正泰电器（601877）三季报点评

主业边际改善，电控静待反转

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	30,226	33,258	37,476	42,321
同比（%）	10.2%	10.0%	12.7%	12.9%
归母净利润（百万元）	3762	4169	4757	5407
同比（%）	4.7%	10.8%	14.1%	13.7%
每股收益（元/股）	1.75	1.94	2.21	2.51
P/E（倍）	18.43	16.62	14.57	12.82

投资要点

- **Q3 收入同比+7.3%、利润+14.6%，符合预期。**公司 Q1-3 营收 232.47 亿元，同比+3.43%；归母净利润 30.48 亿元，同比+6.42%。其中 2020Q3 营收 86.38 亿元，同比+7.31%，环比-3.06%；实现归属母公司净利润 12.37 亿元，同比+14.56%，环比-15.76%。Q3 增速略慢于 Q2，主要由于用于电站建设、户用的借款增加，财务费用大幅增长，Q3 财务费用 2.68 亿，上年同期仅 1.33 亿，业绩整体符合预期。

- **低压电器毛利率稳健、光伏组件毛利率改善。**Q1-3 毛利率为 32.15%，同比上升 2.74pct，Q3 毛利率 33.53%，同比上升 1.83pct，环比下降 0.03pct；Q1-3 归母净利率为 13.11%，同比上升 0.37pct，Q3 归母净利率 14.32%，同比上升 0.91pct，环比下降 2.16pct。分板块看，低压电器毛利率基本维持稳定，新能源板块由于组件毛利率改善，毛利率有所上升。

- **低压电器：Q3 增长继续提速，预计收入同比两位数增长、利润增长 18.9%，直销继续突破。**行业方面，Q3 起低压电器下游建筑等市场需求继续恢复，低压电器 Q1 同比回落、Q2 恢复正增长，Q3 预计单季度增速恢复到 10%左右。具体而言，1）渠道方面继续巩固优势，分销市场 Q1 受到疫情影响，Q2 起开始快速恢复，Q3 增速恢复到 10%以上；2）直销占比继续提升，聚焦大客户，电力、通信、地产等行业多点开花，预计 Q3 增长 30%左右，今年公司成立战略大客户部门，Q4 继续深耕行业市场；3）海外业务继续开拓，维持高速增长；4）毛利率基本环比持稳、同比上升，尽管铜价持续上升，但正泰一方面议价能力强，通过提价转嫁部分成本，另一方面发展智能制造降本提效，同时产品结构不断优化，高端高附加值产品占比提升。

- **光伏板块基本稳健，组件毛利率有所改善。**Q1-3 光伏板块收入利润基本维持稳健，收入、利润小幅下降，分板块来看，1）运营仍是稳定利润来源，20Q3 末运营光伏装机容量达到 5.12GW，同比+61.2%，其中分布式 3.51GW，同比+73.1%，集中式 1.61GW，同比+40.2%，Q1-3 运营电费收入 25.5 亿元（含分布式），同比+42%，平均上网电价 0.65 元/度，运营仍是公司光伏板块主要、稳定的利润来源；2）电站 EPC 项目如期推进，海外 EPC 受到疫情影响，国内项目快速推进；3）组件稳定出货，技术参数行业领先，同时毛利率同比有所提升。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 41.69 亿、47.57 亿、54.07 亿，同比分别+10.8%、+14.1%、+13.7%，对应现价 PE 分别 17 倍、15 倍、13 倍，给予目标价 44 元，对应 21 年 20 倍 PE。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.23
一年最低/最高价	21.95/35.28
市净率(倍)	2.66
流通 A 股市值(百万元)	69293.65

基础数据

每股净资产(元)	12.12
资产负债率(%)	59.23
总股本(百万股)	2149.97
流通 A 股(百万股)	2149.97

相关研究

1、《正泰电器（601877）中报点评：Q2 单季高增，龙头韧性强劲》2020-08-28

2、《正泰电器（601877）：一季度受疫情拖累，全年稳健增长可期》2020-04-30

3、《正泰电器（601877）三季报点评：毛利率继续改善，低压行业客户高增，光伏 EPC 订单旺盛》2019-10-25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

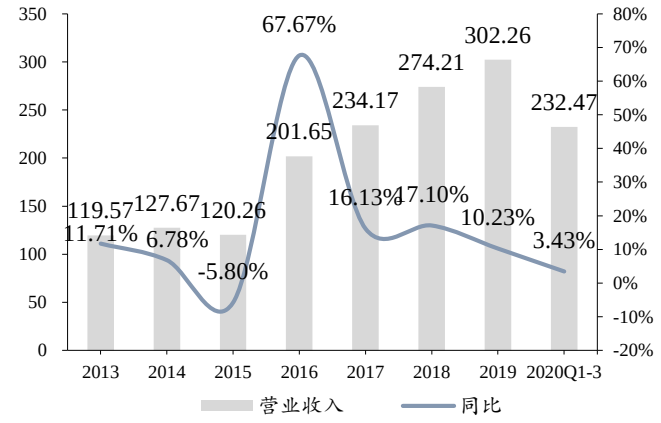
Q3 收入同比+7.3%、利润+14.6%，符合预期。公司 Q1-3 营收 232.47 亿元，同比+3.43%；归母净利润 30.48 亿元，同比+6.42%。其中 2020Q3 营收 86.38 亿元，同比+7.31%，环比-3.06%；实现归属母公司净利润 12.37 亿元，同比+14.56%，环比-15.76%。Q3 增速略慢于 Q2，主要由于用于电站建设、户用的借款增加，财务费用大幅增长，Q3 财务费用 2.68 亿，上年同期仅 1.33 亿，业绩整体符合预期。

表 1：正泰电器三季报核心财务数据（亿元）

正泰电器	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	232.47	224.77	3.4%	86.38	80.50	7.3%	89.10	-3.1%
毛利率	32.15%	29.41%	2.74pct	33.53%	31.71%	1.83pct	33.56%	-0.03pct
营业利润	37.67	34.41	9.5%	15.31	13.01	17.7%	17.90	-14.5%
利润总额	37.69	34.47	9.3%	15.31	13.02	17.5%	17.91	-14.5%
归属母公司净利润	30.48	28.64	6.4%	12.37	10.80	14.6%	14.69	-15.8%
扣非归母净利润	29.72	27.99	6.2%	12.09	10.69	13.0%	14.45	-16.4%
归母净利率	13.11%	12.74%	0.37pct	14.32%	13.42%	0.91pct	16.48%	-2.16pct
股本	21.50	21.51	-	21.50	21.51	-	21.50	-
EPS	1.42	1.33	6.5%	0.58	0.50	14.6%	0.68	-15.8%

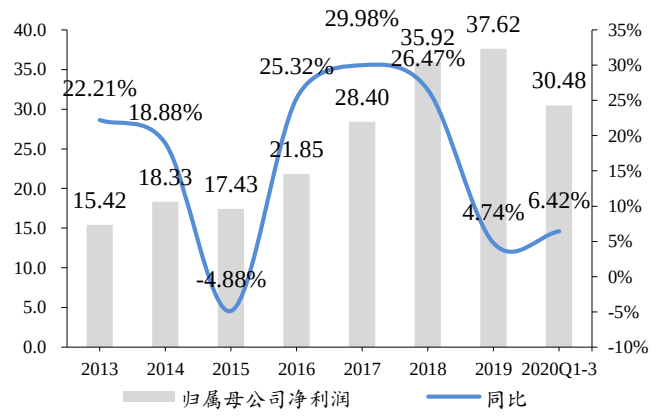
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：Q1-3 收入 232.47 亿元，同比+3.43%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

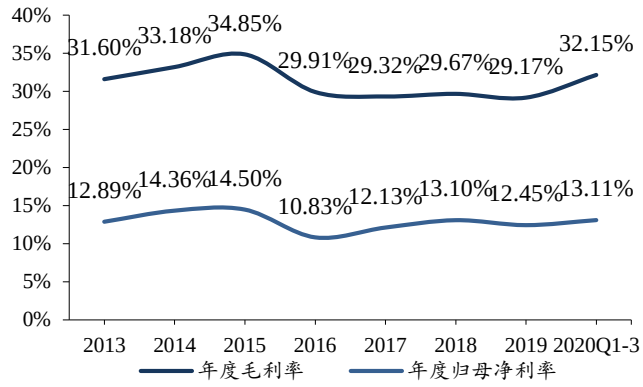
图 2：Q1-3 归母净利润 30.48 亿元，同比+6.42%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

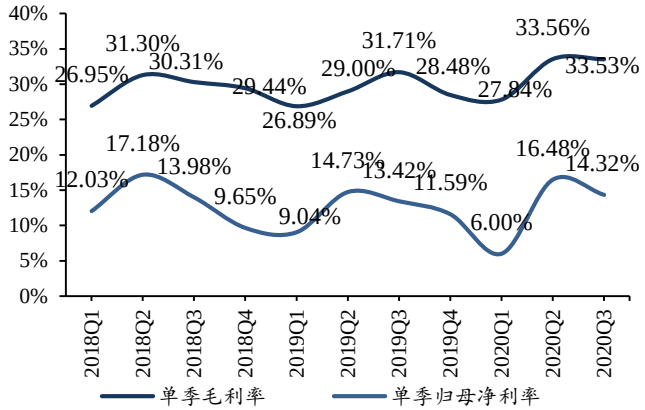
低压电器毛利率稳健、 光伏组件毛利率改善。Q1-3 毛利率为 32.15%，同比上升 2.74pct，Q3 毛利率 33.53%，同比上升 1.83pct，环比下降 0.03pct；Q1-3 归母净利率为 13.11%，同比上升 0.37pct，Q3 归母净利率 14.32%，同比上升 0.91pct，环比下降 2.16pct。分板块看，低压电器毛利率基本维持稳定，新能源板块由于组件毛利率改善，毛利率有所上升。

图 3： Q1-3 毛利率、净利率同比+2.74、+0.37pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4： Q3 毛利率、净利率同比+1.83、+0.91pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

低压电器：Q3 增长继续提速，预计收入同比两位数增长、利润增长 18.9%，直销继续突破。行业方面，Q3 起低压电器下游建筑等市场需求继续恢复，低压电器 Q1 同比回落、Q2 恢复正增长，Q3 预计单季度增速恢复到 10%左右。具体而言，**1）渠道**方面继续巩固优势，分销市场 Q1 受到疫情影响，Q2 起开始快速恢复，Q3 增速恢复到 10%以上；**2）直销**占比继续提升，聚焦大客户，电力、通信、地产等行业多点开花，预计 Q3 增长 30%左右，今年公司成立战略大客户部门，Q4 继续深耕行业市场；**3）海外业务**继续开拓，维持高速增长；**4）毛利率**基本环比持稳、同比上升，尽管铜价持续上升，但正泰一方面议价能力强，通过提价转嫁部分成本，另一方面发展智能制造降本提效，同时产品结构不断优化，高端高附加值产品占比提升。

光伏板块基本稳健，组件毛利率有所改善。Q1-3 光伏板块收入利润基本维持稳健，收入、利润小幅下降，分板块来看，**1）运营**仍是稳定利润来源，20Q3 末运营光伏装机容量达到 5.12GW，同比+61.2%，其中分布式 3.51GW，同比+73.1%，集中式 1.61GW，同比+40.2%，Q1-3 运营电费收入 25.5 亿元（含分布式），同比+42%，平均上网电价 0.65 元/度，运营仍是公司光伏板块主要、稳定的利润来源；**2）电站 EPC** 项目如期推进，海外 EPC 受到疫情影响，国内项目快速推进；**3）组件**稳定出货，技术参数行业领先，同时毛利率同比有所提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：公司电站运营情况

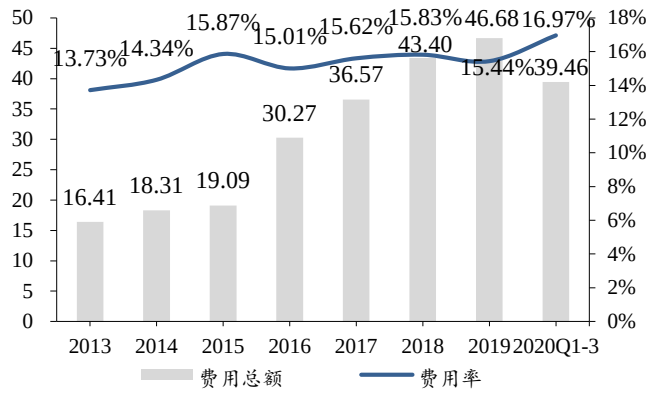
		19A						20Q1-3				
光伏电站	所在地	装机容量（兆瓦）	发电量（万千瓦时）	结算电量（万千瓦时）	上网电价（元/千瓦时）	电费收入（万元）	营业利润（万元）	装机容量（兆瓦）	发电量（万千瓦时）	结算电量（万千瓦时）	上网电价（元/千瓦时）	电费收入（万元）
集中式:	甘肃	59.0	9549.2	9489.1	0.8	6700.4	711.6	108.0	7902.4	7859.1	0.79	5472.1
	浙江	576.0	58788.9	58334.5	1.1	55302.4	25609.3	588.6	47803.8	47383.9	1.10	46097.7
	江苏	20.0	2272.9	2262.6	1.0	2026.8	1035.5	40.0	2540.2	2535.4	1.04	2330.8
	江西	49.9	3189.1	3173.8	1.2	3542.7	2149.8	49.9	3976.0	3955.4	1.15	4025.2
	内蒙	30.0	4796.3	4757.3	0.9	3793.8	2137.8	30.0	3695.6	3664.8	0.91	2941.7
	宁夏	30.0	3956.3	3935.3	1.1	3700.7	-143.6	30.0	3242.9	3230.3	1.03	2938.2
	青海	70.0	10299.2	10219.4	1.0	8710.2	1764.9	137.7	11156.7	11101.4	0.97	9529.4
	山西	50.0	7727.3	7656.5	0.9	6328.4	3161.0	50.0	5527.1	5487.0	0.92	4453.3
	西藏	10.0	1262.7	1259.7	1.2	1306.2	650.7	10.0	819.1	817.3	1.17	844.8
	新疆	150.0	20626.4	20509.3	0.9	15203.2	4453.0	294.2	18121.3	18037.1	0.86	13700.9
	湖北	20.0	2272.1	2261.2	0.9	1756.9	952.7	20.0	1494.1	1493.1	0.88	1159.8
	黑龙江							30.0	3445.1	3442.6	0.85	2587.8
	陕西	19.1	1844.1	1833.3	0.9	1376.6	549.9	19.1	1628.6	1619.0	0.84	1209.1
	吉林	100.0	17341.0	17229.8	0.5	6770.5	3449.0	200.0	18855.0	18784.8	0.42	7049.3
小计		**1,184**	**143,925**	**142,922**	**0.82**	**116,519**	**46,481**	**1,608**	**130,208**	**129,412**	**0.81**	**104,340**
分布式:	浙江	617.3	67649.4	67371.4	0.9	52761.0	22349.8	635.0	58828.0	58607.0	0.83	43110.3
	广东	23.2	1619.3	1610.7	0.9	1225.6	695.1	29.1	1825.8	1818.6	0.81	1306.9
	江苏	120.5	10913.3	10856.2	0.9	8612.9	4715.5	179.1	12378.8	12331.3	0.87	9440.8
	陕西	9.4	534.3	532.3	0.9	441.0	294.3	11.7	813.3	811.7	0.76	546.6
	上海	22.8	1837.4	1828.3	1.1	1706.9	848.0	25.2	1938.0	1927.3	0.90	1540.2
	甘肃	1.0	88.6	88.4	0.7	57.7	30.2	1.0	88.0	87.1	0.74	56.9
	河南	263.2	15847.4	15832.5	0.7	10290.5	4406.7	528.5	33892.5	33881.4	0.58	17427.2
	湖北	53.7	3674.1	3660.5	0.8	2641.0	1406.5	84.3	4393.2	4369.0	0.70	2699.6
	湖南	19.3	1662.0	1653.7	1.1	1662.9	981.8	19.3	1296.2	1289.9	1.14	1297.7
	江西	17.8	1573.2	1569.0	0.8	1088.6	404.1	63.1	3311.0	3300.8	0.79	2308.4
	山东	497.5	40339.9	40279.2	0.6	22166.4	6936.3	871.3	66025.7	65988.8	0.58	33597.2
	山西	65.7	3623.1	3611.8	0.6	1935.3	692.7	88.3	6201.9	6190.6	0.51	2812.9
	安徽	150.1	9371.0	9354.8	0.7	5739.6	2635.7	235.0	15132.8	15112.8	0.58	7717.7
	河北	351.4	23209.0	23186.6	0.6	12101.7	6597.7	667.4	48713.3	48678.6	0.54	23314.3
	辽宁	3.1	386.6	385.6	0.8	259.9	163.7	6.2	404.1	404.1	0.65	232.1
	福建	29.8	2641.7	2629.5	0.7	1616.9	943.4	29.8	2611.0	2594.1	0.67	1546.1
小计		**2,246**	**184,970**	**184,450**	**0.67**	**124,308**	**54,102**	**3,509**	**260,379**	**259,914**	0.58	**150,445**
合计		**3,430**	**328,896**	**327,372**	**0.74**	**240,826**	**100,583**	**5,116**	**390,587**	**389,326**	**0.65**	**254,785**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用及费用率有所上升，因借款增加及汇兑损失，财务费用大幅提升。公司 2020Q1-3 费用同比增长 18.61%至 39.46 亿元，期间费用率上升 2.17 个百分点至 16.97%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 23.19%、上升 1.16%、上升 9.11%、上升 80.22%至 17.26 亿元、16 亿元、7.04 亿元、6.2 亿元；费用率分别上升 1.19、下降 0.15、上升 0.16、上升 1.14 个百分点至 7.42%、6.88%、3.03%、2.67%。Q3 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+3.47%/+0.07%/-1.71%/+101.34%，费用率分别为 6.68%/7.19%/3.36%/3.10%。

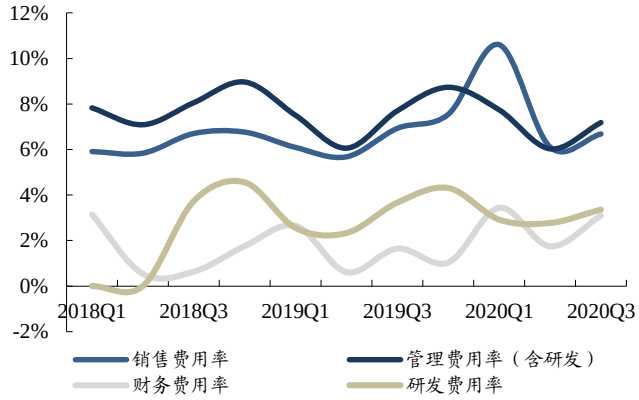
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：Q1-3 期间费用 39.46 亿元，同比+18.61%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

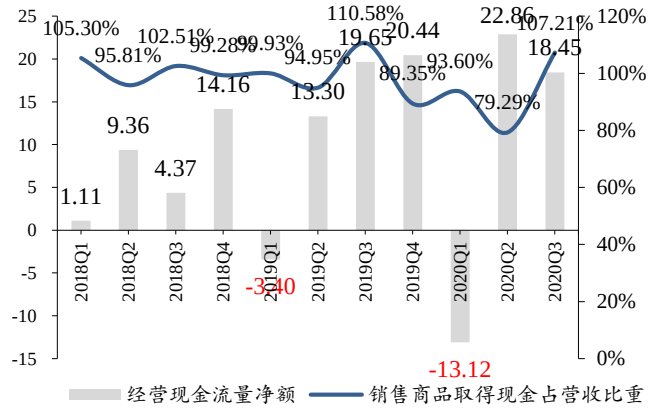
图 6：Q3 期间费用率 16.97%，同比+0.68pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

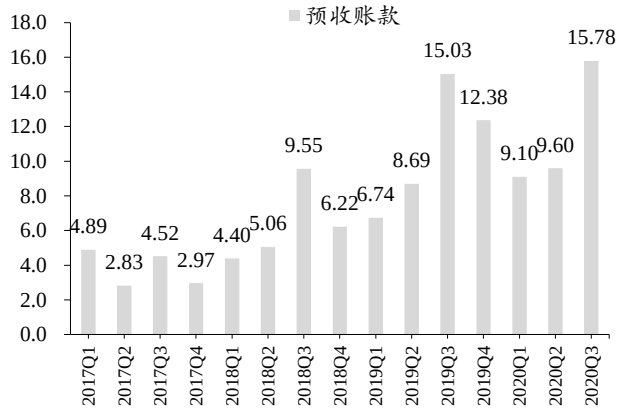
现金流稳健，预收账款大幅增长。Q1-3 经营活动现金流量净流入 28.19 亿元，同比下降 4.58%；销售商品取得现金 216.59 亿元，同比下降 5.41%；Q3 经营活动现金流量净额 18.45 亿元。Q1-3 期末预收款项 15.78 亿元，较期初增长 27.50%。期末应收账款 116.34 亿元，较期初增长 29.95 亿元，应收账款周转天数上升 23.56 天至 117.73 天。期末存货 41.67 亿元，较期初下降 7.43 亿元；存货周转天数下降 2.75 天至 77.69 天。

图 7：Q3 经营现金净流入 28.19 亿元，同比-4.58%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

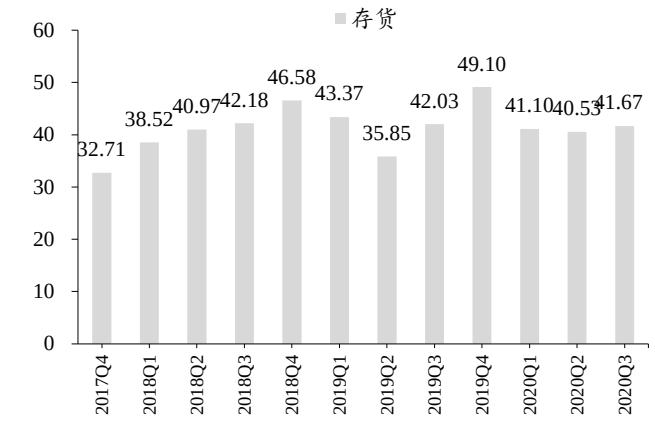
图 8：Q1-3 期末预收款项 15.78 亿元，较期初+27.50%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

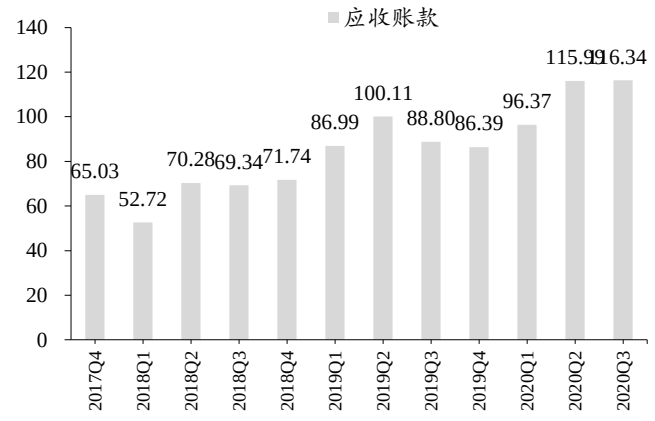
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：Q3 期末存货 41.67 亿元，较期初-7.43 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：Q3 期末应收账款 116.34 亿元，较期初+29.95 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 41.69 亿、47.57 亿、54.07 亿，同比分别+10.8%、+14.1%、+13.7%，对应现价 PE 分别 17 倍、15 倍、13 倍，给予目标价 44 元，对应 21 年 20 倍 PE。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

正泰电器三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**25797.7**	**29693.5**	**29300.5**	**31876.5**
现金	5811.6	8282.2	6529.0	6670.3
应收账款	11925.0	12858.8	13347.5	14771.8
存货	4909.8	5154.6	5671.9	6281.9
其他流动资产	3151.3	3398.0	3752.2	4152.5
非流动资产	**29479.7**	**35384.2**	**40433.5**	**44865.8**
长期股权投资	2871.4	2871.4	2871.4	2871.4
固定资产	22002.4	27918.8	32980.0	37424.2
在建工程	1295.7	536.6	436.6	389.5
无形资产	357.8	345.9	333.9	322.0
其他非流动资产	4248.2	4248.2	4248.2	4248.2
资产总计	**55277.4**	**65077.8**	**69734.0**	**76742.3**
流动负债	**19049.4**	**20213.9**	**20391.9**	**22537.2**
短期借款	3369.4	3706.3	4076.9	4484.6
应付账款	10437.4	10957.7	10230.2	11330.5
其他流动负债	5242.7	5549.9	6084.8	6722.1
非流动负债	**11276.4**	**17776.4**	**19776.4**	**21776.4**
长期借款	9226.9	15726.9	17726.9	19726.9
其他非流动负债	2049.6	2049.6	2049.6	2049.6
负债合计	**30325.8**	**37990.4**	**40168.4**	**44313.6**
少数股东权益	730.8	815.8	905.8	1000.4
归属母公司股东权益	24220.8	26271.6	28659.9	31428.3
负债和股东权益	**55277.4**	**65077.8**	**69734.0**	**76742.3**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4999.2	4797.6	5013.8	6859.0
投资活动现金流	-4880.8	-7045.9	-6769.1	-6487.2
筹资活动现金流	-557.3	4718.8	2.1	-230.5
现金净增加额	-394.4	2470.6	-1753.2	141.3
折旧和摊销	1302.6	1253.0	1619.8	1954.9
资本开支	-6314.7	-7045.9	-6769.1	-6487.2
营运资本变动	881.0	-809.2	-1552.9	-697.1

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**30225.9**	**33257.9**	**37475.6**	**42321.1**
减:营业成本	21409.0	22935.1	25751.8	29103.6
营业税金及附加	169.5	182.8	201.9	223.4
营业费用	1985.3	2145.1	2379.7	2666.2
管理费用	2261.7	2606.0	2841.3	3143.7
财务费用	424.6	730.3	956.9	1084.4
资产减值损失	22.9	-100.0	-100.0	-100.0
加:投资净收益	540.2	380.0	380.0	380.0
其他收益	3.1	-88.1	-88.1	-88.1
营业利润	**4519.0**	**4950.5**	**5635.9**	**6391.8**
加:营业外净收支	-7.7	-8.1	-8.5	-8.9
利润总额	**4511.3**	**4942.4**	**5627.4**	**6382.9**
减:所得税费用	540.6	593.1	675.3	765.9
少数股东损益	208.9	180.5	195.2	210.4
归属母公司净利润	**3761.8**	**4168.8**	**4756.9**	**5406.5**
EBIT	4436.9	5400.8	6312.8	7196.2
EBITDA	5739.5	6653.7	7932.6	9151.1

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.75	1.94	2.21	2.51
每股净资产(元)	11.26	12.22	13.33	14.62
发行在外股份(百万股)	2151.2	2150.0	2150.0	2150.0
ROIC(%)	11.9%	12.7%	12.8%	12.7%
ROE(%)	15.5%	15.9%	16.6%	17.2%
毛利率(%)	29.2%	31.0%	31.3%	31.2%
销售净利率(%)	12.4%	12.5%	12.7%	12.8%
资产负债率(%)	54.9%	58.4%	57.6%	57.7%
收入增长率(%)	10.2%	10.0%	12.7%	12.9%
净利润增长率(%)	4.7%	10.8%	14.1%	13.7%
P/E	18.43	16.62	14.57	12.82
P/B	2.86	2.64	2.42	2.20
EV/EBITDA	17.36	16.13	13.80	12.42

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn