

正泰电器 (601877)

经营层面下游复苏上游见顶 全球化、并购整合、智能制造三大战略 买入 (维持)

2017年4月24日

证券分析师 曾朵红
执业资格证书号码: S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

研究助理 汪林森
010-66573527:
wangls@dwzq.com

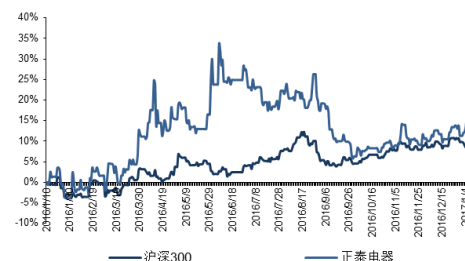
投资要点

■ 2016年营收201.64亿元,同比增加16.39%,归母净利润21.84亿元(有3个多亿新能源利润没有并表,算在少数股东权益里),同比增长22.24%。同时公司发布一季报,营收39.80亿元,同比增加3.38%,归母净利润3.59亿元,同比增长10.79%。公司发布2016年年度报告,报告期内公司实现营业收入201.64亿元,同比增加16.39%;实现归属母公司净利润21.84亿元,同比增长22.24%,其中由于正泰新能源开发子公司在注入之前大股东持股比例为61.97%,16年新能源开发子公司净利润7.72亿元,所以有3个亿的利润是计算在少数股东权利内,18年新能源开发子公司全年100%权益并表,所以16年公司真实的归母净利润在25亿元左右,公司净利润略超市场和我们的预期。同时一季度公司营收39.8亿元,同比增长3.38%,归母净利润3.59亿元,同比增长10.79%。

■ 低压电器作为固定资产整体的后周期,年报受铜价上涨影响表现平平,一季报开始复苏。年报中低压电器营收123亿元,同比上涨7.22,同时毛利33.41%,下降1.85个百分点,同时净利润21.84亿中,低压电器占17.22亿,同比去年17.43亿略有下降。一季报受益于固定资产投资复苏和铜价的平稳,低压电器板块营收增速13-14%,利润增速15-20%。低压主要的市场规模整体在700亿左右的市场,整体增速滞后于固定资产投资,12-13年基本每年保持10%的增速,主要是受益于固定资产投资09年的4万亿的大爆发;15年行业整体下滑,主要原因是固定资产投资的增速下台阶,14年开始在房地产和制造业的拖累下,固定资产整体增速从20%跌至10%;目前固定资产投资,在基建PPP的拉动+房地产复苏+制造业下滑止跌,整体固定资产投资增速有望回升,行业整体有望重回10%的增速平台,形成增速下有底的局面,低压电器行业作为固定资产投资的后期17年将会是业绩释放的一年。

■ 正泰电器在低压电器行业中已经是国内的龙头,行业处在上升期时营收增速远高于行业增速,目前和施耐德中国的市占率同样为15%-18%左右。目前正泰在低压电器行业中最大的护城河就是自己的品牌和自己销售渠道,这都是得益于正泰在低压电器方面的专注,反观竞争对手德力西后期进军房地产,在于正泰的竞争中丢掉了自己的份额。目前正泰已经是国内国产品牌毫无疑问的龙头,15年低压电器营收117亿,行业整体670亿元,整体市占率高达17.5%。未来我们判断低压电器的趋势就是国内公司不断侵蚀合资企业的市场份额。成本方面特别是人工费用的成本国产企业比合资品牌有着极大的优势;政策对于国产化

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.09
一年最低/最高价	21.44/18.72
市净率(倍)	2.2478
流通市值(百万)	25274.76

基础数据

每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	42.26%
总股本(百万股)	2,134.4695
流通A股(百万股)	1,323.9791

相关研究

1. 业绩符合预期,智能制造和新能源龙头企业 2016-10-24

的扶持，目前很多包括电网和开发商，在政府的指导下有意识的在低端领域选用国产品牌，中高端产品也是逐步加大采购力度的趋势；渠道方面正泰不仅在一级和二级城市，在三四线城市也已经弥补经销商。我们认为低压电器就像家电行业一样，属于中低端制造业，国产化替代一定是未来的趋势。

- **低压电器由于下游客户结构分散议价能力会强于中高压电器，当上游跌价时毛利改善非常明显。**另一方面东吴宏观认为：从环比看，3 月份 PPI 环比上涨 0.3%，涨幅较上月收窄 0.3 个百分点，涨幅连续 3 个月回落。3 月份以来，大宗商品价格出现分化，从 PMI 原材料购进价格指数和 PPIRM 环比来看，上游原材料价格涨幅逐渐趋缓，部分甚至呈现下降趋势。我们认为铜价见顶是大概率事件，历史上看这是一个 5 年一遇的周期性机遇，对于公司的毛利率会有持续的改善。
- **光伏板块 16 年略超预期，17 年开局略有下滑，配套融资到位保障电站开发。**光伏板块 16 年营收 74.43 亿元，同比增长 36.77%，毛利率 23.41%，同比增加 2.46 个百分点，实现净利润 7.7 亿。一季度同比光伏板块略有下滑，主要系新建的组件产能还在投入期。本次收购正泰新能源公司发行股份价格至 16.66 元/股。原股东业绩承诺正泰新能源开发 2016 年、2017 年、2018 年合并报表口径扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 70,101.00 万元，80,482.00 万元和 90,006.00 万元。同时配套融资 43.6 亿元，询价最终价格为 17.58 元/股。光伏板块中电站运营应该占比 60% 以上，17 年是特高压的落地年，很多项目的投产对于电站的限电会有边际的改善。一带一路发展的大环境下，海外的 EPC 和电站运营也会有比较大的投入。
- **股权激励授予限制性股票 1727 万股，授予价格 10.59 元/股。**本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量为 17273400 股，有效期 36 个月，授予价格 10.59 元/股。解锁条件为 17 年净利润 24 亿元，18 年 26 亿元，由于计算的 16 年基数较低（未考虑光伏并表的原因），此条件比较宽松。摊销成本 17 年 0.91 亿、18 年 0.76 亿、19 年 0.15 亿，合计 1.83 亿。授予范围包括刘时祯（40 万股）、王国荣（33.3 万股）、张智寰（33.3 万股）、郭喟俊（33.3 万股），以及中层 255 个人人员在内的 1587 万股。
- **正泰未来拟定了全球化战略、并购整合战略、智能制造战略三大方向。**浙江正泰新能源投资有限公司实际控制人为南存辉先生，其间接和直接持有上市公司股份合计约为 12.79 亿股，占总股本比例约为 60.00%。16 年正泰提出了 2025 新阶段的“12345”战略体系。即一个发展目标，围绕“一”个目标，坚持“二”个不动摇，实施“三”大战略，构建“四”大平台，打造“五”大产业群。正泰将围绕创世界名牌，圆工业强国梦的目标，努力将正泰打造成为“全球领先的智慧能源系统解决方案提供商”；坚持实业发展、创新驱动理念不动摇，坚持以人为本、价值分享文化不动摇；实施全球化战略、并购整合战略、智能制造战略；构建科技创新与产业孵化平台、工业与民用物联网平台、投融资与支付平台、线上与线下供应链物流平台；打造智能电气与高端装备、清洁能源与新材料、智能家居与传感技术、物联网与新一代移动技术、金融服务与现代物流。未来的看点：一带一路带来的全球化机遇+工业 4.0 带来的高端制造机遇。
- **盈利预测和估值：**我们预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 29.39 亿、34.03 亿、38.72 亿元，EPS 分别为 1.38/1.60/1.81 元，同比增长 17.8%/16.1%/13.7%（按照 16 年 24.92 亿元计算），考虑到公司的周期性带来的盈利改善，同时兼具新能源和智能制造的成长性，给与 2017 年 20 倍 PE，目标价 28 元，维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济增速下滑、房地产投资增速超预期下降；上游铜价继续攀升的风险；一带一路海外发展低于预期；公司在新业务上推进低于预期。

目录

1. 低压电器格局分化，受益于经济复苏.....	5
1.1. 低压电器和固定资产投资息息相关.....	5
1.2. 低压电器行业格局已分化明显.....	7
1.3. 低压电器比高压电器更受益于原材料的下跌.....	8
2. 公司深耕低压电器，打造世界品牌.....	9
2.1. 用加法把产业做强，用减法把企业做大.....	9
2.2. 历史上经济复苏+铜价下跌公司均有弹性.....	11
2.3. 低压电器和光伏开拓一带一路市场.....	13
3. 光伏资产注入增厚业绩.....	16
3.1. 正泰新能源 17 年开始业绩并表.....	16
3.2. 配套融资的具体方案.....	17
3.3. 上一轮资产注入圆满结束，开启新的经营周期.....	18
4. 投资建议及风险提示.....	19
4.1. 经营方便面的预测.....	19
4.2. 估值目前处于底部.....	20
4.3. 投资建议.....	20
4.4. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 低压电器产品功能划分.....	5
图表 2: 低压电器行业发展.....	5
图表 3: 以正泰电器的营收代表行业, 低压电器明显是固定资产投资的后周期.....	6
图表 4: 低压电器行业发展.....	7
图表 5: 以正泰为例毛利率与铜价的关系.....	8
图表 6: 变压器行业近年来行业整体毛利率的变化.....	8
图表 7: 正泰电器的低压电器下游进行拆分.....	9
图表 8: 公司营收情况.....	11
图表 9: 公司归母净利润情况.....	11
图表 10: 公司毛利率和净利率.....	12
图表 11: 公司费用情况.....	12
图表 12: 正泰电器 ROE 变化.....	12
图表 13: 本轮 PPI 见顶.....	13
图表 14: 正泰电器海外业务发展迅速.....	14
图表 15: 正泰全球布局.....	14
图表 16: 正泰一带一路成果.....	15
图表 17: 正泰新能源经营情况.....	16
图表 18: 正泰新能源运营电站分布.....	17
图表 19: 正泰收购资产配套募集资金用途.....	17
图表 20: 募集资金认购结果.....	18
图表 21: 资产注入+配套融资之后股权比例.....	18
图表 22: 公司财务三张表.....	21

1. 低压电器格局分化，受益于经济复苏

1.1. 低压电器和固定资产投资息息相关

低压主要是至 1000V 以下的电压等级，最多的应用电压等级一般包括民用的 220V 单相交流电和电机用三相 380V 交流电，基本应用于整个电网的最末梢环节。根据外界的信号和要求，手动或自动地接通、断开电路，以实现电路和终端家电的切换、控制和保护，其中各种切断电流的断路器主要功能是切断短路电流，接触器起到隔断和接通额定电流的作用，热继电器起到过载保护的作用，三大类设备用电路串联在一起形成对于电机或电路的保护和控制。

图表 1： 低压电器产品功能划分

	产品	功能
低压电器整体	1kV 一下的空气开关，用来保护和切断电流，根据电流的大小和功能的不同分为下面三种开关小型断路器、塑壳断路器和框架开关	工业电机保护：空气开关+接触器+热继电器 民用保护：空气开关+热继电器 其中空气开关是用来切断短路电流，接触器是用来控制额定电流切断，热继电器是过载保护。
终端短期	小型断路器（微型断路器）	一般用于民用建筑，主要开断 10A 的电流
配电电器	塑壳断路器	主要用于马达电机类供电，主要开断 10-400A 的电流
	框架开关	框架开关一般和控制系统共同作用，开断电流在 630-5000A
接触器	接触器	主要用来控制电机的开停，只能开断额定电流，通过发热线圈控制触点开合。

资料来源：低压电器行业年鉴、东吴证券研究所

低压主要的市场规模整体在 700 亿左右的市场，增速一般保持在略高于 GDP 的水平，12-13 年基本每年保持 10% 的增速，14 年增速略有下滑，主要是受益于固定资产投资 09 年的 4 万亿的大爆发；15 年行业整体下滑，主要原因是固定资产投资的增速下台阶，14 年开始在房地产和制造业的拖累下，固定资产整体增速从 20% 跌至 10%；**目前固定资产投资，在基建 PPP 的拉动+房地产复苏+制造业下滑止跌，整体固定资产投资增速有望回升，行业整体有望重回 10% 的增速平台，形成增速下有底的局面，低压电器作为固定资产投资的后期 17 年将会是业绩释放的一年。**

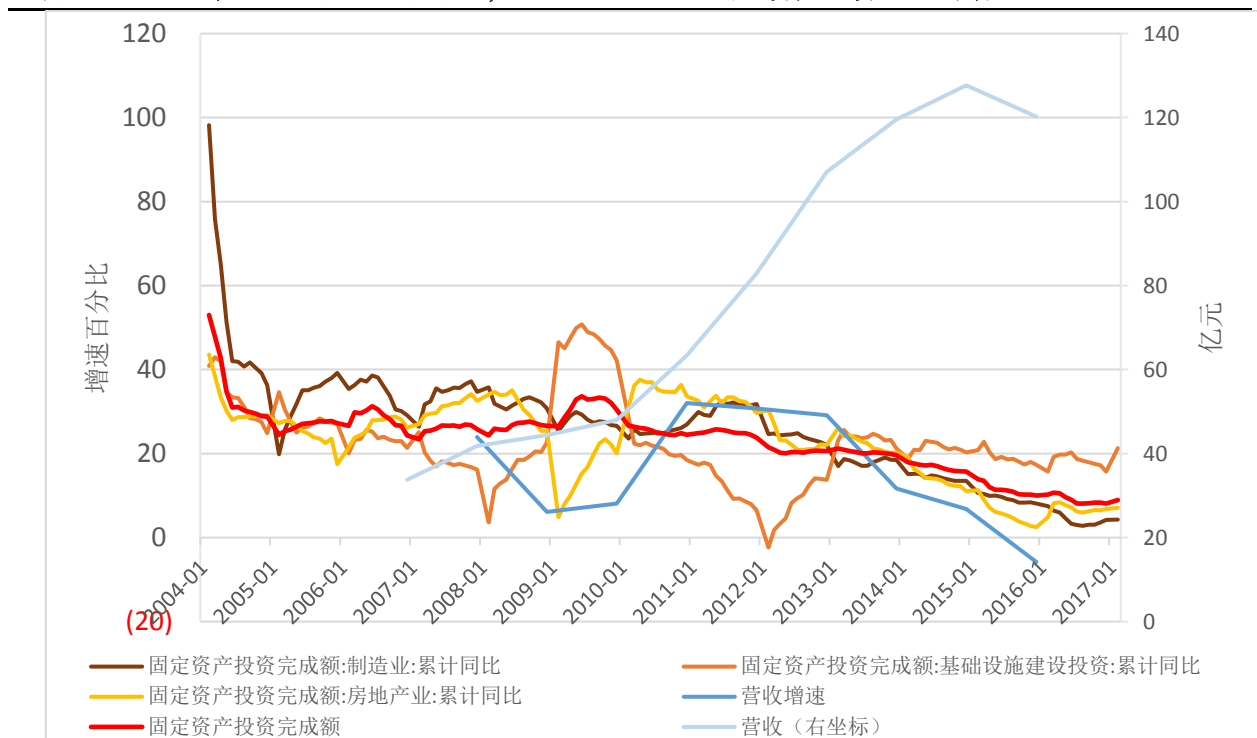
图表 2： 低压电器行业发展

	年份	2012	2013	2014	2015
行业增长数据	行业主营业务收入（亿元）	610	675	730	670
	同比增长	9.47%	10.65%	7.35%	-8.22%
	工业增加值（亿元）	146	160	172	165
	同比增长	4.29%	9.58%	7.50%	-4.07%

	利润总额 (亿元)	44	49	52	47
	同比增长	7.32%	11.36%	8.33%	-9.61%
	进口额 (亿元)	26.81	27.73	21.44	19.85
	同比增长	0.79%	3.43%	-22.68%	-7.42%
	出口额 (亿元)	28.28	30.16	29.19	28.99
	同比增长	10.04%	6.65%	-3.22%	-0.69%
低压电器 主要元器 件	万能式断路器/万台		101	108	102
	塑料外壳式断路器 (含漏电)/万台		5270	5600	5100
	小型断路器 (含漏电)/亿极		10	10.5	9.3
	接触器/万台		11800	12700	10800
	刀开关类/万台		1550	1670	1450
总产值 5000 万元 以上, 有 一定生产 规模的企 业进行了 排序	工业经济效益综合指数		2.42	2.52	2.48
	总资产贡献率		16.57%	17.13%	15.68%
	成本费用利润率		8.78%	9.98%	8.95%
	资本保值增值率		130.43	113.54%	112.84%
	资产负债率		56.52%	49.24%	47.15%
	流动资产周转率 (次)		2.12	1.86	1.71
	工业产品销售率		98.14%	97.11%	96.67%

资料来源: 低压电器行业年鉴、东吴证券研究所

图表 3: 以正泰电器的营收代表行业, 低压电器明显是固定资产投资的后周期



资料来源: Wind 资讯、东吴证券研究所

1.2. 低压电器行业格局已分化明显

低压电器行业是一个充分竞争、市场化程度较高的行业，目前形成了外商投资企业与国内本土企业共存的竞争格局。合资品牌，如施耐德，ABB，西门子等；国产一线，如正泰电器，德力西，常熟开关，良信，人民电器等；其余还会有一些区域性的企业，属于低端产能。

图表 4： 低压电器行业发展

	行业玩家	市场格局	定位市场
第一梯队	施耐德、 ABB、西门子	施耐德是合资品牌里面最大的，他在中国是以低压电器为主的战略，每年有近 100 亿的营收规模。 另有施耐德和德力西的合资公司，各自控股 50%，年营业额在 20 亿左右。 ABB 和西门子更多的是以终端设备的销售为主，比如变频器和中高压设备	中高端产品，更多应用于工业，比国内厂商的价格的售价在 50-100%。
第二梯队	正泰电器、德力西、常熟开关、人民电器、良信电器	正泰电器、德力西是国内最大的两家，其中正泰每年有 100 亿的规模， 德力西行业初期业绩一直压着正泰，后来慢慢被正泰反超，再后来多元化发展，做房地产，在国内龙头的竞争中逐渐弱势。 常熟开关和人民电器是国产中高端做的比较好的企业，主要受益于长三角一带的城市崛起。 良信电器 14 年刚刚上市，产品定位也是比较高端，在电信行业发展飞速，在 2015 年行业下滑的市场中，仍能保持增速。	国内厂商以前以中低端为主，目前的产品线越来越全，份额越来越大，售价上比合资品牌会有很大的竞争优势。
第三梯队	国内区域性设备厂	行业内大量的研发能力差、产品同质化、低价竞争的企业，主要受益于房地产觉得的低端产能。	主要是区域性的公司。

资料来源：低压电器年鉴、东吴证券研究所

我们通过草根调研对于行业的格局有下面几个判断：

- **国内公司不断侵蚀合资企业的市场份额。**成本方面目前几个合资品牌的产线都在国内，已经实现本土化的目标，从原材料的角度来说，合资品牌量大，也许采购的价格会更有竞争力，但是合资品牌最大的成本在于人员，包括生产和售后服务的费用，相对低端的产品国内和合资品牌能有一倍左右的价差；政策对于国产化的扶持，目前很多包括电网和开发商，在政府的指导下有意识的在低端领域选用国产品牌，中高端产品也是逐步加大采购力度的趋势。我们认为低压电器就像家电行业一样，属于中低端制造业，国产化替代一定是未来的趋势。
- **行业竞争壁垒是渠道和品牌。**渠道优势是国内品牌成长的关键因素，正泰和德力西最大的特点就是广铺销售网络，特别是重视二三线城市有实力的经销商，当地的经销商对于售后服务有

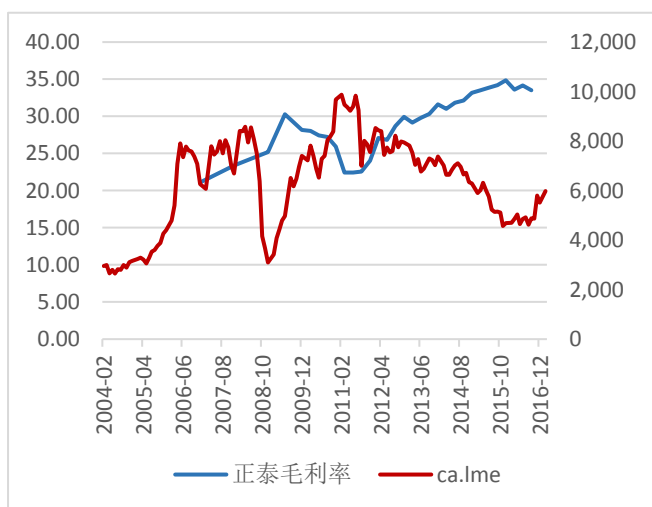
着最快速的反应，而很多合资品牌无法做到这一点，当地的迅速响应，会比原厂的反应快很多，对于客户的粘性和满意度提升起着关键作用，施耐德当初和德力西共同建立合资公司也是看中德力西的渠道优势。

- **房地产行业的衰落，导致低端产能逐步出清。**工业对于低压电器的质量要求是更高的，属于中高端的需求，而房地产行业是属于民用类，相对来说属于低端的需求，在中国的房地产大潮中，很多低端产能涌现出来，诞生了很多区域性质的企业，这些企业成本管理差，创新能力低，在房地产大潮退去后基本会退出市场，这对于龙头企业是抢占市场份额的好时机，同时低端产能对于价格的冲击也比较强。

1.3. 低压电器比高压电器更受益于原材料的下跌

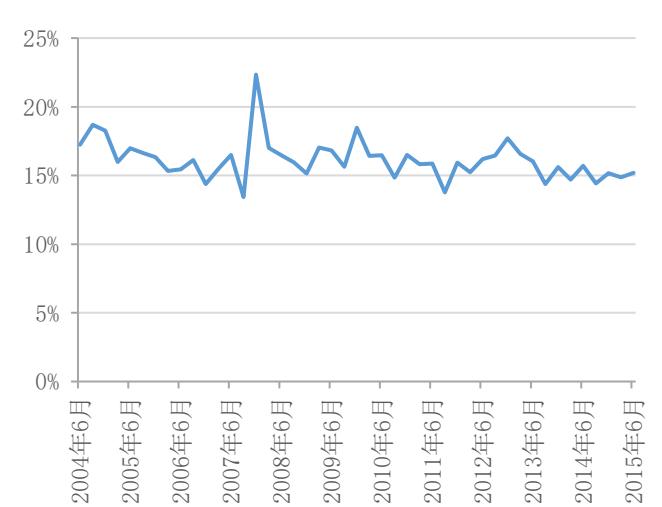
低压电器首先毛利要高于中高压电器，其次由于下游客户结构分散议价能力会强于中高压电器。铜的主要下游就是电力设备，变压器、电缆和低压电器，历史上对于上游原材料的反应大相径庭。以变压器为例，可以看到仅在 07 年底的时候有一个脉冲式的上涨，后面迅速被抹平，这主要是由于变压器行业下游主要是电网公司，是一个超级大的单一客户，供应商对于电网的议价能力很低，没有留存上游降价收益的能力。反观低压电器行业，行业的毛利相对于铜价来说有很明显的负相关性，而且铜价跌的时候，毛利上涨的弹性要远大于铜涨价时下跌的弹性，主要是是低压电器是一个分散的市场，同时单体价格也比较低，所以低压电器向下游议价的能力就很强，可以看到在本轮铜价上涨了 50% 的过程中，正泰的毛利只下滑了 2-3 个点。

图表 5：以正泰为例毛利率与铜价的关系



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 6：变压器行业近年来行业整体毛利率的变化



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 公司深耕低压电器，打造世界品牌

2.1. 用加法把产业做强，用减法把企业做大

“用加法把产业做强，用减法把企业做大。”这是南存辉董事长对于正泰电器 30 年发展的总结。正泰集团最早是做低压电器起家的，从低压开始起家，然后做到了高压，从原来的元器件做到成套，整个做的产品是跟电力，和我们所有的人生产生活都分不开的。从发电、输电、变电、配电、用电全产业链的设备，通过三十多年专业化的创业创新发展，把这一块都做齐了。现在一直做到了发电这一块，还做到了新能源，太阳能等新能源的电力。目前正泰是属于电力、新能源投资运营商。从正泰的转型升级的发展过程当中，正泰认为只有立足自己的实业，立足自己的主业，立足自己的行业，在这个领域中不断的创新，不断探索，用加法来做，来聚焦，有很多地方是值得去总结的。目前正泰在低压电器行业中最大的护城河就是自己的品牌和自己销售渠道，这都是得益于正泰在低压电器方面的专注，反观竞争对手德力西后期进军房地产，在于正泰的竞争中丢掉了自己的份额。目前正泰已经是国内国产品牌毫无疑问的龙头，15 年低压电器营收 117 亿，行业整体 670 亿元，整体市占率高达 17.5%。

图表 7：正泰电器的低压电器下游进行拆分

	2015 年	15 年 毛利率	应用下游	功能简介	产品样例
终端 电器	33.37	31%	工业用电单 位、民用建 筑	经过配电电器对电能的分配，终端电器进一步将电能传递到直接用电单位，如家庭、小型车间、楼层用电单位等，并实现对这些用电单位的电路过载、电路短路、漏电等方面的保护。因此，在低压用电系统中，终端电器处于配电电器的下游电路中。	 NXB-125小型断路器
配电 电器	29.8	38.30 %		配电电器主要用于电路的接通、分断和承载额定电流，能在线路和用电设备发生过载、短路、欠压的情况下对线路和用电设备进行可靠的保护。配电电器普遍连接于电网末端，通过电能的分配，将电能分别传递给下级各个分路，包括工业用电单位、民用建筑等。配电电器的故障往往会导致多条小型分路的断电，因此其可靠和稳定性显得比较重要。	 NXA系列万能断路器
控制 电器	17.95	39%		广泛应用于冶金、石化、电力、钢铁、机械制造、家用电器等各个领域。控制电器主要包括接触器、继电器、主令电器等。由于许多用电装置在开启时会	 NXC (120-630A) 系列交流...

			电器各个领域	产生很大的浪涌电流，如压缩机、电动机，需要控制电器对电路进行隔离、过载保护以及控制，因此在许多用电装置中都会配备控制电器。这些用电装置如空调、冰箱、汽车、地铁列车等等。	
电子电器	8.62	31.70 %	电气传动及自动控制等工业领域	电子电器在低压用电系统中具有节能、实现自动控制的功能，其产品主要包括变频器、软启动器等。变频器能根据用电装置的使用环境和要求，改变用电功率，以起到省电节电等作用。软启动器具有过流、欠压、过压、过载等各种保护功能，普遍应用于电气传动及自动控制等工业领域。电子电器在低压用电系统中与电源电器处于同一层次，可以起到对用电装置的用电保护或节能效果	 <p>NVF300M系列变频器</p>
电源电器	4.17	34.30 %	机房、实验室、消防领域，需要配备电源电器来保证这些用电单位或装置用电的稳定性或特殊性	电源电器：电源电器具有控制电机、稳定电源、应急电源、调节电压等功能。在一些对电力供应要求比较高的用电单位或装置中，如机房、实验室、消防领域，需要配备电源电器来保证这些用电单位或装置用电的稳定性或特殊性。电源电器主要包括不间断电源、控制变压器等产品。不间断电源能在电源断电时持续提供一段时间的电力以维持用电装置的使用。控制变压器能将普通供电电压降至用电装置需要使用的电压。	 <p>NKY1系列开关电源</p>
仪器仪表	10.94	31.50 %	应用于各种工民建筑	主要包含电能表、智能终端等参与国家电网招标的产品；此外还有燃气表、数显电表、温控仪表等	 <p>DT/SZ666型三相智能电能表 (0.2S级、0.5S级)</p>
建筑电器	9.86	37.70 %	应用于各种工民建筑	主要包括各种开关插座，电器附件等等，楼宇建筑中应用的地板插座、电视机分配器、开关暗盒	 <p>NEW6E 绘彩系列</p>
控制系统	2.36	36.38 %			

合计	117.07	正泰电器的产品线很长，下游基本覆盖固定资产投资所有范围，30-40%的电力设备成套属于基建范畴，30-40%的工业制造业范畴，20-30%的房地产范畴
----	--------	---

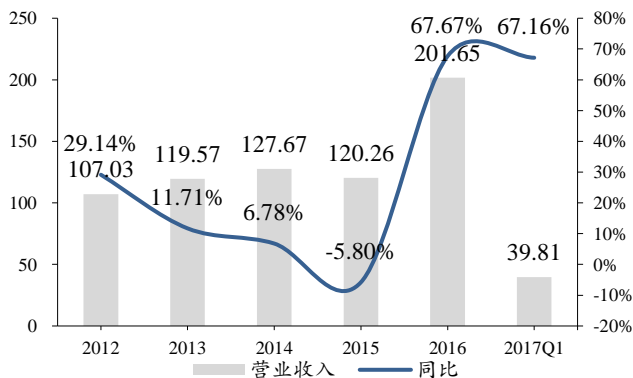
资料来源：公司官方网站、东吴证券研究所

07 年正泰集团在低压电器专利方面胜诉施耐德天津，双方在全球范围内达成和解，奠定了行业的基础。这一次诉讼最大的亮点之一在于双方最终达成了一份全球和解协议，该协议解决了目前双方缠斗的各项诉讼，同时设置了沟通预警机制，为双方将来可能的纠纷的解决提供了新的思路，有助于行业内的竞争对手回归理性，共同创造良好的竞争环境。本案的和解协议无法说明这场战役的胜败，但至少达到了双方追求的目的。正泰集团用即将过期的实用新型专利换来 1.5 亿多元的赔偿并结束了多场海外诉讼，为一心进军国际市场暂时扫除了后顾之忧；施耐德公司避免了行业冲突，以经济赔偿换来了我国市场的发展前景，并与我国低压电气行业排名第 2 位的企业站在同一战线上，扩大了企业规模、获得了协同效应。

2.2. 历史上经济复苏+铜价下跌公司均有弹性

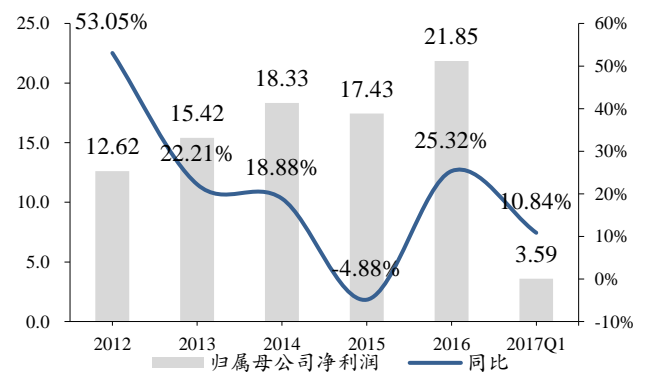
公司的业绩历史上主要来自两方面，经济复苏需求的拉动+铜价下跌毛利的改善。这两方面我们认为都到达了一个拐点，首先经济从 16 年下半年开始复苏，历史上看正泰的业绩在复苏后的半年到一年的时间会有释放，市场往往认为正泰是单纯的房地产后周期其实是有误解的，正泰还是受益于整个固定资产投资，包括 PPP 带来的基建和工业领域的扩产能，房地产长周期的衰减并不影响正泰的下游，我们在上文也对正泰的下游进行了拆分。正泰的是电力设备新能源中周期性最强的企业。

图表 8：公司营收情况



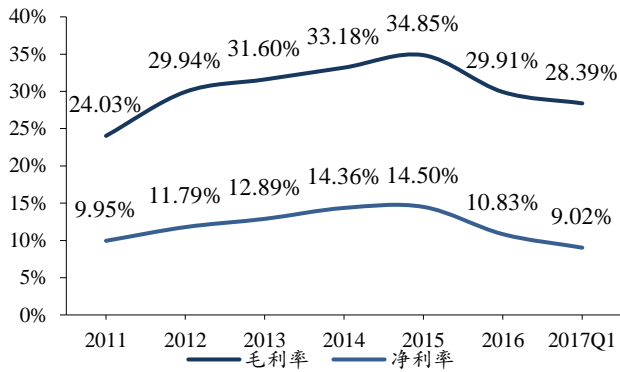
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 9：公司归母净利润情况



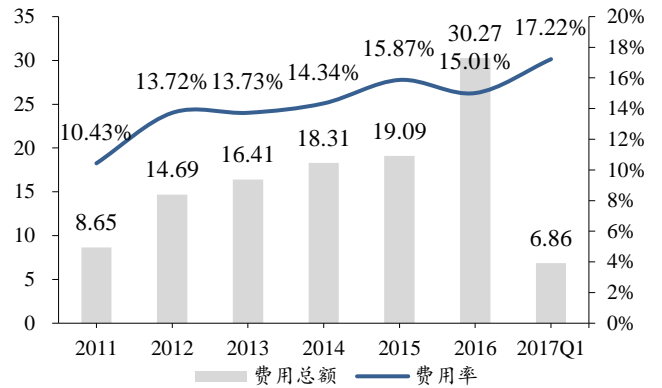
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 10: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 11: 公司费用情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

从公司历史 ROE 的变化可以看出公司的特点, 管理始终在改善, 杠杆在降低, 利润率在经济复苏和铜价下跌后增长很快。公司目前 ROE 回到了 11 年的水平, 经过 4 万亿的经济刺激, 公司从 11 年的最低的 18.77 最高达到 14 年的 32.46, 改善非常明显, 同时后周期性明显。我们认为这是 ROE 一个阶段性的低位, 随着经济的复苏和铜价见顶回落, 后续是一个 ROE 持续回升的过程。

图表 12: 正泰电器 ROE 变化

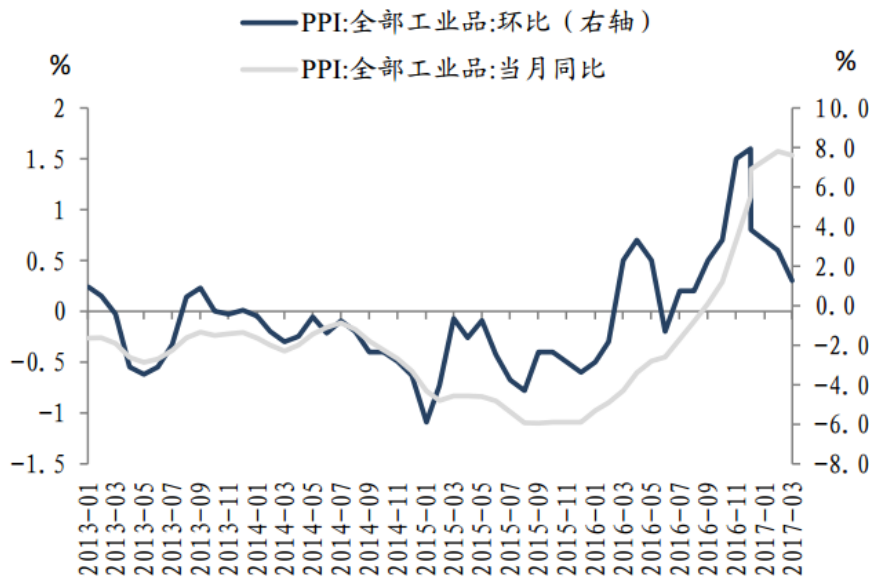
		2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12
		/31	/31	/31	/31	/31	/31	/31	/31	/31
ROE	(净利润/权益资产)	40.57	45.17	23.39	18.77	27.60	31.49	32.46	27.36	21.75
权益乘数	(平均总资产/平均归母股东利益)	2.29	2.03	1.61	1.64	2.00	2.14	2.06	1.91	2.36
	期末总资产	20.0	27.1	60.9	83.6	99.0	110.1	122.0	121.1	353.6
	期末归属母公司股东利益	10.3	12.8	41.8	46.0	45.4	52.5	60.4	67.1	133.8
资产周转率	(营业收入/平均总资产)	2.03	2.04	1.44	1.15	1.17	1.14	1.10	0.99	0.85
	营业总收入	44.4	48.0	63.4	82.9	107.0	119.6	127.7	120.3	201.6
归属母公司股东的销售净利率		8.7	10.9	10.1	9.9	11.8	12.9	14.4	14.5	10.8
	销售净利率	9.8	11.9	11.1	11.0	13.1	14.1	15.4	15.6	13.0

		89.0%	91.3%	90.8%	90.6%	90.0%	91.2%	93.2%	93.2%	83.5%
	税收负担率	76.3%	82.9%	83.7%	84.4%	83.9%	84.5%	84.7%	85.2%	86.3%
	销售报酬率	13.0	14.3	12.8	12.1	15.6	17.1	18.8	19.0	17.5
	利息负担率	99.3%	100.8%	103.9%	107.9%	99.8%	97.9%	96.7%	96.3%	86.0%

资料来源：Wind 资讯、东吴证券研究所

另一方面东吴宏观认为：从环比看，3 月份 PPI 环比上涨 0.3%，涨幅较上月收窄 0.3 个百分点，涨幅连续 3 个月回落。3 月份以来，大宗商品价格出现分化，从 PMI 原材料购进价格指数和 PPIRM 环比来看，上游原材料价格涨幅逐渐趋缓，部分甚至呈现下降趋势。市场预计 4 月份 PPI 环比可能会有下降，宣告本轮补库存经济周期的结束，这对于中游制造来说，上游的涨价压力会有一定程度的缓解，市场也在关注相关的机会，很多人关注公用事业的机会主要就来自于煤炭价格见顶回落。我们认为虽然不同的商品会有各自的周期但是大方向是一致的，可能在二季度或者下半年就能看到铜价的掉头向下，这是一个大概率事件。

图表 13： 本轮 PPI 见顶



资料来源：Wind 资讯、东吴证券研究所

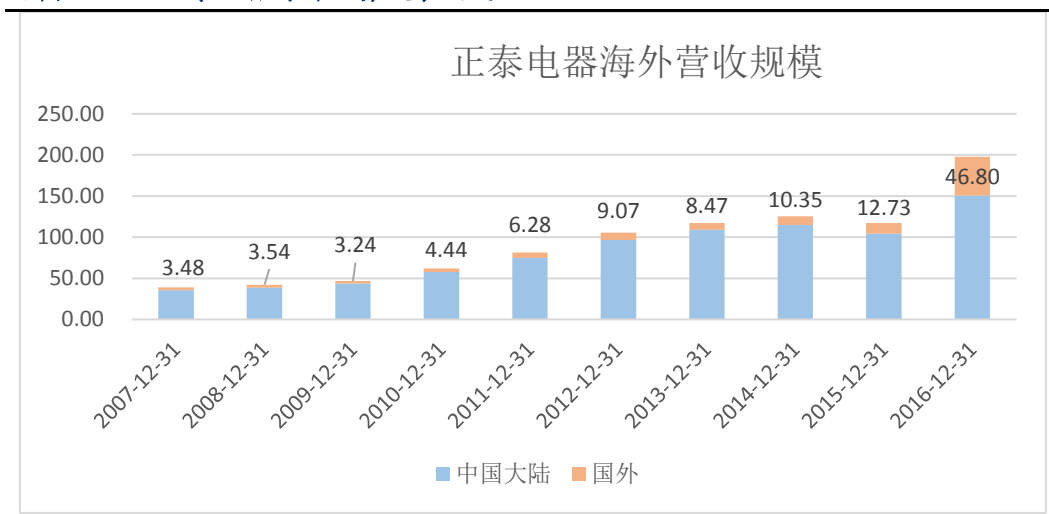
2.3. 低压电器和光伏开拓一带一路市场

正泰电器的最大优势就是渠道，国内已经是建立了网络性的代理商体系。目前正泰正在建立全球的网络体系，将国内成功的经验应用于全球市场。早在 15 年的汉诺威工业展上，正泰就规划了 2020 年海外营收占比 40% 的宏伟蓝图。几年下来正泰的海外业务确实在以每年 20% 的速度增长，在 15 年国内行业下滑的情况下，正泰的海外业务增长 20%，稳

住了整体的营收，同时毛利率目前看海外和国内一样维持在 35% 的高位。

正泰从上世纪 90 年代初期开拓海外市场，正泰第一次参加广交会，获得首笔出口订单，揭开了正泰外贸出口历史上的第一页。到现在，正泰的海外发展成绩显著——加快海外市场拓展与国际产能合作。目前，正泰拥有 3 大全球研发中心、5 大国际营销区域、14 家国际子公司、22 个国际物流中心，为 130 多个国家和地区提供产品与服务。在海外布局上，正泰一直在积极实施品牌战略，凭借全球化营销体系开拓海外市场。正泰多年来着力打造“CHINT”和“NOARK”两大自主品牌，同时抓住了欧洲金融危机的契机，稳步提升市场占有率，逐渐扩大品牌影响力。

图表 14： 正泰电器海外业务发展迅速



资料来源：Wind 资讯、东吴证券研究所

在销售方式上，改变过去主要依靠国外经销商、代理商的销售模式，在全球设立销售子公司和物流基地，在国外实施“本土化”策略，招聘外籍专家和员工，构建多层次的国际营销网络。同时，正泰不断创新商业模式，通过投资总包卖服务“走出去”。正泰目前已经不再是单纯的“卖产品”，而是向 EPC 总包“交钥匙”工程、运营电站收电费等“卖服务”模式转型。

图表 15： 正泰全球布局



资料来源：公司官方网站、东吴证券研究所

图表 16： 正泰一带一路成果

地区	事件	时间	行业
埃及	正泰埃及低压开关柜合资工厂开业仪式在埃及首都开罗举行	2017 年 2 月	电力设备
德国	收购德国老牌知名光伏企业 Conergy 旗下法兰克福的组件业务，实现了光伏组件生产的国际化。5 条生产线，共计 300MW 产能	2014 年 3 月	光伏组件
马来西亚	正泰太阳能马来西亚组件工厂在 2016 年 1 月份正式投入量产，这是继中国本土和德国之后在第三国开设的又一家新组件工厂	2016 年 1 月	光伏组件
泰国	16 年 3 月，正泰新能源（泰国）300MW 电池工厂改建项目顺利开工，正泰新能源项目位于泰国差春骚府境内。	2016 年 3 月	光伏电池
阿联酋	正泰西亚非公司坐落在阿联酋迪拜	/	低压电器
俄罗斯	正泰有专门的子公司坐落俄罗斯莫斯科，适应当地低压电器标准，低压电器在俄罗斯地已经是公认的成功品牌	/	低压电器
印度	未来 5 年准备投资 16 亿美元在印度投资能源领域，建成若干座太阳能发电厂	/	光伏电站
意大利	正泰欧洲公司坐落在意大利威尼斯省圣梅斯特市	/	低压电器
巴西	正泰南美公司坐落在巴西圣保罗市	/	低压电器
巴基斯坦	电力变压器在巴基斯坦电力系统中占据 70% 份额	/	电力设备
诺雅克电气	捷克、罗马尼亚、波兰、美国、香港	/	低压电器
西班牙	投资入股石墨烯公司西班牙 GRABAT 公司，以石墨烯电池储能技术为切入点，加速在分布式光伏发电、智能微网、石墨烯储能技术以及能源管理等环节的布局	2016 年初	石墨烯

资料来源：公司官方网站，东吴证券研究所

3. 光伏资产注入增厚业绩

3.1. 正泰新能源 17 年开始业绩并表

2016 年 12 月 28 日，公司向正泰集团股份有限公司等 7 家企业以及南存辉等 161 位自然人发行股份购买浙江正泰新能源开发有限公司的 85.40% 股权及乐清祥如投资有限公司、乐清展图投资有限公司、乐清逢源投资有限公司及杭州泰库投资有限公司各 100% 的股权。通过本次发行股份购买资产，上市公司将持有正泰新能源开发 99.44% 股权，本次发行股份价格至 16.66 元/股。原股东业绩承诺正泰新能源开发 2016 年、2017 年、2018 年合并报表口径扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 70,101.00 万元，80,482.00 万元和 90,006.00 万元。

正泰新能源开发是业内最早涉足光伏电站的企业之一。自 2009 年起即自主投资开发光伏电站；目前主要从事国内外光伏电站的开发、建设、运营、EPC 工程总包及太阳能电池组件的生产及销售，目前已成为国内光伏电站的龙头企业。

正泰新能源的光伏电站规模位居国内前列。其电站综合开发成本及投资回报率均处于行业领先地位。目前，正泰新能源开发及其下属控股子公司已建成并网电站 1133MW（国内集中式 835MW、国内分布式 202MW，海外 96MW），参股公司已建成并网电站 313MW，在建及拟建电站超过 1GW（其中 750MW 作为募集配套资金投资项目），已签署战略协议的规划电站项目超过 4GW。同时，正泰新能源开发拥有 700MW 的太阳能电池片产能、1300MW 的太阳能组件产能，其中在德国拥有 300MW 的太阳能组件产能。

图表 17：正泰新能源经营情况

正泰新能源		16 年	17 年	18 年
电站运营	经营数据	16 年 11 月底并网 1.8GW，里面有 1.4 -1.5 是地面，其余是分布式，目前分布式量稍微少点，未来分布式会上来，西部节奏放缓了，西部有限电的影响，开发以中部和东部的分布式为主。利用小时数方面东部浙江 1000-1100，山东 1300 左右，西部宁夏、青海大约 1400 小时，甘肃在 1100-1200 小时左右，新疆 1100-1200 小时。	计划新增 1GW，预计 2017 年 6 月底达到 2.3-2.5GW。 分布式方面预计 2017 年会安装 2 万多套（每户 1-3kW）户用光伏落地，浙江预计未来能安装 200 万户光伏。	计划新增 1GW
电站 EPC	经营数据	超过 200MW	/	/
组件	经营数据	组件 2GW（德国 300MW，马来西亚 150MW）	/	/
电池	经营数据	电池产能 800MW	泰国一期落地后电池产能 1GW	/
整体	财务数据	7.2-7.3 亿	8 亿	9 亿

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 18： 正泰新能源运营电站分布



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.2. 配套融资的具体方案

17 年 2 月，本次发行新增股份已于 2017 年 2 月 22 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理登记托管手续。本次发行新增股份的性质为有限售条件流通股，限售期为本次发行新增股份上市之日起 12 个月。本次募集配套资金发行底价调整为 16.50 元/股，最终发行价格为 17.58 元/股。

图表 19： 正泰收购资产配套募集资金用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集配套资金投资额 (万元)
1	国内外光伏电站项目	398,402.85	316,000.00
	(1) 国内地面式光伏电站项目	302,308.82	248,000.00
	(2) 国外地面式光伏电站项目	63,226.44	46,000.00
	(3) 国内分布式光伏电站项目	32,867.59	22,000.00
2	国内居民分布式光伏电站项目	173,250.00	100,000.00
3	智能制造应用项目	23,415.19	20,000.00
	合计	595,068.04	436,000.00

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 20: 募集资金认购结果

序号	发行对象	配售股数 (股)	配售金额(元)	占发行总量 比例(%)	锁定期 (月)
1	薛光迪	34,129,692	599,999,985.36	13.76%	12
2	鹏华基金管理有限公司	29,436,860	517,499,998.80	11.87%	12
3	深圳市融通资本管理股份有限公司	24,800,910	435,999,997.80	10.00%	12
4	国泰基金管理有限公司	25,631,399	450,599,994.42	10.33%	12
5	博时基金管理有限公司	40,159,271	705,999,984.18	16.19%	12
6	嘉兴越晖股权投资合伙企业(有限合伙)	24,800,910	435,999,997.80	10.00%	12
7	财通基金管理有限公司	32,696,245	574,799,987.10	13.18%	12
8	第一创业证券股份有限公司	26,166,097	459,999,985.26	10.55%	12
9	泰康资产管理有限责任公司	10,187,717	179,100,064.86	4.11%	12
	合计	248,009,101	4,359,999,995.58	100%	-

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3.3. 上一轮资产注入圆满结束, 开启新的经营周期

截止 2017 年 4 月, 公司总股本约为 21.30 亿股, 其中 13.23 亿股为流通股。公司第一大股东为正泰集团股份有限公司, 持有上市公司股份约为 10.02 亿股, 占公司总股本比例为 47.05%。正泰集团实际控制人南存辉先生持有集团公司股份占比 31.08%。公司第二大股东为浙江正泰新能源投资有限公司, 持有上市公司股份约为 1.80 亿股, 占公司总股本比例约为 8.47%, 浙江正泰新能源投资有限公司实际控制人为南存辉先生。同时, 南存辉先生直接持有正泰电器股份约 9522 万股, 占总股本比例约为 4.47%, 其间接和直接持有上市公司股份合计约为 12.79 亿股, 占总股本比例约为 60.00%。

图表 21: 资产注入+配套融资之后股权比例

正泰电器前十大股东		
排名	股东名称	持股数量(股) 占总股本比例(%)
1	正泰集团股份有限公司	1,002,223,564 47.05
2	浙江正泰新能源投资有限公司	180,311,496 8.47
3	南存辉	95,228,331 4.47
4	杭州通祥股权投资合伙企业(有限合伙)	60,174,644 2.83
5	薛光迪	34,129,692 1.60
6	杭州浙景投资管理合伙企业(有限合伙)	30,087,322 1.41
7	朱信敏	26,566,179 1.25
8	第一创业证券-国信证券-共盈大岩量化定	26,166,097 1.23
9	融通资本-浦发银行-云南国际信托-云信	24,800,910 1.16
10	农商银(北京)资产管理有限公司-嘉兴越	24,800,910 1.16
	合计	1,504,489,145 70.63

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

在这一轮资产注入之后市场都在寻找正泰的下轮看点，其实对于正泰的定位市场一般都是定位成低端制造，但是从集团的角度出发正泰的定位已经逐步在向全球化和高端制造提升。正泰提出了 2025 新阶段的“12345”战略体系。即一个发展目标，围绕“一”个目标，坚持“二”个不动摇，实施“三”大战略，构建“四”大平台，打造“五”大产业群。正泰将围绕创世界名牌，圆工业强国梦的目标，努力将正泰打造成为“全球领先的智慧能源系统解决方案提供商”；坚持实业发展、创新驱动理念不动摇，坚持以人为本、价值分享文化不动摇；实施全球化战略、并购整合战略、智能制造战略；构建科技创新与产业孵化平台、工业与民用物联网平台、投融资与支付平台、线上与线下供应链物流平台；打造智能电气与高端装备、清洁能源与新材料、智能家居与传感技术、物联网与新一代移动技术、金融服务与现代物流。未来的看点：

- **一带一路带来的全球化机遇：**早在欧洲和北美的金融危机时代，正泰就描绘了全球化战略布局“蓝图”：在北美、欧洲设立集研发、市场、物流、生产于一体的区域总部基地；在南美、中东、俄罗斯、非洲等新兴地区设立区域工厂；加强国际工程队伍力量，积极推进全球光伏电站、EPC 工程总包、输配电工程投资建设；开展与国内外科研机构和高等院校的合作，构建全球研发体系。
- **工业 4.0 带来的高端制造机遇：**未来，正泰将围绕“一朵云、两张网”重点布局。一朵云——提供多层次的大数据云应用信息化服务；云下两张网——正泰工业互联网和正泰能源互联网。同时在工业 4.0 领域的高端制造公司一直是有布局，通用变频器营收达到 8 个多亿，并不比汇川等龙头公司的份额少，其余在工业互联网和能源互联网中正泰集团的产品线目前看是最长的，这些设备的入口优势和规模优势是其他企业无法比拟的。

4. 投资建议及风险提示

4.1. 经营方便面的预测

营收会有一个加速上升的过程：我们认为公司的主业是固定资产投资的后周期，在 15 年营收下滑，16 年增速缓慢的情况下，17 年应该是开始进入业绩释放，正泰从前文的营收增速分析来看，绝不仅仅是房地产的后周期，他还是同样受益于 PPP 带来的基建，同时房地产增加供给也同样利好公司。光伏板块中电站运营应该占比 60% 以上，17 年是特高压的落地年，很多项目的投产对于电站的限电会有边际的改善。最后一带一路发展的大环境下，海外的 EPC 和电站运营也会有比较大的改观，从而实现 2020 年海外占比 40% 的规划。

毛利率会有伴随着大宗的回调而改善：历史上看公司极大地受益于铜价的下跌，具体的原因我们在上文已有详细描述，3 月 PPI 环比增速 0.3%，4 月环比 PPI 转负是大概率事件，我们认为这是一个 5 年一遇的周期性机遇，对于公司的毛利率会有持续的改善。

财务费用会有明显改善：公司 11 年发过债券，融资 15 亿，同时也开启了财务费用的增长，15 年这一债券已经清偿，16 年上半年公司也清偿了仅有的一点长期贷款，所以 16 年往后随着公司现金流的改善，我们预计财务费用有可能转正。其余管理费用和销售费用公司一直有着良好的表现，公司的管理水平毋庸置疑。

4.2. 估值目前处于底部

公司在 15 年牛市高位停牌，复牌后收到股灾的影响和经营数据下滑的影响，一直处于低位，仅在 16 年下半年由于新能源车的板块性行情和对于石墨烯的布局有过一些起色，主题过后目前股价仍处于历史的底部，公司这一轮资产注入以后，新能源公司带来了业绩的增厚和一带一路的大方向，同时公司在工业互联网和智能制造等新业务方面也在不断进步，估值提升的空间完全存在。

4.3. 投资建议

考虑新能源公司的并表，我们预计 2017-2019 年归属上市公司股东净利润为 29.39 亿、34.03 亿、38.72 亿元，EPS 分别为 1.38/1.60/1.81 元，同比增长 17.8%/16.1%/13.7%(按照 16 年 24.92 亿元计算)，考虑到公司的周期性带来的盈利改善，同时兼具新能源和智能制造的成长性，给与 2017 年 20 倍 PE，目标价 28 元，维持买入评级。

4.4. 风险提示

- 1) 宏观经济增速下滑、房地产投资增速超预期下降。
- 2) 上游铜价继续攀升的风险
- 3) 一带一路海外发展低于预期。
- 4) 公司在新业务上推进低于预期。

图表 22：公司财务三张表

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,767	17,326	20,165	22,899	25,343	27,304
增长率	6.78%	35.7%	16.4%	13.6%	10.7%	7.7%
营业成本	-8,530	-12,022	-14,133	-15,796	-17,436	-18,613
%销售收入	66.8%	69.4%	70.1%	69.0%	68.8%	68.2%
毛利	4,237	5,303	6,031	7,103	7,906	8,692
%销售收入	33.2%	30.6%	29.9%	31.0%	31.2%	31.8%
营业税金及附加	-87	-101	-141	-160	-177	-191
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-799	-1,051	-1,012	-1,145	-1,267	-1,365
%销售收入	6.3%	6.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-915	-1,494	-1,599	-1,809	-2,002	-2,157
%销售收入	7.2%	8.6%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	2,436	2,657	3,278	3,989	4,460	4,978
%销售收入	19.1%	15.3%	16.3%	17.4%	17.6%	18.2%
财务费用	-117	-531	-416	-555	-447	-420
%销售收入	0.9%	3.1%	2.1%	2.4%	1.8%	1.5%
资产减值损失	-69	-102	-144	-141	-156	-135
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	60	212	158	166	175	183
%税前利润	2.6%	9.2%	5.2%	4.6%	4.2%	3.8%
营业利润	2,309	2,235	2,877	3,459	4,031	4,607
营业利润率	18.1%	12.9%	14.3%	15.1%	15.9%	16.9%
营业外收支	15	62	158	158	158	158
税前利润	2,324	2,297	3,035	3,617	4,189	4,765
利润率	18.2%	13.3%	15.1%	15.8%	16.5%	17.5%
所得税	-357	-356	-417	-497	-576	-655
所得税率	15.3%	15.5%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
净利润	1,967	1,942	2,618	3,120	3,613	4,110
少数股东损益	134	154	433	181	209	238
归属于母公司的净利润	1,833	1,787	2,185	2,939	3,403	3,872
净利率	14.4%	10.3%	10.8%	12.8%	13.4%	14.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,967	1,942	2,618	3,120	3,613	4,110
少数股东损益	0	0	0	181	209	238
非现金支出	255	766	1,009	1,073	1,139	1,220
非经营收益	3	414	398	265	160	151
营运资金变动	119	440	874	-575	-230	-233
经营活动现金净流	2,344	3,561	4,898	4,064	4,892	5,487
资本开支	366	3,899	3,389	698	1,142	2,042
投资	-83	-2,662	-995	0	0	0
其他	56	904	124	166	175	183
投资活动现金净流	-393	-5,658	-4,261	-532	-968	-1,859
股权筹资	65	3,922	65	0	0	0
债权筹资	-144	616	1,461	-3,246	0	0
其他	-1,351	-3,144	-1,250	-591	-1,133	-492
筹资活动现金净流	-1,429	1,394	277	-3,837	-1,133	-492
现金净流量	522	-703	914	-305	2,792	3,136

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,450	2,711	3,675	3,189	5,771	8,669
应收款项	4,409	6,489	7,710	8,002	8,717	9,317
存货	1,278	2,465	2,045	2,541	2,653	2,678
其他流动资产	1,053	2,360	3,151	3,197	3,262	3,309
流动资产	9,190	14,025	16,580	16,929	20,404	23,973
%总资产	75.3%	47.0%	46.9%	47.5%	51.8%	54.4%
长期投资	548	2,514	2,744	2,744	2,744	2,744
固定资产	2,027	11,668	14,277	14,345	14,662	15,777
%总资产	16.6%	39.1%	40.4%	40.3%	37.2%	35.8%
无形资产	269	487	674	530	530	530
非流动资产	3,012	15,801	18,776	18,699	19,016	20,131
%总资产	24.7%	53.0%	53.1%	52.5%	48.2%	45.6%
资产总计	12,202	29,826	35,356	35,629	39,420	44,104
短期借款	237	3,766	4,238	992	992	992
应付款项	3,032	5,945	6,997	7,318	8,032	8,526
其他流动负债	904	995	1,050	1,768	1,234	1,313
流动负债	4,173	10,706	12,285	10,078	10,257	10,831
长期借款	83	6,683	7,621	7,621	7,621	7,621
其他长期负债	1,494	163	630	630	630	630
负债	5,750	17,552	20,535	18,328	18,507	19,081
普通股股东权益	6,043	9,704	13,362	15,661	19,064	22,936
少数股东权益	403	2,265	674	855	1,064	1,303
负债股东权益合计	12,195	29,521	34,571	34,844	38,636	43,319

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	1.812	1.359	1.161	1.377	1.595	1.814
每股净资产(元)	5.974	7.380	7.100	8.322	10.130	12.187
每股经营现金净流(元)	2.317	2.708	2.603	1.819	2.194	2.459
每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	30.33%	18.42%	16.35%	18.77%	17.85%	16.88%
总资产收益率	15.03%	6.05%	6.32%	8.43%	8.81%	8.94%
投入资本收益率	39.98%	13.06%	14.51%	17.91%	19.01%	20.02%
增长率						
营业总收入增长率	6.78%	35.70%	16.39%	13.56%	10.67%	7.74%
EBIT增长率	14.42%	9.08%	23.38%	21.67%	11.80%	11.63%
净利润增长率	18.88%	-2.49%	22.24%	34.52%	15.81%	13.75%
总资产增长率	10.95%	142.07%	17.11%	0.77%	10.64%	11.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.4	72.2	93.5	90.0	88.0	87.0
存货周转天数	52.0	56.8	58.2	58.0	55.0	52.0
应付账款周转天数	93.7	84.3	97.0	96.0	95.0	94.0
固定资产周转天数	35.8	122.6	214.7	211.1	187.7	180.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.48%	64.64%	58.30%	32.84%	14.11%	-0.23%
EBIT利息保障倍数	20.8	5.0	7.9	7.2	10.0	11.9
资产负债率	47.15%	59.45%	59.40%	52.60%	47.90%	44.05%

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

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>

