新能源与汽车研究部

# 正泰电器 (601877.SH) 买入（维持评级）

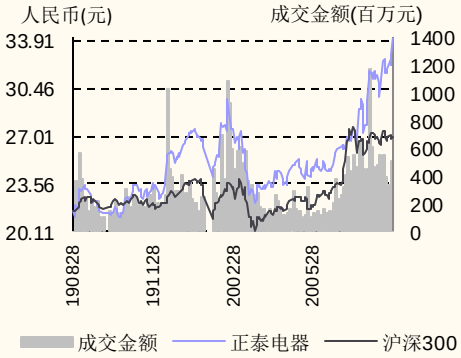
公司点评

市场价格（人民币）：34.56 元

## 低压将持续回暖，户用光伏份额超 30%

**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) | 733.79 |
| 年内股价最高最低(元) | 34.13/27.79 |
| 沪深 300 指数 | 4731 |
| 上证指数 | 3350 |




**相关报告**

1.《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

2.《正泰电器三季报点评-低压营收环比明显提速，光伏业绩维持强势》，2019.10.25

3.《正泰电器股份回购预案点评-推出史上最大规模回购预案，彰显发展...》，2019.9.4

4.《正泰电器点评-低压板块阶段性承压，光伏业务超预期》，2019.8.30

*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 | 2.790 |
| 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 | 17.31 | 15.04 | 12.39 |
| 净利润增长率(%) | 26.47% | 4.74% | 14.09% | 15.13% | 21.41% |
| 净资产收益率(%) | 16.59% | 15.53% | 15.43% | 15.50% | 16.27% |
| 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 年中期报告，营收和归母净利润分别为 146.1 亿元、18.1 亿元，同比分别增长 1.3%、1.5%。

**经营分析：**

- **Q2 低压电器业务明显反转，整体业绩符合预期。**受疫情影响，公司 Q1 低压营收下滑 20-30%，随着全社会大规模复工复产以及地产竣工加速，Q2 该业务明显回暖，单季度低压营收增长 17%左右，利润增长达到 20%左右。光伏版块 Q2 营收和归母净利润则延续了 Q1 趋势，营收、业绩整体保持 10-15%增长水平。H1 公司毛利率为 31.33%，其中 Q2 达到了 33.56%，创出近几年新高水准且有望维持，我们认为①和 Q2 铜等大宗商品价跌有关，②来自于低压行业客户营收占比提升，③自动化升级带来的降本增效。
- **低压业务下半年将继续大幅改善，行业直销市场和海外市场持续引领。**Q3 工业 PMI 指数、工业企业利润总额等数据持续回暖，地产加速竣工，以及新能源、电力、轨交、传统基础设施等新老基建快速发力，全年行业增速有望走出明显的“前低后高”趋势。公司低压明确三大战略：**①渠道和生态建设：**公司正积极打造三级分销网络并加强渠道生态构建，聚焦潜力较大地区重点拓展，目前已经布局 475 家一级代理商，5000 余家二级分销商，实现渠道网络全覆盖，此外公司积极引导和支持经销商开拓终端客户类业务，布局 15 家品牌体验馆、381 个品牌形象店、32 家电气工业超市等提升品牌形象，助力插排、墙壁开关等建筑电气产品推广。**②行业直销客户：**公司不断充实直销团队架构和人员规模，在电力、地产、通信、OEM 等领域不断加快新产品开拓和重点开发工作，目前已签约一批标杆客户。**③全球化：**公司通过新加坡、埃及等国际供应链协作保供应，极大地提升了客户粘性和满意度，并加强新能源、建筑等行业大客户开发力度，上半年实现逆势增长。
- **加强智能制造和创新产品研发。**重点推进小型断路器、塑壳断路器、框架断路器、交流接触器、继电器等数字化车间建设以推进效率提升。同时积极研发 5G 1U 断路器和电力物联网断路器等创新产品，助力行业直销拓展。
- **户用份额提升至 30%，销售业务占比逐步提升。**公司户用光伏凭借巨大的渠道优势以及光伏、电气产品一体化优势，占据了国内 30%以上份额，半年新增户用装机 600MW，全年预计新增装机可达 2GW 左右。

**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 | -1,892 |
| *%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 | 7,236 |
| *%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 | 7,145 |
| *营业利润率* | 14.4% | 15.5% | 15.0% | 14.2% | 13.7% | 14.4% |
| 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 | 7,155 |
| *利润率* | 14.5% | 15.5% | 14.9% | 14.2% | 13.7% | 14.4% |
| 所得税 | -399 | -481 | -541 | -656 | -753 | -916 |
| *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 | 6,239 |
| 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** | **5,999** |
| *净利率* | 12.1% | 13.1% | 12.4% | 11.8% | 11.4% | 12.1% |

**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 | 6,239 |
| 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 | 278 |
| 营运资金变动 | -1,877 | -2,142 | -608 | -1,207 | -875 | -1,198 |
| **经营活动现金净流** | **2,568** | **2,900** | **4,825** | **5,215** | **6,836** | **7,690** |
| 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 | 619 |
| 债权募资 | 139 | 2,028 | 1,598 | 3,430 | 320 | -1,308 |
| 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** | **-3,238** |
| **现金净流量** | **3,011** | **-539** | **-568** | **1,635** | **1,620** | **1,423** |

**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 | 10,490 |
| 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 | 42,719 |
| *%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** | **80,196** |
| 短期借款 | 2,947 | 4,390 | 3,369 | 3,947 | 3,697 | 2,099 |
| 应付款项 | 8,860 | 11,270 | 13,912 | 15,728 | 18,606 | 21,112 |
| 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 | 26,830 |
| 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** | **41,894** |
| **普通股股东权益** | **19,986** | **21,649** | **24,221** | **27,820** | **31,875** | **36,880** |
| 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 | 21,064 |
| 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** | **80,196** |

**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 | 2.790 |
| 每股净资产 | 9.290 | 10.063 | 11.259 | 12.932 | 14.817 | 17.143 |
| 每股经营现金净流 | 1.193 | 1.348 | 2.243 | 2.424 | 3.178 | 3.575 |
| 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% | 16.27% |
| 总资产收益率 | 6.43% | 7.55% | 6.81% | 6.58% | 6.74% | 7.48% |
| 投入资本收益率 | 9.61% | 10.71% | 10.30% | 10.03% | 11.01% | 11.92% |
| **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% | 16.99% |
| 净利润增长率 | 29.98% | 26.47% | 4.74% | 14.09% | 15.13% | 21.41% |
| 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% | 10.32% |
| 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% | 52.24% |

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

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。

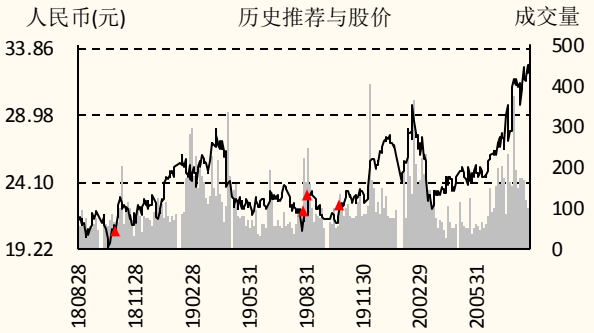
最终评分与平均投资建议对照：

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

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 2018-10-29 | 买入 | 21.89 | N/A |
| 2 | 2019-05-05 | 买入 | 25.35 | 35.70～35.70 |
| 3 | 2019-08-30 | 买入 | 21.63 | 29.70～29.70 |
| 4 | 2019-09-04 | 买入 | 22.10 | N/A |
| 5 | 2019-10-25 | 买入 | 21.92 | 34.70～34.70 |
| 6 | 2020-05-05 | 买入 | 24.90 | N/A |

来源：国金证券研究所




**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