

中性

—首次

温州宏丰 (300283.SZ)

证券研究报告/公司研究/公司深度

日期: 2014 年 12 月 9 日

行业: 低压设备



倪济闻

021-53519888-1986



nijiwen@shzq.com

从业证书编号: S0870512060001

## 基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	18.06
12mth A 股价格区间 (元)	8.19/19.80
总股本 (百万股)	138
无限售 A 股/总股本	30.26%
流通市值 (亿元)	7.54
每股净资产 (元)	4.05
PBR (X)	4.46
DPS (Y2013, 元)	0.01

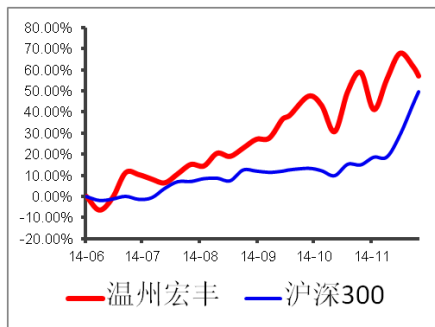
## 主要股东 (3Q2014)

陈晓	63.53%
林萍	3.73%
李欣	3.62%
余金杰	3.33%
上海秉原安 (有限合伙)	2.14%

## 收入结构 (1H2014)

一体化电接触组件	47.03%
颗粒及纤维增强电接触材料	31.14%
层状复合电接触功能复合材料	20.33%
其他	1.51%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: NJW14-DR03

首次报告日期:

相关报告:

# 为低压电气设备提供 优质合金接触功能材料的供应商

## ■ 投资摘要

## 估值建议

综合分析, 我们预计公司2014~2016年营业收入分别为6.83、7.17和7.89亿元, 分别同比增长3.14%、5.00%和9.88%。净利润分别为40.45、47.03和82.59百万元, 分别同比增长893.28%、16.25%和75.62%。

根据绝对估值和相对估值法, 综合判断, 我们认为在合理估值范围10.78~20.77元内给予公司股票16.76元的价格比较合理, 对应公司市值为14.89亿~28.69亿元和23.15亿元。

## 主要观点

公司主要产品为金属合金(白银为主)接触功能材料, 主要应用在低压电气设备中。公司产品定价随白银价格波动而浮动。所以随着国际白银价格下跌导致公司产品价格和营业收入有所下滑, 加之扩产带来的存货总量上升, 存货减值随着白银价格跌幅的扩大而扩大。

但是, 我们相信公司整体经营状况稳定, 下游市场需求稳定, 未来白银价格下降空间有限。随着, 公司未来产品技术含量和组件出货量的提升, 有望逐渐增强产品议价能力和对白银价格的敏感性。

目前公司整体估值趋于合理, 盈利能力也逐渐恢复至上市前的水平。总体规模较上市前有了翻番的增长。如果白银价格上涨, 将对公司收入有明显的拉动作用, 在白银价格相对较低的区间里, 对利润有正面提升的作用。

## 风险因素

公司下游客户较为集中, 前五大客户收入合计达到了70%。白银价格的波动对公司营业收入和营业成本波动影响较大, 对净利润有一定的影响。

## ■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	662.76	683.58	717.79	788.70
年增长率	-6.01%	3.14%	5.00%	9.88%
归属于母公司的净利润	4.07	40.45	47.03	82.59
年增长率	-90.19%	893.28%	16.25%	75.62%
每股收益 (元)	0.029	0.293	0.340	0.598

注: 按总股本 138.12 百万股计算

## 目 录

一、	估值建议.....	4
1.1	DCF 绝对估值：合理估值 16.76 元/股 .....	4
1.2	相对估值：合理估值区间 10.78~20.77 元 .....	4
二、	公司基本面分析 .....	5
2.1	公司股权结构和解禁时间表 .....	5
2.2	公司业务简介 .....	5
2.3	公司市场结构分析 .....	6
2.4	销售产品中用银比例（kg/kg）在 10% 左右 .....	7
2.5	白银价格主导公司产品价格和生产成本 .....	8
2.6	公司经营状况有所好转 .....	9
三、	公司所处行业分析 .....	10
3.1	低压电器行业保持稳定增长 .....	10
3.2	公司下游客户通过品牌扩张整合行业，竞争度下降 ....	11
3.3	白银价格将持续保持低位 .....	13
四、	盈利预测 .....	14
4.1	预测假设 .....	14
4.2	公司营业收入与银价紧密联系 .....	14
4.3	盈利预测 .....	15
4.4	可比公司经营情况 .....	15
五、	主要风险提示 .....	16
5.1	客户集中的风险 .....	16
5.2	原材料价格波动风险 .....	16
六、	附表 .....	16

## 图

图 1：公司产品分类.....	6
图 2：公司主要产品销售情况（百万元） .....	6
图 3：公司对主要客户的销售额（百万元） .....	7
图 4：公司毛利率水平与用银成本结构（百万元） .....	8
图 5：银采购价格与银市场价格关系 .....	8
图 6：产品价格和白银价格成正相关 .....	8
图 7：产品价格、白银价格和毛利率关系 .....	9
图 8：我国电力消费需求与国际水平比较 .....	11
图 9：国际主要白银供应商产能与价格关系 .....	13
图 10：白银供应量和白银价格预测 .....	13

## 表

表 1：DCF 估值（百万元） .....	4
表 2：敏感性分析 .....	4

表 3: 公司业绩预测.....	5
表 4: 公司主要股东及解禁情况.....	5
表 5: 产销比与银采购量.....	7
表 6: 公司主要财务指标.....	9
表 7: 我国低压电器市场分类.....	12
表 8: 2014 年年度低压电器产销量排行榜(按先后自上而下排名) .....	12
表 9: 低压电气市场情况(亿人民币) .....	13
表 10: 公司产能与营业收入预测.....	14
表 11: 公司产量及成本预测.....	14
表 12: 财务和估值数据摘要.....	15
表 13: 可比公司收入与净利润预测.....	15
表 14: 可比公司经营效率比较.....	16

## 一、估值建议

### 1.1 DCF 绝对估值：合理估值 16.76 元/股

我们用两阶段 DCF 绝对估值法,假设 2014-2016 年为明确预测期,2017 年起为永续增长阶段,永续增长率为 2%。根据 DCF 估值模型计算的公司合理价值为 16.76 元。

表 1: DCF 估值 (百万元)

Rf	3.56%	永续增长率	2.00%
Rm	20.00%	预测期现值	182.22
$\beta$ 系数	0.20	永续期现值	2,253.53
Ke	6.91%	企业价值	24,36.10
Kd	6.70%	股权价值	2,314.28
税率	15.00%	总股本(万股)	13,812.05
D/(D+E)	21.00%	每股价值(元)	16.76
WACC	5.75%		

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 2: 敏感性分析

永续增长率(g)												
WACC	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%	
4.13%	27.88	29.15	30.68	32.56	34.90	37.90	41.85	47.26	55.08	67.31	89.00	
4.55%	24.25	25.21	26.36	27.74	29.44	31.56	34.28	37.86	42.76	49.84	60.91	
5.00%	21.18	21.92	22.79	23.82	25.07	26.61	28.53	30.99	34.23	38.66	45.07	
5.50%	18.57	19.13	19.80	20.58	21.52	22.65	24.04	25.78	28.00	30.93	34.94	
6.05%	16.31	16.75	17.27	17.87	18.58	19.42	20.45	21.70	23.28	25.28	27.93	
6.66%	14.37	14.71	15.11	15.57	16.11	16.76	17.52	18.45	19.58	21.00	22.82	
7.32%	12.67	12.95	13.26	13.62	14.03	14.52	15.10	15.79	16.63	17.65	18.94	
8.06%	11.20	11.41	11.65	11.93	12.26	12.64	13.08	13.60	14.22	14.98	15.90	
8.86%	9.90	10.07	10.26	10.48	10.73	11.03	11.37	11.77	12.24	12.80	13.48	
9.75%	8.76	8.89	9.04	9.22	9.42	9.64	9.91	10.21	10.57	11.00	11.51	
10.72%	7.75	7.86	7.98	8.12	8.27	8.45	8.66	8.89	9.17	9.49	9.87	

数据来源: 上海证券研究所

### 1.2 相对估值：合理估值区间 10.78~20.77 元

公司 2013 年实现每股收益为 0.029 元,预计 14 年为 0.293 元,以 12 月 4 日收盘价 19.08 元计算,静态、动态市盈率分别为 647 和 65 倍。电气设备板块 13 年、14 年市盈率(整体法、剔除负值)平均值分别为 45.63 倍和 31.15 倍。由于公司 2013 年业绩过低,市盈率水平不能很好反应公司合理价值,我们利用市净率给予相对估值。根据可

比公司市净率范围在 2.58~4.97 倍，我们给予公司 10.78~20.77 元/股。相对于公司 2014 年的预测净利润，市盈率水平在 36.78~70.89 倍。相对可比公司平均动态市盈率 30.71 倍较高。

表 3：公司业绩预测

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	817.84	705.13	662.76	683.58	717.79	788.70
增长率(%)	78.84%	-13.78%	-6.01%	3.14%	5.00%	9.88%
归属母公司股东净利润	81.30	41.50	4.07	40.45	47.03	82.59
增长率(%)	83.41%	-48.95%	-90.19%	893.28%	16.25%	75.62%
每股收益(EPS)	0.589	0.300	0.029	0.293	0.340	0.598

数据来源：上海证券研究所

## 二、公司基本面分析

### 2.1 公司股权结构和解禁时间表

表 4：公司主要股东及解禁情况

序号	股东名称	股数（万股）	比例（%）	解禁日（部分，仍有高管限售）
1	陈晓	8,775.00	63.53%	2015-1-12
2	林萍	514.80	3.73%	2015-1-12
3	余金杰	460.20	3.33%	2013-1-10
4	秉原安投资	295.38	2.14%	2013-12-23
5	其他	3,766.67	27.27%	注：流通股比例 32.74%
6	合计	13,812.05	100.00%	

数据来源：上海证券研究所整理，截止 2014-09-30

公司自 2012 年 1 月 10 日上市以来，实施过三次分红和转增股本（2012-5-22、2013-5-21 和 2014-5-28），分别为 0.80/股、0.10/股与 10 送 3 和 0.01/股与 10 送 5。

### 2.2 公司业务简介

公司是一家专业从事高性能和高精度电工和电子合金产品研究、生产、销售和技术服务的高新技术企业。主要业务为电接触功能复合材料、元件及组件的研发、生产和销售。主要客户包括正泰电器、德力西电器、艾默生、森萨塔、库柏、通用电气等。

公司产品主要包括三类：一体化电接触组件、颗粒及纤维增强电接触功能材料和层状复合电接触功能材料，分别占比（2013 年）为 44.23%、33.23%和 21.44%。

图 1：公司产品分类



颗粒及纤维增强电接触功能材料



层状复合电接触功能材料

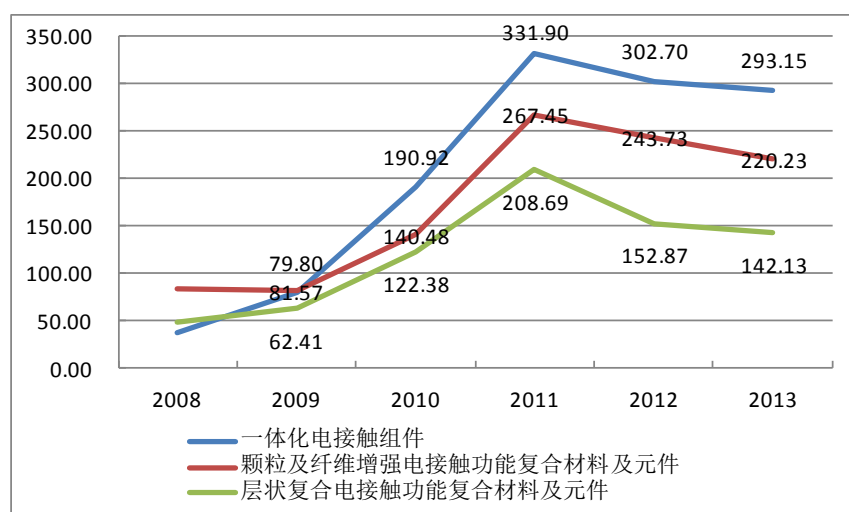


一体化电接触组件

数据来源：公司招股说明书、上海证券研究所

公司上市后营业收入出现了较明显的下降，其主要原因是产品定价与银价（其产品的主要成本）挂钩，而国际银价下跌幅度较大导致。

图 2：公司主要产品销售情况（百万元）

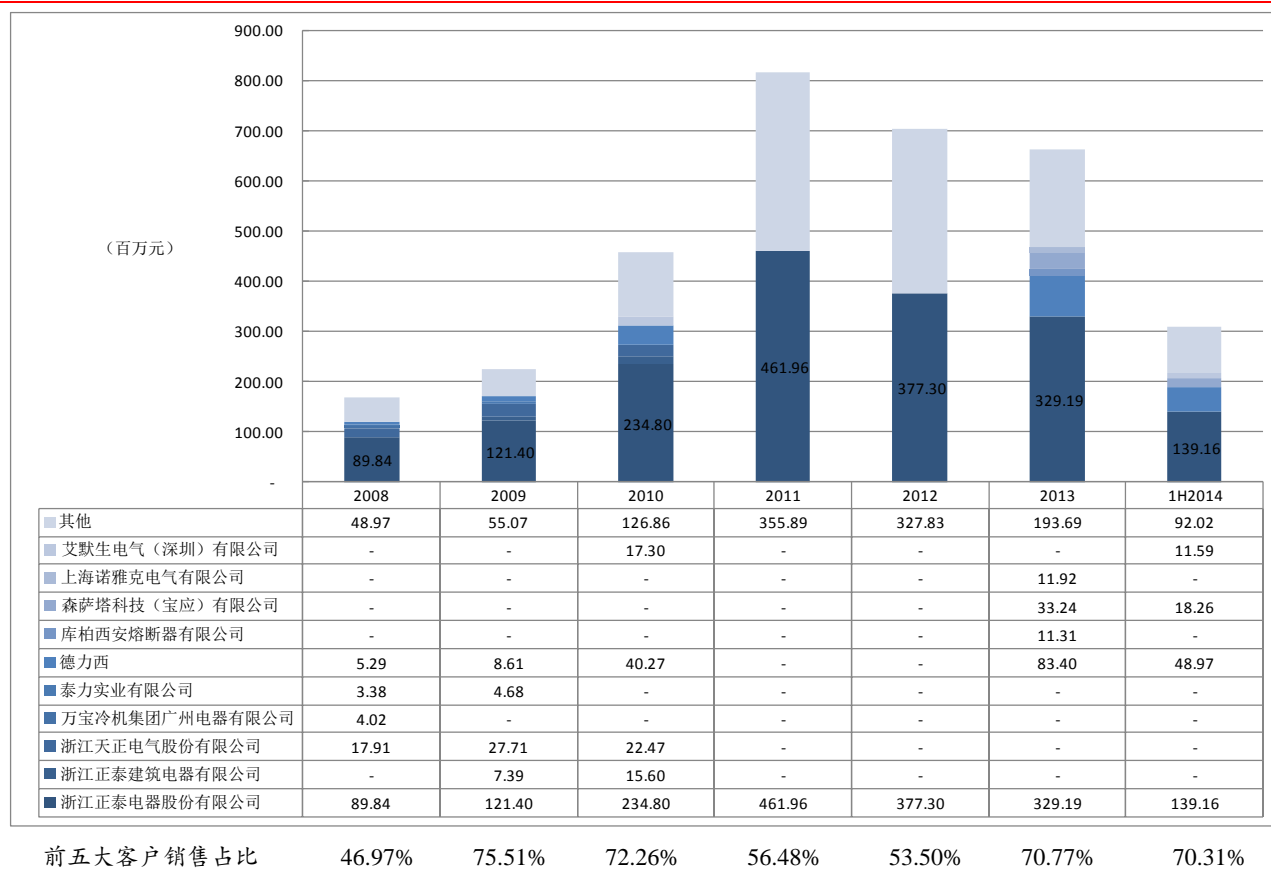


数据来源：上海证券研究所

## 2.3 公司市场结构分析

从公开信息来看，公司历史 6 年 1 期对前五大客户的依赖度偏高（2011 和 2012 年仅有第一大客户数据），从 2008 年的 47% 上升至 70%。其中，正泰和德力西是公司传统大客户。在公司上市前，对公司营业收入增长贡献最大。但在公司上市后，正泰集团（2 家企业）对公司的订单降幅比较明显，2012、2013 和 1H2014 的同比降幅分别为 18.33%、12.75% 和 13.29%。同期，公司销售平均价格下跌幅度在 9.65%、26.30% 和 27.49%。相比较后，我们认为除 2012 年，其余正泰对公司采供量有 10% 左右的增加，而价格下降是导致公司营业收入减少的主要原因。

图 3：公司对主要客户的销售额（百万元）



数据来源：上海证券研究所

## 2.4 销售产品中用银比例（kg/kg）在 10%左右

银价在 2010 年反弹上涨后，对未来银价产生了上涨的预期，公司在采购银方面做了积极的储备工作。采购量占产品产量比例明显较平均采购量高 2.64%。

表 5：产销比与银采购量

	2008	2009	2010	1H2011	2011	2012	2013	2014E
产品销量 (kg)	277236	544769	716147	502599	1115940	1310450	1694180	1826620
产销比	98.1%	93.42%	97.82%	97.70%	97%(E)	97%(E)	97%(E)	97%(E)
产品产量 (kg)	282596	583091	732094	514404	1082462(E)	1271136(E)	1643355(E)	1771821(E)
银采购 (kg)	33220	57510	92520	41660	86697(E)	117981(E)	135534(E)	149088(E)
购银与产量比	11.75%	9.86%	12.64%	8.09%	8.50%(E)	8.50%(E)	8.50%(E)	8.50%(E)

数据来源：上海证券研究所

然而当白银价格在 2011 年上半年超过 6000 元/公斤后，公司明显对白银采购量进入谨慎风格。白银采购比例从 2010 年的 12.64%，缩小至 2011 年上半年的 8.09%。

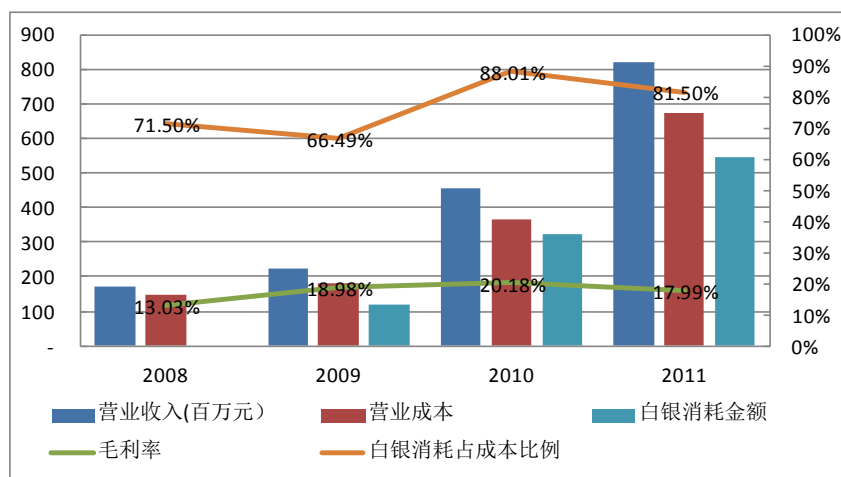
随着公司规模的扩大，产品产销比达到了 97% 以上的较高水平。



## 2.5 白银价格主导公司产品价格和生产成本

由于白银消耗在产品成本中占比达到 66%~88%（金额）左右，公司产品定价跟随白银价格。毛利率水平随着规模的增大而得到了明显的提高，最高达到了 20%。

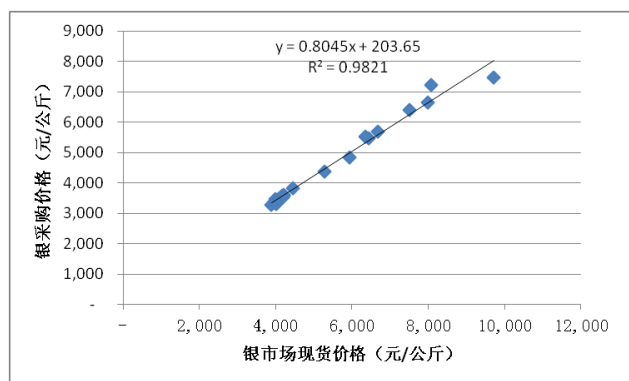
图 4：公司毛利率水平与用银成本结构（百万元）



数据来源：上海证券研究所

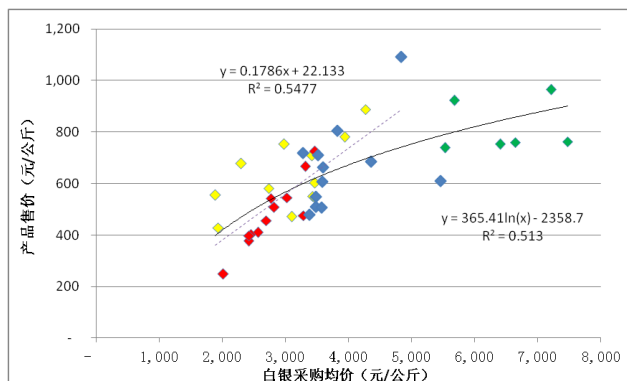
但是，由于公司产品价格定价机制跟随白银价格浮动而浮动，在近年来白银价格的大幅下降而受到了较大的冲击。公司白银采购价格较市场价格有一个固定的折让，8 折。

图 5：银采购价格与银市场价格关系



数据来源：上海证券研究所

图 6：产品价格和白银价格成正相关

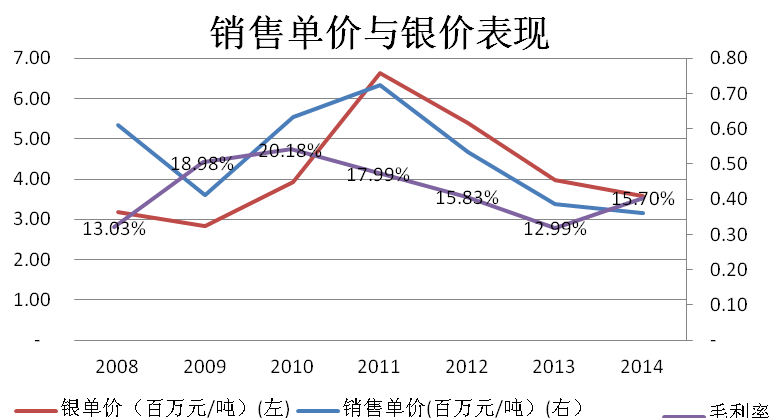


数据来源：上海证券研究所

当白银价格在 5000 元/公斤，公司产品价格与白银价格相关性更高也更敏感，而当白银价格涨至 500 以上时，公司产品价格上涨空间承压，相关性也更弱。（虚线是白银价格在 5000 元/公斤以下时的样本线性回归）。



图 7：产品价格、白银价格和毛利率关系



数据来源：上海证券研究所

从上图可以看出，当白银价格在 3000~4000 元/公斤之间，公司毛利率相对最高，而当白银价格高于 5000 元/公斤，则毛利率下降。当然在 2012 年公司上市后，毛利率受到了一定的挤压。与公司沟通后发现，主要是上市后公司成本结构披露导致产品价格议价能力下降所致。但是从今年上半年来看，客户基本接受了公司的毛利率水平，也体现了公司相对竞争能力的恢复，毛利率得到了一定程度的恢复。我们认为未来几年公司毛利率将保持在 15%~20% 之间。

## 2.6 公司经营状况有所好转

公司销售费用长期保持在 1% 以下，主要也是因为其对前 5 大客户的销售比例超过了 70%，在销售渠道层面的投入相对较少。

管理费用在公司上市当年（2012）产生了较高的同比增幅后，得到了明显的控制，增幅回归常态。

财务费用则在上市后出现了明显的同比下降，营业收入中占比不断下降。

近年来，公司下游客户结构和市场属性并未发生较大变化，公司应收周转率保持稳定。根据我们测算，2014 年公司出货量规模较 2010 年有了翻倍的成长（表 5）。同期银平均采购价则下跌了 46%。流水线上存货银价值占比估算较 2010 年增长 73%，与 3Q2014 的存货 269.11（较 2010 年增长了 79%），相符合。公司整体生产效率未有较大变化（除去价格变动因素）。

表 6：公司主要财务指标

(百万元, %)	2009	2010	2011	2012	2013	3Q2014
营业总收入	224.86	457.31	817.84	705.13	662.76	493.16
销售费用	2.04	3.02	4.26	5.48	6.22	4.85
销售费用占收入比例	0.91%	0.66%	0.52%	0.78%	0.94%	0.98%
管理费用	9.76	23.58	22.85	40.29	52.45	40.91

2014 年 12 月 9 日

管理费用同比增长	141.74%	-3.08%	76.27%	30.20%	7.71%	
财务费用	5.16	12.16	23.09	14.30	10.61	6.41
借款之财务成本率	5.11%	6.33%	7.92%	6.65%	8.71%	5.49%
净利润	21.44	44.25	81.30	41.50	4.07	23.31
净利率	9.53%	9.68%	9.94%	5.89%	0.61%	4.73%
货币资金	70.69	96.43	67.77	171.49	83.06	56.23
应收账款与应收票据	47.07	94.65	152.90	176.51	155.53	167.73
应收周转率	4.78	4.83	5.35	3.99	4.26	n.v.
存货	56.79	150.93	186.21	223.57	233.13	269.11
存货周转率	3.96	3.03	4.39	3.15	2.84	n.v.
预付款项	36.27	66.32	20.27	15.96	3.88	2.13
折旧		3.89	8.27	14.19	17.99	18.00
固定资产增量与在建工程+折旧	6.03	56.87	75.76	52.47	19.87	25.36
短期借贷	100.95	192.10	291.51	215.00	121.80	116.77
资产负债率	74.88%	70.10%	58.46%	30.55%	21.85%	21.96%
经营产生的现金净流入	16.25	-38.72	-78.19	-33.78	31.4	-12.15
自由现金流（简单计算） （经营净现金-固定-在建-折旧）	10.22	-95.59	-153.95	-86.25	11.53	-37.51

数据来源：上海证券研究所

由于公司规模的扩张和存货占比加大而占用的资金增长，公司自由现金流始终处于较低水平。随着银价（16 美元/盎司）回归并接近历史合理水平（7.5~13 美元/盎司，2004~2007），未来银价波动区间将收窄波动幅度将趋于平缓，公司经营决策和资金销量将有望提高，产品售价也将止跌和稳定。

由于银价的下跌，经营性现金流在存货（银）的使用量也相应下降，释放了部分现金用于归还短期借款，降低了财务成本。

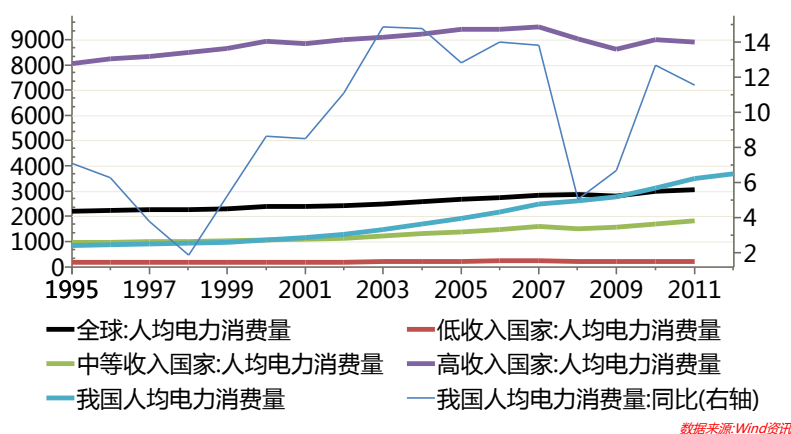
## 三、公司所处行业分析

### 3.1 低压电器行业保持稳定增长

随着我国居民生活水平的不断提高，人均电力消费需求有了显著的提高。在 90 年代初，随着改革开放的深化，人均电力需求在 1999 年超过了中等收入国家的平均水平，并进入了高速增长期。在 2009 年，我国人均电力需求水平超过了世界平均水平，正在逐步向高收入国家靠拢，并在 2012 年达到了 3675 千瓦时/年的水平。虽然，距离高收入国家的 8905 千瓦时/年的水平仍然较远。但是，我们认为随着世界节能环保意识的不断提升，高收入国家的人均电力需求将受到控制甚至小幅下降。而我国未来人均电力需求的增速也将回落至 6%~7%

左右的温和增长期，并在 10 年后接近 7000 千瓦时/年的水平，与高收入国家接近。

图 8：我国电力消费需求与国际水平比较



数据来源：上海证券研究所

根据我国电网建设的整体目标，在 2015 年全面解决无电地区用电问题，基本解决县域电网与主网联系薄弱问题。2014 年对配电网的投资计划达到 1580 亿元，对低压电气的需求有较好的拉动。

我们认为，未来在电网投资方面将与过去 10 年有较大幅度的改变。近年来，在特高压和输网端的投入是显著的，而随着分布式能源的不断发展，配网端的智能微网有可能成为未来投入的一个重点方向。

根据中银国际的研究报告显示，美国输配电网的投资总额在 70 年代大约在\$55B 和\$90B 左右。到了 90 年代，分别达到\$40B 和\$150B 的水平。直到 21 世纪，美国输电网才再次获得了翻新，2007 年投资额恢复至\$70B 左右，而同年配电网的投入已经达到了\$170B 以上。

所以，从国际经验来看，输电网需求带有一定的周期性，而配电网需求则保持稳步增长的态势。

### 3.2 公司下游客户通过品牌扩张整合行业，竞争度下降

公司主要下游客户是正泰电器和德力西，两者合并占营业收入比重达到 60%。公司产品在市场中定位位于市场中游水平，主要以服务大型国内民营低压电器龙头企业为主。在今年上半年的收入中，公司对艾默生的销售收入达到了 1158 万元，客户群体有向海外大型龙头企业衍生的倾向。从艾默生的财务报表显示，毛利率接近每年 1% 的水平提升，可以侧面反映海外龙头企业在保持产品质量的同时不断降低生产成本，采购方面向国内性价比高的供应商倾斜的趋势越来越明显，对公司未来的成长和降低风险有一定的好处。

表 7：我国低压电器市场分类

	分类特点	典型企业
第一类	掌握低压电器先进技术，引领低压电器行业发展方向，具备新产品开发能力。	施耐德 ABB 西门子
第二类	行业技术跟进较快，具备较强的研发能力，在新产品推出 2~5 年内自主研发出同级别产品。	常熟开关 良信电器 上海人民电器 正泰电器 德力西
第三类	只生产知识产权期后的成熟产品，产品同质化严重，价格竞争激烈，企业规模小而分散	小企业

数据来源：上海证券研究所

从终端销量（个数）上来看，正泰和德力西在以下四个领域都名列前茅。但是从质量（销售单价）上来看，与国际知名品牌仍然相差较远。

表 8：2014 年年度低压电器产销量排行榜（按先后自上而下排名）

万能式断路器	塑壳断路器	小型断路器	接触器类产品
浙江正泰电器股份	浙江正泰电器股份	浙江正泰电器股份	浙江正泰电器股份
ABB 中国	德力西电气	德力西电气	德力西电气
德力西电气	常熟开关制造	浙江天正电气	苏州西门子
上海电器人民电器厂	浙江天正电气	北京 ABB	常熟开关制造
浙江天正电气	环宇集团	上海良信电器	浙江天正电气
苏州西门子	上海电器人民电器厂	罗格朗低压电器(无锡)	环宇集团
环宇集团	北京人民电器厂	上海西门子线路保护	厦门宏发开关设备
杭申集团	杭申集团	华通机电集团	天水二一三电器
江苏大全凯帆电器	华通机电集团	上海永继电气	厦门士林电机
常熟开关制造	上海良信电器	常安集团	桂林机床电器
上海良信电器	苏州西门子	环宇集团	华通机电集团
华通机电集团	上海人民企业集团温州电器	长城电器集团	上海人民企业集团温州电器
长城电器集团	上海精益电器厂	苏州电器集团	上海电器人民电器厂
贵州长征开关制造	常安集团		常安集团
北京人民电器厂	厦门宏发开关设备		上海良信
天水二一三电器	天津百利特精电气		长城电器集团
	天水二一三电器		
	厦门士林电机		
	贵州长征开关制造		

数据来源：上海证券研究所、电老虎网联合中国电器工业协会

高端市场完全被外资老牌电气设备生产商所垄断。由于，综合服务能力的完善和研发的强大，其具备高端市场需求的服务能力。而我国的中低端电气设备供应商目前最优仅能在产品研发层面赶上外资品牌。而在综合服务能力上任然缺乏，行业仍然有待整合，研发和专业服务能力的企业并购将成为未来市场发展的重心。下游主要客户的市场增长与产业竞争情况如下：

表 9：低压电气市场情况（亿人民币）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
市场容量（低压电气）	479	517	621	726	845	972
行业增速	7%	8%	20%	17%	16%	15%
<b>中高端市场</b>						
ABB（亿美元）	38	40	51	52	56	
施耐德(亿欧元)	16.42	22.69	27.98	30.36	30.68	
西门子（亿欧元）	55.25	55.99	63.89	60.37	60.53	66.41
常熟开关	11		16.3			
上海人民电器（601727）	9		13.63			
上海良信（002706）	3	4.06	5.66	6	6.84	
<b>中低端市场</b>						
正泰电器（601877）	48	63	83	107	119	93
德力西（13 德力西 MTN001）	33	63.7	77.09	108.26	107.87	

数据来源：公司财报、国家统计局前瞻产业研究院、上海证券研究所，其中外企显示在华所有业务收入

### 3.3 白银价格将持续保持低位

Barclays 在今年年初公布的银矿供应研究报告显示，国际白银大部分产能是伴生矿供应量，生产商对价格相对不明显。

图 9：国际主要白银供应商产能与价格关系

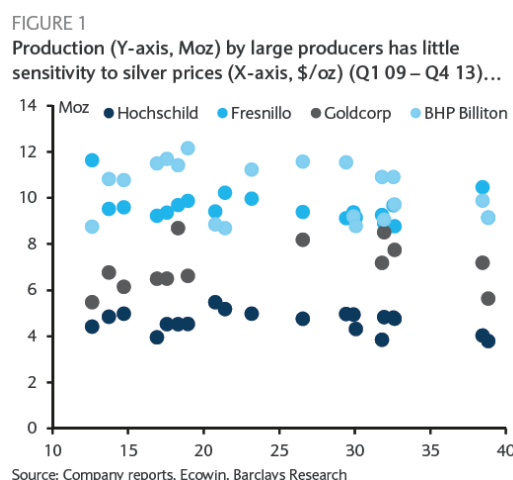
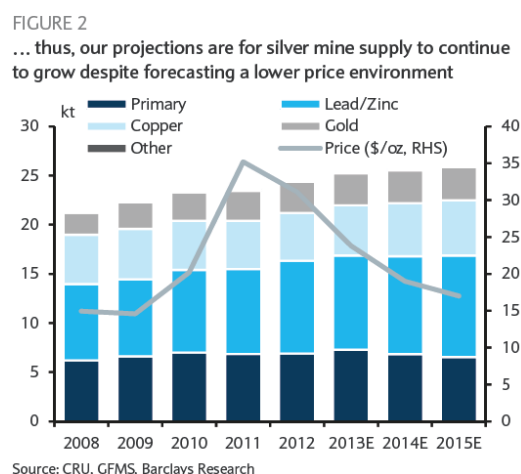


图 10：白银供应量和白银价格预测



数据来源：Barclays、wind、上海证券研究所

数据来源：Barclays、wind、上海证券研究所

未来国际白银价格有望维持在 15~17 美元/盎司，相对上海现货白银价格在 3400~3600 元/公斤左右。

## 四、盈利预测

### 4.1 预测假设

- 1、公司未来产量维持稳定。
- 2、销售价格与白银价格小幅上涨。
- 3、公司产品综合用银比例维持在 77% 的平均水平。
- 4、公司未来并无扩产计划。

### 4.2 公司营业收入与银价紧密联系

由于公司募投产能扩产基本完毕，公开信息未有新增扩产计划。预测中，未来销售主要依靠产品价格和高附加值组件产品销售占比调节而调整。

表 10：公司产能与营业收入预测

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
产能（吨）	355	525	825	1,330	1,330	1,880	1,880	1,880	1,880
销售量（吨）	277	545	716	1,116	1,310	1,694	1,864	1,864	1,864
销售单价（万元/吨）	61.1	41.1	63.4	72.4	53.4	38.7	36.3	38.1	42.0
营业收入(百万元)	169	224	454	808	699	656	677	711	782
其他营业收入（百万元）	0.8	1.1	3.5	9.8	5.8	7.3	6.5	6.9	6.7
营业收入合计	170	225	457	818	705	663	684	718	789

数据来源：上海证券研究所

白银价格在未来一年内涨幅有限，我们依照现有白银现货价格的基础上以每年 5% 的涨幅为基础预测公司营业收入和白银采购成本。由于公司 2012 和 2013 年白银采购总量根据规模扩张增加购买量导致账面白银采购比例占出货比例略高，主要留存于库存。根据 5 年平均 77% 的耗银平均数，我们预测未来在产能为增长的情况下银消耗成本不会有较明显的增长。

表 11：公司产量及成本预测

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业成本	147	182.2	365.00	670.74	593.49	576.63	567.3	595.6	625.4
白银采购价(百万元/吨)	3.17	2.85	3.97	6.46	5.39	3.97	2.93	3.08	3.23
白银采购量（吨）	-	42.63	81.75	86.7	117.9	135.5	149	149	149
白银产品中占比(吨/吨)	-	7.8%	11.42%	7.77%	9.00%	8.00%	8%	8%	8%
白银采购开支	-	121.5	324.35	559.92	636.24	538.33	436.8	458.6	481.6
存货变化量	-	24.79	94.14	35.28	37.36	9.56	23.31	0	0
白银消耗成本	-	96.68	230.20	524.64	598.88	528.78	413.5	458.6	481.6
耗银成本在成本中占比	-	53%	63.07%	78.2%	100.9%	91.7%	77%	77%	77%

数据来源：上海证券研究所

上市后，公司财务数据的披露导致下游企业对公司价格议价能力提升。根据我们测算，公司产品售价整体上受到 20% 左右的降幅（基



于同等银价下降幅度的基础上), 导致公司毛利率水平降幅较快。随着公司规模水平的不断提升和销售价格逐步恢复, 毛利率水平在今年已得到了明显的恢复。预计今年, 公司毛利率回升至上市前的水平附近, 并且未来随着银价的小幅修复, 和公司产品技术升级, 毛利率有望在 2016 年达到 20% 的水平。

### 4.3 盈利预测

我们预计 2014 年~2016 年公司的收入增长分别为 3.14%、5% 和 9.88%; 净利润增长分别为 893%、16.25% 和 75.62%; 摊薄后每股收益分别为 0.293 元, 0.340 元和 0.598 元。

表 12: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	817.84	705.13	662.76	683.58	717.79	788.70
增长率(%)	78.84%	-13.78%	-6.01%	3.14%	5.00%	9.88%
归属母公司股东净利润	81.30	41.50	4.07	40.45	47.03	82.59
增长率(%)	83.41%	-48.95%	-90.19%	893.28%	16.25%	75.62%
每股收益(EPS)	0.589	0.300	0.029	0.293	0.340	0.598
每股经营现金流	-0.533	-0.239	0.235	0.848	-0.021	1.008
销售毛利率	17.99%	15.83%	12.99%	17.02%	17.02%	20.71%
销售净利率	9.94%	5.89%	0.61%	5.92%	6.55%	10.47%
净资产收益率(ROE)	33.79%	7.69%	0.76%	7.01%	7.53%	11.68%
投入资本回报率(ROIC)	31.31%	9.83%	1.69%	6.45%	7.88%	12.36%
市盈率(P/E)	32.42	63.49	647.07	65.14	56.04	31.91
市净率(P/B)	10.95	4.88	4.91	4.56	4.22	3.73

数据来源: 上海证券研究所

### 4.4 可比公司经营情况

公司可比的三家电气设备企业分别是上海电气、良信电器和正泰电器, 分别是国有大型企业、高端低压设备和低端龙头低压设备提供商的典型代表, 对行业有着决定性的影响。

表 13: 可比公司收入与净利润预测

单位:百万元		总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				净利润 (亿元)			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
601727.SH	上海电气	864.31	792.15	803.36	835.73	891.35	44.25	25.46	29.52	33.63
002706.SZ	良信电器	43.69	6.84	7.66	8.45	9.47	0.81	1.07	1.27	1.44
601877.SH	正泰电器	321.33	119.57	132.87	152.43	174.72	16.91	18.61	22.34	26.72
平均		409.78	306.18	314.63	332.20	358.51	20.65	15.05	17.71	20.60
增长率				2.75%	5.58%	7.9%		-27.12%	17.67%	16.32%

数据来源: 上海证券研究所

未来两年平均营业收入增长率分别为 5.58% 和 7.9%, 净利润增长率则在 17.67% 和 16.32%。平均动态市盈率 (2014E) 为 30.71 倍, 平



均静态市净率（2013）为 6.8 倍。

表 14：可比公司经营效率比较

单位:百万元	总市值 (亿元)	PE				PB			
		2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
601727.SH 上海电气	864.31	19.53	33.94	29.28	25.70	2.68	2.58	2.46	2.39
002706.SZ 良信电器	43.69	53.94	40.93	34.53	30.24	11.59	N/A	N/A	N/A
601877.SH 正泰电器	321.33	19.00	17.26	14.38	12.03	6.12	4.97	4.05	3.56
平均		30.82	30.71	26.06	22.65	6.80	3.77	3.25	2.97

数据来源：上海证券研究所

## 五、主要风险提示

### 5.1 客户集中的风险

公司的产品广泛应用于工业电器、家用电器、交通和控制机械、信息工程等领域。公司一直以来致力于与国内外知名的低压电器生产企业建立稳固的供应链关系,为其提供优质的产品和服务。2013 和 2014 年上半年公司对前五名客户的销售收入合计占当期营业收入的比例分别为 70.84%和 70.31%。虽然,公司产能较上市前有了较大的发展,但是仍然未能摆脱下游强势客户的市场依赖。公司若在未来不能拓展更广泛的销售渠道,公司产品价格压力仍然将会成为公司盈利能力提升的较大障碍。

### 5.2 原材料价格波动风险

根据我们测算,公司白银成本在营业成本中占比在 77%左右。随着公司产能的不断增长,公司生产线中囤积的存货银总额不断提升。截止 2014 年 3Q,公司存货 2.69 亿元,若银价持续下跌,则可能产生较大账面损失(存货减值损失)。由于公司产品售价与银价直接挂钩,故未来若白银价格上涨则有可能存货减值损失冲回。所以,白银价格的涨跌对公司实际基本面影响不大,更多的体现在账面损失的风险。

## 六、附表

附表 1 公司财务预测与估值

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	817.84	705.13	662.76	683.58	717.79	788.70
增长率(%)	78.84%	-13.78%	-6.01%	3.14%	5.00%	9.88%
归属母公司股东净利润	81.30	41.50	4.07	40.45	47.03	82.59

增长率(%)	83.41%	-48.95%	-90.19%	893.28%	16.25%	75.62%
每股收益(EPS)	0.589	0.300	0.029	0.293	0.340	0.598
每股股利(DPS)	0.000	0.410	0.051	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.533	-0.239	0.235	0.848	-0.021	1.008
销售毛利率	17.99%	15.83%	12.99%	17.02%	17.02%	20.71%
销售净利率	9.94%	5.89%	0.61%	5.92%	6.55%	10.47%
净资产收益率(ROE)	33.79%	7.69%	0.76%	7.01%	7.53%	11.68%
投入资本回报率(ROIC)	31.31%	9.83%	1.69%	6.45%	7.88%	12.36%
市盈率(P/E)	32.42	63.49	647.07	65.14	56.04	31.91
市净率(P/B)	10.95	4.88	4.91	4.56	4.22	3.73
股息率(分红/股价)	0.000	0.022	0.003	0.000	0.000	0.000

## 报表预测

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	817.84	705.13	662.76	683.58	717.79	788.70
减：营业成本	670.74	593.49	576.63	567.25	595.61	625.40
营业税金及附加	1.66	3.05	2.35	2.25	2.37	2.60
营业费用	4.26	5.48	6.22	6.84	6.46	6.31
管理费用	22.85	40.29	52.45	53.00	54.00	55.00
财务费用	23.09	14.30	10.61	1.72	-0.90	-2.69
资产减值损失	3.13	-0.86	12.48	4.92	4.92	4.92
加：投资收益	0.00	0.00	0.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	92.11	49.38	2.24	47.59	55.32	97.16
加：其他非经营损益	1.59	0.87	1.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.70	50.25	3.35	47.59	55.32	97.16
减：所得税	12.40	8.74	-0.72	7.14	8.30	14.57
净利润	81.30	41.50	4.07	40.45	47.03	82.59
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	81.30	41.50	4.07	40.45	47.03	82.59
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	62.39	161.37	74.75	68.36	71.78	178.22
应收和预付款项	177.88	192.54	160.14	148.30	175.58	178.65
存货	186.21	223.57	233.13	216.14	255.59	239.73
其他流动资产	0.00	0.71	19.36	19.36	19.36	19.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	126.24	159.42	161.30	144.44	126.59	107.73
无形资产和开发支出	15.59	15.39	15.26	13.54	11.81	10.08
其他非流动资产	3.57	12.89	11.06	9.33	7.61	7.61
资产总计	571.89	765.90	675.01	619.47	668.31	741.37
短期借款	291.51	215.00	121.80	10.03	14.04	0.00
应付和预收款项	39.80	9.98	14.07	29.87	16.23	32.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	11.45	0.00

其他负债	0.00	1.05	2.29	2.26	2.26	2.26
<b>负债合计</b>	<b>331.30</b>	<b>226.03</b>	<b>138.16</b>	<b>42.17</b>	<b>43.98</b>	<b>34.45</b>
股本	53.12	70.83	92.08	92.08	92.08	92.08
资本公积	60.62	357.34	336.09	336.09	336.09	336.09
留存收益	126.85	111.69	108.68	149.13	196.16	278.75
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>240.59</b>	<b>539.86</b>	<b>536.85</b>	<b>577.30</b>	<b>624.33</b>	<b>706.92</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>240.59</b>	<b>539.86</b>	<b>536.85</b>	<b>577.30</b>	<b>624.33</b>	<b>706.92</b>
负债和股东权益合计	571.89	765.90	675.01	619.47	668.31	741.37
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营性现金净流量	-73.65	-33.07	32.46	117.13	-2.94	139.23
投资性现金净流量	-2.18	-27.99	-8.47	-10.02	-10.00	-10.00
筹资性现金净流量	79.72	165.48	-111.35	-113.50	16.36	-22.80
<b>现金流量净额</b>	<b>3.88</b>	<b>104.43</b>	<b>-87.37</b>	<b>-6.39</b>	<b>3.42</b>	<b>106.44</b>

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 倪济闻

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。