

电气设备

报告原因：半年报

2011 年 8 月 27 日

市场数据：2011 年 8 月 27 日

总股本/流通股本(亿股)	10.1/2.91
收盘价(元)	18.08
流通市值(亿元)	52.61

基础数据：2011 年 6 月 30 日

资产负债率	34.53%
毛利率	22.41%
净资产收益率(摊薄)	13.24%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

正泰电器 (601877)

首次评级

低压电器市场龙头，向高端市场进军

增持

公司研究/公告点评

投资要点：

① **收入快速增长，原材料上涨影响利润增速。**上半年公司实现营业收入 400,189.89 万元，同比增长 40.85%；实现归属于母公司净利润 40,499.74 万元，同比增长 9.59%。受益于低压电器行业市场需求的增加，公司产品销量明显上升，主营业务收入同比显著增长。同时，铜、银、塑料粒子等主要产品原材料的价格明显上涨，上述原材料采购成本占产品总成本的比重约为 50%，对公司整体毛利率构成一定程度的负面影响，公司综合毛利率由 27.43%下降到目前的 22.41%。由于公司在 4 月份进行了 10%左右的提价，而目前看大宗商品价格也进行了一定的回调，预计下半年公司毛利率有一定的回升。

② **低压电器制造的龙头，向高端市场进军。**中国低压电器制造行业整体上呈集中度不高、竞争较为分散的态势，公司已连续 8 年位居行业产销量第一，以销售收入计，本公司 2010 年市场份额约 10%。公司目前产品还主要集中在低端市场，公司 IPO 募集资金主要用于拓展高端市场，公司年产 6000 万套智能电器建设项目与诺雅克节能型控制及配电电器产品生产基地建设项目正按计划进度有序推进。中高端市场容量约 200 亿，几乎外资垄断，未来有很大进口替代空间。

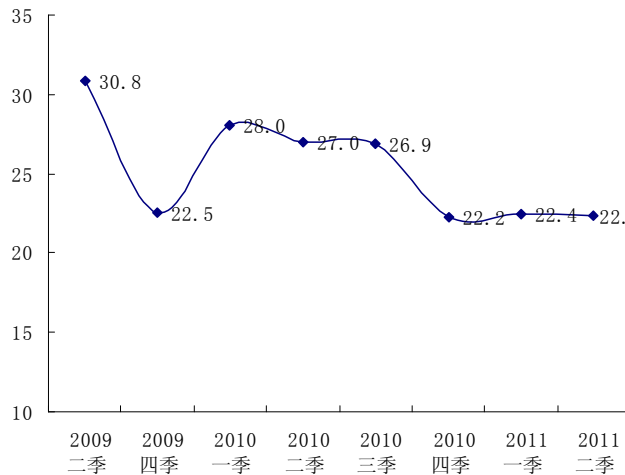
③ **海外市场拓展是公司目前重点战略之一。**上半年公司出口销售收入占本公司主营业务收入的比例为 7.8%，同比增长约 50%。2010 年在阿拉伯联合酋长国、美国、意大利、巴西等国设立了电器产品销售公司，公司产品有一定的成本优势，海外市场有望快速增长。

④ **光伏逆变器有望成为公司新的利润增长点。**公司吸收了美国泰科电子电源的研究团队，光伏逆变器产品已经取得了欧盟认证，公司光伏逆变器已经从去年开始销售。随着多晶硅价格的下降，光伏发电成本进一步降低，未来太阳能有望大规模推广，光伏逆变器的市场空间巨大，光伏逆变器有望成为公司利润增长点之一。

⑤ **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益为 0.81、1.1，对应目前市盈率分别为 21、18 倍，具备一定的估值优势，考虑到公司是中低压电器的龙头，目前在积极进军高端市场，给予公司“增持”的投资评级。

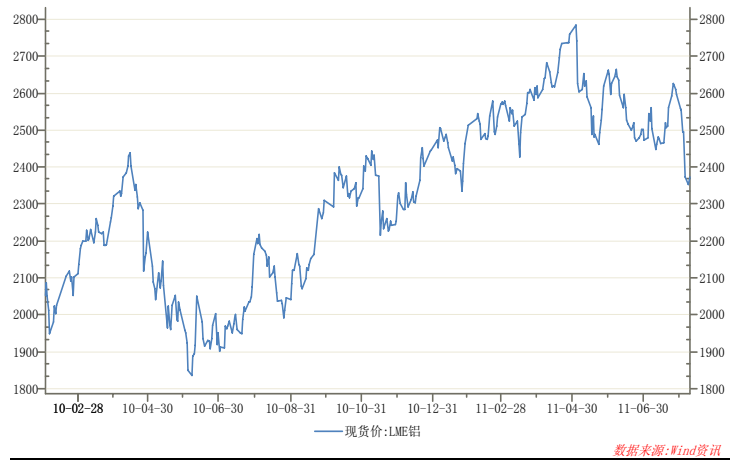
⑥ **投资风险。**公司募集资金拓展高端市场，目前还在市场拓展期，拓展成效需要进一步观察。

图 1：公司单季度毛利率变化



资料来源：Wind

图 2：LEM 铝现货收盘价格



资料来源：Wind

表 1：盈利预测

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入	4801.52	6339.11	8874.75	11537.18
营业收入增速	-	32.02%	40.00%	30.00%
毛利率	28.16%	25.91%	22.50%	23.00%
营业成本	3449.29	4696.76	6877.93	8883.63
营业税金及附加	31.44	34.48	48.27	62.75
销售费用	242.38	304.09	372.51	458.19
管理费用	364.10	493.33	616.66	740.00
财务费用	-5.20	-20.09	-90.00	-20.00
资产减值损失	18.51	-5.91	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.52	2.42	0.00	0.00
营业利润	700.52	838.87	1049.37	1412.62
加：营业外收入	79.17	12.56	0.00	0.00
减：营业外支出	89.88	9.99	0.00	0.00
利润总额	689.81	841.45	1049.37	1412.62
减：所得税	117.84	137.42	167.90	211.89
净利润	571.97	704.03	881.47	1200.72
减：少数股东损益	49.62	64.88	64.00	70.00
归属于母公司所有者的净利润	522.34	639.15	817.47	1130.72
(二) 稀释每股收益(元)	0.58	0.64	0.81	1.10

资料来源：山西证券

表2：中国光伏逆变器市场容量测算

	2007	2008	2009	2010E	2011-2012	2013E
累计装机容量	100	145	305	1000	2000	4000
新增	20	45	160	695	1000	2000
增速	25.00%	45.00%	110.34%	227.87%	100.00%	100.00%
并网比例				30%	50%	60%
单位价格（元/瓦）				3.00	3.00	2.50
市场容量（亿元）				6.26	15.00	30.00

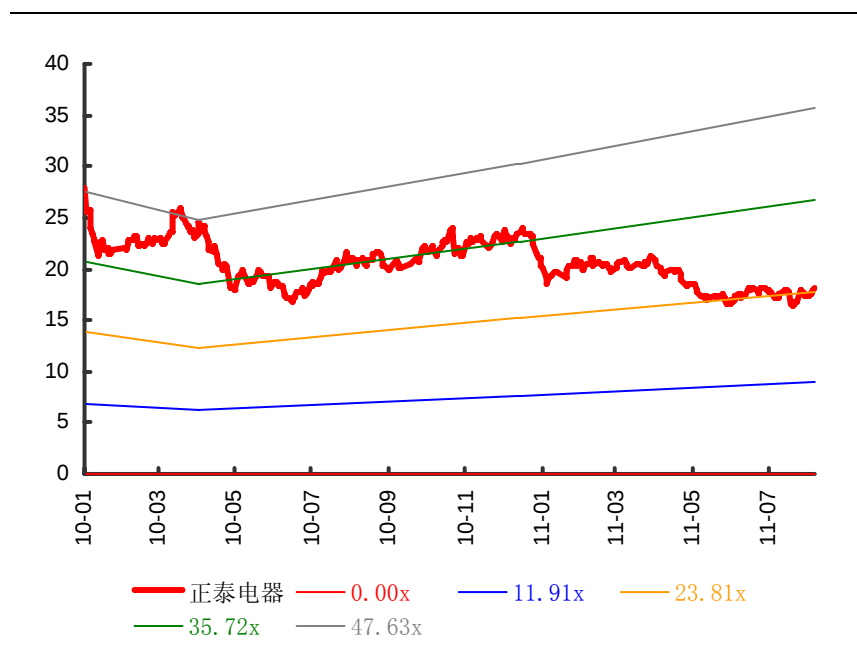
资料来源：山西证券

表3：国内相关上市公司太阳能逆变器进度

上市公司	进度
荣信股份	研发推进阶段
九州电气	已掌握兆瓦级风力发电变流器多项核心技术及生产工艺，预计2010年将全面掌握2MW、3MW双馈型及全功率风力发电变流器技术及单机100KW功率的光伏逆变器
科华恒盛	目前2MW双馈风机发电变流器完成样机设计；光伏逆变器处于技术储备状态
许继电气	入围金太阳工程
科陆电子	出口澳大利亚
科士达	入围金太阳工程，获得订单
和顺电气	产品研发
正泰电器	通过欧盟认证

资料来源：山西证券

图4：公司 PE-bands 图



资料来源：Wind



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。