正泰电器 (601877.SH) 买入（维持评级）

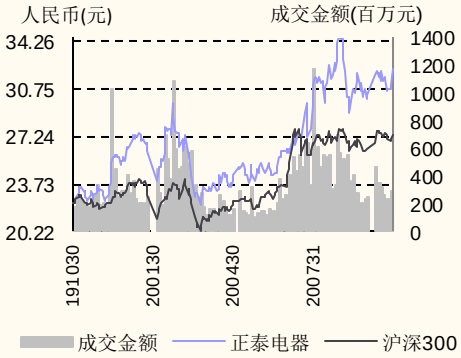
公司点评

市场价格（人民币）：32.23 元

低压持续回暖，户用光伏龙头地位稳固

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.50
已上市流通 A 股(亿股)	21.50
总市值(亿元)	692.94
年内股价最高最低(元)	34.56/22.17
沪深 300 指数	4773
上证指数	3273



相关报告

1.《正泰电器中报点评-低压将持续回暖，户用光伏份额超 30%》，2020.8.31
2.《正泰电器 2019 年年报和一季报点评-低压有望快速回暖，光伏增...》，2020.5.5

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.669	1.749	1.996	2.298	2.786
每股净资产(元)	10.06	11.26	12.93	14.82	17.14
每股经营性现金流(元)	1.35	2.24	2.42	3.18	3.57
市盈率(倍)	14.52	15.33	16.15	14.02	11.57
净利润增长率(%)	26.47%	4.74%	14.09%	15.13%	21.23%
净资产收益率(%)	16.59%	15.53%	15.43%	15.50%	16.25%
总股本(百万股)	2,151.41	2,151.24	2,149.97	2,149.97	2,149.97

来源：公司年报、国金证券研究所

事件：

- 公司发布 2020 年三季报，营收和归母净利润分别为 232.5 亿元、30.5 亿元，同比分别增长 3.43%、6.42%。

经营分析：

- **Q3 低压电器业务持续回暖，整体业绩符合预期。**Q3 单季度公司营收 86.4 亿元，同比增长 7.3%，环比 Q2 增速有所提升，归母净利润 12.4 亿元，同比增长 14.6%，环比有一定下滑。公司前三季度销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 7.42%、3.85%、3.03%，分别提升 1.2、-0.3、0.16 个百分点。受疫情影响，公司 Q1 低压电器业务面临一定下滑，但近两个季度公司低压业务正在持续回暖。Q3 公司毛利率达到 33.53%，同比改善 1.8 个百分点，分析与高毛利率光伏运营占比提升、低压电器 7 月提价有关。长期来看公司直销业务占比将继续提升，同时自动化升级带来降本增效有望使得毛利率继续上行。
- **低压电器业务下半年需求明显好于上半年。**Q3 以来 PMI 指数、工业企业利润总额等数据持续超预期回暖，同时新能源、电力、轨交、传统基础设施等新老基建快速发力，一定程度支撑了低压需求回暖。尽管 Q3 地产竣工数据并未大幅回暖，但地产新开工、销售面积出现了大幅增长，将有望继续拉动竣工侧数据维持向上势头。**①行业直销体系建设：**公司近 200 人直销团队和区域团队协作并充分调动经销商资源，已成功开发了电力、民商建筑、新能源、通信等行业客户。**②全球化：**在全球疫情持续反复影响下，公司上半年依旧获得了营收、利润同比双提升，体现了公司多年打造的区域集中制造以及本地化营销渠道优势。
- **户用光伏带动分布式装机继续大幅上升。**截止最新数据公司光伏装机首次突破 5GW，Q3 继续新增 765MW，其中分布式装机达到 3.5GW，占总装机比例进一步提升至 69%。凭借光伏、电气产品一体化和渠道布局优势，公司今年户用光伏新增装机有望超 2GW，此外公司进一步拓展山西、陕西市场，为明年户用光伏持续发力继续做好准备。
- **加强核心部件自供及创新产品研发。**公司在加速推进智能制造的过程中，同时也积极推进核心零部件自供，并研发 5G 1U 断路器、智能家居、电力物联网断路器等创新产品，助力行业直销业务拓展。

盈利预测与投资建议：

- 预计 2020-2022 年归母净利润至 42.9 亿元、49.4 亿元、59.9 亿元。公司毛利率提升明显，低压业务有望持续保持双位数增长，继续给予买入评级。

风险提示：

- 宏观经济回暖不及预期；地产竣工不及预期；全球疫情缓和不及预期。

邓伟 分析师 SAC 执业编号：S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**23,417**	**27,421**	**30,226**	**36,502**	**43,336**	**49,778**
增长率		17.1%	10.2%	20.8%	18.7%	14.9%
主营业务成本	-16,551	-19,286	-21,409	-25,370	-30,113	-34,388
%销售收入	70.7%	70.3%	70.8%	69.5%	69.5%	69.1%
毛利	6,866	8,135	8,817	11,133	13,224	15,390
%销售收入	29.3%	29.7%	29.2%	30.5%	30.5%	30.9%
营业税金及附加	-173	-166	-170	-201	-234	-264
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,341	-1,743	-1,985	-3,103	-3,662	-4,256
%销售收入	5.7%	6.4%	6.6%	8.5%	8.5%	8.6%
管理费用	-1,810	-1,261	-1,279	-1,416	-1,647	-1,902
%销售收入	7.7%	4.6%	4.2%	3.9%	3.8%	3.8%
研发费用	0	-946	-980	-1,296	-1,495	-1,742
%销售收入	0.0%	3.5%	3.2%	3.6%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	3,542	4,019	4,404	5,117	6,186	7,227
%销售收入	15.1%	14.7%	14.6%	14.0%	14.3%	14.5%
财务费用	-505	-389	-425	-728	-906	-751
%销售收入	2.2%	1.4%	1.4%	2.0%	2.1%	1.5%
资产减值损失	-79	-246	-38	44	-183	-212
公允价值变动收益	1	3	-15	-21	-8	-5
投资收益	214	729	540	580	620	630
%税前利润	6.3%	17.2%	12.0%	11.2%	10.5%	8.8%
营业利润	3,383	4,250	4,519	5,178	5,931	7,135
营业利润率	14.4%	15.5%	15.0%	14.2%	13.7%	14.3%
营业外收支	11	-7	-8	-10	-5	10
税前利润	3,395	4,243	4,511	5,168	5,926	7,145
利润率	14.5%	15.5%	14.9%	14.2%	13.7%	14.4%
所得税	-399	-481	-541	-656	-753	-915
所得税率	11.7%	11.3%	12.0%	12.7%	12.7%	12.8%
净利润	2,996	3,762	3,971	4,512	5,173	6,230
少数股东损益	156	170	209	220	232	240
归属于母公司的净利润	**2,840**	**3,592**	**3,762**	**4,292**	**4,941**	**5,990**
净利率	12.1%	13.1%	12.4%	11.8%	11.4%	12.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,996	3,762	3,971	4,512	5,173	6,230
少数股东损益	156	170	209	220	232	240
非现金支出	1,194	1,449	1,391	1,602	2,107	2,370
非经营收益	255	-168	72	309	431	279
营运资金变动	-1,877	-2,142	-608	-1,207	-875	-1,197
经营活动现金净流	**2,568**	**2,900**	**4,825**	**5,215**	**6,836**	**7,682**
资本开支	-3,077	-3,570	-4,884	-5,579	-3,850	-3,329
投资	1,038	811	-236	-409	-323	-290
其他	-675	113	239	535	580	590
投资活动现金净流	**-2,713**	**-2,646**	**-4,881**	**-5,453**	**-3,593**	**-3,029**
股权募资	4,459	16	59	491	512	618
债权募资	139	2,028	1,598	3,430	320	-1,296
其他	-1,442	-2,837	-2,170	-2,048	-2,456	-2,549
筹资活动现金净流	**3,156**	**-793**	**-513**	**1,872**	**-1,623**	**-3,228**
现金净流量	**3,011**	**-539**	**-568**	**1,635**	**1,620**	**1,425**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,830	6,060	5,812	7,447	9,067	10,492
应收款项	9,414	11,815	13,178	15,993	18,687	21,318
存货	3,271	4,658	4,910	5,827	6,923	8,021
其他流动资产	1,525	1,434	1,898	2,280	2,609	2,889
流动资产	21,040	23,967	25,798	31,546	37,286	42,721
%总资产	47.7%	50.4%	46.7%	48.3%	50.9%	53.3%
长期投资	4,101	4,917	5,510	5,820	6,145	6,440
固定资产	17,123	16,942	22,002	25,702	27,529	28,625
%总资产	38.8%	35.6%	39.8%	39.4%	37.6%	35.7%
无形资产	610	591	598	647	688	722
非流动资产	23,115	23,615	29,480	33,719	35,982	37,477
%总资产	52.3%	49.6%	53.3%	51.7%	49.1%	46.7%
资产总计	**44,155**	**47,583**	**55,277**	**65,265**	**73,268**	**80,198**
短期借款	2,947	4,390	3,369	3,947	3,697	2,111
应付款项	8,860	11,270	13,912	15,728	18,606	21,113
其他流动负债	1,225	1,445	1,768	2,682	3,166	3,619
流动负债	13,031	17,106	19,049	22,356	25,469	26,842
长期贷款	8,992	6,610	9,227	11,727	12,227	12,427
其他长期负债	1,562	1,619	2,050	2,411	2,515	2,637
负债	**23,585**	**25,335**	**30,326**	**36,494**	**40,210**	**41,906**
普通股股东权益	**19,986**	**21,649**	**24,221**	**27,820**	**31,875**	**36,870**
其中：股本	2,151	2,151	2,151	2,151	2,151	2,151
未分配利润	5,988	7,530	10,027	13,135	16,678	21,055
少数股东权益	584	599	731	951	1,183	1,423
负债股东权益合计	**44,155**	**47,583**	**55,277**	**65,265**	**73,268**	**80,198**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.320	1.669	1.749	1.996	2.298	2.786
每股净资产	9.290	10.063	11.259	12.932	14.817	17.139
每股经营现金净流	1.193	1.348	2.243	2.424	3.178	3.571
每股股利	0.700	0.800	0.500	0.550	0.650	0.750
回报率						
净资产收益率	14.21%	16.59%	15.53%	15.43%	15.50%	16.25%
总资产收益率	6.43%	7.55%	6.81%	6.58%	6.74%	7.47%
投入资本收益率	9.61%	10.71%	10.30%	10.03%	11.01%	11.91%
增长率						
主营业务收入增长率	16.13%	17.10%	10.23%	20.76%	18.72%	14.86%
EBIT增长率	8.03%	13.48%	9.57%	16.20%	20.89%	16.83%
净利润增长率	29.98%	26.47%	4.74%	14.09%	15.13%	21.23%
总资产增长率	24.89%	7.76%	16.17%	18.07%	12.26%	9.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.0	91.0	95.5	103.0	101.0	100.0
存货周转天数	58.6	75.0	81.6	83.0	84.0	86.0
应付账款周转天数	104.1	106.2	103.4	109.0	107.0	105.0
固定资产周转天数	250.8	208.4	250.0	234.1	210.8	190.9
偿债能力						
净负债/股东权益	22.40%	22.18%	27.19%	28.41%	20.52%	10.34%
EBIT利息保障倍数	7.0	10.3	10.4	7.0	6.8	9.6
资产负债率	53.41%	53.24%	54.86%	55.92%	54.88%	52.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-05-05	买入	25.35	35.70～35.70
2	2019-08-30	买入	21.63	29.70～29.70
3	2019-09-04	买入	22.10	N/A
4	2019-10-25	买入	21.92	34.70～34.70
5	2020-05-05	买入	24.90	N/A
6	2020-08-31	买入	34.56	N/A

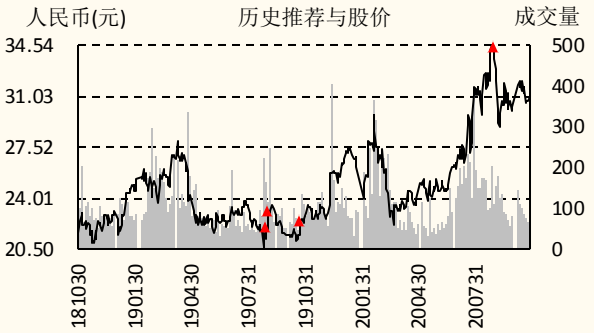
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH