

正泰电器 (601877) 调研报告

推荐

维持

攻守兼备的低压电器龙头，诺雅克和海外市场开拓进展顺利
电气设备

发布时间：2011 年 11 月 9 日

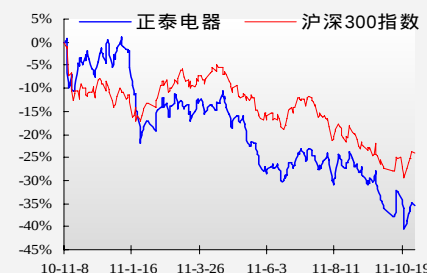
投资要点：

- 2011 年低压电器需求旺盛，公司营收显著增长，受宏观经济波动较小。低压电器需求与全社会固定资产投资呈正相关，并不完全或很大程度上取决于宏观经济形势。公司传统产品档次与农网改造和保障房建设契合度高，受拉动明显。
- 前 8 个月大宗商品价格快速上涨对营业成本构成压力，三季度开始环比改善。前三季度利润增速低于营收，主要受铜、银、钢及塑料等原材料价格上涨所拖累，但公司在 4 月提价且大宗商品价格在 8-9 月暴跌，预计毛利率环比将改善。
- 2011 年产能负荷高，未来看 IPO 募投项目和滨海工业园生产基地投运。现有生产基地已满负荷运作，产能受限问题突出，预计在温州的 IPO 募投项目将在 2012 年逐步投运，近期公告收购的滨海工业园也将用来扩建低压电器产业基地。
- 公司未来新的增长点在于高端品牌“诺雅克”和海外市场开拓。目前诺雅克建设项目正有序推进，今年销售初具规模，整体趋势向好，预计松江厂房今年年底搬入并投产，销售注重设计院途径和行业推广，渠道兼顾直销和经销模式。海外市场开拓已采用六大洲区分治方式，并将业务人员派到海外驻扎、组织管理当地经销商，预计国际市场增速将超过国内市场增速，并逐年提高海外业务在营收结构中的占比。
- 公司期权激励行权价为 22.03 元，16 元以下安全边际高，建议逢低布局。预测 2011-2013 年的摊薄 EPS 分别为 0.73、1.01、1.21 元，对应目前股价市盈率分别为 21.64 倍、15.70 倍、13.03 倍，给予“推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格波动风险，诺雅克进展或低于预期。

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)
2010	633,910	32.02	63,915	22.36	0.64	24.7
2011E	844,287	33.19	73,408	14.85	0.73	21.7
2012E	1,025,407	21.45	101,181	37.83	1.01	15.7
2013E	1,243,322	21.25	121,908	20.49	1.21	13.1

走势图



市场数据

2011-11-8

收盘价：	15.81 元
52 周最高价：	25.37 元
52 周最低价：	13.94 元
平均持仓成本：	18.36 元

基本数据

2011Q3

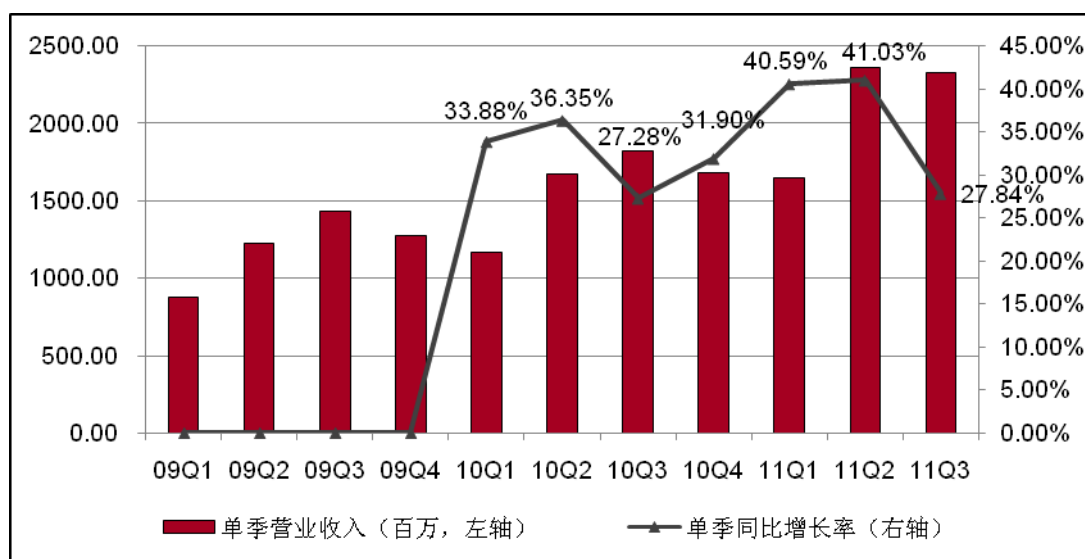
总股本（万股）：	100,500
流通 A 股（万股）：	29,068
每股收益（元）：	0.62
每股净资产（元）：	4.39
每股经营现金流（元）：	0.07
市净率：	3.60

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

一、2011 年低压电器需求旺盛，公司营收显著增长，受宏观经济波动较小

公司自 2010 年初上市后，近两年营业收入均取得较快增长（如图 1 所示），2010 年营业收入同比增长 32.02%，2011 年前三季度的单季营业收入同比增速分别为 40.59%、41.03%、27.84%，其中，2011 年上半年营业收入同比显著增长 40.85%，三季度环比增速略有下降，我们认为除宏观经济环境影响外，主要是公司今年在产能受限的情况下，认为下半年若维持在 40%左右的增速会对工厂构成较大的制造压力，从而主动调节产品结构（尽量少承接利润薄的订单）的结果。总体而言，公司近两年营收增长均明显高于行业平均增速（行业保持平稳增长，年均增速约 10-15%），同时，也高于公司上市前 2007-2009 年的增速。

图 1 正泰电器 2009-2011 年的单季营业收入和同比增长率



资料来源：招股说明书、公司公告、东北证券

对此，我们作以下几个方面的原因分析：

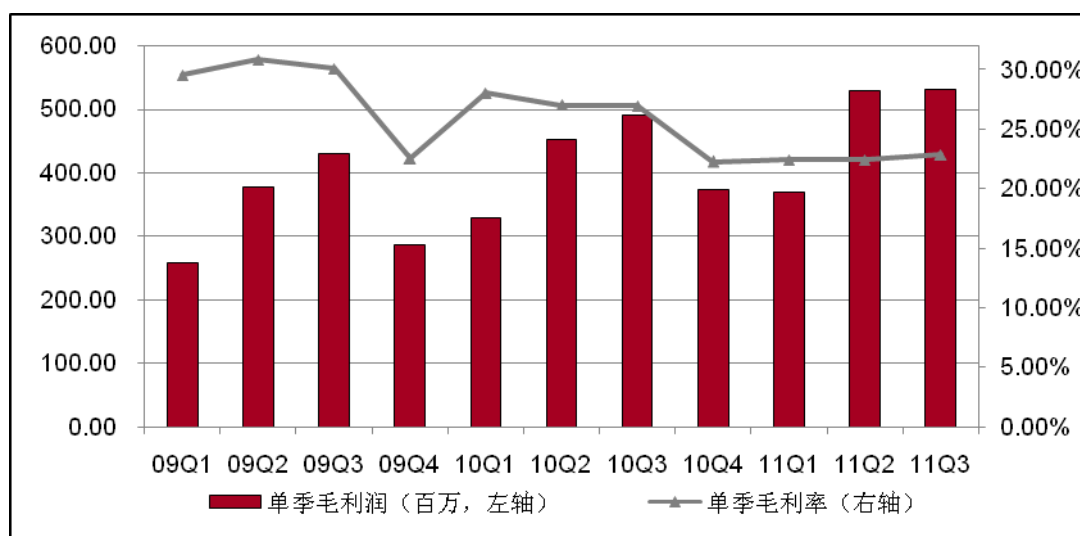
- （1）低压电器作为应用面极广的基础资本品，受各个产业投资驱动，与全社会固定资产投资呈正相关，但并不完全或很大程度上取决于宏观经济形势。所以即便在 2011 年货币政策紧缩和经济形势不确定性加大的情况下，低压电器行业总体生产和销售较 2010 年同期仍有所上升，行业内主要生产企业继续保持平稳增长的态势，部分企业产销增长超过了 30%以上。
- （2）就下游细分市场来看，2011 年保障房建设和农网改造对正泰电器的产品需求拉动明显。2011 年，国家电网和南方电网共计划投资 854 亿元用于农网改造建设，房地产虽然总体有调控，但保障房/经适房还在大量地开工。值得注意的是：这两块细分市场都非常注重产品的性价比，采购档次相对低，与正泰传统低端系列品牌的定位较贴切吻合；相反，这块市场对 ABB、施耐德等外资品牌并不是有效市场。
- （3）正泰电器目前是低压电器行业中唯一的 A 股上市公司，上市后公司的综合实力、品牌知名度等有进一步提升，同时 IPO 募集资金和 2011 年 15 亿债券发行均为公司提供了充足的资金保障，相比行业内其他未上市公司，正泰目前在各方面的实力可傲视群雄，并且差距在不断拉大。

二、前 8 月大宗商品价格快速上涨对营业成本构成压力，三季度开始环比改善

从人力成本来看，正泰电器在温州当地提供了较有竞争力的薪资福利水平，公司 2011 年的用工成本确实较 2010 年有较大幅度的攀升，但由于公司总体薪资占制造成本的比例并不高，所以人力成本上升的因素并不会对公司盈利水平带来太大压力。

对公司经营成本构成最大压力的是原材料价格波动，公司生产所需的铜、银、钢材及塑料的采购成本占产品总成本的比重高达 40-50%（其中：铜的占比最高，银和塑料的占比其次，钢材用量相对少）。从 2009 年初开始，主要金属原材料价格急剧变化并一路攀升（如图 3 和图 4 所示），对公司毛利率构成了较大压力（如图 2 所示）。

图 2 正泰电器 2009-2011 年的单季毛利润和单季毛利率



资料来源：招股说明书、公司公告、东北证券

从产品销售侧来看，由于低端低压电器产品的同质性较大，终端客户对价格敏感度较高，公司的定价策略总体偏谨慎，不会随意或频繁调价。虽然公司通过一定的成本转嫁方式来减少上游行业的影响，但对于充分竞争的市场，即便行业龙头也不具备成本完全转嫁到下游客户的能力，可以看出公司历次调价幅度也均小于原材料价格上涨幅度。

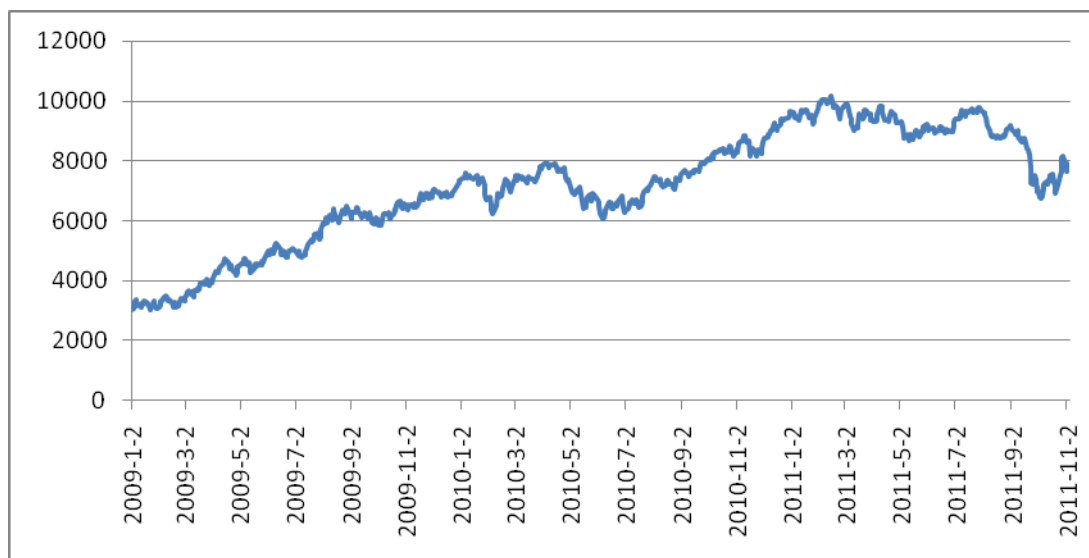
从正泰对原材料的采购情况来看，公司并不直接消费铜、银等原材料，而是通过采购供应商的组件（如银触点等）；通常与供应商的采购价格是每周或每两周进行一次结算，随行就市。根据招股书，自 2009 年 6 月 30 日起，公司已不再从事套期保值或其他交易性金融资产，也不采取原材料囤货等手段，不去试图预测或把握大宗商品价格走势。

对于公司而言，主要是通过供应商保持战略联盟、内部通过优化流程工艺挖潜增效、加快工厂设备技术升级改造、调整产品结构和小幅上调产品售价等方式来应对原材料价格上涨的压力。公司 2009 年、2010 年、以及 2011 年前三季度的综合毛利率分别 28.16%、25.91%、22.58%，虽然毛利率下降明显，但仍好于主要原材料价格本身的上涨幅度，体现了公司对综合成本的管理控制水平。

正泰电器于 2011 年 4 月中旬调过一次产品价格，上调幅度在 10% 左右，调整的时点相比竞争对手要相对晚。由于经销商对调价已经形成预期，调价后公司增长依然较快。另外，主要大宗商品如铜、铝等的价格在 8 月和 9 月经历了两次暴跌，累计跌幅在 20-30%。从今年毛利率的环比数据来看，三季度已经有所改善，环比提高 0.45%。由于三季度原材料降价主要是在 9 月份，降价因素尚未在三季报充分体现；若四季度原材料价格持续低

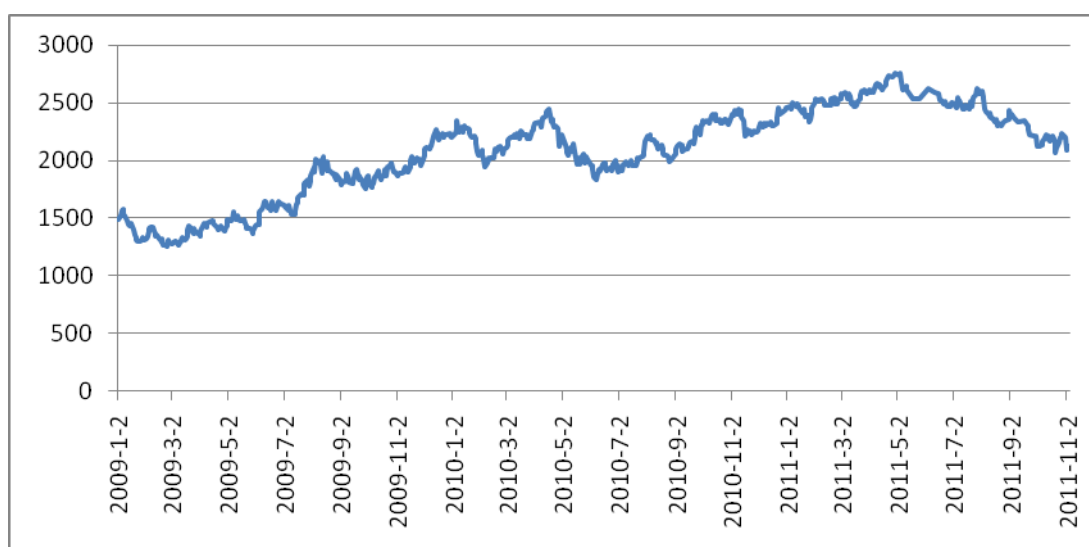
位，则预计四季度的毛利率将在三季度的基础上仍有环比改善。若 2012 年上半年原材料价格维持在 2011 年下半年的水平，则届时毛利率的同比回升，将使公司的净利润增长将超过营业收入的增长。

图 3 2009-2011 年 LME 铜现货价格（美元/吨）



资料来源：WIND 资讯、东北证券

图 4 2009-2011 年 LME 铝现货价格（美元/吨）



资料来源：WIND 资讯、东北证券

三、2011 年产能负荷高，未来看 IPO 募投项目和滨海工业园生产基地投运

从公司今年前三季度的产销量情况来看，我们预计公司 2011 年营业收入将达到 80 亿左右，这对公司现有生产基地（白象镇正泰工业园区）来说，产能受限的问题较突出，生产场地和生产设备已基本满负荷运作；若没有新的生产基地投运，现有场地将无法保证 2012 年的业绩增长。

从公司的生产基地布局和产业规划来看（如表 1 所示），目前已形成了温州和上海两大基地，其中，温州基地主要研发、生产“正泰”品牌的低端低压电器，上海基地主要研发、生产“诺雅克”品牌的中高端低压电器。目前公司在温州当地共有三片生产基地；其中，白象镇正泰工业园区是公司最早建设并使用的生产基地，未来的初步规划是主要生产终端电器产品，IPO 募投的温州大桥工业园区 118.47 亩地（2010 年 5 月乐清市土地储备中心又回购了 17 亩），将用于年产 6000 万套智能电器建设项目，目前厂房建到了 4 楼，预计 2012 年产能将有释放；另外，公司在 10 月底公告用 11,650 万元收购浙江正泰太阳能所持有的温州正泰电器科技 100% 的股权，该标的主要资产是温州经济技术开发区滨海工业园 167.13 亩地，正泰电器将在此扩建低压电器产业基地，初步规划是将配电电器产品的生产基地搬到该园区，从而在温州形成 3 大产业基地并有较合理的布局。

随着这些新生产基地的建设和逐步投入使用、释放产能，将成为公司 2012 年以及之后业绩增长的主要来源。

表 1 正泰电器各生产基地的分布和产业规划情况

区域	地址	面积	未来布局规划
温州	乐清市北白象镇正泰工业园区	约 170 亩	公司最早建立的低压电器生产基地（未来规划主要是生产终端电器产品）
	温州大桥工业园区北侧硐桥村	118.47 亩	募投项目：年产 6000 万套智能电器建设项目
	温州经济技术开发区滨海工业园	167.13 亩	扩建低压电器产业基地（拟将配电电器产品基地搬过去）
上海	上海市松江工业西区	391 亩	诺雅克节能型控制及配电电器产品生产基地建设项目（含光伏逆变器）

资料来源：招股说明书、公司公告、东北证券

四、高端品牌“诺雅克”建设项目正有序推进，今年初具规模，趋势向好

正泰传统市场主要集中在低端廉价产品领域，而诺雅克项目则是公司开拓低压电器中高端产品市场的重要举措。目前低压电器中高端领域合计约 200 亿左右的市场规模，几乎被外资垄断，产品毛利率则高达 40-50%。正泰希望诺雅克作为一个独立体去发展，减少既有思维套路的干扰，因而启用了全新的商标及品牌形象，在团队搭建、生产基地选址方面也给予充分的自由发展空间，同时也允许利用平台上的优质资源。

由于下游客户群和目标市场的差异（如图 5 所示），“诺雅克”的做法将是与“正泰”完全区分的两种做法，前者高度注重产品性能指标（用最好的原材料制造最好的产品）、品牌形象塑造、销售模式以设计院途径和招投标为主，后者讲究规模化生产和低成本控制（注重性价比），销售模式绝大部分依赖于经销商渠道。

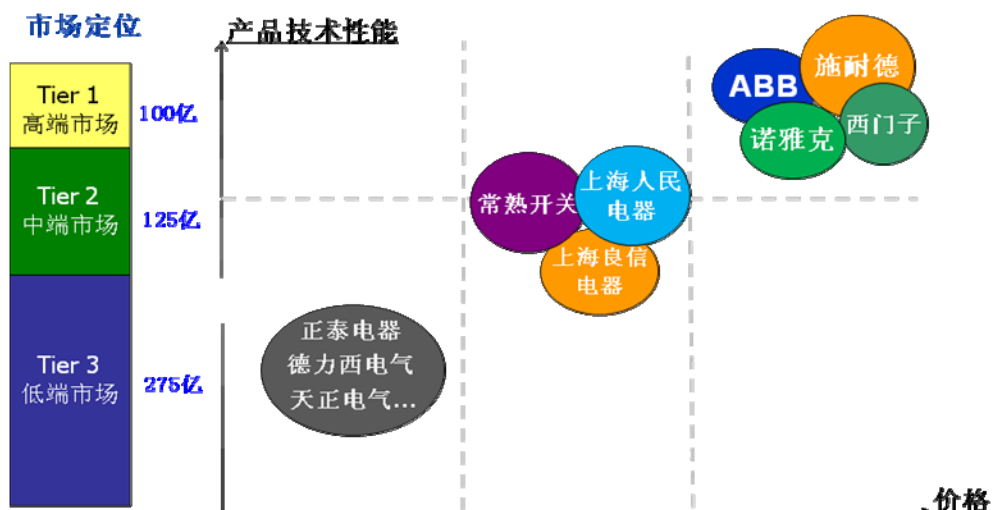
研发方面：目前诺雅克团队已经研发出了 Ex9 系列的多种高端元器件（含空气断路器、塑壳断路器、小型断路器及路楼保护断路器、电涌保护器、热继电器、交流接触器），其 Ex9M 系列塑壳断路器在 2010 年获得德国“红点”工业设计奖。

工厂生产方面：诺雅克在上海松江的厂房在 2010 年 11 月封顶，经过近 1 年的工厂内部装修、设备安装调试等，预计今年年底可搬入并开始正式投产。

销售渠道方面：诺雅克针对的下游行业相对宽泛，高档酒店楼宇、大型工业客户、

电力局等都是公司的目标范围。渠道建设方面会采用相对折中的方案，最后希望达到直销和经销各占一半的比例（ABB、施耐德等外资品牌则大量采用直销），诺雅克目前的经销商中，大部分是全新开拓的经销商，少部分利用了正泰现有的较好的渠道资源（前提是符合诺雅克的品牌理念）。在海外市场上，目前诺雅克主要通过光伏电站带出去做配套项目，提供汇流系统、交/直流保护系统、逆变系统等产品。

图 5 低压电器行业主要品牌的市场定位



资料来源：AEG 低压电器、东北证券

总体而言，诺雅克目前的工作正在有序推进，今年前三季度也提前完成了全年营业目标，营收初具规模。由于诺雅克项目前期投入较大，短期内还无法实现盈利，但发展趋势是向好的，产品开发和市场口碑都不错。诺雅克团队目前稳打稳扎的作风，也让我们期待未来发力的一天。

五、海外业务是未来几年的重头戏，预计海外增速将超过国内增速水平

为了加大国际市场的开拓力度，公司已经将原先的国际贸易部拆成了全球六个洲区并分别成立销售部，相应的海外业务人员也从原先在国内远程遥控的模式（对当地的市场环境/变化不够敏锐）变成了到海外各个地方实地跑，在前沿组织、管理当地经销商，从而可以在当地采取一些管理措施，在服务、售后、配送等方面的管理效率均有提高。从 2011 年上半年的海外市场的实际情况来看，也确实开拓有效，国际业务的营业收入 3.12 亿，同比增长约 50%，占全部营业收入的 8%。其中，欧洲、中东、北非、独联体、南美等市场开拓相对较好。

公司在海外业务发展方面下大决心，也加大了大量人力物力等资源配置，未来也不排除在海外设立生产基地。预计在未来几年里，公司的海外业务的增长将超过国内业务的增长，力争年均增长 50%以上，并有望通过几年的时间将海外业务占比提升到 15-20%。

六、盈利预测与投资建议

模型关键假设：

（1）毛利率方面，根据公司 2011 年前三季度的综合毛利率水平（22.58%），以及近期主要原材料价格下跌的走势情况，我们判断 4Q 毛利率仍有一定环比提升，全年综合毛利率将接近 23%的水平。若 2012 年原材料价格仍维持在 2011 年下半年的水平，则 2012

年公司综合毛利率将同比 2011 年有小幅提升。

(2) 营收增速方面, 根据 2011 年前三季度的经营情况, 预计全年的增速在 30%以上, 营收达到 80 亿是大概率事件。未来 2 年随着募投项目陆续达产, 仍可获得高于行业平均增速的业绩增长, 年均增速约 20-25%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, 后续有光伏逆变器新产品业绩放量的因素有关。

(3) 期间费用方面, 2011 年前三季度公司对各项费用率控制得当, 我们预计 2011 全年期间费用率较 2010 年有 1.5%左右的下降, 未来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, 但费用率不会有明显增长, 财务费用考虑募集资金到位的利息收入和 15 亿 5 年期债券的利息费用支出的综合贡献。

(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。预计综合税率在 16.5%左右。

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	287,748	345,297	414,357
	收入增速	10.78%	32.24%	35.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	31.75%	29.09%	26.00%	28.00%	28.00%
终端电器	销售收入	150,748	198,494	271,937	326,325	391,590
	收入增速	18.23%	31.67%	37.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	26.14%	23.56%	20.50%	22.00%	22.00%
控制电器	销售收入	120,443	158,189	213,555	256,266	307,519
	收入增速	6.63%	31.34%	35.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	25.80%	21.49%	18.50%	20.50%	20.50%
电源电器	销售收入	33,426	46,161	64,625	87,244	113,417
	收入增速	-1.67%	38.10%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	33.96%	35.00%	32.00%	34.00%	34.00%
电子电器	销售收入	1,745	4,014	6,422	10,275	16,440
	收入增速	1.39%	129.98%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	30.31%	32.98%	30.00%	32.00%	32.00%
主营业务	营业收入	467,538	620,004	844,287	1,025,407	1,243,322
	营收增速	10.88%	32.61%	36.17%	21.45%	21.25%
	综合毛利率	28.56%	25.85%	22.82%	24.77%	24.86%

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	844,286.76	1,025,406.64	1,243,322.38
减: 营业成本	344,929.41	469,676.19	651,610.98	771,446.56	934,288.79
减: 营业税金及附加	3,144.49	3,448.04	5,065.72	6,152.44	7,459.93
销售费用	24,237.83	30,408.73	37,148.62	45,117.89	53,462.86
管理费用	36,409.54	49,333.02	59,100.07	71,778.47	87,032.57

财务费用	-519.94	-2,008.69	-4,896.86	-2,050.81	621.66
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	400.00	500.00	600.00
营业利润	70,052.37	83,887.27	95,658.23	131,962.10	159,056.57
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	95,958.23	132,262.10	159,356.57
减：所得税	11,784.16	13,741.65	15,833.11	21,823.25	26,293.83
净利润	57,196.80	70,403.30	80,125.12	110,438.85	133,062.74
减：少数股东损益	4,962.43	6,488.04	6,717.08	9,258.35	11,154.96
归属于母公司所有者的净利润	52,234.37	63,915.26	73,408.05	101,180.50	121,907.78
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)	0.580	0.636	0.730	1.007	1.213

按照正泰电器 100,500 万股本计算，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.73 元、1.01 元、1.21 元，归属于母公司净利润增长率分别为 14.85%，37.83%，20.49%，对应 2011 年 11 月 8 日收盘价 15.81 的 PE 分别为 21.7 倍、15.7 倍、13.1 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，经营稳健，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，可谓攻守兼备。我们认为，16 元以下股价有较高安全边际（公司期权激励行权价为 22.03 元），建议逢低布局，给予“推荐”评级。

七、风险提示：

- （1）原材料价格上涨和人工成本上升；
- （2）诺雅克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。