

强烈推荐-A (维持)

正泰电器 601877.SH

目标估值: 24-27 元

当前股价: 20.86 元

2017 年 04 月 24 日

基础数据

上证综指	3173
总股本(万股)	213447
已上市流通股(万股)	132398
总市值(亿元)	445
流通市值(亿元)	276
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	52.7%
主要股东	正泰集团股份有限公司
主要股东持股比例	46.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-6	14
相对表现	4	-11	4

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《正泰电器(601877)——低压电器业务平稳, 新领域的储备与整合有望加快》2016-08-15
- 2、《正泰电器(601877)——低压电器业务企稳, 新领域的扩张与整合加快》2016-04-24
- 3、《正泰电器(601877)——进入转型与扩张期》2015-08-19

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

低压电器开始恢复, 新能源发电运营与制造完成注入

公司发布 2016 年报与 2017 年 1 季报: 2016 年收入 201.6 亿元, 同比增长 16.4%; 归上净利润 21.85 亿元, 同比增长 22.2%, 公司拟每 10 股配现金红利 3 元。2017 年 1 季度实现收入 39.81 亿元, 同比增长 3.4%, 归上利润 3.59 亿元, 同比增长 11%, 公司年报、一季报符合市场预期。光伏发电运营、组件业务在 2016 年 12 月已完成资产注入成为公司新主业之一, 也导致公司负债结构变化较大。公司的低压电器业务开始恢复, 2016 年实现收入增长 7.2%, 预计 2017 年低压电器利润增长有望超过 15%。公司的主营业务有较强的竞争力和品牌影响, 光伏运营也有望持续好转, 但光伏组件等制造业务还需要观察。

- 业绩符合预期: 公司新能源业务 2016 年 12 月完成收购并全年并表, 同时追溯调整 2015 年财报。2016 年并表收入增长 16.4%, 其中, 低压电器增长 7%; 2016 年归上利润增长 22.2%。正泰新能源开发 2016 年 12 月完成并表的少数股东损益约 2.9 亿元, 剔除该部分影响, 公司 2016 年并表利润增速超过 35%。2017 年 1 季度利润增长 11%, 其中, 预计低压电器的利润增速超过 15%, 光伏运营有所好转, 但光伏组件盈利同比下降影响了并表业绩。
- 低压电器将继续复苏, 光伏运营在好转, 但光伏组件可能波动较大: 中游制造业复苏, 公司低压电器也将持续恢复, 预计 2017 年有望实现 12-15% 以上的利润增长。光伏运营业务的发电时间有所好转并将继续好转, 但光伏组件盈利情况可能波动较大, 其盈利能力还需要观察。公司海外收入比例从 8% 提高到 23%, 未来可能继续加大“一带一路”区域的投入与布局。
- 制造扩张减速, 光伏运营还在投入期; 公司还需要探索适应新领域的管理机制: 公司制造业扩张基本完成, 但新能源运营还在投入期, 在建工程项目的规模较大, 目前公司负债率达到 60%, 未来资产可能还有所变重。公司在控制新领域的投入在加强, 近几年在电池材料、储能领域加大投资和整合。但新领域的成功, 不仅是产品的成功, 也更需要研发、销售等整个管理与运营体系的支撑, 公司在新领域的管理机制可能还需要调整和优化。
- 公司评级: 维持审慎推荐评级, 调整目标价为 24-27 元。

财务数据与估值 (不考虑配股)

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	17326	20165	23853	27748	32278
同比增长	36%	16%	18%	16%	16%
营业利润(百万元)	2235	2877	3412	4068	4851
同比增长	-3%	29%	19%	19%	19%
净利润(百万元)	1787	2185	2860	3383	4009
同比增长	-2%	22%	31%	18%	18%
每股收益(元)	0.84	1.02	1.34	1.59	1.88
PE	24.9	20.4	15.6	13.2	11.1
PB	4.6	3.3	2.7	2.3	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

1、公司业绩符合预期

年报、一季报要点：公司 2016 年 12 月完成光伏资产（正泰新能源开发公司）收购，正泰新能源开发与上市为同一实际控制人正泰集团控股企业，因此正泰新能源公司 2016 年全年并表，同时，上市公司对 2015 年财报进行追溯调整。

并表并调整后，2016 年收入 201.6 亿元，同比增长 16.4%；归上净利润 21.85 亿元，同比增长 22.2%。公司 2017 年 1 季度实现收入 39.81 亿元，同比增长 3.4%，归上利润 3.59 亿元，同比增长 11%。公司 2016 年年报、2017 年一季报符合市场预期。

如果不考虑光伏业务影响，2016 年上市公司原主营业务，同比收入增长估计在 6%左右，归上净利润增长基本持平。

另外，上市公司管理费用、销售费用、财务费用率指标变化较大，主要影响是新能源公司并表影响，另外公司 2016 年偿还债券后利息支出下降。

并表时间导致少数股东损益影响较大，继而影响归上利润：公司光伏资产收购与配套融资在 2016 年 12 月 8 日获得证监会核准批复，由于正泰新能源与上市公司为同一实际控制人控股，因此正泰新能源去年并表；而非上市公司实际控制人部分的股权，2016 年 12 月份之前需要计算少数股东损益，正泰新能源 2016 年计算的少数股东损益约 2.9 亿元，对上市公司业绩影响较大。

剔除正泰新能源少数股东权益影响（全口径并表不计少数股东损益），上市公司 2016 年归上利润近 24.8 亿元，同比增速约 36.5%。

分红情况：公司年报拟每 10 股配现金红利 3 元，公司 2016 年中报也每 10 股配现金红利 3 元(含税)，2016 年分红比例约 47%（如果剔除少数股东损益该比例会略低一些），分红比例仍然较高，股息率仍接近 3%。

分项业务情况：公司 2016 年收入构成中，原低压电器等业务增长 7%左右，光伏业务增长 38.6%左右；公司 2016 年综合毛利率 29.9%，下降 0.7 个百分点。主要系低压电器传统业务因原材料涨价，毛利率下降 1.8 个百分点所致。

表 1：公司业务与利润分拆估算

百万元	2015	2016	同比增幅 (%)
并表收入	17,325.6	20,164.5	16.4
光伏板块收入	5,514.2	7,641.5	38.6
原业务收入	11,811.4	12,523.0	6.0
并表利润	1,787.2	2,184.8	22.2
光伏板块利润	65.7	771.5	1073.7
正泰新能源少数股东损益	26.8	292.2	990.6
剔除少数股东损益影响的归上利润	1,814.0	2,476.9	36.5
原业务利润	1,748.3	1,705.4	(2.6)

资料来源：公司数据，招商证券

表 2：业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)	2016Q1	2017Q1	同比变动 (%)
营业收入	17325.6	20164.5	16.39	3850.9	3981.0	3.4
销售税金	(101.5)	(141.0)	38.92	(17.0)	(39.3)	131.0
营业成本	(12022.4)	(14133.4)	17.56	(2834.8)	(2850.7)	0.6
毛利润	5201.8	5890.2	13.23	999.0	1090.9	9.2
销售费用	(1050.5)	(1012.3)	(3.64)	(190.3)	(238.1)	25.1
管理费用	(1494.1)	(1599.4)	7.05	(311.9)	(331.0)	6.1

(人民币, 百万)	2015年	2016年	同比变动 (%)	2016Q1	2017Q1	同比变动 (%)
经营利润	2657.2	3278.5	23.38	496.8	521.8	5.0
资产减值损失	(102.1)	(143.9)	40.98	1.8	(14.4)	(881.6)
公允价值变动	0.0	0.0		0.0	0.0	
财务费用	(531.4)	(415.7)	(21.78)	(131.9)	(116.5)	(11.6)
投资收益	211.8	158.3	(25.25)	20.2	40.0	98.0
营业外收入	98.4	206.4	109.83	23.4	32.1	37.0
营业外支出	(36.7)	(48.4)	31.85	(8.1)	(1.5)	(81.8)
利润总额	2297.1	3035.1	32.13	402.4	461.6	14.7
所得税	(355.5)	(417.2)	17.34	(64.5)	(75.2)	16.7
税后净利润	1941.6	2617.9	34.84	337.9	386.3	14.3
少数股东权益	(154.4)	(433.2)	180.60	(13.6)	(27.0)	98.9
归上净利润	1787.2	2184.8	22.24	324.3	359.3	10.8
主要比率 (%)			百分点			百分点
			变动			变动
毛利率	30.6	29.9	(0.70)	26.4	28.4	2.0
销售费用率	6.1	5.0	(1.04)	4.9	6.0	1.0
管理费用率	8.6	7.9	(0.69)	8.1	8.3	0.2
财务费用率	3.1	2.1	(1.01)	3.4	2.9	(0.5)
经营利润率	15.3	16.3	0.92	12.9	13.1	0.2
税后净利率	11.2	13.0	1.78	8.8	9.7	0.9
所得税率	15.5	13.7	(1.73)	16.0	16.3	0.3

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 3: 分项业务情况

	2013	2014	2015	2016	同比增长 (%)
总收入	11,956.51	12,767.23	17,325.60	20,164.55	16.39
终端电器	3,314.27	3,572.10	3,336.50	3,653.32	9.50
配电电器	3,256.31	3,504.12	2,980.45	3,245.44	8.89
控制电器	2,083.72	2,107.49	1,794.72	1,893.91	5.53
仪器仪表	1,136.91	1,150.46	1,094.19	1,244.15	13.71
建筑电器	748.23	950.07	986.40	1,059.18	7.38
电子电器	468.25	510.29	862.38	479.19	(44.43)
电源电器	496.58	482.12	416.50	432.30	3.79
控制系统	233.77	255.58	235.93	313.88	33.04
其他业务	218.46	235.01	319.39	400.28	25.33
光伏电池组件			3,846.82	4,728.51	22.92
光伏电站 EPC			802.66	1,603.56	99.78
光伏电站运营			792.48	1,110.82	40.17
					变动幅度
综合毛利率	31.60	33.19	30.60	29.91	(0.69)
终端电器	28.05	29.63	31.39	29.93	(1.46)
配电电器	33.83	35.55	38.26	35.87	(2.39)
控制电器	32.22	34.87	38.96	35.79	(3.17)
仪器仪表	32.82	30.80	31.49	30.85	(0.64)
建筑电器	37.53	39.49	37.73	37.90	0.17
电子电器	16.36	26.64	31.67	33.32	1.65
电源电器	35.19	36.83	34.25	33.46	(0.79)
控制系统	49.41	37.48	36.37	29.40	(6.97)
其他业务	24.81	25.11	27.01	42.87	15.86

	2013	2014	2015	2016	同比增长 (%)
光伏电池组件			16.25	17.55	1.30
光伏电站 EPC			15.16	20.02	4.86
光伏电站运营			49.69	53.26	3.57

资料来源：公司数据，招商证券

表 4：分红数据（每年的中报、年报数据合计计算，含税）

	每 10 股派息 (百万元)	每 10 股转 增数 (股)	现金分红额 (百 万元)	归母净利润	分红比率 (%)
2016	6		1,036.17	2,184.76	47.43
2015	8		1,051.93	1,787.20	58.86
2014	8	3	807.57	1,793.44	45.03
2013	10		1,006.81	1,541.74	65.30
2012	8.9		894.45	1,261.57	70.90

资料来源：公司数据，招商证券

2、盈利质量仍然很高，传统主营开始企稳恢复

仍然是现金机器：报告期内，公司销售回款与收入比、经营性现金净额与税后利润比都为继续提升，分别达到 106%、187%；同期，赊销比 27.6%，继续下降。公司造现能力与自由现金总体仍然维持在优秀水平。

保持比较高的运营效率：公司过去资产结构一直比较轻，为典型的“哑铃式”模式。但光伏注入后，公司总体资产结构变重，收益率水平也有所下降。前几年公司 ROE 在 25-32% 之间，2016 年公司 ROE 下降为 21.8%，主要就是光伏板块并表后的影响。

经营指标有所恢复，主营将企稳：公司传统低压电器业务开始恢复，2016 年收入增速 6-7%，在中游制造回暖的环境下，公司低压电器主业预计持续复苏。光伏业务方面光伏运营业务发电小时数在回复预计将持续回复，但光伏制造业务的盈利情况可能有一定波动。总体来看，公司经营还比较健康，总体经营会上，考虑到少数股东损益财务核算的影响，归上利润增长会更高一些。

表 5：经营指标分析

(%)	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
赊销比	22.9	33.9	34.0	36.2	27.6	(8.7)
存货营收占比	9.3	9.6	10.0	14.2	10.1	(4.1)
商品劳务获现金营收比	115	104	115	100.	106.3	5.7
经营现金流后净利润比	181	37.7	119	183.	187.1	3.7

资料来源：公司数据，招商证券

表 6：经营指标分析

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
员工数 (人)	10331	11286	13352	18026	18254	17082	18098
薪酬开支 (百万元)	746.1	1162.7	1290.5	1368.3	1277.2	1775.2	2055.1
人均产值 (万元)	63.5	89.9	86.9	76.2	70.4	98.1	114.6
人均薪酬 (万元)				8.7	7.0	10.0	11.7
薪酬收入比 (%)	11.77	11.96	12.06	11.44	10.00	10.25	10.19

资料来源：公司数据，招商证券

表 7：公司经营指标分析 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	18.8	27.6	31.5	32.5	27.4	21.8
ROA	12.6	15.3	16.2	17.0	15.4	11.0
ROIC	16.0	20.3	22.9	24.4	21.5	12.3

资料来源：公司数据，招商证券

表 8：经营指标分析

百万元	2014	2015	2016	同比 (%)	2016 Q1	2017 Q2	同比 (%)
预付款	42.6	380.0	585.9	54.2			
预收款	123.0	228.9	178.2	(22.1)			
存货	1,277.	2,464.	2,044.9	(17.0)			
经营购买支出	9,173	10,285	12,751	24	2,650.8	3,100.1	16.9
调整后经营购买支出	9,244	12,976	13,822	7			

资料来源：公司数据，招商证券

3、光伏业务成为新主营

已完成光伏资产收购与配套融资：公司 2015 年披露拟收购同一控制控制下的正泰新能源开发 100% 股权，并配套 43.6 亿元股权融资。2016 年 12 月，公司已经完成新能源业务并购与配套融资。

光伏业务对上市公司影响较大：光伏资产注入后，上市公司利润表、资产负债结构变化都比较大。利润方面，光伏产生了较大的收入、利润贡献。公司 2016 年海外业务占比从 8% 提高到 23%，主要也是光伏业务的贡献。同时，光伏运营等业务也大幅提高了公司的负债率水平。

光伏运营发电小时数开始好转，但公司光伏制造业业务有待观察：公司目前光伏并网电站超过 1.5GW，另外有近 700MW 电池与 1.5GW 左右的组件业务。公司电站多分布在国内的甘肃、浙江地区。随着特高压送出、新能源路条限制，预计公司未来发电小时情况有望持续好转。

公司的光伏组件制造中，300MW 在德国，东南亚的马来西亚、泰国也有较大的制造规模，但盈利情况还需要视国内外行业的价格、政策情况来看。

表 9：正泰新能源公司财报与业绩承诺 (百万元)

	2014	2015	2016	2016 年承诺	2017 年承诺	2018 年承诺
收入	3,822.79	5,514.2	7,641.5			
净利润	(73.98)	65.7	771.5	701.01	804.82	900.06

资料来源：公司数据，招商证券

表 10：入电站资产情况

	2013	2014	2015	2016
并网容量 (MW)	779.81	779.81	1,342	1,547
其中：国内	671.21	671.21	-	1,460
海外	108.6	108.6	-	87
期间上网电量 (万度)	57,766.0	57,766.0	-	-
其中：国内	46,511.0	46,511.0	-	139,144

	2013	2014	2015	2016
海外	11,255.0	11,255.0	-	-

资料来源：公司数据，招商证券

表 11：公司光伏制造资产情况

MW	2013	2014	2016
电池产能	600	600	678.9
组件产能	973.1	1,297.40	1,510
组件产量	860.48	960.15	-
外销量	433.37	644.8	-
自用量	463.97	293.89	-
外购量	14.44	67.28	-

资料来源：公司数据，招商证券

表 12 公司负债率情况

	2012	2013	2014	2015	2016
负债率 (%)	49.1	48.8	47.2	41.3	60.2
短期借款 (百万元)	210.2	285.5	236.9	30.0	3245.9
长期借款 (百万元)		72.2	82.9	54.6	7620.6
短融 (百万元)					103.1
一年到期非流动负债 (百万元)			0.0	1392.9	991.8
应付票据及账款 (百万元)	1825.9	2197.7	2269.1	1793.8	6030.9
带息负债 (百万元)	210.2	357.7	319.9	1477.6	11961.4

资料来源：公司数据，招商证券

表 13：公司光伏资产情况

	装机容量 (MW)	结算电量 (万度)	上网电价 (元/度)	电费收入 (百万元)	营业利润 (百万元)
集中式：					
甘肃	605	61,221.50	0.85	442.65	(20.58)
浙江	259	21,571.65	1.09	201.63	88.14
江苏	5	607.17	1.15	5.97	3.42
江西	20	172.62	1.03	1.52	(0.86)
内蒙	30	2,421.46	0.92	18.96	11.79
宁夏	80	11,229.80	0.98	93.62	14.84
青海	70	9,684.79	1.03	85.15	16.42
山西	50	3,842.74	0.92	30.13	16.68
西藏	10	1,866.37	1.15	18.39	10.87
新疆	40	3,699.74	0.85	26.95	2.50
分布式：					
广东	7.41	653.33	1.02	5.72	3.31
江苏	13.98	1,160.42	1.05	10.44	6.26
陕西	2.91	4.60	1.00	0.04	0.03
浙江	266.82	21,008.22	0.91	16,258.56	4,911.19

资料来源：公司数据，招商证券

4、在新领域的与储备扩张可能加速

公司过去一个阶段，依靠精益化管理、产品的扩充，取得了优异的表现。由于公司在中端市场的占有率已经达到比较高的市场占有率，原有主要产品均已获得较好的市场地位。

公司近几年减少在传统制造方面的投入，重心转向新领域与新业务，并开始在并购整合上都有积极的探索与准备，近两年在上游材料等领域的小型并购整合比较多，预计后续可能在海外市场、新材料领域继续加大投入。

表 24：公司近几年并购整合情况统计

	公司	主营	备注
2012	上海新华	DCS 控制系统	
	上海电科电器	低压电器研发等	
	建筑电器	建筑用低压电器	收购集团业务
	仪器仪表	仪器仪表	收购集团业务
	正泰小额贷款	小额贷款	收购集团业务
2014	上海新池能源科技	电池技术，石墨烯	1012.5 万元收购 80% 股权
2015	江苏绿城信息	电动车充电设备、	诺雅克以 1512 万元获 18% 股权
	浙江达人环保	污水处理	投资公司 1095 万元获得 8% 股权
	浙江中控信息	智慧城市信息化	1.1 亿元获得 10% 股权
2016	上海新漫传感技术	晶体材料、核辐射	1.56 获得 51% 股权
	西班牙 Grabat Energy	石墨烯	获得 25% 股权

资料来源：公司数据，招商证券

还需要探索适应新领域的管理机制与经营体制：公司过去在高端直销品牌、系统控制领域尝试过整合，并专门设立和整合了一些子公司。例如设立的专业子公司诺雅克，定位在高端 B2B 器件领域；收购整合的上海新华，主要业务为控制系统。

在过去一个不短的时期中，这些子公司在规模、行业竞争地位上得以保持，但暂时还没有体现出特别的整合效果。一方面，与下游行业需求变化有关，另一方面，新领域的整合，也需要有相应的管理与经营体制的调整。**新产品与新领域的成功，不仅仅是具体到某个产品的成功，更加需要激励与管理机制，研发、销售与服务体制的配套和适应。**

如高端的低压电器业务，在 B2B 的领域，新品牌的建立都是聚焦在细分行业和标杆客户，加以时间的积累才获得的成功。这一业态与公司原有的分销模式有比较大的区别，主要竞争对手在技术、工艺、客户推广的开支与投入上是分销模式是不同的，针对标杆客户的研发、销售、服务的配同作战模式也不同。

而系统控制领域的管理与激励模式可能区别更大，这些领域主要是无形资产驱动的业务，应该有与硬件制造、研发截然不同的管理与激励机制。

公司有较好的管理体系，也有领先的产业效率和经营能力，对产业发展趋势也有较好的把握，已经在一些新领域进行了前瞻的探索和布局，未来有望获得突破。

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14386	16580	19566	22551	25587
现金	2711	3675	5153	5970	6919
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1502	1826	2817	2731	3304
应收款项	4778	5555	5229	6760	7779
其它应收款	209	329	389	452	526
存货	2465	2045	2719	3266	3556
其他	2721	3151	3259	3372	3504
非流动资产	15801	18776	21055	24189	25749
长期股权投资	399	606	606	606	606
固定资产	10263	13458	18608	21812	23432
无形资产	342	530	477	430	387
其他	4798	4181	1363	1341	1324
资产总计	30187	35356	40620	46740	51336
流动负债	10707	12285	15925	19764	21164
短期借款	1678	3246	6761	9353	9331
应付账款	3343	4169	4943	5746	6682
预收账款	229	178	211	246	286
其他	5458	4692	4009	4420	4866
长期负债	7499	9017	9017	9017	9017
长期借款	6683	7621	7621	7621	7621
其他	816	1396	1396	1396	1396
负债合计	18206	21301	24942	28781	30181
股本	1315	1882	2134	2134	2134
资本公积金	5097	6658	6658	6658	6658
留存收益	3304	4840	7597	10898	14803
少数股东权益	2265	674	(712)	(1731)	(2440)
归属于母公司所有者权益	9716	13380	16390	19691	23596
负债及权益合计	30187	35356	40620	46740	51336

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3561	4898	4235	4431	5353
净利润	1787	2185	2860	3383	4009
折旧摊销	215	865	1085	1234	1250
财务费用	625	542	593	643	673
投资收益	(212)	(158)	(170)	(200)	(250)
营运资金变动	986	432	(380)	(1028)	(709)
其它	160	1034	247	397	379
投资活动现金流	(5658)	(4261)	(5007)	(5679)	(3854)
资本支出	(4281)	(3822)	(3388)	(4384)	(2818)
其他投资	(1377)	(439)	(1619)	(1296)	(1036)
筹资活动现金流	1376	278	2250	2065	(549)
借款变动	(848)	(2110)	2524	2592	(22)
普通股增加	303	567	253	0	0
资本公积增加	2979	1562	0	0	0
股利分配	(44)	(57)	(103)	(83)	(104)
其他	(1014)	316	(423)	(443)	(423)
现金净增加额	(721)	915	1478	817	949

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17326	20165	23853	27748	32278
营业成本	12022	14133	16760	19480	22654
营业税金及附加	101	141	167	194	226
营业费用	1051	1012	1193	1387	1614
管理费用	1494	1599	1765	2053	2389
财务费用	531	416	593	643	673
资产减值损失	102	144	134	121	122
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	212	158	170	200	250
营业利润	2235	2877	3412	4068	4851
营业外收入	98	206	226	226	226
营业外支出	37	48	48	48	48
利润总额	2297	3035	3590	4246	5029
所得税	356	417	496	587	693
净利润	1942	2618	3094	3659	4336
少数股东损益	154	433	233	276	327
归属于母公司净利润	1787	2185	2860	3383	4009
EPS (元)	0.84	1.02	1.34	1.59	1.88

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	36%	16%	18%	16%	16%
营业利润	-3%	29%	19%	19%	19%
净利润	-2%	22%	31%	18%	18%
获利能力					
毛利率	30.6%	29.9%	29.7%	29.8%	29.8%
净利率	10.3%	10.8%	12.0%	12.2%	12.4%
ROE	18.4%	16.3%	17.5%	17.2%	17.0%
ROIC	10.2%	10.9%	11.4%	11.5%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	60.2%	61.4%	61.6%	58.8%
净负债比率	34.6%	33.5%	35.4%	36.3%	33.0%
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.2
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	6.4	6.3	7.0	6.5	6.6
应收帐款周转率	5.1	3.9	4.4	4.6	4.4
应付帐款周转率	4.3	3.8	3.7	3.6	3.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.84	1.02	1.34	1.59	1.88
每股经营现金	1.67	2.29	1.98	2.08	2.51
每股净资产	4.55	6.27	7.68	9.23	11.05
每股股利	0.01	0.05	0.04	0.05	0.07
估值比率					
PE	24.9	20.4	15.6	13.2	11.1
PB	4.6	3.3	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	24.6	17.8	14.3	12.2	10.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

游毅：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。