



正泰电器 (601877.sh)

稳健发展做百年老店，熊市方显白马英雄防御本色

韩玲 首席分析师
电话: 021-68828545
eMail: gfhf@gf.com.cn
执业编号: S0260511030002

强大的经销商队伍与遍布全国的营销网络确保业绩持续稳定增长

公司购销网络围绕 40 家左右核心经销商，逐步往下发展一级和二级经销商，经销商总数超过了 2000 家。目前已经在国内建立了 14 个区域办事处，公司国际业务的稳步推进，海外市场销售收入逐步扩大，广泛深入的营销网络和强大经销商队伍是公司最核心的竞争力之一。

2012 年毛利率有所提升

公司主要原材料为铜、银、塑料粒子等，原材料采购成本占产品总成本的比重约为 50%。我们认为未来铜价和银价有望继续下跌。考虑到公司从订单到交货的生产周期较短，未来铜价和银价的下跌将对 2012 年公司毛利率形成有利影响。

持续稳定的高分红政策

2009、2010 公司均采取了高分红的股利政策来回馈投资者，其中 2009 年中期现金分红 2.7 亿元、年度末现金分红 2.01 亿元；2010 年公司分红比率达到 62.9%。我们预计未来公司还将继续坚持稳定持续的高分红政策为股东带来持续回报。

坚持科技创新，打造高端品牌

目前公司及控股子公司已经拥有专利权 174 项，专利申请权 91 项，未来公司将坚持科技创新作为公司的基本方针，坚持科技创新打造诺雅克品牌。诺雅克项目主攻的中高端市场未来将成为公司重要的利润增长引擎。

盈利预测与估值

我们预测公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.81 元、1.04 元和 1.36 元。鉴于公司在行业中的龙头地位及未来的成长性，我们给予公司 2012 年 18 倍市盈率，第一阶段目标价 18.72 元，“买入”评级。

风险提示

原材料价格变动风险；进一步开拓中高端市场的风险；人力成本上升的风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4801.52	6339.11	8302.47	10596.55	13549.64
增长率(%)	8.09%	32.02%	30.97%	27.63%	27.87%
EBITDA(百万元)	789.21	882.80	1183.94	1517.32	1973.61
净利润(百万元)	522.34	639.15	816.43	1046.31	1371.29
增长率(%)	34.46%	22.36%	27.74%	28.16%	31.06%
每股收益(元)	0.58	0.64	0.81	1.04	1.36
市盈率	0.00	37.66	19.05	14.87	11.35
市净率	0.00	5.75	3.39	2.57	2.10
EV/EBITDA	-1.26	22.91	9.29	6.48	4.20

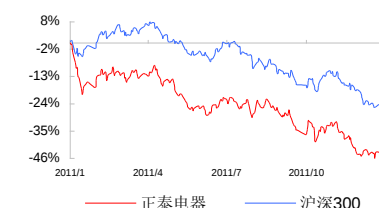
数据来源:浙江正泰电器股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	13.44 元
合理价值	18.72 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.11	-11.52	-44.07
沪深 300	-5.39	-8.24	-25.20

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	1005/290
主要股东:	正泰集团股份有限公司
主要股东持股比例	65.42%
流通 A 股比例	28.86%

财务比率

ROE	15.28%
ROA	14.53%
资产负债率	29.30%

2010 年报数据

图目录

图 1: 公司股权结构图	5
图 2: 2006-2011 上半年营业收入构成 (单位: 百万元)	6
图 3: 2006-2011 上半年营业利润构成 (单位: 百万元)	6
图 4: 2007-2011 上半年营业收入增速	7
图 5: 2007-2011 上半年营业利润增速	7
图 6: 通用低压电器行业市场份额	8
图 7: 正泰电器国内营销网络一览	9
图 8: 正泰电器国内各大区销售收入构成 (单位: 百万元)	10
图 9: 正泰电器国内各大区销售利润构成 (单位: 百万元)	10
图 10: 正泰的营销策略.....	10
图 11: 现金结算销售模式下正泰电器收现比始终大于 1.....	11
图 12: 2009 年起正泰电器净现金收益比率逐年下降	11
图 13: 可比公司收现比分析	11
图 14: 可比公司经营活动净现金流/营业收入分析.....	11
图 15: 金属铜、银、塑料等占产品比重接近 50%.....	13
图 16: 国内国际铜价走势	13
图 17: 国内国际银价走势	13
图 18: 2006-2011 年中期公司主营业务毛利率 (%)	13

表目录

表 1 : 公司主要产品及使用范围	6
表 2: 竞争对手分析	8
表 3: 铜、银原材料价格变动对公司 2012 年毛利率影响的敏感性分析	14
表 4: 铜、银原材料价格变动对公司 2012 年 EPS 影响的敏感性分析	14
表 5: 盈利预测假设	15
表 6: 可比公司估值对比	15

投资概要

整个2011年是电力设备新能源行业最困难的一年，行业跌幅A股第一，投资者情绪异常悲观，板块一度被各种故事催高的估值不断杀跌。在这种市场环境下，我们试图为投资者寻找具有稳定业绩保障和估值安全边际的避风港，我们认为正泰电器是一个具备较好防御特性的白马股标的：

强大的经销商队伍与遍布全国的营销网络确保业绩持续稳定增长

公司购销网络围绕40家左右核心经销商，逐步往下发展一级和二级经销商，经销商总数超过了2000家。目前公司已经在国内建立了14个区域办事处，云南、贵州等地目前营销力度相对较弱，是公司下一步未来的重点发展方向之一。2008年和2009年，公司销售过亿的经销商凤毛菱角，但到2011年，过亿的经销商超过了20家。此外，公司国际业务的稳步推进，海外市场销售收入逐步扩大，地理分布日趋广泛。截至2011年，公司已在101个国家和地区建立了业务关系，其中，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。进一步开拓海外市场是目前公司的战略重点之一。

坚持科技创新， 打造高端品牌

正泰电器作为国内低压电器行业的龙头企业，在行业内拥有一定的技术优势，2009年公司与上海电器科学研究所（集团）有限公司签署合作协议，成立上海电科电器科技有限公司作为实施研发的重要载体，公司整体技术研发实力有了重大提升。目前公司及控股子公司已经拥有专利权174项，专利申请权91项，未来公司将继续坚持科技创新作为公司的基本方针常抓不懈，这些技术优势保证了企业的竞争实力和市场地位以及在诺雅克高端市场的竞争实力。

据我们了解今年起诺雅克产品开始进入国内国际市场，明年将在大客户开拓方面取得重大突破，力争实现大量应用，诺亚克2011年收入7000-8000万，亏损8000万左右，因前期投入较大，2012年有望减少亏损。预计2014年起有望实现盈亏平衡。诺雅克项目主攻的中高端市场未来将成为公司重要的利润增长引擎。

2012年毛利率将有所提升

公司主要原材料为铜、银、塑料粒子等，通过上游的其他外协厂家采购原料进行元器件生产后，公司再进行采购，上述原材料采购成本占产品总成本的比重约为50%。我们认为随着国内国际宏观经济增速普遍放缓，工业生产对金属铜和银的需求未来将有所下降，相应的铜价和银价有望继续下跌。考虑到公司生产过程中原材料占比较大，并且从订单到交货的生产周期较短，未来铜价的下跌将对2012年公司毛利率形成带动，毛利率有望持续改善。

持续稳定的高分红政策

2009、2010公司均采取了高分红的股利政策来回馈投资者，其中2009 年中期实施现金分红2.7 亿元、2009 年年度末实施现金分红2.01 亿元；2010年公司的分红比率达到62.9%。一直以来，公司将高分红股利政策作为与股东共享繁荣、共享发展的理念坚持，我们预计2011年乃至未来，公司还将继续坚持稳定持续的高分红政策为股东带来持续回报。

盈利预测与估值

我们预测公司2011-2013年的每股收益分别为0.81元、1.04元和1.36元。参考可比公司平均市盈率，鉴于公司在行业中的龙头地位及未来的成长性，我们给予公司2012年18倍市盈率，第一阶段目标价18.72元，“买入”评级。

风险提示

原材料价格变动风险；进一步开拓中高端市场的风险；人力成本上升的风险。

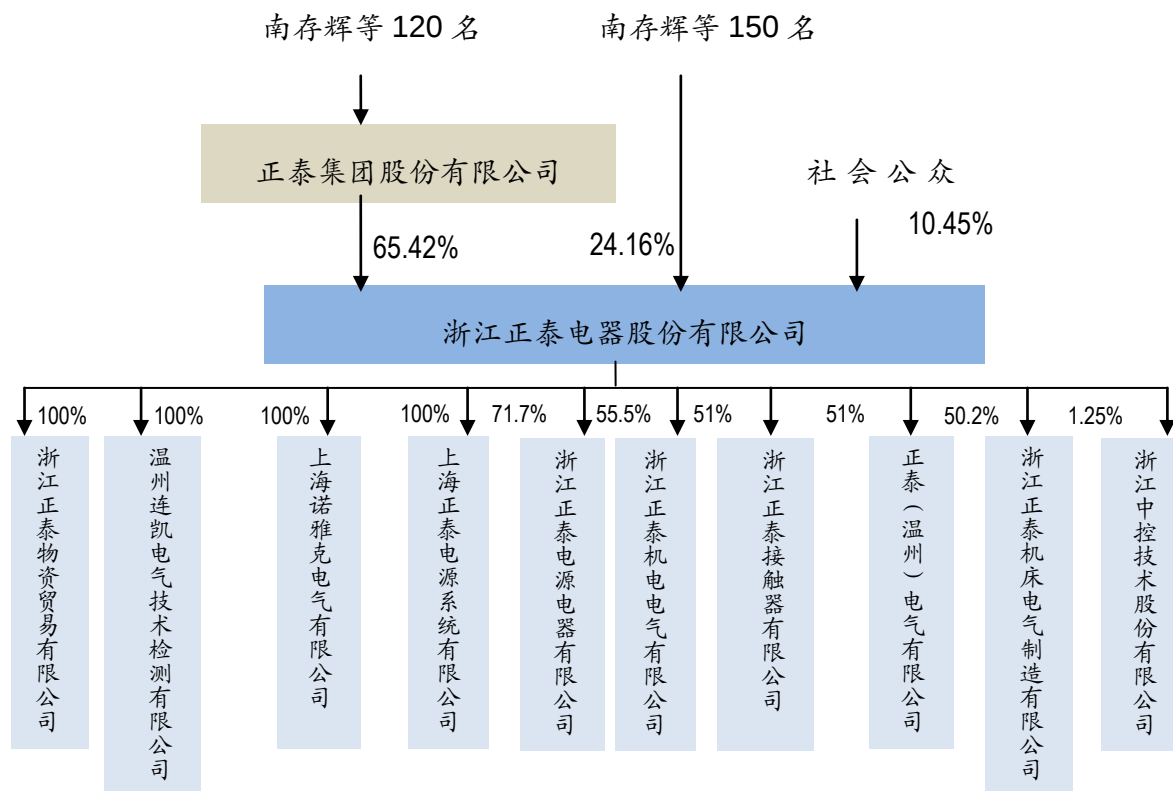
公司现有业务

业务简介

公司就其渊源可追溯至公司创始人南存辉先生于上世纪八十年代与友人创办的乐清求精开关厂。公司在低压电器行业已有超过25年的经营积淀，历经由小及大的发展，建立了经验丰富的管理、研发、生产及营销团队，使“CHINT”、“正泰”成为了中国著名的低压电器品牌，2010 年公司销售收入达 63.39 亿元。在充分参与全球竞争的中国低压电器行业，公司连续8年产销量第一，以销售收入计，2010 年公司市场份额约为10%。

作为植根于中国这一全球增长最为迅速、规模庞大的低压电器市场的龙头企业，公司是主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器五大类低压电器产品的研发、生产和销售。公司及控股子公司共有专利权174项，专利申请权91项。公司先后开发了 100 多个系列，200 多个基型的具有自主知识产权的新产品，其中三大系列产品——可通讯智能型框架断路器、电子式过载继电器、智能型模块式塑壳断路器列入国家科技部火炬计划项目，并已通过国家验收。公司的框架断路器、塑壳断路器和小型断路器等部分系列产品技术指标达到国际一流水平，有 8 项产品被列为国家级重点新产品公开发行人后，公司的股权结构图如下图所示，正泰集团为公司控股股东，自然人南存辉为公司的实际控制人。

图1：公司股权结构图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

按产品在电气线路中所处的地位和作用，公司目前拥有配电电器、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。

表 1：公司主要产品及使用范围

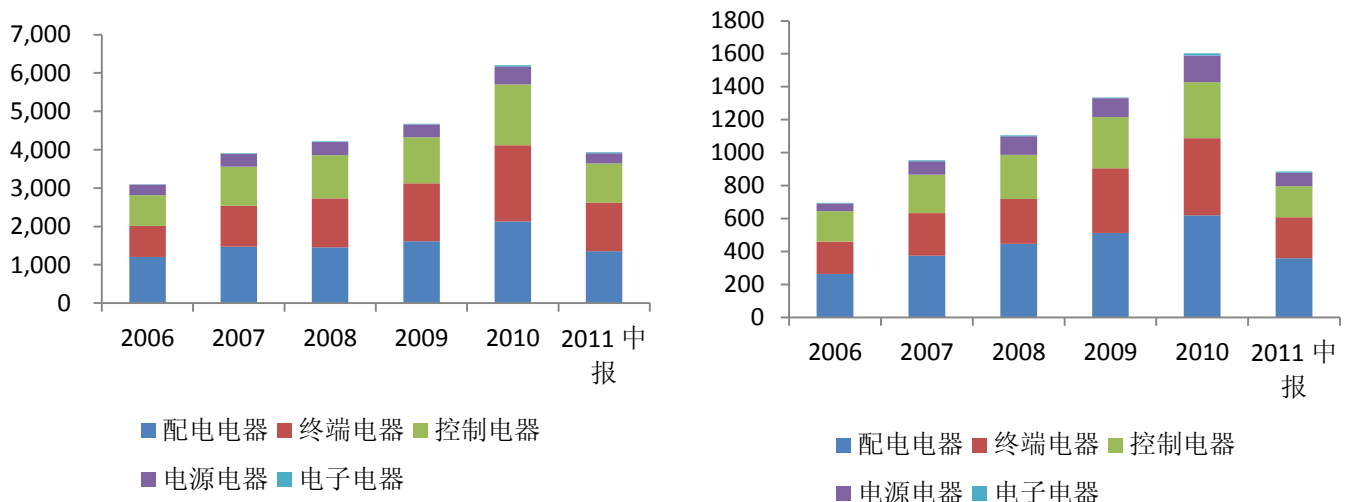
产品类别	主要产品
配电电器	万能式断路器、塑壳断路器、自动转换开关电器、刀开关、熔断器等
控制电器	交流接触器、起动器、热继电器、电动机保护继电器、电磁继电器、时间继电器、主令电器等
终端电器	小型断路器、剩余电流动作断路器、隔离开关、浪涌保护器等
电源电器	变压器、稳压器、不间断电源、应急电源、互感器、频敏变阻器等
电子电器	变频器、软起动器、光伏逆变器等

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

主营业务稳定较快增长

从2006至2011上半年，公司主营业务保持了持续稳定增长，其中收入年均复合增速15.34%，高于行业12%的平均增速。公司自 2010 年初上市后，2010-2011年营业收入均取得较快增长，高于公司上市前2007-2009年的增速。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%，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主动调节产品结构的结果。

图2：2006-2011上半年营业收入构成（单位：百万元） 图3：2006-2011上半年营业利润构成（单位：百万元）



数据来源：WIND，广发证券研发中心

图4：2007-2011上半年营业收入增速

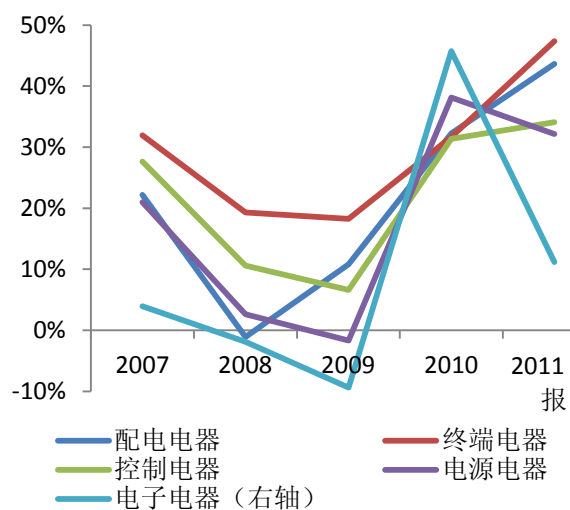
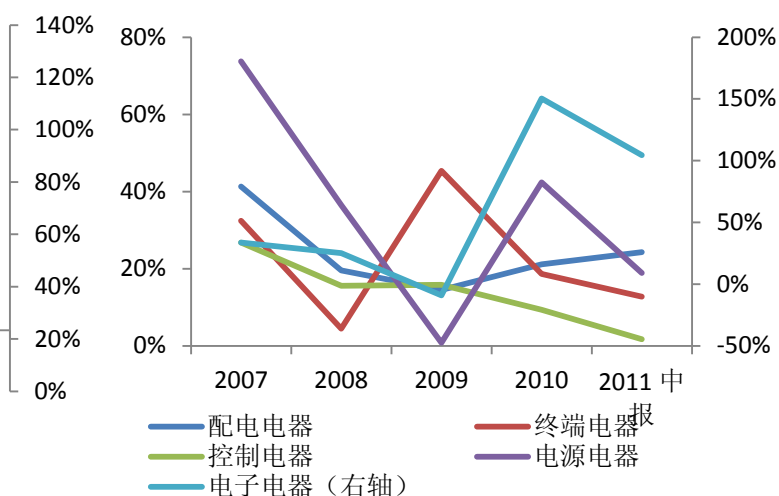


图5：2007-2011上半年营业利润增速



数据来源：WIND，广发证券研发中心

行业竞争格局分析

公司有望受益行业集中度有望进一步提升

在全球范围内，低压电器行业是一个充分国际竞争、市场化程度较高的行业，形成了跨国公司与各国国内本土优势企业共存的竞争格局。中国是全球增长最为迅速的低压电器市场，庞大的经济总量和辽阔的经济区域使得对各层次低压电器产品均存在较大需求，因此中国低压电器行业呈现竞争较为分散、市场集中度不高的特点。同时，在中国低压电器市场庞大需求总量和快速增长趋势下，目前全球主要低压电器生产企业通过建立区域工厂、并购国内企业或设立销售代理的方式基本已进入中国市场。

正泰电器处于行业的国内企业领导者地位。就竞争格局而言，全行业可区分为三类竞争企业：

(1) 外企

以施耐德、ABB、西门子、金钟穆勒等为代表的跨国集团及其在国内创办的三资企业凭借其高品牌知名度、美誉度，过硬的产品质量，优秀的服务水平、先进的研发技术，牢牢占据了高端市场。用户群主要是某些重要行业企业、大型工程项目和设计院，市场竞争力非常强。同时他们还有向中端进行产品线延伸的趋势，这将对国内的企业造成极大的压力。

(2) 国企

国有企业的代表主要是常熟开关厂、上海人民、天津低压、天水213、遵义长征电气等。他们的优势是国有老品牌，用户比较信赖，产品质量性能稳定。产品价格也相对较高。目标市场主要定位于中等偏高市场，市场面比较窄，用户没有明显的特点。竞争力一般。但在某些区域市场其优势还是比较明显。同时国有企业正通过改制增强活力，以其专业产品占据一席之地。

(3) 民企

正泰竞争对手中民营企业绝大部分是温州的企业，其中又以柳市企业为主，如德力

西、天正、人民、环宇、新华、华通、长城等。他们的优势是产品成本低，价格低，质量性能比较稳定，产品性价比比较高。目标市场主要定位于中低档市场，市场容量大，竞争非常激烈，用户群分布广泛。多数民营企业都具有比较强的竞争力其中个别企业在某些区域的市场竞争力与正泰旗鼓相当，甚至超过正泰。

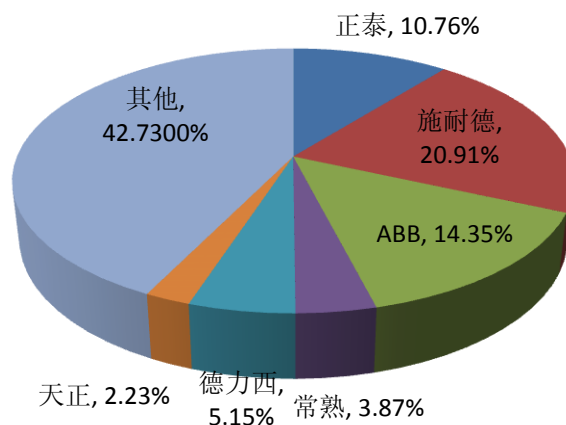
表 2：竞争对手分析

分类	企业	主要特点	目标市场
国外品牌	施耐德、西门子、ABB、金钟穆勒等	品牌影响力较高、质量服务较好、价位偏高	高端市场、大型工程项目和设计院
国有企业	常熟开关、上海人民、天津低压、天水213、长征电气	国有品牌，用户比较信赖，质量稳定、价格较高	中等偏高市场，市场面较为狭窄
民营企业	德力西、天正、温州人民、环宇、新华等	价位低、质量相对稳定、性价比高	中低档市场，容量较大，用户群体较分散

数据来源：广发证券发展研究中心根据公开资料整理

我们认为未来的增长将来自于行业的继续增长和市场集中度的进一步提升。根据中国电器工业协会通用低压电器行业分会提供的数据估算，2010年低压电器(包括低压元器件和成套设备)主要竞争品牌的市场份额如下图，其中正泰电器市场份额为10%左右。目前中国低压电器生产企业超过 2000家，其中绝大多数是缺乏规模 and 核心竞争力的中小型企业，随着行业内新技术研发和投资力度的不断加大、价格竞争压力的日益突出、原材料价格压力的居高不下等多重因素共同作用，越来越多的小企业将难以在行业内生存，市场集中度将逐步提高，龙头企业的市场占有率也有望进一步提升。

图6：通用低压电器行业市场份额



数据来源：中国电器工业协会通用低压电器行业分会、广发证券研发中心估算

强大的营销网络和务实的营销策略构成公司的核心竞争力之一

公司率先变革营销模式，先行一步建立了遍布全国的购销网络

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，此外，维修替代市场很大，也需要完善的渠道网络来支持退换货以及对客户的服务。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”，经过多年发展，公司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。归纳正泰电器的渠道发展历程，可以说公司经历了从最早期的投石问路——跳出柜台营销、进行营销渠道创新，到摸着石头过河——建立一套适合自己的营销管理制度，再到天女散花似的发展经销商和建立三级营销网络，接下来大浪淘沙整顿淘汰不合格的营销网点、出台激励政策选出精品，从而逐步在一个一个省市建立桥头堡，建成了遍布全国的营销网络。

公司购销网络是围绕40家左右核心经销商，逐步往下发展一级和二级经销商，总数超过了2000家。目前公司已经在国内建立了14个区域办事处，云南、贵州等地目前营销力度相对较弱，是公司下一步未来的重点发展方向之一。2008年和2009年，公司销售过亿的经销商凤毛菱角，但到2011年，过亿的经销商超过了20家。主要原因在于公司对于经销商团队的扶持以及对于上规模的经销商的重点支持。

图7：正泰电器国内营销网络一览



数据来源：公司网站

图8：正泰电器国内各大区销售收入构成（单位：百万元）

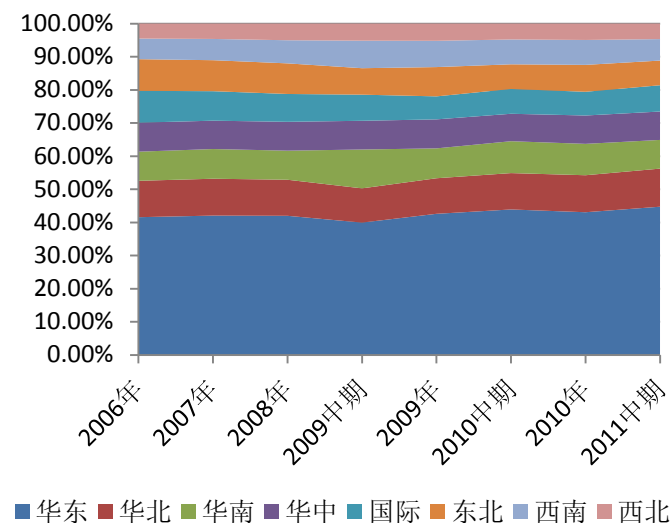
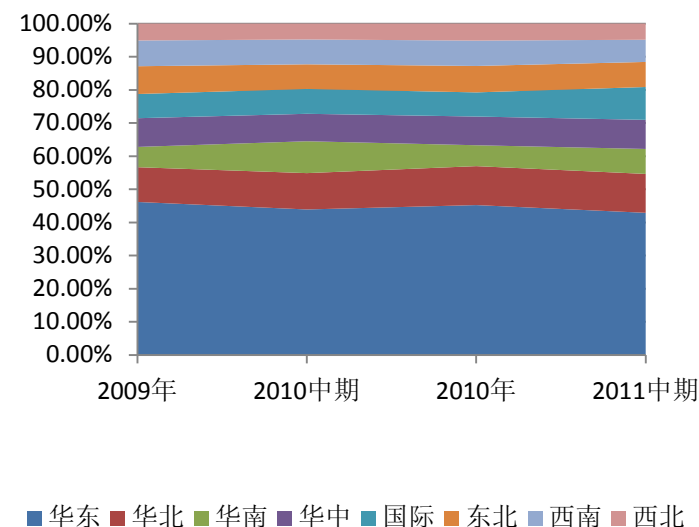


图9：正泰电器国内各大区销售利润构成（单位：百万元）



数据来源：WIND，广发证券研发中心

营销策略务实有效

正泰电器的营销战略可用“统分结合、产销携手、纵横推进、综专并举”十六字方针来概括。公司多年的经营业绩无疑证明了这一营销策略是务实有效的。

图10：正泰的营销策略

统一规划、统一管理、统一形象标识：针对产品属性和市场属性，进行产品细分、市场细分和服务细分。			生产和销售在市场运作、市场宣传、渠道支持等方面密切配合；以市场需求决定产品研发，以市场销售带动产品生产，以产品服务促进市场销售，形成完整的“销一研一产”体系。
	统分结合	产销携手	
	纵横推进	综专并举	
纵向以产品为中心设立产品部，针对各类产品最好产销衔接、营销服务和目标市场的支持工作；横向以市场为中心设立区域办。发挥各办在区域市场中统一服务、开拓、协调和管理作用。			重视做好综合市场批发、零售和直销业务；重视开拓重点行业、重点工程项目和大中型企业等细分市场；促进综合市场和细分市场业务的协调发展。

数据来源：广发证券发展研究中心根据公开资料整理

海外市场稳步开拓

随着公司国际业务的稳步推进，海外市场销售收入逐步扩大，地理分布日趋广泛。

截至2011年，公司已在101个国家和地区建立了业务关系，其中，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。2009年和2010年出口销售收入占公司主营业务收入的比例分别为6.94%和7.15%，进一步开拓海外市场是目前公司的战略重点之一。

现金为王，助力逆市扩张

现金结算的销售模式使得公司在手现金较为充裕，充裕现金可以支撑公司在信贷收缩的市场环境下逆市扩张

2006年-2011年前三季度，公司经营现金净现金流量分别为2.55亿、5.46亿、3.68亿、11.04亿、6.93亿以及0.68亿，公司收现比始终大于1。由于2009年以来国内信贷环境始终偏紧，尤其是2011年信贷收紧幅度尤其明显，公司采取了给经销商更多放账以及给予更长账期的双赢方法帮扶了经销商，也实现了自身销售规模的不断扩大。我们认为，2012年仍将保持稳中从紧的货币政策，公司自身充裕的现金流可以确保公司给予经销商更大力度的支持，从而助力公司在逆市中的加速扩张。

图11： 现金结算销售模式下正泰电器收现比始终大于1

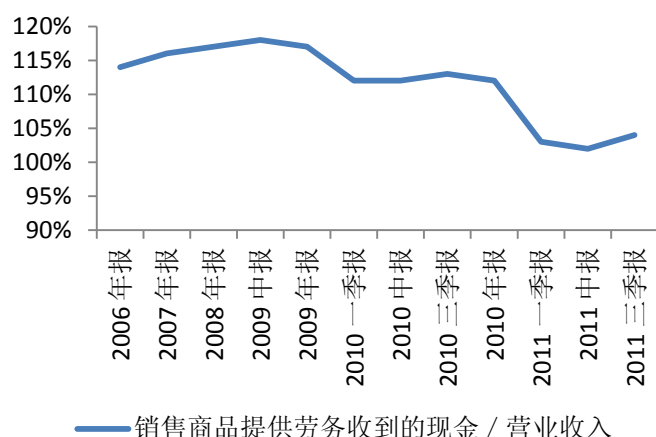
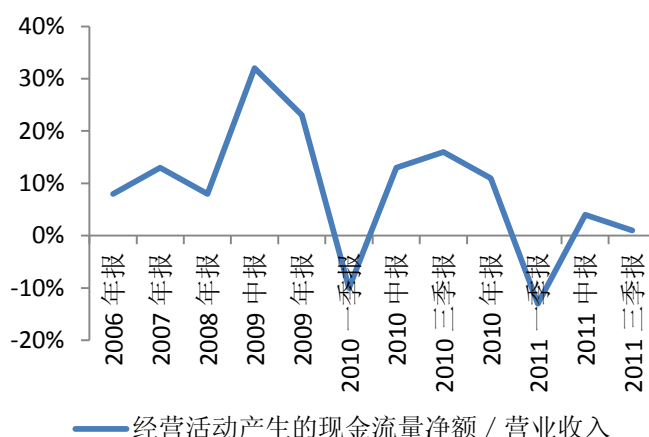


图12： 2009年起正泰电器净现金收益比率逐年下降



数据来源：WIND，广发证券研发中心

图13： 可比公司收现比分析

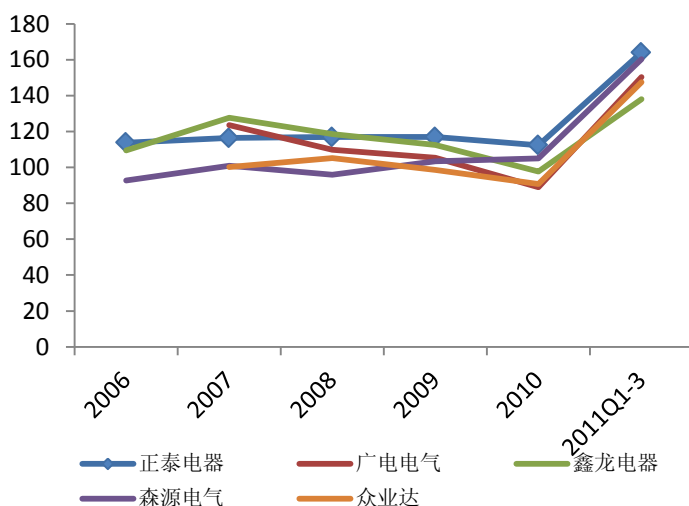
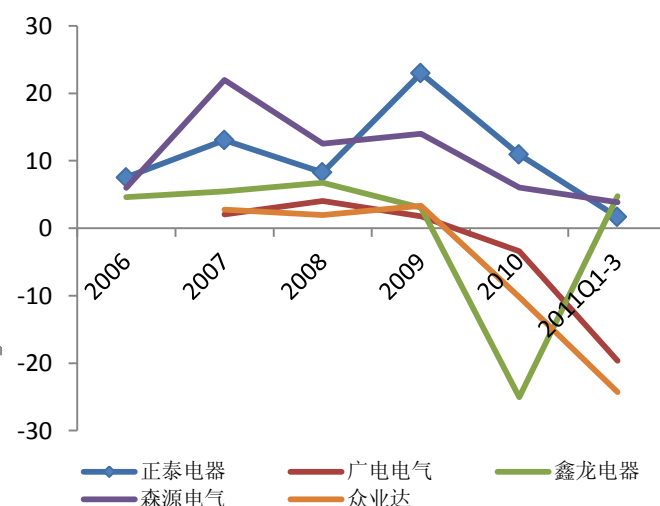


图14： 可比公司经营活动净现金流/营业收入分析



数据来源：WIND，广发证券研发中心

诺亚克打造高端品牌，志在长远

在国内市场，随着国企改革进程的深入及用户理性程度的普遍提高，控制及配电电器产品的质量、性能指标在需求敏感性因素中所占权重显著上升，价格权重相对下降；价格战的市场层面日益受到局限；“优质优价”理念的认可程度逐渐上升。以节能降耗为应用导向、具有较高技术附加值的控制及配电电器面临良好的发展前景并具备较为显著的价格优势。诺雅克项目正是定位高端市场、国际市场以及可再生能源领域的自主品牌。通过诺雅克项目，公司将大规模进入国内工程项目市场，为高端客户提供电器产品定制服务，加强对大型行业客户服务力度，推行全方位低压电器供应及系统解决方案的业务模式，积极拓展海外市场，提高公司在全球低压电器市场的竞争力。

正泰电器作为国内低压电器行业的龙头企业，在行业内拥有一定的技术优势，2009年公司与上海电器科学研究所（集团）有限公司签署合作协议，成立上海电科电器科技有限公司作为实施研发的重要载体，公司整体技术研发实力有了重大提升。目前公司及控股子公司已经拥有专利权174项，专利申请权91项，未来公司将继续坚持科技创新作为公司的基本方针常抓不懈，这些技术优势保证了企业的竞争实力和市场地位以及在诺雅克高端市场的竞争实力。

诺雅克项目从原材料和零部件都会和正泰品牌的中低端产品有所区别：1. 机械接触的金属件用的镀的工艺和大陆产品有区别；2. 额定的性能指标：开断次数、寿命有区别；3. 抗外界的电电压的异动能力，高档的有差别；4. 价格有差别，高端产品有品牌溢价，毛利、净利更高；5. 用途不同，有的用在一般的建筑，有的用在高档建筑，同样的性能指标用途不同；6. 销售方式：高端用分销、直销、3PA等；7. 售后服务有不同。

据我们了解，2011年起诺雅克产品开始进入国内国际市场，2012年将在大客户开拓方面取得重大突破，力争实现大量应用，诺雅克2011年收入7000-8000万，亏损8000万左右，因前期投入较大，2012年有望减亏。预计2014年起有望实现盈亏平衡。诺雅克项目主攻的中高端市场未来将成为公司重要的利润增长引擎。

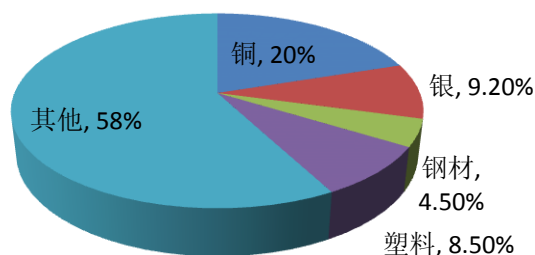
供过于求铜价和银价或将继续下跌，2012年公司毛利率有望持续改善

公司主要原材料为铜、银、塑料粒子等，通过上游的其他外协厂家采购原料进行元器件生产后，公司再进行采购，上述原材料采购成本占产品总成本的比重约为50%。2009年初起至2011年初，铜、铝、银等主要产品原材料的价格明显上涨，对整个低压电器行业的毛利率都造成了较大的压力，对公司的整体毛利率也构成一定程度的负面影响。为了应对原材料价格上涨的压力，公司在4月份进行了10%左右的提价，2011年2季度起，铜、铝等价格开始回落，从三季度单季度看公司毛利率开始回升，由二季度的22.40%回升到三季度的22.85%。考虑到提价以及原材料成本下降的共同因素作用，预计公司四季度毛利率同比将有明显改善。

我们认为随着国内国际宏观经济增速普遍放缓，工业生产对金属铜的需求未来将有

所下降，世界金属铜市场供过于求的压力将开始显现，相应的铜价有望继续下跌。此外，虽然2012年初银价有小幅反弹，但总体而言2012年全年白银的大幅上涨动力同样不足。考虑到公司生产过程中原材料占比较大，并且从订单到交货的生产周期较短，未来铜银价格的下跌将对2012年公司毛利率形成带动，毛利率有望持续改善。

图15：金属铜、银、塑料等占产品比重接近50%



数据来源：广发证券研发中心估算

图16：国内国际铜价走势

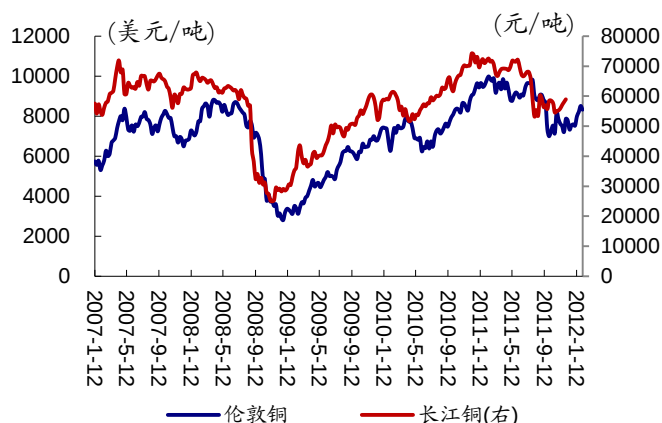
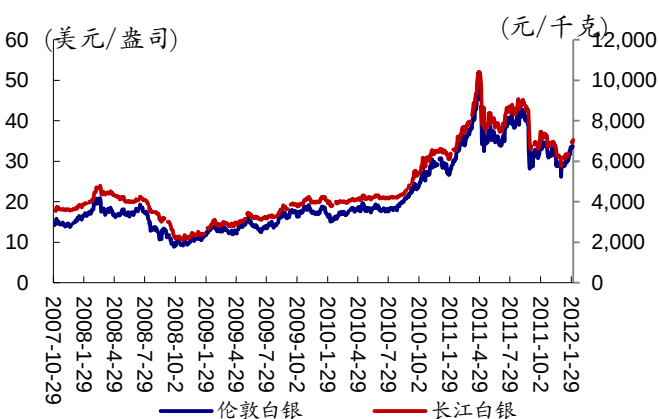
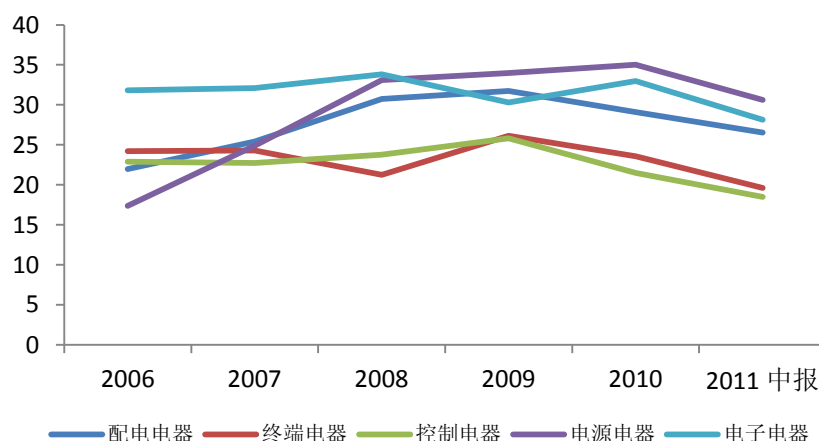


图17：国内国际银价走势



数据来源：WIND，广发证券研发中心

图18：2006-2011年中期公司主营业务毛利率（%）



数据来源：WIND、广发证券研发中心

表 3：铜、银原材料价格变动对公司 2012 年毛利率影响的敏感性分析

银价——基准情形 0 为银价下降 5%	铜价-基准情形 0 为铜价下降 5%							
	正泰电器 2012 年毛利率	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
	-15%	28.55%	27.81%	27.08%	26.34%	25.60%	24.87%	24.13%
	-10%	28.19%	27.45%	26.71%	25.96%	25.22%	24.48%	23.74%
	-5%	27.82%	27.08%	26.34%	25.59%	24.85%	24.10%	23.36%
	0%	27.46%	26.71%	25.96%	25.22%	24.47%	23.72%	22.97%
	5%	27.10%	26.35%	25.59%	24.84%	24.09%	23.34%	22.59%
	10%	26.74%	25.98%	25.22%	24.47%	23.71%	22.96%	22.20%
	15%	26.37%	25.61%	24.85%	24.10%	23.34%	22.58%	21.82%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 4：铜、银原材料价格变动对公司 2012 年 EPS 影响的敏感性分析

银价——基准情形 0 为银价下降 5%	铜价-基准情形 0 为铜价下降 5%							
	正泰电器 2012 年 EPS	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
	-15%	1.33	1.27	1.20	1.14	1.08	1.01	0.95
	-10%	1.30	1.24	1.17	1.11	1.04	0.98	0.92
	-5%	1.27	1.21	1.14	1.08	1.01	0.95	0.88
	0%	1.24	1.17	1.11	1.04	0.98	0.91	0.85
	5%	1.21	1.14	1.08	1.01	0.95	0.88	0.82
	10%	1.18	1.11	1.04	0.98	0.91	0.85	0.78
	15%	1.14	1.08	1.01	0.95	0.88	0.81	0.75

数据来源：广发证券发展研究中心

稳定持续的高分红股利政策让投资者不断受益

从2010年1月分上市以来，2009年度、2010年度公司均采取了高分红的股利政策来回馈投资者，其中2009 年中期实施现金分红2.7 亿元、2009 年年度末实施现金分红2.01 亿元；2010年公司的分红比率达到62.9%。公司始终将高分红股利政策作为与股东共享繁荣、共享发展的理念坚持，我们预计2011年乃至未来，公司还将继续坚持稳定持续的高分红政策为股东带来持续回报。

图20：除2008年以外，公司历年来分红率较高

分红年度	现金分红的数额（含税） （百万元）	分红年度合并报表归属 上市公司净利润（万元）	分红比率（%）
2009	471	522	90.17
2010	402	639	62.9

数据来源：公司公告

盈利预测和假设

我们对公司主要收入，毛利率和费用的盈利预测如下图所示：

表 5：盈利预测假设

百万元		2009	2010	2011E	2012E	2013E
配电电器	营业收入	1612	2131	2877	3683	4714
	同比增长(%)	10.78%	32.24%	35.00%	28.00%	28.00%
	毛利率 (%)	31.75%	29.09%	28.00%	28.00%	28.00%
终端电器	营业收入	1507	1985	2709	3468	4439
	同比增长(%)	18.23%	31.67%	36.50%	28.00%	28.00%
	毛利率 (%)	26.14%	23.56%	23.00%	23.50%	24.00%
控制电器	营业收入	1204	1582	2056	2571	3239
	同比增长(%)	6.63%	31.34%	30.00%	25.00%	26.00%
	毛利率 (%)	25.80%	21.49%	20.00%	20.50%	21.00%
电源电器	营业收入	334	462	600	792	1046
	同比增长(%)	-1.67%	38.10%	30.00%	32.00%	32.00%
	毛利率 (%)	33.96%	35.00%	34.00%	34.50%	35.00%
电子电器	营业收入	17	40	59	83	112
	同比增长(%)	1.39%	130.03%	47.00%	40.00%	35.00%
	毛利率 (%)	30.31%	32.98%	31.00%	31.00%	31.00%
收入合计		4802	6339	8302	10597	13550
毛利率合计 (%)		28.16%	25.91%	24.84%	25.22%	25.58%
销售费用率 (%)		5.05%	4.80%	4.20%	4.30%	4.30%
管理费用率 (%)		7.58%	7.78%	7.78%	6.95%	6.10%
财务费用率 (%)		-0.11%	-0.32%	0.09%	0.18%	0.26%
实际所得税率 (%)		17.08%	16.33%	16.33%	16.33%	16.33%

数据来源：WIND、广发证券研发中心

估值及定价结论

表 6：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价		EPS			PE(x)			PS (TTM)	PB (最新)
		2012/2/6	总市值	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
601616	广电电气	10.32	53.47	0.39	0.45	0.63	26.35	20.15	14.62	4.26	2.13
2298	鑫龙电器	16.04	26.47	0.39	0.46	0.68	61.93	35.00	21.91	3.29	5.00
2358	森源电气	19.70	33.88	1.05	0.73	0.90	47.94	27.72	19.68	5.39	3.63
600112	长征电气	13.73	58.26	0.25	0.19	0.22	71.79	72.18	62.76	13.19	5.32
2441	众业达	15.97	37.05	0.69	0.79	0.98	25.27	20.10	15.61	0.75	2.08
	平均		41.83	0.55	0.52	0.68	46.66	35.03	26.92	5.38	3.63
601877	正泰电器	14.45	145.22	0.64	0.81	1.04	22.72	17.78	13.85	1.81	3.29

数据来源：WIND、广发证券研发中心

我们预测公司2011-2013年的每股收益分别为0.81元、1.04元和1.36元。参考可比

公司平均市盈率，鉴于公司在行业中的龙头地位及未来的成长性，我们给予公司2012年18倍市盈率，第一阶段目标价18.72元，“买入”评级。

风险提示

原材料价格变动风险

公司生产所需原材料主要为铜、银、钢材及塑料等原材料，原材料价格的波动对公司经营业绩可能产生较大影响，公司主营业务毛利率可能存在一定的波动风险。

进一步开拓中高端市场的风险

低压电器产品正逐渐过渡到以智能化、信息化、节能化、网络化为特征的新一代产品。公司在开拓中高端市场的过程中可能存在产品开发、品牌提升和市场营销等风险。

人力成本上升风险

正泰的快速发展应归功于对社会资源的充分利用，正泰专注于电气产品的制造，20年来积累了极为丰富的生产、设计、服务经验，充分运用了社会化大生产的先进技术和经验，以及国内目前劳动力成本较低的优势，使得正泰的生产能力大大提高，并实现制造成本大大降低。但随着国内劳动力成本不断提高，未来公司将面临着人力成本上升的风险，如何更好的进行成本管理抵御这一风险是管理者必须要正视的问题。

资产负债表

单位：百万元

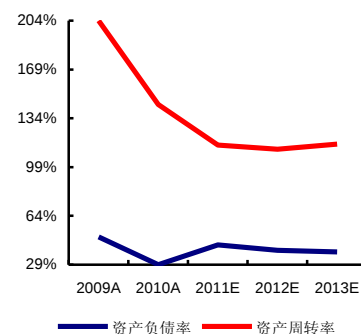
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,164	5,446	8,141	9,849	12,125
货币资金	996	3,844	6,059	7,230	8,769
应收及预付	693	923	1,294	1,629	2,092
存货	470	676	788	989	1,264
其他流动资产	5	5	0	0	0
非流动资产	543	643	713	725	713
长期股权投资	60	62	62	62	62
固定资产	359	348	327	297	249
在建工程	8	60	86	106	121
无形资产	80	113	174	176	178
其他长期资产	35	60	63	83	103
资产总计	2,707	6,090	8,348	10,574	12,839
流动负债	1,308	1,748	2,127	2,680	3,421
短期借款	1	0	0	0	0
应付及预收	1,286	1,715	2,127	2,680	3,421
其他流动负债	20	34	0	0	0
非流动负债	23	36	1,500	1,500	1,500
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	1,500	1,500	1,500
其他非流动负债	23	36	0	0	0
负债合计	1,331	1,784	3,627	4,180	4,921
股本	900	1,005	1,005	1,005	1,005
资本公积	5	2,362	2,362	2,362	2,362
留存收益	378	816	1,632	2,679	4,050
归属母公司股东权益	1,282	4,183	4,595	6,046	7,417
少数股东权益	94	122	213	330	483
负债和股东权益	2,707	6,090	8,348	10,557	12,822

利润表

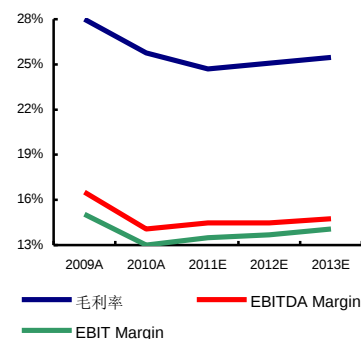
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4802	6339	8302	10597	13550
营业成本	3449	4697	6240	7924	10083
营业税金及附加	31	34	44	56	72
销售费用	242	304	349	456	583
管理费用	364	493	565	731	935
财务费用	-5	-20	7	19	35
资产减值损失	19	-6	10	15	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	2	4	4	4
营业利润	701	839	1092	1399	1829
营业外收入	79	13	29	23	23
营业外支出	90	10	37	32	30
利润总额	690	841	1084	1390	1822
所得税	118	137	177	227	298
净利润	572	704	907	1163	1524
少数股东损益	50	65	91	117	153
归属母公司净利润	522	639	816	1046	1371
EBITDA	789	883	1184	1517	1974
EPS (元)	0.58	0.64	0.81	1.04	1.36

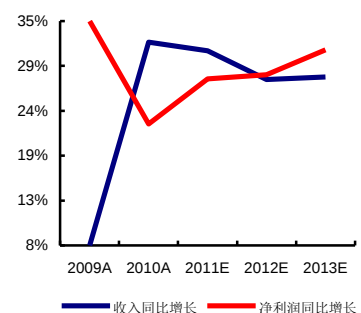
资产负债率趋势



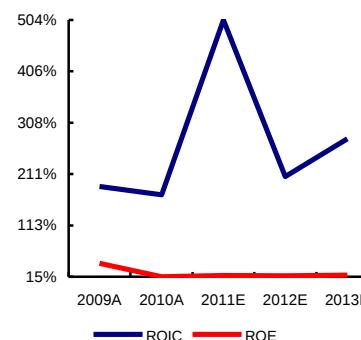
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

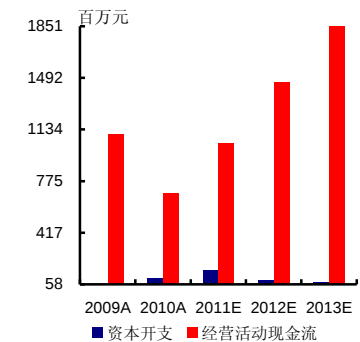
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,104	693	945	1,347	1,698
净利润	572	704	907	1,163	1,524
折旧摊销	75	72	79	88	97
营运资金变动	461	-18	-97	5	-14
其它	-5	-66	56	90	91
投资活动现金流	-63	-67	-149	-85	-68
资本支出	-58	-99	-153	-89	-72
投资变动	-36	1	4	4	4
其他	31	31	0	0	0
筹资活动现金流	-339	2,221	1,419	-91	-91
银行借款	49	0	0	0	0
债券融资	-65	-1	1,464	0	0
股权融资	0	2,460	0	0	0
其他	-324	-237	-45	-91	-91
现金净增加额	701	2,847	2,215	1,171	1,539
期初现金余额	295	996	3,844	6,059	7,230
期末现金余额	996	3,844	6,059	7,230	8,769

主要财务比率

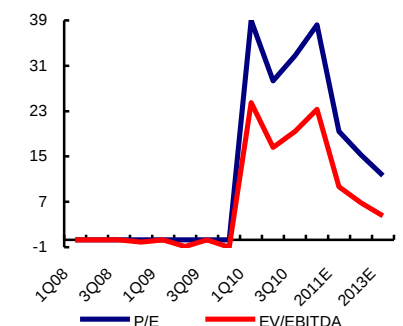
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	8.1%	32.0%	31.0%	27.6%	27.9%
营业利润	18.4%	19.7%	30.2%	28.1%	30.8%
归属于母公司净利润	34.5%	22.4%	27.7%	28.2%	31.1%
获利能力					
毛利率	28.2%	25.9%	24.8%	25.2%	25.6%
净利率	11.9%	11.1%	10.9%	11.0%	11.2%
ROE	40.7%	15.3%	17.8%	17.3%	18.5%
ROIC	186.9%	171.1%	503.5%	206.0%	277.7%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	29.3%	43.4%	39.6%	38.4%
净负债比率	-72.3%	-89.3%	-94.8%	-89.9%	-92.0%
流动比率	1.65	3.12	3.83	3.67	3.54
速动比率	1.25	2.71	3.43	3.28	3.15
营运能力					
总资产周转率	2.04	1.44	1.15	1.12	1.16
应收账款周转率	9.75	11.97	10.43	10.90	10.74
存货周转率	7.41	8.20	7.92	8.01	7.98
每股指标 (元)					
每股收益	0.58	0.64	0.81	1.04	1.36
每股经营现金流	1.23	0.69	0.94	1.34	1.69
每股净资产	1.42	4.16	4.57	6.02	7.38
估值比率					
P/E	0.0	37.7	19.1	14.9	11.3
P/B	0.0	5.8	3.4	2.6	2.1
EV/EBITDA	-1.3	22.9	9.3	6.5	4.2

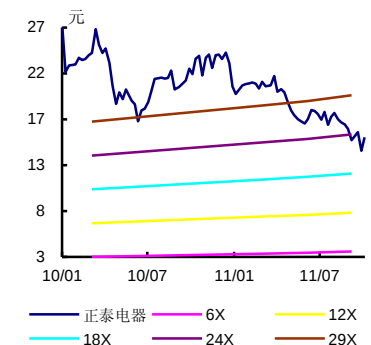
资本支出与经营活动现金流



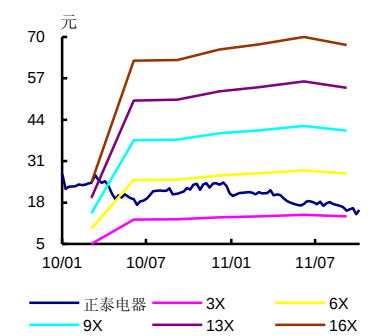
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

武夏，研究助理，复旦大学金融学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wuxia@gf.com.cn，021-68817881。

相关研究报告

正泰电器（601877.sh）：毛利率环比改善，诺雅克高端产品业绩后年逐步释放	武夏	2011-10-31
正泰电器(601877.sh)：农网改造带来新契机、海外市场和逆变器是看点	袁斌	2011-02-27

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。