

# 正泰电器 (601877) \ 电气设备

## — 低压电器和光伏双轮驱动，转型能源解决方案提供商

### 投资要点：

#### ► 光伏制造、运营与EPC推动业绩持续增长

2016年底，电池片产能700MW、组件产能1,700MW，其中德国组件产能300MW。公司推行柔性生产，60%产能可以进行单多晶切换，正对剩余40%产能进行改造。另外，公司采用背钝化等技术，可以提升多晶转换效率0.75个百分点，单晶转换效率1.15个百分点。目前，多晶硅研发最高转换效率19.3%，单晶硅22.5%。海宁一期1.5GW组件工厂（二期1.5GW），使用全自动生产流水线，实现1分钟网络下单，6小时工厂生产，48小时安装配送，云监控直播过程，实现从原物料投放到产成品产出，生产全过程可监控、可追溯。另外，公司为扩大海外工厂产能，在泰国建设600MW电池工厂。目前，公司持有电站150座，共计1547MW。其中，分布式约200MW。2017年，公司规划新增分布式装机600MW，地面电站250MW，并会对电站结构进行优化。预计2017年，光伏板块利润占比为组件20%、发电55%、EPC22%和户用分布式3%。

公司在新疆、甘肃、宁夏等地，发电利用小时数有大幅提高。正泰新能源业绩承诺，2017年和2018年扣非净利润分别不低于8.05亿元和9亿元。

#### ► 低压电器板块，新品导入加大，深度分销，加强终端客户开拓

公司加强新品导入，优化产品类型和结构。2016年和2017年一季度，公司昆仑产品线销售情况良好，营收和毛利贡献度大幅增强。诺雅克有望扭亏为盈。渠道建设方面，规划市场经营次序，加强现有渠道能力提升，从元器件销售向提供系统成套转型，从经销商转型为综合服务提供商。另外，积极开拓70多个空白地市。公司加强与终端客户的沟通，通过技术加商务模式积极开拓终端大客户，现已成功开拓全球水务巨头威立雅等。在海外市场，公司围绕渠道、大客户和解决方案进行布局，并逐步推进区域工厂建设，已在巴基斯坦、伊朗、泰国和埃及等地建立工厂。

在仪表领域，公司推行精准招投标和加大布局南网，推进智能电表。燃气表已进入华润燃气体系，规划进入港华燃气。智慧家居方面，推单品，打造爆款，指纹锁销售较好。

#### ► 转型全球领先的能源解决方案提供商

十三五期间，公司将围绕全球化、并购整合和智能制造三大战略，转型能源解决方案提供商，提供从低压到高压、元件到成套、系统到解决方案的电力设备全产业链服务。在全球化方面，强化区域总部建设，构建全球研发生产物流体系，加强EPC国际化能力。目前，公司已建立中国、北美

投资建议：**推荐**  
首次覆盖  
当前价格：18.30元  
目标价格：20元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,134/1,324
流通A股市值（百万元）	24,110
每股净资产（元）	8.49
资产负债率（%）	52.73
一年内最高/最低（元）	24.74/17.13

### 一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

顾泉 联系人

电话：0510-82835080

邮箱：guquan@glsc.com.cn

虞栋

电话：82835080

邮箱：yudong@glsc.com.cn

### 相关报告

和欧洲的三大研发中心和运营管理平台。在德国有 300MW 组件产能, 辐射欧洲, 在泰国有 600MW 电池片产能。公司在全球 130 多个国家和地区建立了销售机构和物流基地。2016 年, 公司海外业务收入占比 23.21%, 未来将持续提升。另外, 通过全球范围内的并购整合, 公司在石墨烯电池、红外传感器、核领域和汽车传感技术、无线充电以及轨交综合监控等领域, 进行工业物联网布局。

➤ **首次覆盖, 给予“推荐”评级**

不考虑定增等摊薄因素, 我们预计 2017~2019 年, EPS 分别为 1.22 元、1.39 元和 1.57 元, 分别对应 14.95 倍、13.08 倍和 11.59 倍 PE。公司具有低压电器龙头基因, 注入光伏资产双轮驱动。公司将围绕全球化、并购整合和智能制造三大战略, 转型能源解决方案提供商, 并给予管理层较强激励, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**

项目推进不及预期, 竞争激烈毛利率下滑, 海外市场风险

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	12,026.47	20,164.55	22,362.44	24,745.98	27,339.23
增长率 (%)	-5.80%	67.67%	10.90%	10.66%	10.48%
EBITDA (百万元)	2,501.39	4,395.16	4,624.87	5,207.57	5,883.93
净利润 (百万元)	1,743.30	2,184.76	2,595.89	2,967.68	3,347.42
增长率 (%)	-4.88%	25.32%	18.82%	14.32%	12.80%
EPS (元/股)	0.82	1.02	1.22	1.39	1.57
市盈率 (P/E)	22.26	17.76	14.95	13.08	11.59
市净率 (P/B)	5.79	2.90	2.65	2.41	2.19
EV/EBITDA	9.21	9.70	9.71	8.47	7.96

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表 1: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,111.62	2,226.75	670.87	1,939.07	1,419.08	<b>营业收入</b>	12,026.4	20,164.5	22,362.4	24,745.9	27,339.2
应收账款+票据	4,185.04	7,709.89	7,011.81	9,279.03	8,719.01	营业成本	7,834.82	14,133.4	15,752.2	17,348.2	19,099.1
预付账款	37.80	585.90	109.24	656.33	186.51	营业税金及附加	80.07	140.95	156.32	172.98	191.11
存货	1,175.49	2,044.94	2,214.20	2,476.47	2,687.61	营业费用	799.96	1,012.29	1,122.63	1,242.28	1,372.47
其他	1,518.58	2,517.15	2,517.15	2,517.15	2,517.15	管理费用	1,021.79	1,599.44	1,773.77	1,962.83	2,168.53
<b>流动资产合计</b>	<b>8,028.52</b>	<b>15,084.6</b>	<b>12,523.2</b>	<b>16,868.0</b>	<b>15,529.3</b>	财务费用	86.96	415.70	302.72	327.49	363.19
长期股权投资	104.30	606.06	606.06	606.06	606.06	资产减值损失	75.95	143.91	96.43	96.43	96.43
固定资产	2,179.15	13,458.0	13,239.2	14,090.0	15,963.1	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	42.34	819.27	2,000.00	3,200.00	3,000.00	投资净收益	6.37	73.87	0.00	0.00	0.00
无形资产	229.53	530.35	512.68	495.00	477.33	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	721.90	3,130.49	3,074.70	3,018.92	2,963.14	<b>营业利润</b>	<b>2,133.30</b>	<b>2,792.72</b>	<b>3,158.32</b>	<b>3,595.72</b>	<b>4,048.36</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,277.23</b>	<b>18,544.1</b>	<b>19,432.6</b>	<b>21,410.0</b>	<b>23,009.6</b>	营业外净收益	61.82	242.39	60.37	60.37	60.37
<b>资产总计</b>	<b>11,305.7</b>	<b>33,628.8</b>	<b>31,955.9</b>	<b>38,278.1</b>	<b>38,539.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,195.12</b>	<b>3,035.11</b>	<b>3,218.69</b>	<b>3,656.09</b>	<b>4,108.73</b>
短期借款	30.00	3,245.91	1,771.03	0.00	0.00	所得税	324.21	417.18	482.80	548.41	616.31
应付账款+票据	1,793.81	6,030.94	2,341.43	6,879.21	3,272.04	<b>净利润</b>	<b>1,870.91</b>	<b>2,617.93</b>	<b>2,735.89</b>	<b>3,107.68</b>	<b>3,492.42</b>
其他	2,191.33	2,060.85	2,143.19	2,107.61	2,194.06	少数股东损益	127.61	433.17	140.00	140.00	145.00
<b>流动负债合计</b>	<b>4,015.14</b>	<b>11,337.7</b>	<b>6,255.64</b>	<b>8,986.82</b>	<b>5,466.11</b>	<b>归属于母公司</b>	<b>1,743.30</b>	<b>2,184.76</b>	<b>2,595.89</b>	<b>2,967.68</b>	<b>3,347.42</b>
长期带息负债	54.64	7,620.58	9,620.58	11,620.5	13,620.5	<b>主要财务比</b>					
长期应付款	0.00	454.41	454.41	454.41	454.41		<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	124.91	161.61	161.61	161.61	161.61	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>179.56</b>	<b>8,236.61</b>	<b>10,236.6</b>	<b>12,236.6</b>	<b>14,236.6</b>	营业收入	-5.80%	67.67%	10.90%	10.66%	10.48%
<b>负债合计</b>	<b>4,194.70</b>	<b>19,574.3</b>	<b>16,492.2</b>	<b>21,223.4</b>	<b>19,702.7</b>	EBIT	-5.19%	54.91%	2.25%	13.06%	12.22%
少数股东权益	405.61	674.07	814.07	954.07	1,099.07	EBITDA	-3.41%	75.71%	5.23%	12.60%	12.99%
股本	1,314.91	1,881.93	1,881.93	1,881.93	1,881.93	归属于母公司	18.88%	25.32%	18.82%	14.32%	12.80%
资本公积	1,822.74	6,640.28	6,640.28	6,640.28	6,640.28	<b>获利能力</b>					
留存收益	3,567.80	4,858.23	6,127.42	7,578.39	9,215.03	毛利率	34.85%	29.91%	29.56%	29.89%	30.14%
<b>股东权益合计</b>	<b>7,111.05</b>	<b>14,054.5</b>	<b>15,463.7</b>	<b>17,054.6</b>	<b>18,836.3</b>	净利率	15.56%	12.98%	12.23%	12.56%	12.77%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>11,305.7</b>	<b>33,628.8</b>	<b>31,955.9</b>	<b>38,278.1</b>	<b>38,539.0</b>	ROE	26.00%	16.33%	17.72%	18.43%	18.87%
						ROIC	30.62%	49.81%	13.85%	13.48%	14.79%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	37.10%	58.21%	51.61%	55.45%	51.12%
净利润	1,806.80	2,468.03	2,684.57	3,056.37	3,441.11	流动比率	2.00	1.33	2.00	1.88	2.84
折旧摊销	222.27	864.65	1,015.08	1,126.19	1,303.97	速动比率	1.33	0.93	1.25	1.32	1.89
财务费用	108.89	541.85	391.10	425.29	471.24	<b>营运能力</b>					
存货减少	87.65	400.30	-169.26	-262.27	-211.15	应收账款周转	2.91	2.73	3.23	2.78	3.19
营运资金变动	-396.22	473.23	-2,432.4	1,687.90	-2,490.8	存货周转率	6.67	6.91	7.11	7.01	7.11
其它	99.18	70.44	96.43	96.43	96.43	总资产周转率	1.06	0.60	0.70	0.65	0.71
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,928.57</b>	<b>4,818.50</b>	<b>1,585.49</b>	<b>6,129.91</b>	<b>2,610.72</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	436.76	3,821.93	2,000.00	3,200.00	3,000.00	每股收益	0.82	1.02	1.22	1.39	1.57
长期投资	15,398.2	15,049.4	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.90	2.26	0.74	2.87	1.22
其他	14,752.0	14,610.5	51.31	51.31	51.31	每股净资产	3.14	6.27	6.86	7.54	8.31
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,082.9</b>	<b>-4,260.8</b>	<b>-1,948.6</b>	<b>-3,148.6</b>	<b>-2,948.6</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-235.22	1,461.00	525.11	228.97	2,000.00	市盈率	22.26	17.76	14.95	13.08	11.59
股权融资	0.80	65.11	0.00	0.00	0.00	市净率	5.79	2.90	2.65	2.41	2.19
其他	-1,326.8	-1,248.4	-1,717.7	-1,942.0	-2,182.0	EV/EBITDA	9.21	9.70	9.71	8.47	7.96
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,561.2</b>	<b>277.64</b>	<b>-1,192.6</b>	<b>-1,713.0</b>	<b>-182.02</b>	EV/EBIT	10.11	12.07	12.44	10.80	10.22
<b>现金净增加额</b>	<b>-715.65</b>	<b>834.21</b>	<b>2,226.75</b>	<b>670.87</b>	<b>1,939.07</b>						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司 研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064