泰电器为了优化公司产品结构，大力开拓高端产品市场，于2007年底在上海注册成立全资子公司诺雅克，采用新的商标及品牌形象，以高起点进入低压电器的高端智能市场。诺雅克的发展受到了正

泰的全力支持，正泰电器上市募集资金中的 8.54 亿元投入诺雅克生产基地的建设。经增资后目前诺雅克的注册资金已达 3 亿，团队发展到 500 多人，其中主体是研发人员，研发团队中有数十位博士和硕士，大多为资深的行业专家和研发精英，目前已申请专利近 100 项。诺雅克生产基地建设项目于 2008 年 10 月份开始筹建，厂区规划面积约 400 亩，一期工程 4 万平方米的诺雅克工业园主体大楼已于 2010 年底封顶，2011 年底世界级的新厂房将投入使用。

诺雅克坚持“用最好的原材料，制造最好的产品”的生产理念，诺雅克从产品设计到生产制造导入了汽车行业的体系建设，致力打造高性能、高可靠性智能化低压配电及控制产品。目前已经自主研发了 Ex9 系列智能式低压电器产品及全新的太阳能光伏发电电气解决方案。其中，Ex9 系列智能式低压电器产品，包括 Ex9A 系列空气断路器、Ex9B 系列小型断路器、Ex9M 系列塑壳断路器、Ex9U 系列电涌保护器、Ex9C 系列交流接触器及 Ex9R 系列热过载继电器等，而 Ex9M 系列产品在 2010 年荣获德国“红点”工业设计奖。光伏行业则以光伏配套电器作为市场突破点，提供光伏专用直流汇流箱、塑壳断路器、小型断路器、电涌保护器等电器产品，已被广泛应用于太阳能发电机组汇流系统、直流保护系统、逆变系统、交流保护系统以及升压并网系统，并对用户量身定制了共计 8 套的电气系统解决方案，典型应用包括宁夏石嘴山光伏电站项目（国家首个 10 兆瓦级太阳能光伏发电项目），澳洲民用屋顶太阳能系统到西藏羊八井 10 兆瓦光伏电站项目等。

从销售模式来看，高端产品由于主要针对行业大客户的工程项目市场，如电力主配套、机械配套以及钢铁、冶金、石化、家电和房地产等重点工业大客户，所以区别于中低端产品的经销商模式，将更多采用直销模式，并以设计院途径和招投标方式为主，2010 年公司也在深入推进 3PA 大客户营销模式，在电力、机械、家电、通讯等行业取得新突破，与 48 家重点企业建立了战略合作关系，诺雅克和上海正泰电源在 2010 年 1-6 月合计实现营业收入 1,109.95 万元，成为主营业务新的贡献。

3.2 积极拓展海外业务，全面推进国际化战略

2009 年 4 月，正泰电器和施耐德的专利侵权纠纷案达成全球和解，基本为正泰扫清国际化市场战略的障碍。为深入推进国际化战略，正泰电器在 2009 年下半年调整了营销系统组织架构，将原先的“销售中心”和“国际贸易部”整合成立了全球六大洲区销售部，分别为中国区销售部、亚太区销售部、欧洲区销售部、南美洲销售部、独联体区销售部、西亚非洲区销售部，采取“一区一略”的策略，设计和改善富有地区特色的营销系统组织架构、产品系列和解决方案，并制订有针对性的价格体系和销售政策。

海外销售模式方面，公司通过自有品牌产品出口和 OEM 出口相结合的方式进行。出口产品线方面，由民用终端类产品扩大到了配电类产品和控制类电器产品，呈现了多样化发展。产品档次方面，将依据当地的经济水平和发展水平和客户的需求层次，有针对性地推进“正泰”和“诺雅克”两个品牌的系列产品。目前公司销售领域已到达全球 101 个国家和地区，其中 45% 销往欧洲市场，逐步形成了欧洲、亚洲、拉美三个主要区域市场鼎立 2010 年实现海外业务销售收入 4.43 亿，营收占比 7.15%，同比增速 36.78%，略高于境内业务增速。公司希望在“十二五”期间实现国内业务稳定增长，国际业务快速增长。

四、盈利预测与投资建议

模型关键假设：

(1) 毛利率方面，主要受铜、银、钢材及塑料等原材料的价格波动，上述原材料采购成本占产品总成本比重约 50%。由于原材料价格大幅上升，公司 2010 年 4Q 和 2011 年 1Q 的毛利率水平下滑到了 22% 多，但我们认为公司未来的综合毛利率还能维持在 25-26% 左右水平，一方面是公司突出的行业地位已经有较强的下游议价和成本转移能力，今年 4 月份产品提价 10%，预计二季度单季毛利率会有所反弹；另一方面是随着公司未来盈利能力强的高端产品陆续投放市场，将小幅提升整体毛利率水平。

(2) 营收增速方面，我们认为公司作为行业龙头，市场集中度仍有提高空间，随着募投项目陆续达产，未来 3 年可获得高于行业平均增速的业绩增长，年均约 25% 左右。从分产品来看，预计电源电器和电子电器的增速相对较高，这与这两块业务目前基数较少，后续有光伏逆变器等新产品业绩放量的因素有关。

(3) 三费方面，销售费用和管理费用随公司经营规模扩大呈稳步增长趋势，财务费用考虑募集资金到位的利息收入贡献。

(4) 所得税方面，本公司、子公司机电电气、电源电器按 15% 缴纳，温州电气按 12.5%；其他各子公司按 25% 缴纳。

表 2 分产品收入和毛利率预测表（单位：万元）

分业务	指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
配电电器	销售收入	161,177	213,146	270,696	338,370	412,811
	收入增速	10.78%	32.24%	27.00%	25.00%	22.00%
	毛利率	31.75%	29.09%	29.00%	29.00%	29.00%
终端电器	销售收入	150,748	198,494	252,088	315,110	384,434
	收入增速	18.23%	31.67%	27.00%	25.00%	22.00%
	毛利率	26.14%	23.56%	23.50%	23.50%	23.50%
控制电器	销售收入	120,443	158,189	197,736	241,238	294,310
	收入增速	6.63%	31.34%	25.00%	22.00%	22.00%
	毛利率	25.80%	21.49%	21.50%	21.50%	21.50%
电源电器	销售收入	33,426	46,161	63,702	85,998	111,797
	收入增速	-1.67%	38.10%	38.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	33.96%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
电子电器	销售收入	1,745	4,014	8,830	15,894	25,431
	收入增速	1.39%	129.98%	120.00%	80.00%	60.00%
	毛利率	30.31%	32.98%	33.00%	33.00%	33.00%
主营业务	营业收入	467,538	620,004	793,052	996,609	1,228,783
	营收增速	10.88%	32.61%	27.91%	25.67%	23.30%
	综合毛利率	28.56%	25.85%	25.91%	26.03%	26.11%

表 3 盈利预测表（单位：万元）

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	480,151.74	633,910.97	793,051.73	996,609.34	137035.67
减：营业成本	344,929.41	469,676.19	587,586.44	737,220.89	907,928.02
减：营业税金及附加	3,144.49	3,448.04	4,758.31	5,979.66	7,372.70
销售费用	24,237.83	30,408.73	39,652.59	49,830.47	61,439.15
管理费用	36,409.54	49,333.02	59,478.88	74,745.70	92,158.72
财务费用	-519.94	-2,008.69	-2,379.16	-1,494.91	614.39
资产减值损失	1,851.23	-591.17	1,000.00	1,500.00	2,000.00
加：投资净收益	-52.07	242.41	350	450	600
营业利润	70,052.37	83,887.27	103,304.67	129,277.54	157,870.01
加：营业外收入	7,916.66	1,256.29	1,300.00	1,300.00	1,300.00
减：营业外支出	8,988.07	998.61	1,000.00	1,000.00	1,000.00
利润总额	68,980.96	84,144.95	103,604.67	129,577.54	158,170.01
减：所得税	11,784.16	13,741.65	17,094.77	21,380.29	26,098.05
净利润	57,196.80	70,403.30	86,509.90	108,197.25	132,071.96
减：少数股东损益	4,962.43	6,488.04	7,252.33	9,070.43	11,071.90
归属于母公司所有者的净利润	52,234.37	63,915.26	79,257.58	99,126.82	121,000.06
股本（万股）	90,000.00	100,500.00	100,500.00	100,500.00	100,500.00
基本每股收益(元)	0.58	0.64	0.79	0.99	1.20

按照公司 100,500 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.79 元、0.99 元、1.20 元，归属于母公司净利润增长率分别为 24.00%，25.07%，22.07%，对应 2011 年 07 月 22 日收盘价 17.79 的 PE 分别为 22.56 倍、18.04 倍、14.78 倍。公司作为低压电器的行业龙头和该子行业内唯一的上市公司，质地优秀，未来在资源、资本的助推下，高端产品和海外市场有爆发发力并获得高于行业平均的业绩增速。我们认为，17.00 元以下股价有较高安全边际，建议逢低布局，给予“推荐”评级。

五、风险提示

- （1）原材料价格上涨和人工成本上升；
- （2）高端市场和海外市场开拓或低于预期

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。