

港资买买买！社保基金、易方达大笔持仓！大幅震荡好几年，什么鬼？（优塾财务估值建模）

今天研究的这家公司，它的业务，是各种低压电器，广泛用于几个领域：电能分配、电路连接、电路切换、电路保护等。看上去，这门生意似乎有点传统，跟各种高科技概念更搭不上边儿。



NA8 系列万能式断路器



NA8G系列万能式断路器

并购优塾

可是，这门不起眼的生意，其实赚钱能力一点也不差。2010 年至 2015 年，本案平均 ROE27.5%，这个水平，已经能够赶超恒瑞医药（23%）、宁德时代（12%）、长江电力（16%）、上海机场（15%）、万科（23%）等。同时，收入、净利润复合增速分别达到 13.6%、21.6%。

它的客户名单，也相当豪华，包括：中国国家电网、南方电网、华能集团，荷兰电力公司 Alliander，西班牙电力公司 Iberdrola，意大利国家电力公司 Enel，智利电力公司 Enersis 等，均需向其采购产品。同时，机构投资者名单中，不乏易方达、东方红等知名机构的身影。它，就是国内低压电器龙头：**正泰电器**。

不过，细心的朋友应该能注意到，我们前面提到“高 ROE”的年份，是 2010 年到 2015 年——那么，2015 年之后，到底怎么样了？

正是这个问题，导致了本案基本面的核心变数，也正是它自 2015 年来大幅震荡的原因：它并不满足于低压电器行业龙头的称号，在 2016 年，它转型进入了争议极大的行业，光伏。研究到这里，在做估值建模之前，几个值得我们深思的问题来了：1) 本案传统主业低压电器，收入驱动力是什么？未来增长空间有多大？

2) 它涉入的光伏产业链，各个产业链节点前景如何？这个行业，未来又将是怎样的存在？本案发展光伏业务的发展重心是什么，对估值有什么影响，应该如何预测？

3) 经过前期长达三年的大幅震荡之后，如今，它的估值到底在什么样的区间？到底是贵了？还是便宜了？

今天，我们就以**正泰电器**入手，来研究低压电器、光伏领域的估值建模逻辑。对电力、能源行业，我们之前研究过**长江电力、港灯、中电控股、香港中华煤气**等案例，可购买优塾团队的“核心产品一：专业版估值报告库”，获取之前我们做过的建模报告、部分重点案例详细EXCEL财务模型，以及上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



巨头，模式

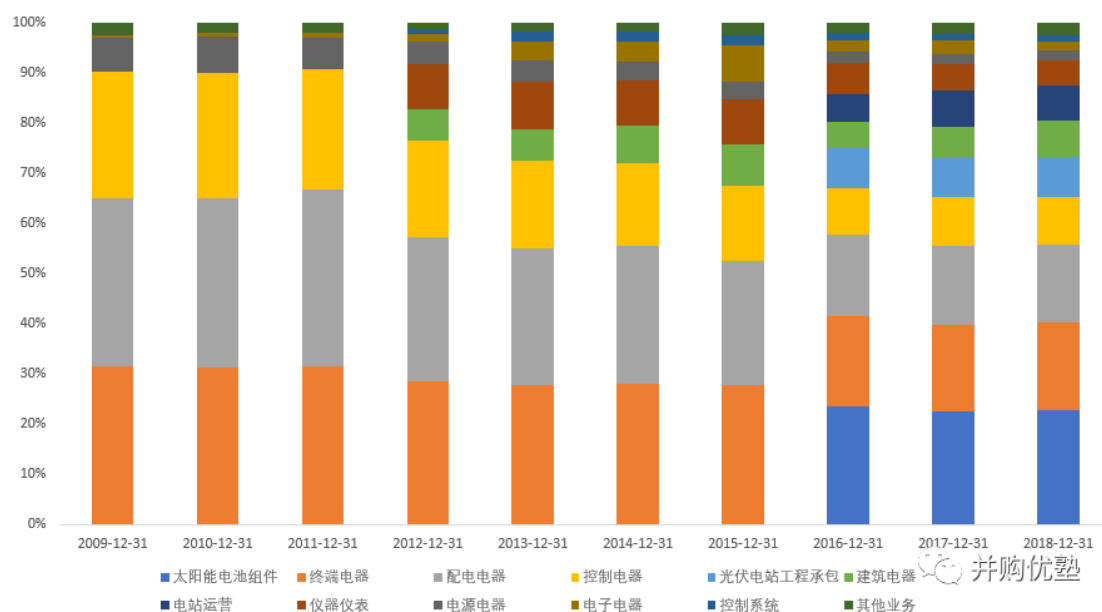


正泰电器于1997年8月成立，2010年上市，控股股东是正泰集团，截至2019年三季报，其持股比例为43.56%。从Choice数据的机构持仓清单上来看，中国香港中央结算、泰康保险、全国社保基金、易方达等机构都在列。

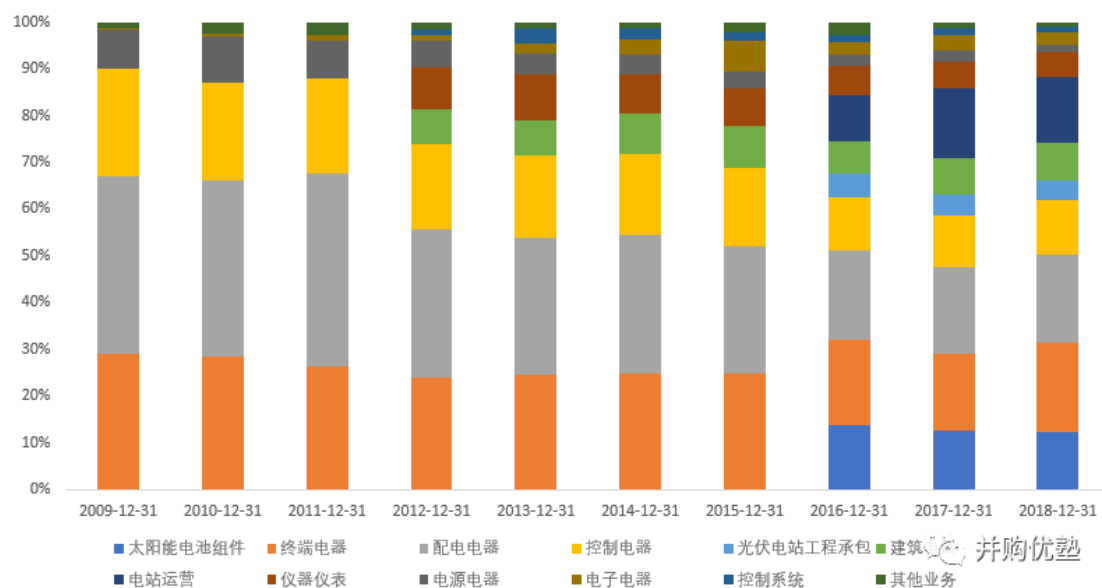
序号	交易代码	机构股东名称	持流通股数(股)	机构类型	占流通股(含锁定期)比例(%)	所属公司
1	-	正泰集团股份有限公司	788,910,700	一般法人	44.3837	正泰集团股份有限公司
2	-	杭州通祥股权投资合伙企业(有限合伙)	60,114,644	一般法人	3.3820	杭州通祥股权投资合伙企业(有...
3	-	香港中央结算有限公司	55,016,419	一般法人	3.0952	香港中央结算有限公司
4	-	上海昀瀚资产管理中心(有限合伙)-昀瀚盈私私募证券投资基金	34,110,000	一般法人	1.9190	上海昀瀚资产管理中心(有限合...
5	-	上海昀瀚资产管理中心(有限合伙)-恒睿七号私募证券投资基金	34,013,000	一般法人	1.9136	上海昀瀚资产管理中心(有限合...
6	-	泰康人寿保险有限责任公司-传统-普通保险产品-019L-CT001P	27,350,948	保险产品	1.5387	泰康保险集团股份有限公司
7	-	兴业证券股份有限公司	26,500,082	券商	1.4909	兴业证券股份有限公司
8	-	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002P	23,700,728	保险产品	1.3334	泰康保险集团股份有限公司
9	-	全国社保基金一零四组合	23,689,863	社保基金	1.3328	全国社会保障基金理事会
10	000603.OF	易方达创新驱动灵活配置混合型证券投资基金	4,653,045	基金	0.2618	易方达基金管理有限公司
11	005358.OF	东方阿尔法精选灵活配置混合型发起式证券投资基金	4,310,936	基金	0.2425	东方阿尔法基金管理有限公司
12	320001.OF	诺安平衡证券投资基金	3,687,274	基金	0.2074	诺安基金管理有限公司
13	001166.OF	建信环保产业股票型证券投资基金	3,514,337	基金	0.1977	建信基金管理有限责任公司
14	-	东方红稳健成长	3,076,459	券商集合理财	0.1731	上海东方证券资产管理有限公司
15	519704.OF	交银施罗德先进制造混合型证券投资基金	2,409,645	基金	0.1356	交银施罗德基金管理有限公司
16	001208.OF	诺安低碳经济股票型证券投资基金	2,252,655	基金	0.1267	诺安基金管理有限公司
17	000963.OF	兴业多策略灵活配置混合型发起式证券投资基金	1,624,574	基金	0.0914	兴业基金管理有限公司
18	-	东方红明远8号	958,500	券商集合理财	0.0527	上海东方证券资产管理有限公司
19	-	兴证资管鑫成致远	854,113	券商集合理财	0.0467	兴业证券资产管理有限公司
20	-	东方红明远4号	654,707	券商集合理财	0.0368	上海东方证券资产管理有限公司

图：机构持股 来源：choice

其主业是生产各类电器，比如太阳能电池组件、配电电器、控制电器、终端电器等。其中，太阳能电池组件、终端电器、配电电器的收入占比较高，以2018年为例，收入占比分别为22.78%、17.47%、15.55%。



图：收入构成（单位：%） 来源：并购优塾



图：毛利构成（单位：%） 来源：并购优塾

相对应的，太阳能电池组件、终端电器、配电电器对毛利的贡献较多，以2018年为例，上述三项产品在毛利中的占比分别为12.33%、19.03%、18.83%。此外，电站运营业务毛利占比也较高，占比为13.92%。这样的业务结构之下，业绩到底如何？

来看近三年一期的财务数据：2016年至2019年三季度，其营业收入分别为201.65亿元、234.17亿元、**274.21亿元**、224.77亿元；净利润分别为26.18亿元、29.96亿元、**37.62亿元**、29.93亿元；经营活动现金流净额分别为48.98亿元、25.68亿元、**29.00亿元**、29.55亿元；毛利率分别为29.91%、29.32%、**29.67%**、29.41%；销售净利率分别为12.98%、12.79%、**13.72%**、13.32%。近三年收入复合增速为16.61%，净利润复合增速为19.87%，净利润增速高于收入增速，拉动净利率提升。从产业链来看，其上游，主要是电器的原材料（铜、银、钢

材和塑料) 供应商, 代表公司有铜陵有色(毛利率 5%左右)、宝钢股份(毛利率 14%左右)。上游供应充足, 2018 年其前五大供应商采购额占比 8.03%, 比较分散。产业链中游, 主要是电器制造商, 比如本案正泰电器, 毛利率在 29%左右; 产业链下游应用场景多样, 包括电力、机械、通讯、工业、地产以及新能源等, 2018 年, 本案前五名客户销售额占比 8.67%, 也比较分散。

以上的产业链情况和商业模式, 形成了如下的报表结构: 从资产负债表上看——2018 年, 其总资产为 475.83 亿元, 其中, 占比较大的科目为固定资产 (32.90%)、应收账款 (22.50%); 负债总额为 253.35 亿元, 其中, 占比较大的科目为应付账款 (35.00%)、长期借款 (26.09%)。从利润表上看——2018 年, 其营业收入为 274.21 亿元, 其中 **70.33%**花在了成本上, 4.60%花在了管理费用上, 6.36%花在了销售费用上、3.45%花在了研发费用上、1.42%花在了财务费用上, 净利率为 13.72%。接着, 我们再来看一组《并购优塾》整理的基本面数据:

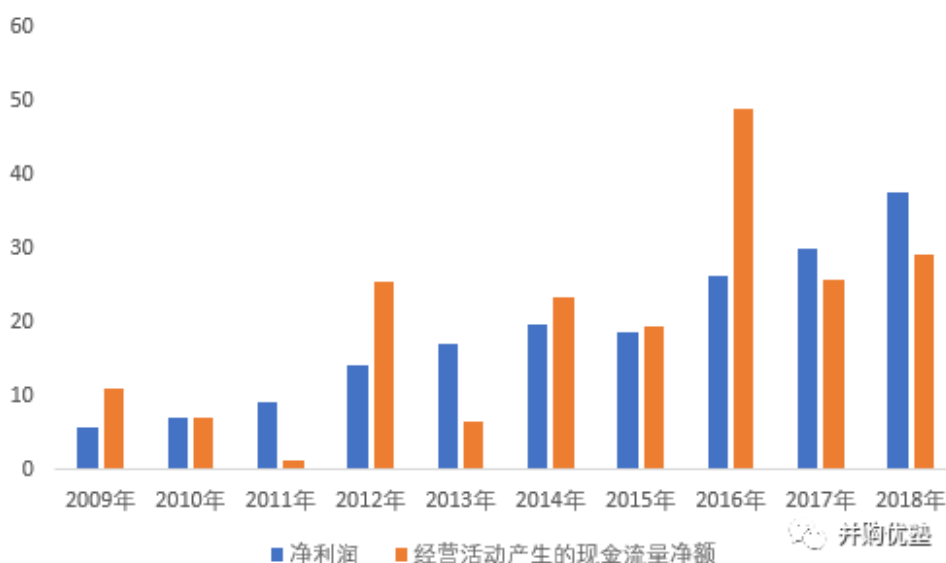


图: 净利润现金流对比 (单位: 亿元) 来源: 并购优塾

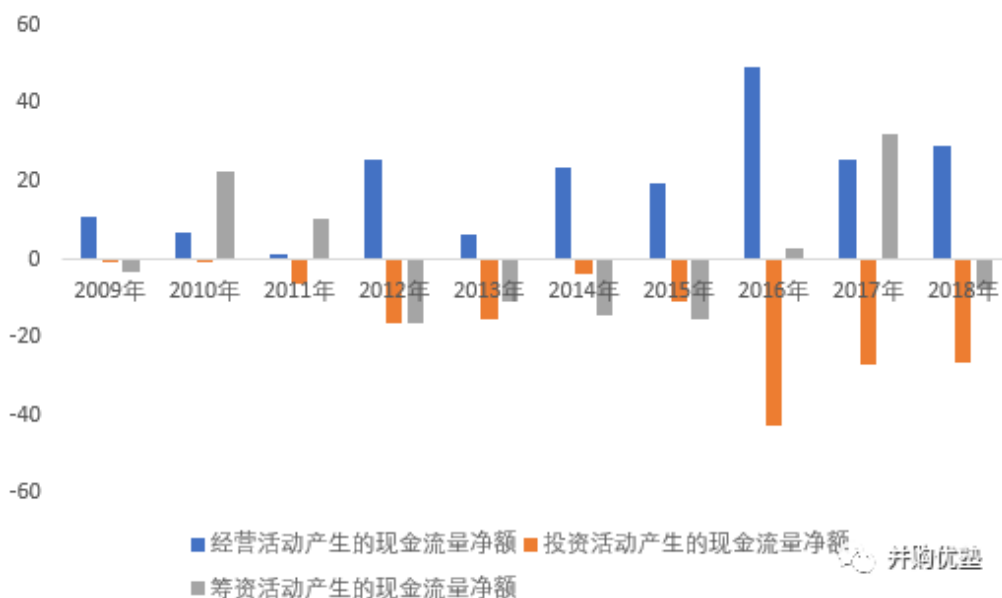
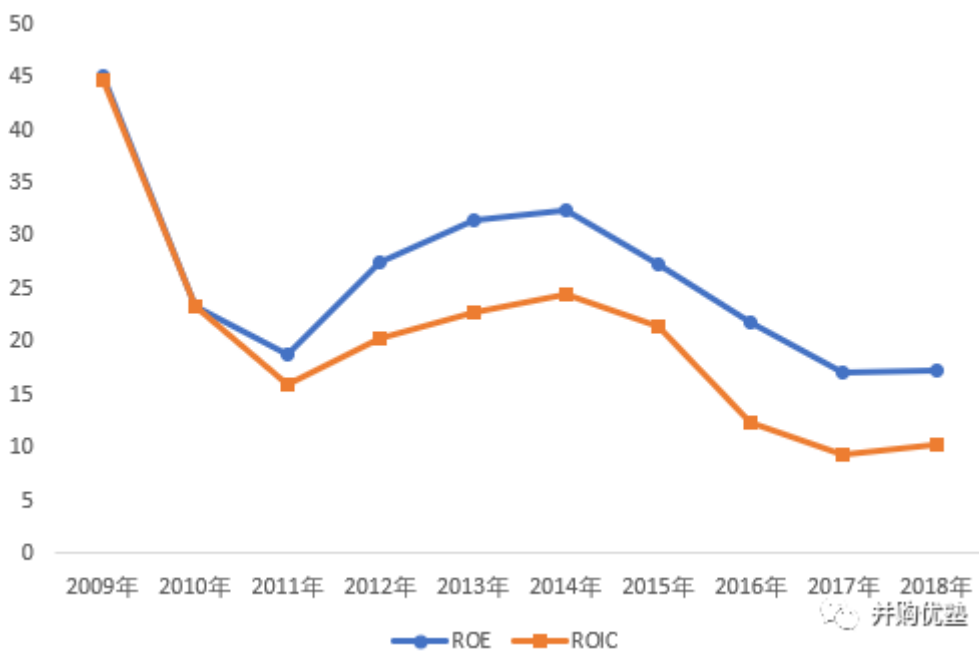
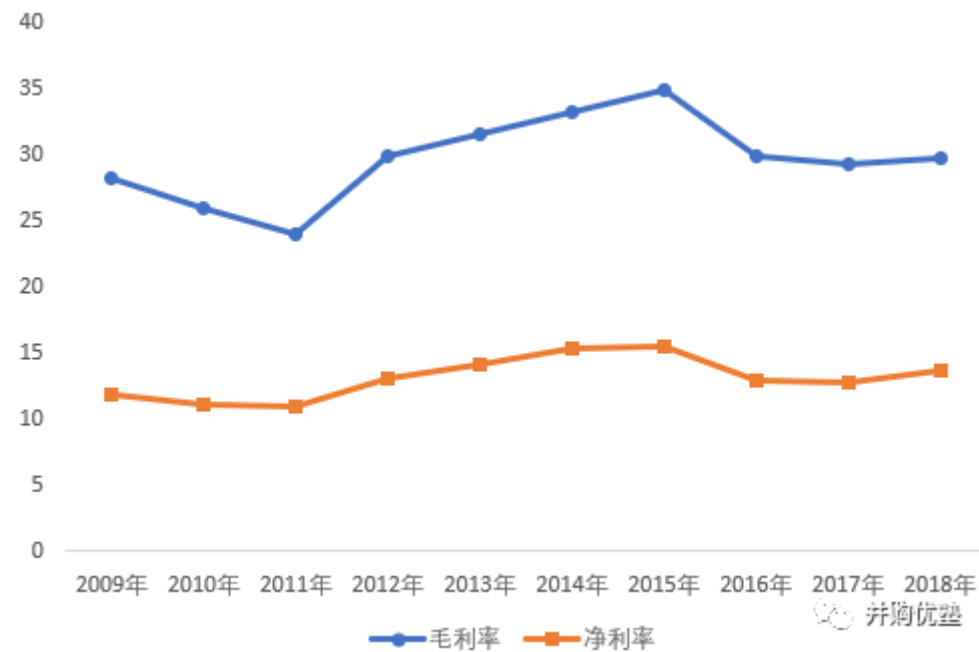


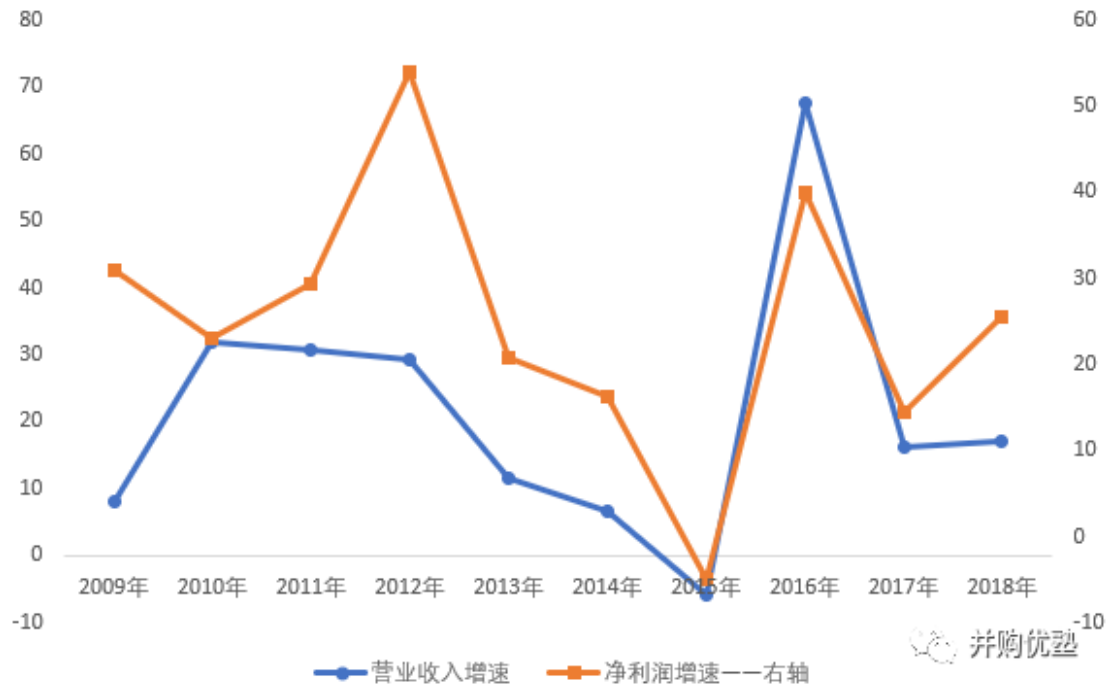
图: 现金流量表结构 (单位: 亿元) 来源: 并购优塾



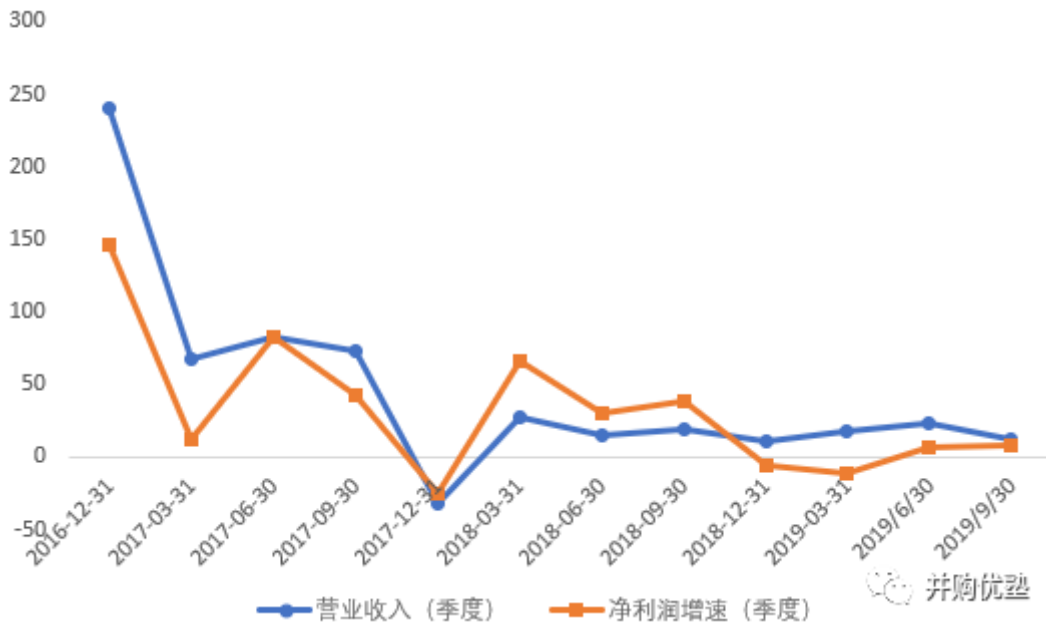
图：ROE、ROIC（单位：%） 来源：并购优塾
注：因注入光伏业务，拉低了原来很漂亮的资产回报率。



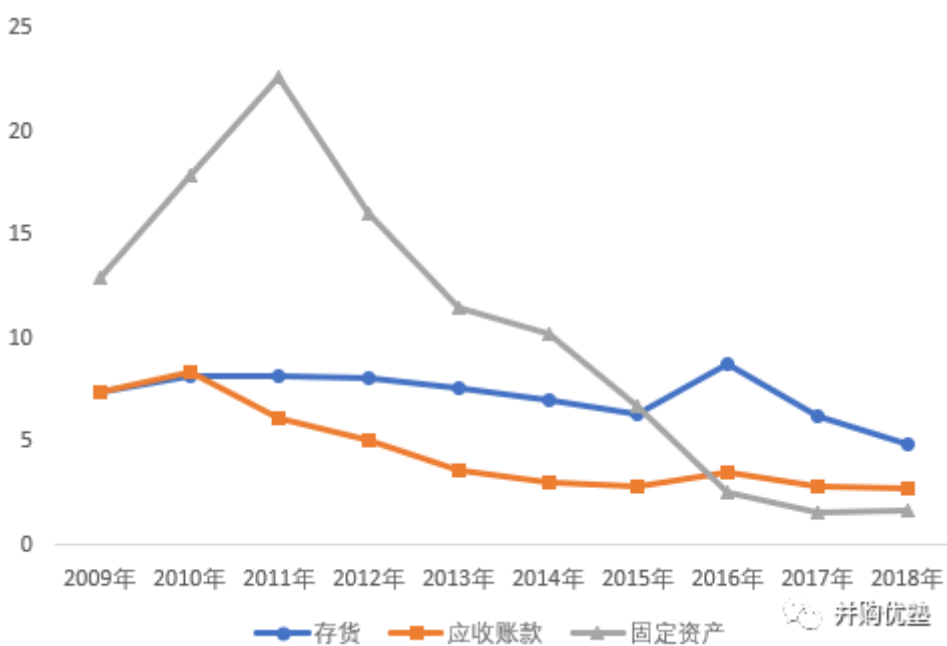
图：毛利率及净利率（单位：%） 来源：并购优塾



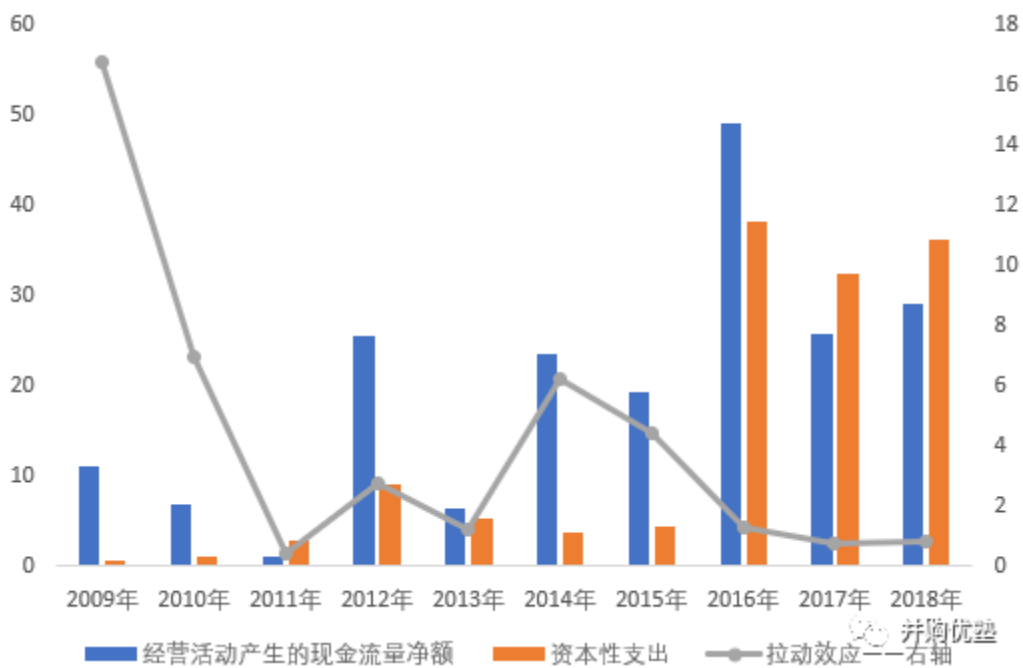
图：年度营业收入、利润增速（单位：%）来源：并购优塾



图：季度营业收入、利润增速（单位：%）来源：并购优塾

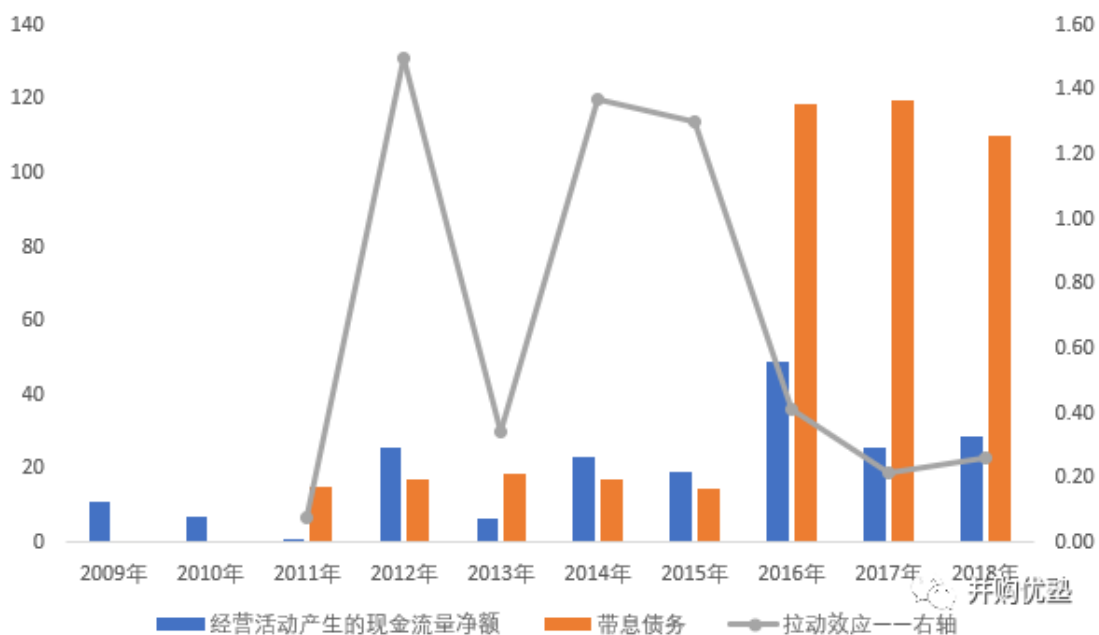


图：存货、应收账款、固定资产周转率（单位：次）来源：并购优塾



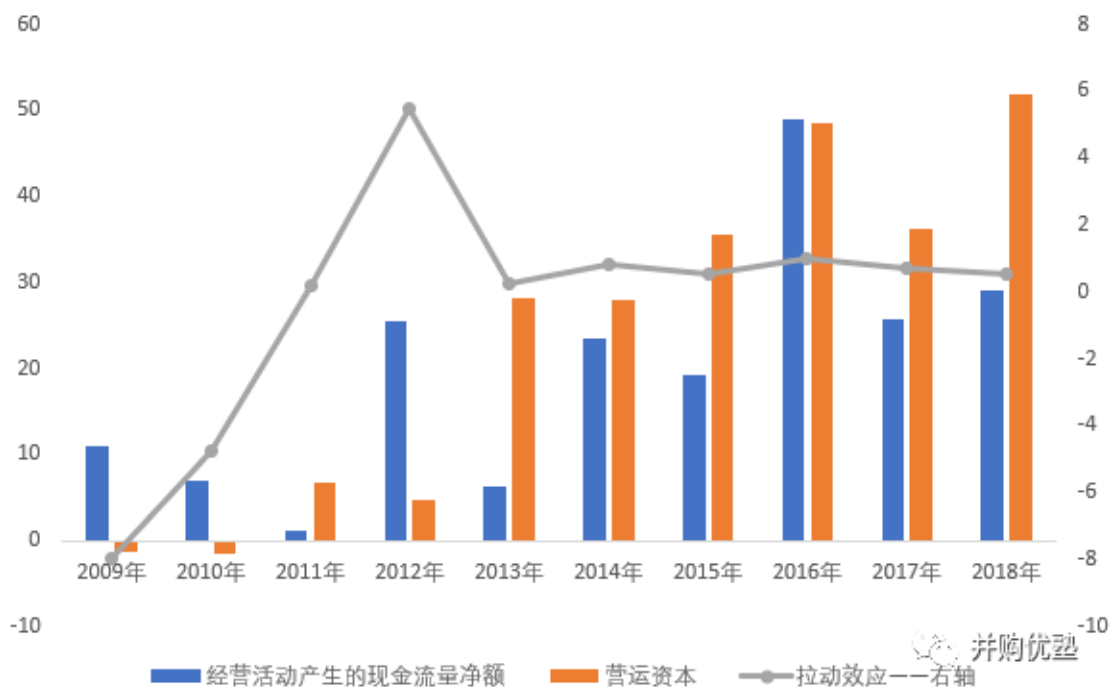
图：capex 对现金流的拉动效应（单位：亿元（左））来源：并购优塾

注：2016年至2018年，资本支出大幅上升，主要是2016年并购的光伏发电业务资本支出较高导致。

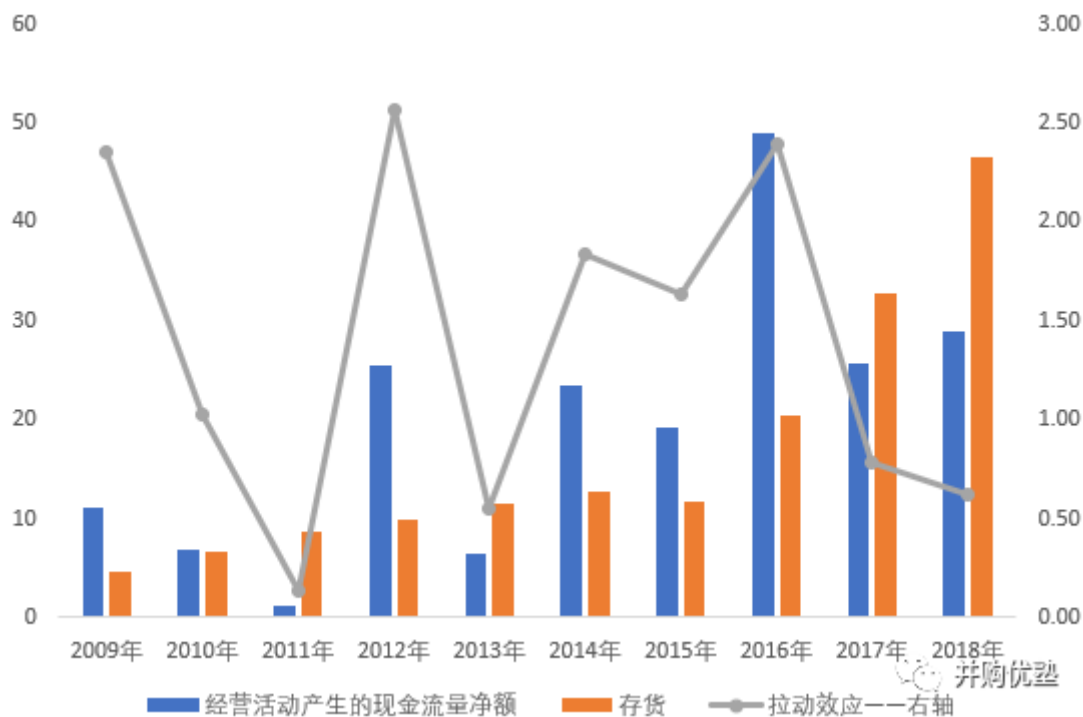


图：带息债务对现金流拉动效应（单位：亿元（左））来源：并购优塾

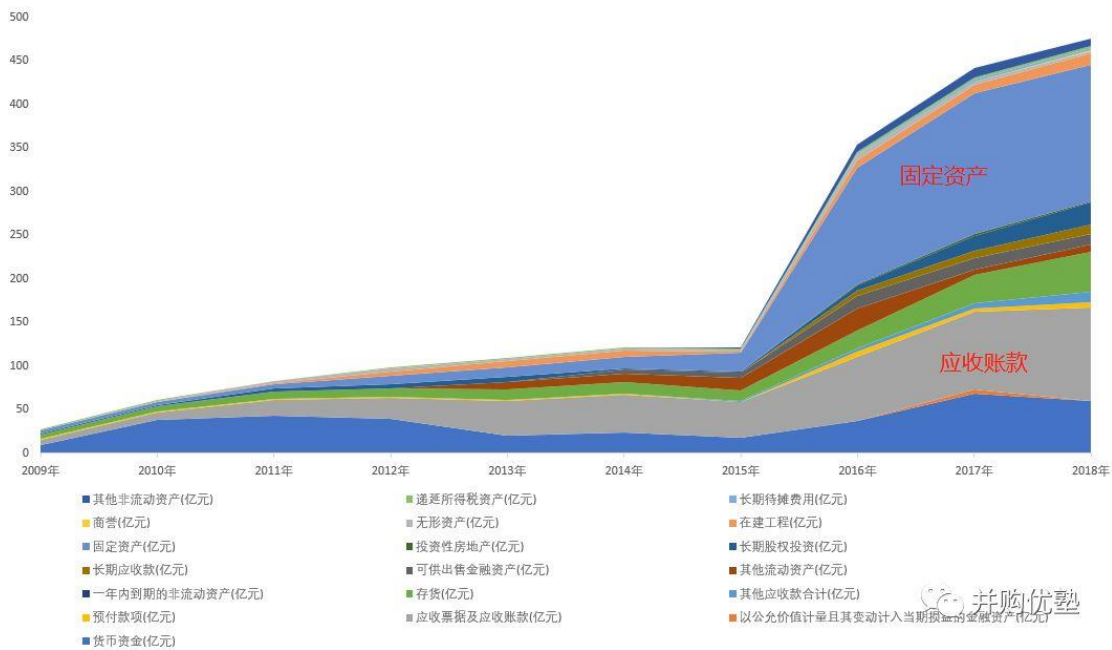
注：带息债务增加，也和光伏业务有关。



图：营运资本拉动现金流（单位：亿元（左））来源：并购优塾



图：存货拉动现金流 (单位：亿元 (左)) 来源：并购优塾



图：资产结构来源：并购优塾



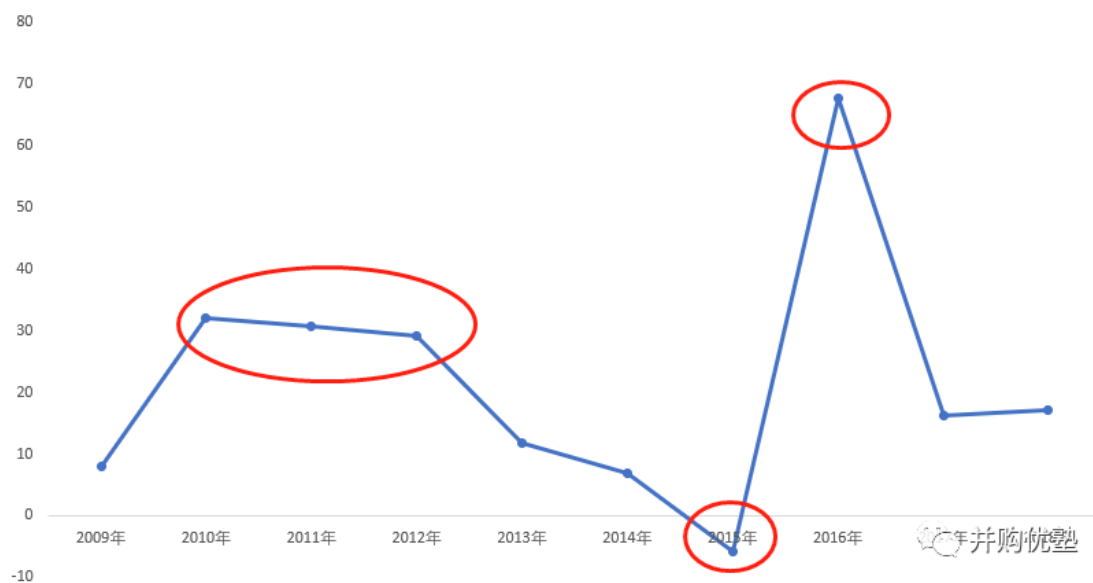
图：PB-股价 来源：理杏仁

梳理到这里,如果要对本案进行估值建模,一个核心的问题在于——收入结构乍看比较杂乱,预测该从哪里入手?

— 02 —



业绩, 驱动



图：营业收入增速 (单位: %) 来源：并购优塾

从其历史收入增速来看, 2010年至2012年、2016年增速较高, 2015年出现负增速, 这几个节点, 我们分别来拆解。

先来看收入高点: 1) 2010年、2011年, 其营业收入增速分别为32.02%、30.75%, 主要是全社会用电量增加 (增速分别为14.76%、11.97%), 促使低压电器销量上升。

2) 2012 年，营业收入增速为 29.14%，主要是当年进行产业并购，收购了新华控制、正泰仪表、建筑电器等公司所致。

3) 2016 年营业收入增速为 67.67%，同样是并购所致，当年其通过发行股份、现金购买的方式，收购了浙江正泰新能源开发，注入光伏发电业务及资产。再来看低点：2015 年，其营业收入增速为-5.80%，主要是受国内经济下行压力影响，低压电器产品销量下滑。通过上述分析可以看出来，其增速一方面来自宏观高景气周期带来的下游需求增加，一方面来自外延并购。由于并购的发生难以预测，因此未来的驱动，我们主要看宏观经济及下游需求。

那么，宏观经济对其收入影响是如何传导的？应该通过什么指标预测呢？我们直接根据收入预测的公式来入手分析。首先，收入分为两大块：一是传统的低压电器业务；二是光伏发电相关业务。针对两类业务收入，《并购优塾》分别做预测，公式如下：

1、低压电器业务收入=上一年低压电器业务收入* (1+收入增速)； 2、光伏业务分为三块，电站运营、组件销售、电站建造。注意，在光伏业务中，我们绕过较难准确预测的价格变动，所以直接预测毛利，预测公式如下： 电站运营毛利=上一年电站运营毛利* (1+销售电量增速)

组件毛利=上一年毛利* (1+全球装机容量增速)

电站建造毛利=上一年毛利* (1+全国装机容量增速)

好，公式拆解完毕，我们挨个来看。先来看低压电器业务，未来将会如何？

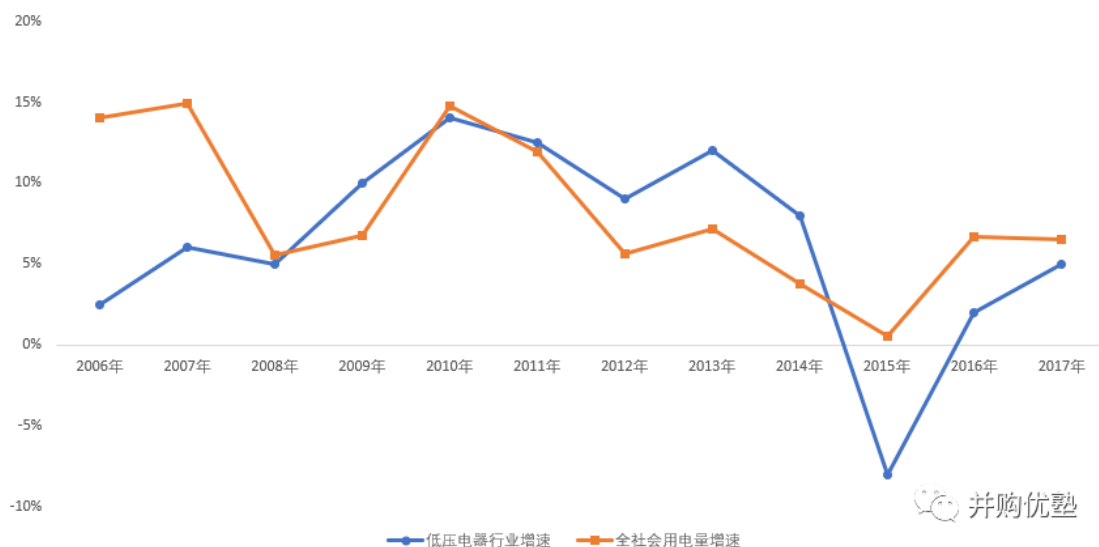
— 03 —



低压电器，收入



低压电器，主要在交流 1000V、直流 1500V 以下的电路中使用，包括用于电能分配、电路连接、电路切换、电路保护、控制及显示的各类电器元件和组件。按照用途可分为配电电器、终端电器、控制电器、电源电器等。[1] 考虑各类低压电器的性质较为相似，这里我们不区分细分品类、而是作为整体进行预测。其中，低压电器的行业增速，和宏观指标“全社会用电量”较为相关。根据我们的测算，2008 年至 2017 年，低压电器的行业增速和全社会用电量增速的相关系数为 77.23%。



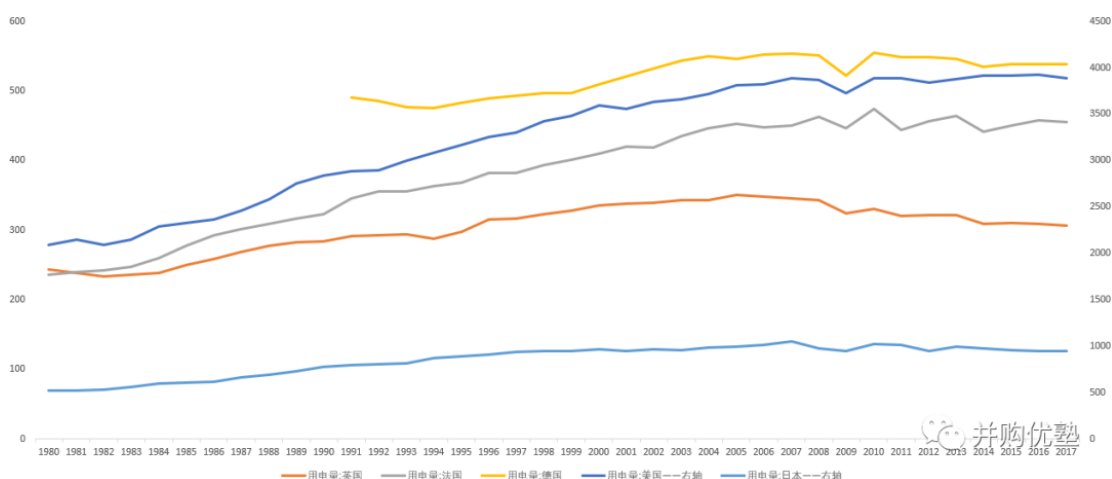
图：低压电器行业、全社会用电量增速 (单位：%) 来源：并购优塾

从宏观的总发电量，到微观的个体用电中，全社会超过 80%的电力需要由低压电器来分配、控制。这就导致用电量越多，需要的低压电器也必然越多。所以，未来用电量的变化将是影响本案收入增速的关键因子。那么，用电量应该如何预测？

— 04 —



用电量，预测



图：各国用电量 (单位：十亿千瓦时) 来源：并购优塾

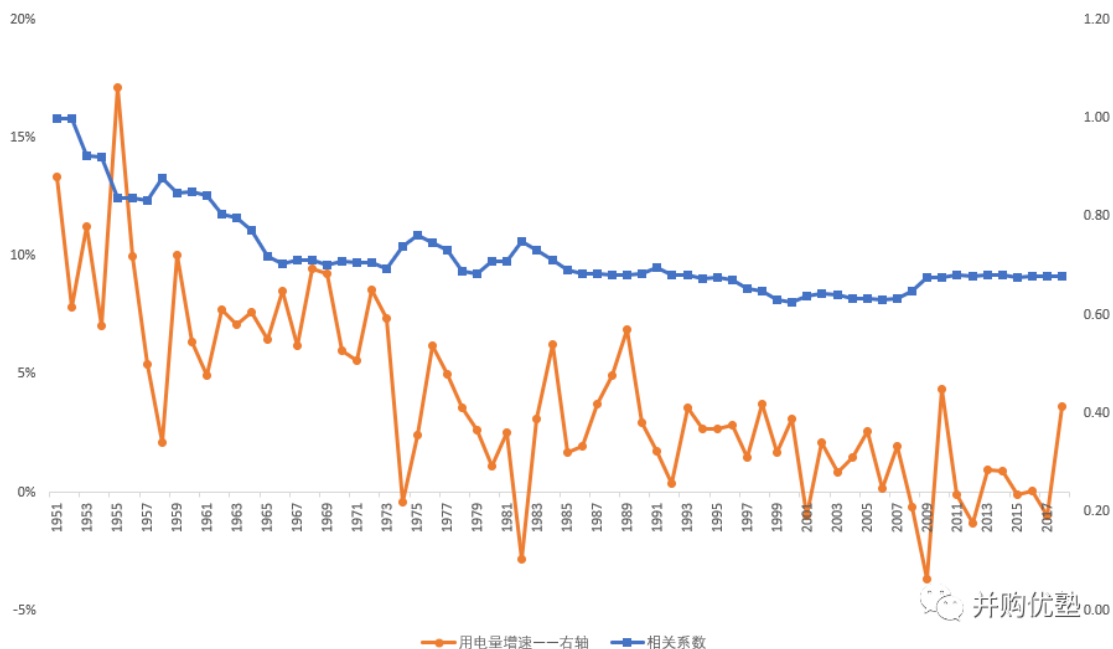
对于用电量的展望，我们采取对标法进行预测，从发达国家用电量的变化趋势中，找寻一些规律。

从上图可以发现，美、日、法、德等主要发达国家的用电量，都经过一段上升期，之后趋于平稳。而这种用电量变化趋势，主要和其产业结构的变化有关。各国的产业结构，都可以划分为三类，第一产业（主要是农林牧渔业）、第二产业（主要是工业）、第三产业（以服务业为主），其中拉用电量上涨的动力，主要来自第二产业。

而以服务业为主的第三产业，产出一般不依赖机器设备，产出和电力消耗之间没有明显拉动作用。我们以国内数据用电量/实际 GDP 来印证，相当于创造一块钱 GDP，会消耗多少电量。2018 年第二产业的用电量/实际 GDP 为 0.14 千瓦时/元，而第三产业的用电量/GDP 为 0.02 千瓦时/元，第二产业是第三产业的 7 倍。

发达国家的产业结构，都经历了从第一产业向第二产业、第三产业转移的过程，而且当产业结构逐渐向以第三产业过渡后，这样的规律，决定了发电量增速的走势，大概率会出现两个现象：1) 产业结构平稳后，用电量增速会逐渐放缓，因为第二产业的拉动减弱；2) 由于第三产业和用电量的关系不够紧密，GDP 和用电量的相关性会逐渐减弱，实际上根据我们计算的 2005 年至 2018 年，第二、三产业实际 GDP 增速和用电量增速的相关系数分别为 0.6、0.09，可见，第三产业对用电量的拉动作用不够明显。

这里，《并购优塾》以美国为例，印证我们的结论。美国的产业结构经历了典型的三段变化，1970 年-2015 年间，第一产业对 GDP 的贡献长期处于下降阶段，第二产业大部分行业在 GDP 中的占比基本保持稳定，从 20 世纪 80 年代开始，美国服务业进入快速发展的时代，GDP 占比不断上升。在这种结构演变下，美国的用电量增速逐渐放缓（近 10 年平均同比增速为 1%），同时用电量和 GDP 的相关性逐渐减弱。



图：美国用电量增速、GDP 增速和用电量增速相关系数 来源：并购优塾

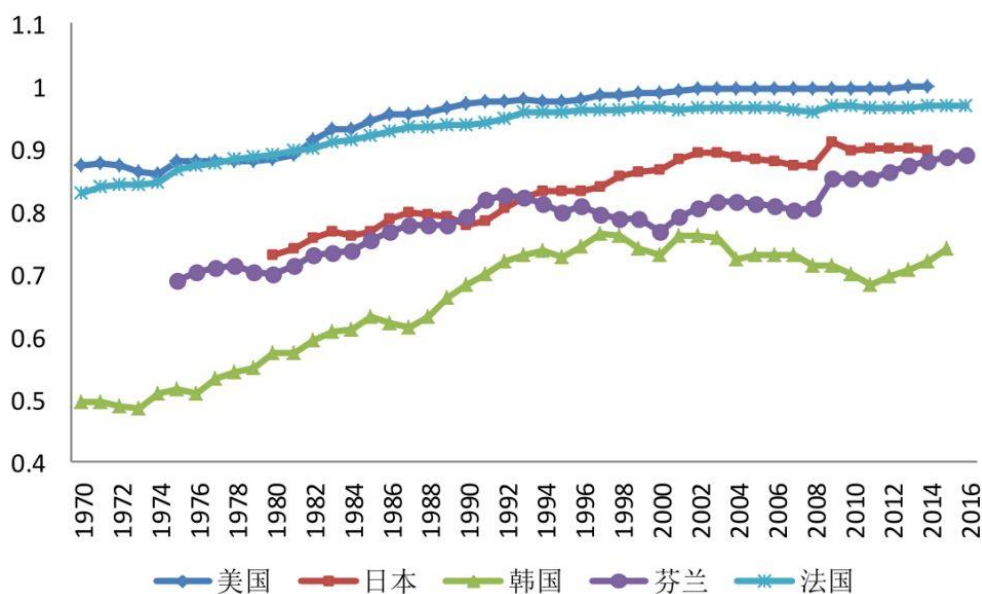
因此，判断我国用电量的大方向，一个重要的问题在于，我国内的产业结构是怎样的，会如何发展？



产业结构，趋势



我们认为，尽管产业结构演变时间、速度可能会有差异，但我国的产业结构，仍然大概率会趋同于美国。主要原因有以下几点：1) 从劳动力转移角度，产业相对收入之间的差异，使得劳动力必然会不断向相对收入较高的第三产业转移。（配第-克拉克定理）2) 从需求结构的角度，当人均收入不断上升后，需求结构发生转变，从而推动产业结构向第三产业转变。（居民收入越高，第三产业需求越大）3) 除了美国，法国、日本等发达国家的产业结构，同样出现了这种转变。



数据来源：OECD 世界银行 东兴证券研究所整理

图：各国产业结构相似度变化图 来源：东兴证券

这里，我们参考东兴证券计算的各国产业结构相似指数，来判断发达国家的产业结构，该指数以 2015 年美国产业结构为基础，取值范围为 0-1，该指数越趋近于 1，代表该国的产业结构越趋近于 2015 年的美国产业结构。通过上图，我们可以得出以下几点结论：1) 美国的产业结构在 2000 年以后，已经趋于稳定；2) 日本、法国、韩国等发达国家的产业结构，不断向美国靠拢；此外，从目前我国供给侧改革、产业升级的政策导向来看，我国的产业结构，大概率会趋同于美国，因此，我们以美国的用电量增速情况来当做大致参照。

但至此，又有两个问题随之而来：1、我国目前的产业结构处于什么阶段？2、大约需要多久才能达到美国的产业结构水平？

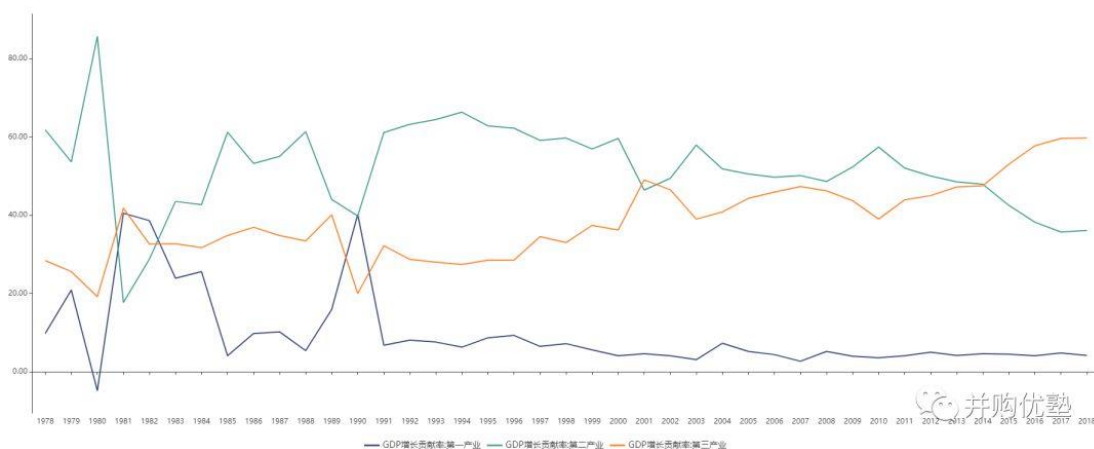
06 —



产业结构，判断



先来看问题一。我国目前的产业结构，正处于转向第三产业主导的时期，判断依据如下：1) 美国、日本产业结构快速变动的时点，均发生在人均 GDP 为 10000 美元左右的时候（1980 年左右），而我国 2018 年人均 GDP 为 9770.85 美元；2) 2011 年开始，我国第三产业发展加快，2015 年 GDP 增长贡献率为 53%，赶超第二产业，此外，从下图可以看出，二、三产业对 GDP 的贡献率差异，正在不断扩大：



图：一二三产业 GDP 增长贡献率（单位：%） 来源：wind

综上，综合考虑目前人均 GDP 水平、第三产业 GDP 贡献率，以及当前的政策导向，我们认为，我国正处于第三产业快速发展的初期（相对应的，也正是我们在多篇报告中论述过的“品牌消费”快速崛起的时期）。产业结构调整时间，参考日本的期限（20 年左右），假定后期我国产业结构调整的时间为 20 年，即：2038 年我国的产业结构调整完毕，之后和美国、日本类似，产业结构趋于平稳。（当然，这个假设还有一个前提假设，也就是我们能够迈过中等收入陷阱）此处，具体到《并购优塾》对用电量预测上，考虑日本、美国产业结构稳定后的用电量平均同比增速分别为 0%、1%，这里谨慎假设，当 2038 年国内产业结构调整完成后，用电量增速为 0%，即：从用 2019 年开始，用电量增速从现有水平，线性下降至 2038 年的 0%。到这里，我们仅仅分析了“用电量增速”这个核心驱动力，但是还有一个内生驱动力需要分析：市占率。本案，未来是否还能通过提升市占率实现增长呢？

— 07 —



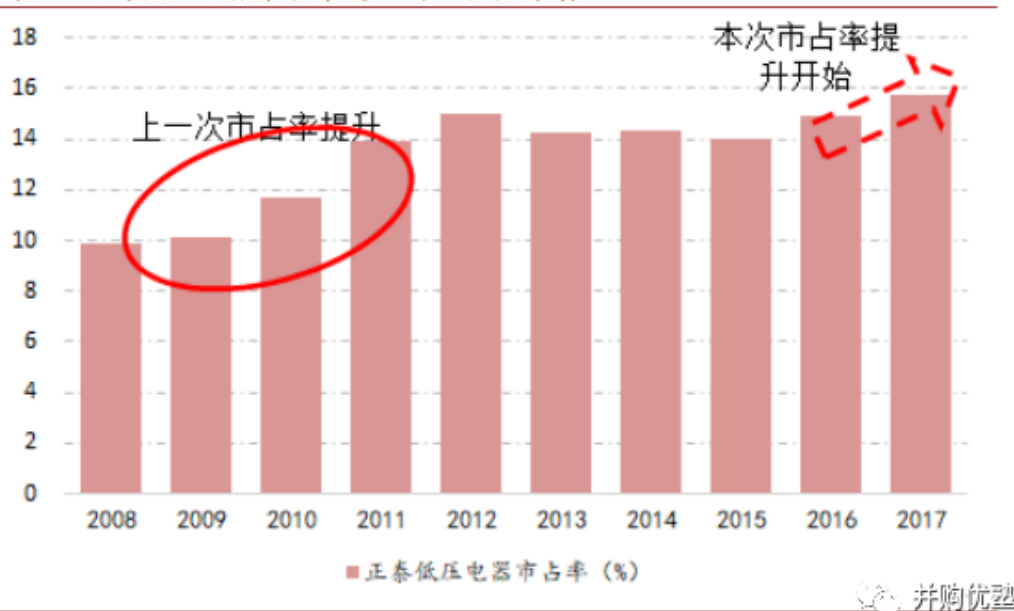
低压电器，市占率



2017 年，低压电器行业 CR3 为 35%，行业比较分散，其中，正泰电器为 18%、施耐德为 17%、

ABB 为 10%，注意，虽然正泰电器的市占率排名首位，但其产品主要集中在中端市场，而施耐德、ABB 产品主要集中在高端市场。从其历史数据来看，其市占率整体呈上升趋势，2008 年至 2012 年、2016 年至今，分别经历了两次明显提升，其中第一次主要得益于渠道营销网络的深度布局，第二次提升主要是昆仑牌、诺雅克牌等中高端产品研发实现突破，中高端市场份额提升；以及铜、银等原材料价格上涨，部分小企业亏损出清。

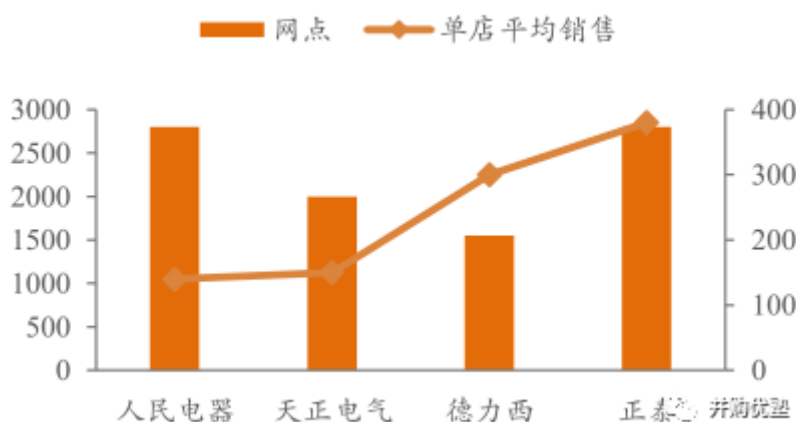
图 19 公司低压电器市占率进入新一轮提升期



资料来源：Wind、招商证券

图：正泰电器市占率 来源：招商证券

我们从渠道、技术、成本三个方面，来看它市占率提升的可能性：1) 渠道——目前正泰形成了包含区域办事处、核心经销商、二级经销商的三级协作营销网络，截至 2018 年，其核心经销商达到 500 余家，经销网点 3600 多个。此外，2018 年，其设立经销商持股计划，与经销商进行深度绑定。从 2017 年数据看，其销售网点数和人民电器差不多，远高于天正电气、德力西，具备渠道优势。



图：可比公司网点数以及单点平均销售 来源：广证恒生

2) 从技术上看，2018 年正泰电器研发费用占收入的比重为 3.45%，低于同行业的天正电气

(4.16%)、百利电气 (4.49%)、新宏泰 (6.96%)。比例低的原因有两点，一是可比公司规模较小，收入基数低，本案研发投入绝对值 9.5 亿元，同行业均小于 1 亿元；二是本案收入中包括光伏业务，拉低了整体研发费用率。剔除光伏业务影响，其研发费用率在 5%左右，不输于同行。

3) 从成本角度看，由于铜、银和塑料等原材料，占低压电器成本的 40%-50%。低端市场厂商议价能力弱，竞争依靠压价，这意味着，一旦原材料价格大幅上涨，小厂商无法通过提价转移成本上升的压力。

综合上述因素，预计后期本案的占有率还会进一步提升。也就是说，未来的收入驱动仍然由下游行业用电量、自身市占率两块驱动。*具体到收入预测上，根据回归分析，我们可以得到本案低压电器收入与用电量增速之间的关系：低压电器收入增速 = 2.2235 * 用电量增速 - 0.0256。*

注意，上述公式中，已经包括了市占率提升带来的影响，所以不需要再单列考虑市占率。根据用电量增速、回归公式，我们得到低压电器业务的收入及收入增速，预测如下：

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
收入	197.38	226.71	258.27	291.81	326.95	363.27	400.21	437.15	473.40	508.21
收入增速	15.80%	14.86%	13.92%	12.98%	12.05%	11.11%	10.17%	9.23%	8.29%	7.35%

图：低压电器收入、收入增速（单位：亿元、%）来源：并购优塾

整体来看，低压电器业务较为确定。但是，如果对本案做财务建模，需要解决的核心难点在于另一块业务，光伏。

— 08 —



光伏电站运营，核心



2016 年，本案收购了**正泰新能源**，布局光伏业务。那么，光伏这门生意的前景如何呢？

光伏，目前来看，主要的增长空间在于对传统能源的替代，目前，我国的发电结构中，火电占比很高（70%），但火电污染高、煤炭属于不可再生能源。目前的几大新能源，都属于清洁能源且可再生，而且政策支持新能源优先上网，因此，只要成本能够逼近火电，新能源（包括光伏、水电、风电）的增长，都是确定性的趋势。

注意，光伏这门生意，增长的重要前提在于，发电的**度电成本**。降成本将是光伏产业链上一个非常关键的线索，并且，降成本的压力，大概率将维持较长时间，有两个原因：

1) 目前，光伏的度电成本仍然较高；2018 年，国内光伏的度电成本 (0.5 元/kwh 左右)，高于火电 (0.2-0.25 元/度)、水电 (0.1-0.15 元/度)、风电 (0.33 元/度)，比平均上网电价 (0.374 元/度) 还要高，也就意味着，这个行业仍然需要政府补贴覆盖部分成本。

2) 然而，政府补贴减少甚至退出，是确定的大趋势，比如 2018 年的“531 新政”，明确了要加快光伏发电补贴退坡；根据 2019 年下发的政策通知，补贴规模被压缩。补贴降低后，如

果成本不下降，下游需求将出现明显的收缩。

本案的光伏业务，具体包含三块：光伏组件制造、电站建设、电站运营。以 2018 年为例，三块业务收入占光伏业务的比重分别为 60.20%、20.98%、18.81%。

根据前述的降成本压力，在此处分析时，我们的重心，会放在占比权重较小的电站运营方面。这样做的主要原因是：1) 在行业降成本的压力下，上游的单晶硅和下游的电站，话语权相对强势，中游的光伏组件、建造等业务压力较大，盈利能力不稳定；

2) 在电力市场化的大趋势下（参见“专业版报告库”中，我们对长江电力的研究），下游电站运营不会出现大幅价格波动，反倒会持续受益于产业链成本的下降，从而获得稳定收益率，以 2018 年为例，电站运营的毛利率（58%），远高于组件销售、电站建造（均为 16%左右）。那么，核心问题在于，成本还有多少降空间呢？

— 09 —



光伏电站运营，核心



总体来看，技术创新是光伏降本的主要措施，分为增效、降本两方面。

以增效为例，2018 年单晶电池片、多晶电池片的光电转换效率分别为 21.8%、20.6%，根据中国光伏行业协会的预测，到 2025 年，电池片转换效率高点可以达到 25%。

成本方面，根据公开资料，从目前产业链上游的每个环节（硅片、电池片、组件）来看，都存在下降空间。但注意，此处仅从理论出发，实际情况会存在一些出入，因此，这里可以作为一个调研点：*对产业进行调研时，可以重点观察上游哪个环节的降本空间较大。*

明确成本降幅后，我们开始预测电站业务的毛利（此处的方法，是未了避开较难预测的电价波动）。注意，在电站运营业务上，我们不去预测收入，而是直接预测毛利，主要原因是随着成本降低、政府补贴减少，光伏电价也会相应呈现下降趋势，单位毛利变动不大，而整体毛利主要由量（产能）驱动。*毛利预测公式为：毛利=上一年毛利*销售电量增速。*所以，我们直接来看销售电量增速如何预测。影响销售电量增速的因素主要有三个：1) 利用小时数；2) 上网率；3) 产能扩张。由于利用小时取决于自然光照，上网率有政策支持，二者波动不大，因此新建电站是驱动销售电量增长的唯一因素，*即：销售电量增速=产能增速；其中：产能=总投资额/单位投资成本*

也就是说，产能取决于两件事，企业愿意投多少钱，以及投下去的钱，能转化为多少产能。1) 先看单位投资成本：如前文所述，光伏发电成本仍会下降，根据马丁格林（太阳能电力领域的权威，被誉为“世界太阳能之父”）的判断，未来光伏发电成本，还有 25%-50% 的下降空间。而国际可再生能源组织（IRENA）预测，到 2030 年，单位投资成本由 2018 年的 1.21 美元/瓦，平均下降至 0.587 美元/瓦，下降幅度为 51.49%。此处，《并购优塾》假设，国内电站单位成本的下降幅度和 IRENA 的判断一致，即后期国内的光伏发电投资成本下降幅度为 51.49%。所以，预测期内，单位电站投资成本如下：

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
单位投资成本	4.71	4.50	4.29	4.08	3.86	3.65	3.44	3.23	3.02	2.81

图：电站单位投资成本（元/w） 来源：并购优塾

2) 其次看总投资额：光伏电站建设资本投入较高，投资力度与管理层战略选择有关。此处我们假设本案管理层扩张较为谨慎，每年根据净利润决定投资额，但这样的假设存在较大不确定性，因此我们在此设置情景开关：*A、保守情景：假设正泰预测期内每年会拿出 50%的净利润进行投资；*

B、乐观情景：假设正泰预测期内每年会拿出 60%的净利润进行投资。据此，可以得出光伏电站投资额，以及产能及增速，其中，保守情境下，产能增速如下。至此，光伏电站运营业务预测完毕，接着，我们对光伏业务中的剩余两部分，组件、电站建造进行预测。

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
产能增速	16.50%	11.50%	12.69%	13.78%	14.73%	15.51%	16.09%	16.50%	16.75%	16.89%

图：保守情景产能增速（单位：%） 来源：并购优塾

— 11 —



光伏组件、电站建造



由于本案超过七成的组件销售至海外，而电站建造主要针对国内，因此，我们对二者分别预测，同时，考虑未来产业链成本下降比较确定，我们同样直接预测毛利，预测公式如下：

组件毛利=上一年毛利 (1+全球装机容量增速) 电站建造毛利=上一年毛利* (1+全国装机容量增速)* 这里，2019年-2025年，《并购优塾》采纳 CPIA 对新增装机量增速预测，2026年开始假定增速按照 2023年-2025年平均降幅逐年递减。因此，全国、全球装机容量增速预测如下：

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
全球装机容量	23.96%	21.01%	19.79%	17.68%	16.01%	14.65%	13.52%	12.13%	10.74%	9.36%
全国装机容量	22.99%	21.03%	20.27%	18.46%	16.94%	15.64%	14.53%	13.22%	11.91%	10.60%

图：全球、全球装机容量增速（单位：%） 来源：并购优塾

到这里，光伏业务的毛利已经全部预测完毕，保守情境下，毛利预测如下。由于上述光伏业务预测的是毛利，毛利推算出收入，需要确定毛利率，因此，我们先来看利润表项目的预测。

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
光伏毛利	30.08	35.15	41.09	47.76	55.24	63.61	72.95	83.20	94.32	106.31

图：光伏业务毛利（单位：亿元） 来源：并购优塾

— 12 —

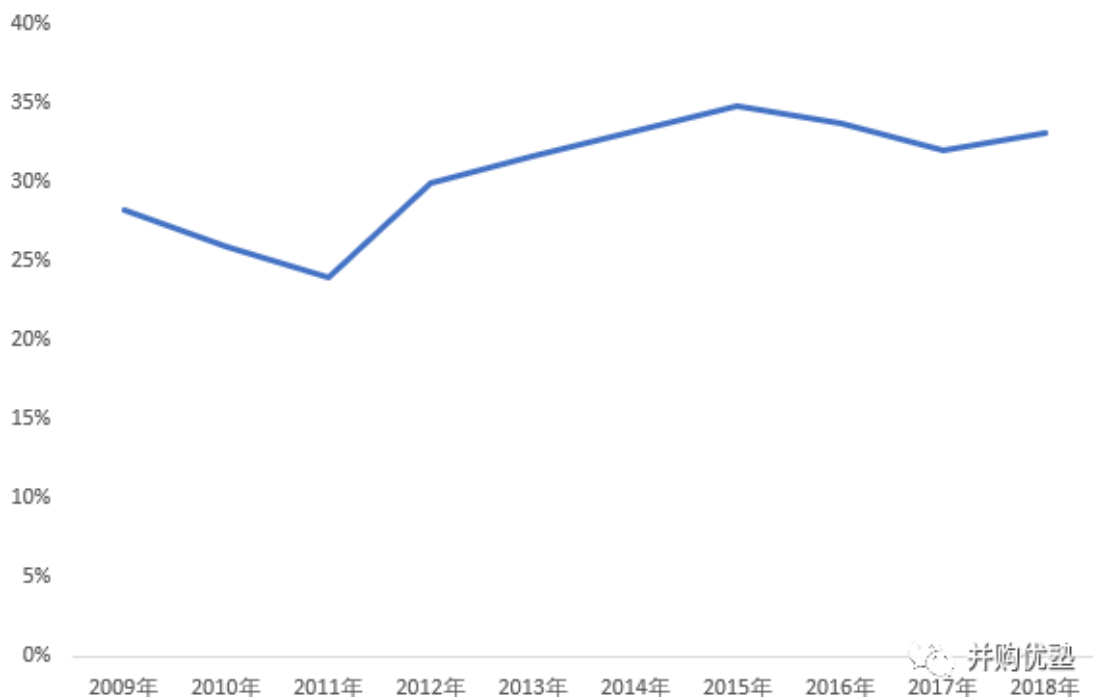


钱，烧在哪里



利润表的建模，首先要考虑毛利率。我们分光伏业务、低压电器业务来看：

1) 光伏业务：2016 年-2018 年毛利率分别为 23.41%、24.97%、24.08%，较为稳定，因此这里假设预测期内光伏业务毛利率为近三年平均值——24.15%； 2) 低压电器业务：2010 年、2011 年，毛利率有较大幅度下滑，主要原因是原材料铜、塑料等原材料价格上涨，以铜为例，其 2011 年 7 月价格，较 2009 年上升 133.40%；其余年份毛利率较为平稳，这里我们简单假设毛利率为近 5 年平均值——33.35%。



图：低压电器业务毛利率（单位：%） 来源：并购优塾

其次，需要考虑期间费用率。本案的销售费用、管理费用率较为平稳，这里简单假设，销售费用、管理费用占主营业务收入的比重假设维持 2018 年水平不变——6.36%（销售费用）、7.23%（管理费用）。根据预测的光伏业务毛利、毛利率，我们能够倒推出光伏业务收入。保守情景下的光伏收入增速，预测如下：

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
光伏业务收入	124.55	145.53	170.12	197.73	228.68	263.33	302.02	344.44	390.50	440.11
收入增速	20.05%	16.84%	16.89%	16.23%	15.65%	15.15%	14.70%	14.04%	13.37%	12.70%

图：光伏业务收入、收入增速（单位：亿元、%） 来源：并购优塾

光伏收入预测解决后，整体收入增速也就解决了。研究至此，本案的主要业务收入已经假设完毕。但是，这样的预测，是否靠谱？

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
总收入增速	17.41%	15.63%	15.08%	14.27%	13.50%	12.77%	12.07%	11.30%	10.53%	9.77%

图：总收入增速（单位：%）来源：并购优塾

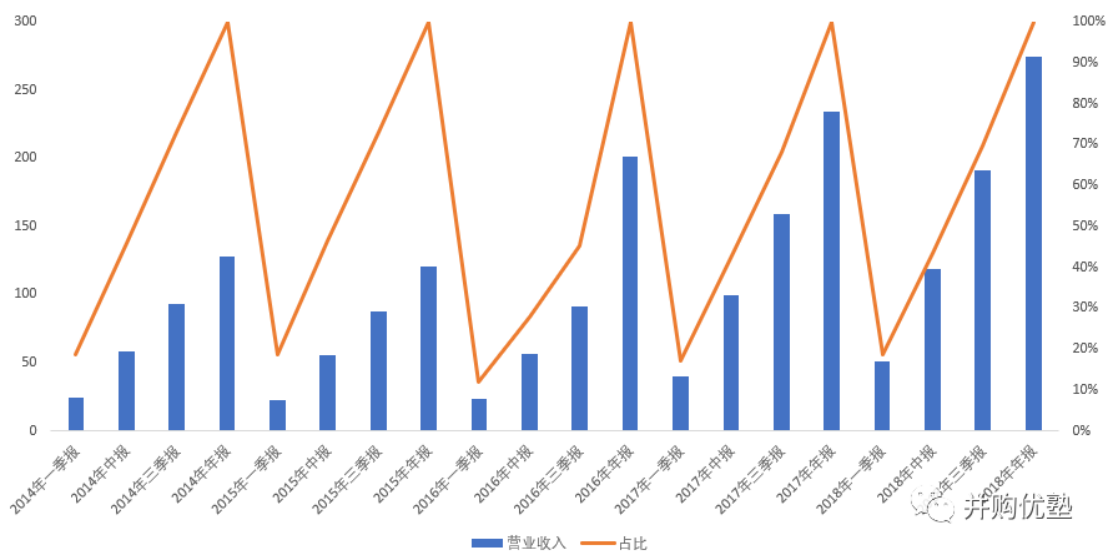
— 13 —



逻辑，验证



这里，我们再结合“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。方法一：季报反推法——通过季报、中报与年报的历史关系，反推出 2019 年收入增速。



图：季报、半年报、年报收入占比 来源：并购优塾

从历史三季报收入占全年收入的比重来看，除 2016 年受并购影响导致比重偏低外，其余年份三季报占比变动不大，平均值约为 70.90%。由此，《并购优塾》假设，四季度如果无意外发生，可倒推出 2019 年年报收入约为 317 亿元，计算公式：2019 年年报收入=2019 年三季报收入（224.77 亿元）/70.90%=317 亿元。

那么，如果按以上预测收入计算，2019 年的收入同比增速大约为 **15.61%**。方法二：内生增速——其近三年的平均 ROE、历史分红率分别为 18.68%、49.46%，计算得出其内生增速大约为 9.44%。方法三：分析师预测——这里选取 180 天内 18 家预测机构，对正泰电器在 2019 年-2021 年的预测增速，分别为 16.30%、15.05%、15.33%。对比来看，我们保守情境下的预测增速，与外部分析师预测增速差异不大。

至此，收入部分预估完成。接下来，还必须仔细研究另外一件事：要想维持增长和回报，本案每年要支出多少钱，用来做设备维护、新增产能？



维护性支出，扩张性支出



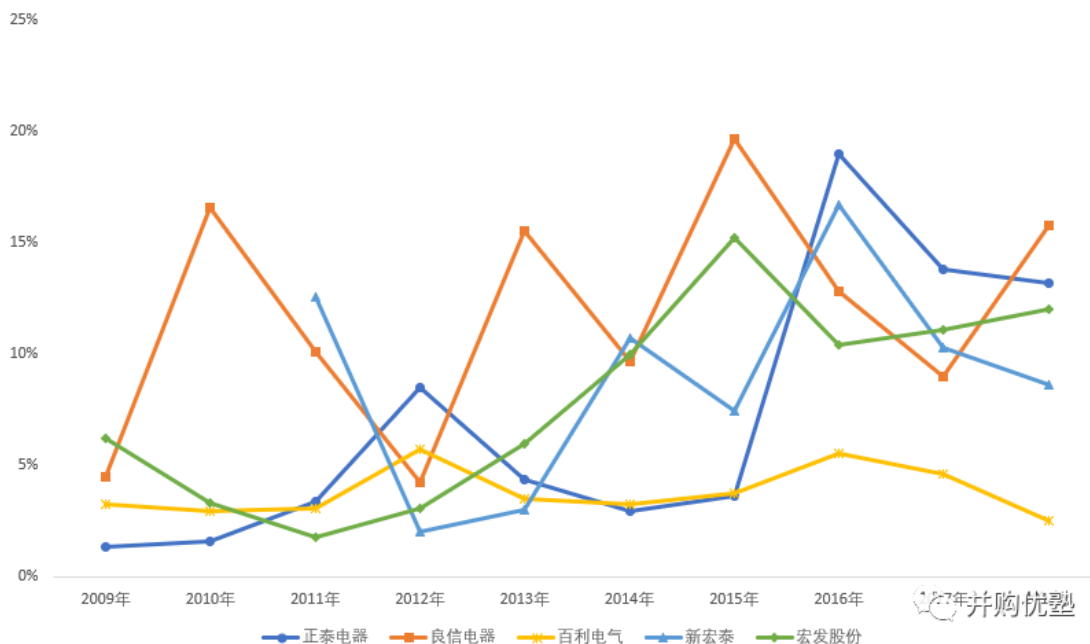
注意，本案难以对资本支出进行详细拆分（维护性支出、新增产能），因此只能分业务进行简化预测。*此处，可以作为调研点，做调研时具体询问每年的资本支出细项。*先来看光伏业务，重点看电站运营、组件销售，电站建造中的电站投入属于存货，因此这里不予考虑。

- 1) 电站运营，我们在上文光伏业务的毛利预测中，已经预测了其产能投入，这里不再赘述。
- 2) 组件销售，根据 2018 年年报，除智能制造升级、技术换代，导致产能出现未利用部分，其余时间产能基本处于满产状态。因此，我们简单假设后期组件销量的增长，均要有新建产能支撑，即： $新建产能 = 新增组件销量 * 单位组件投资额$ 。首先，2018 年组件销量 3.1GW，根据前文预测的组件销量增速，可以计算出预测期内，每年新增的组件销量，如下：

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
新增组件销量	0.74	0.81	0.92	0.98	1.05	1.11	1.18	1.20	1.19	1.15

图：新增组件销量（单位：GW）来源：并购优塾

其次，根据其年报披露的新建产能投资额、规模数据，计算出：本案每新增 1GW 的产能，大约需要投资 5.75 亿元。综上，可以计算得到每年的新增资本支出。**接着，再来看低压电器业务的资本支出。**从行业角度看，各科比公司资本支出投入占比差异较大，本案正泰电器在 2016 年之前资本支出投入占比处于较低水平。



图：资本支出/营业收入（单位：%）来源：并购优塾

其中，2016 年-2018 年，资本支出比例大幅上升，主要是因为 2016 年起，其资本支出中包

含光伏业务（因披露数据不够，从而无法拆分分析。此处我们也向正太的财务部门提个小建议，如果将两大块业务的资本支出详细拆分披露，将更有利于投资人进行跟踪分析）。此处，《并购优塾》考虑到，预测期前三年低压电器业务增速在 14%左右，产能扩张概率较大，因此：假设前三年资本支出占收入的比重为 2011 年-2013 年平均值（包含 2012 年产能扩张）——5.42%，之后假设资本支出占收入比重为 2014 年-2015 年平均值（不包含产能扩张）——3.29%。

到这里，所有业务的资本支出已经预测完毕，保守情境下，各项资本支出预测金额如下。不过，资本支出分析完毕，紧随而来的就是另一个问题：折旧摊销，应该如何测算？

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
资本支出	33.79	31.53	36.41	35.19	39.76	44.60	49.58	54.39	59.02	63.39

图：资本支出（单位：亿元） 来源：并购优塾

— 14 —



固定资产，折旧



固定资产的折旧方法，和之前的预测方法一致，分成两部分，已存固定资产折旧、新增固定资产折旧。已存固定资产的折旧，采用折旧/期初固定资产的比例进行预测，2015 年至 2018 年，该比例分别为 9%、36%、7%、6%，2016 年占比大幅上升，和当年并购光伏业务有关。预测期内假设该比例为近两年平均值——6.84%。

本案固定资产包括房屋建筑物、机械设备、检测设备以及光伏电站等。其中，房屋建筑物、光伏电站的折旧年限为 20 年、机械设备、监测设备等的折旧年限在 7 年左右，一般不超过 10 年，采用平均年限法进行折旧，净残值率为 5%。考虑光伏电站占比较高，2018 年光伏电站占固定资产账面价值的比重为 76.51%，这里我们重点参考光伏电站的折旧年限，假设：新增固定资产的折旧年限为 20 年，并保守假设净残值率为 0%。

已存及新增固定资产的折旧预测值如下。研究至此，资本支出、折旧摊销已经预测完毕，接下来还有一件重要的事：本案，在产业链上的话语权如何？它能否占用上下游资金，进行增强自身的企业价值？

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
新增固定资产	0.84	2.48	4.18	5.97	7.84	9.95	12.30	14.90	17.74	20.80
已存固定资产	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69

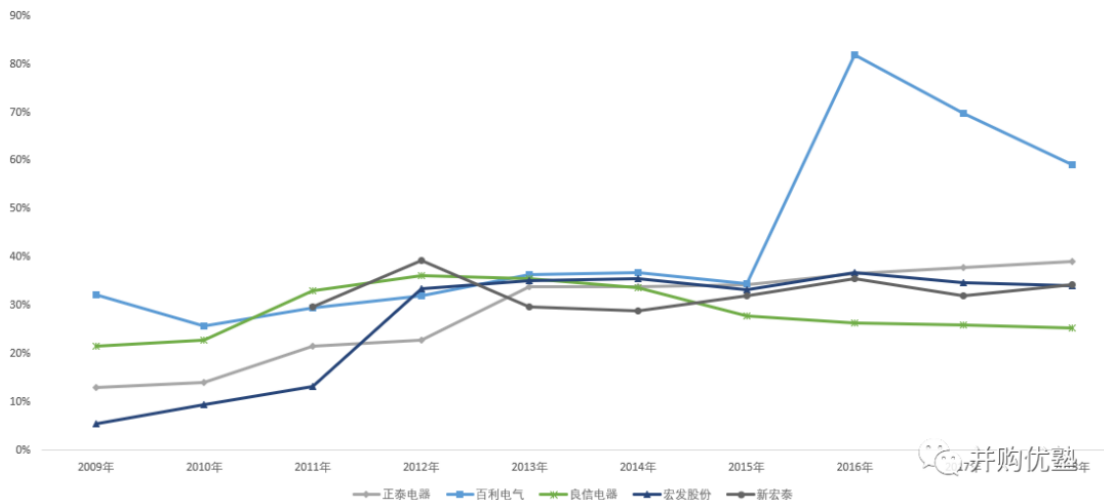
图：固定资产折旧（单位：亿元） 来源：并购优塾



营运资本，资金占用



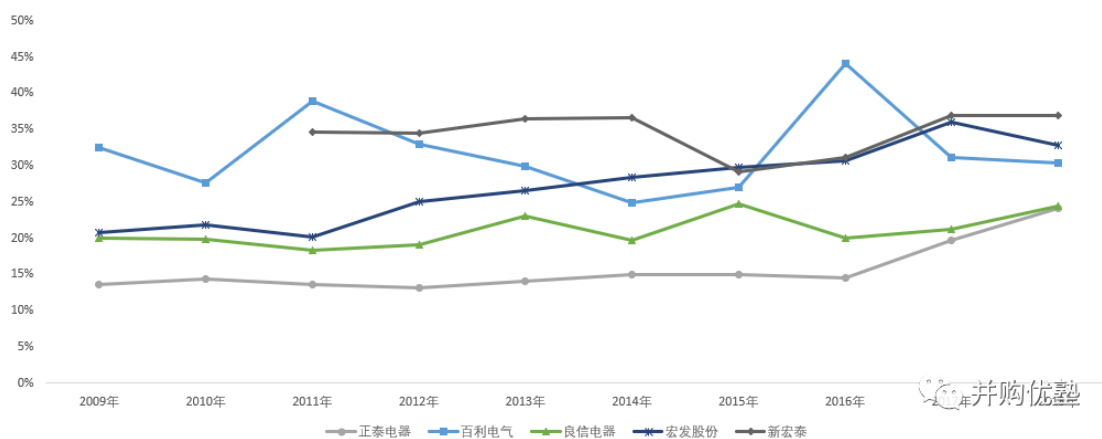
本案的应收账款、存货、应付账较多，这里重点看一下这几项科目。1) 应收账款：本案应收账款占收入的比重，呈上升趋势，其中，2013 年上升主要是应收票据结算增加。此处，我们对比同行业公司百利电气、良信电器、宏发股份、新宏泰来看：



图：应收账款/营业收入（单位：%）来源：并购优塾

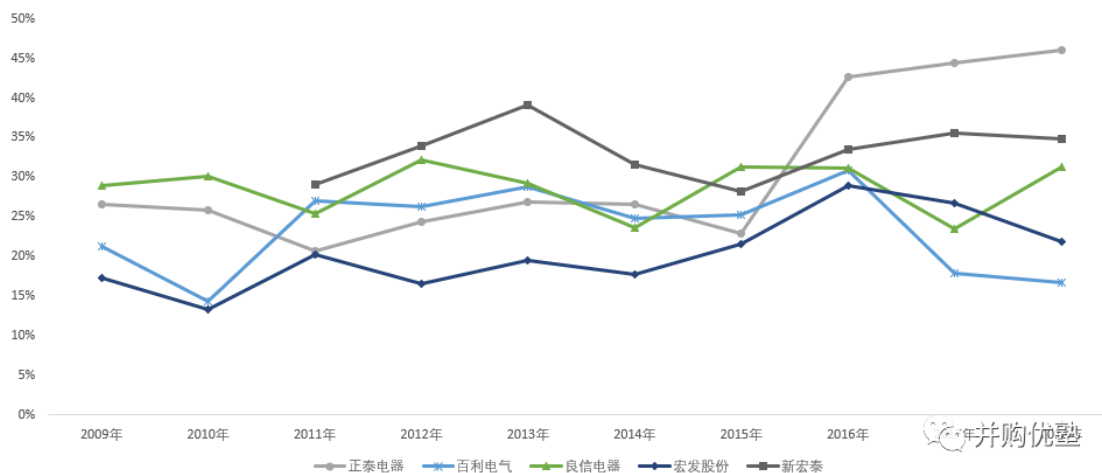
2016 年以来，该比例进一步扩大，主要和并购光伏业务有关，以 2015 年为例，光伏业务的应收账款占营业收入的比重为 **42.43%**，高于低压电器占比水平 (20%-30%) 这里《并购优塾》谨慎假设——随着光伏业务占比不断上升，应收账款占营业收入的比重，从 2018 年水平，匀速上升至光伏业务应收款占收入的比重 42.43%。2) 存货：本案的存货占比较低 (10%至 15%)，但 2017 年开始，比重有所上升，主要是光伏电站建造业务中，正在建造的电站，计入存货所致。

此处，《并购优塾》假设，存货占营业成本的比重，从 2018 年水平逐渐上升至光伏业务存货占比历史水平 32.57% (极值)。



图：存货/营业成本 (单位: %) 来源：并购优塾

2) 应付账款：本案的应付账款占成本的比重，处于行业平均水平，2017年起，该比重有大幅的跃升，还是和并购光伏业务有关，光伏业务占用上游资金时间更长。



图：应付账款/营业成本 (单位: %) 来源：并购优塾

考虑光伏业务应付账款占比 (85.06%) 远高于目前水平 (46%)，后期该比例虽会上升，为谨慎起见，这里《并购优塾》假设，该比例上升幅度和应收账款占比上升幅度 (3.04%) 保持一致。到这里，影响自由现金流的所有变量已预测。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程，以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算——用 Excel 对本案进行估值建模，该如何操作？



极为重要的事

估值建模，如何操作？



好，在进行建模计算之前，我们再总结一下本案的基本面：

- 1) 未来增长空间——主要看光伏业务，在成本问题解决之后，光伏发电的优势（新能源、可再生）可支持其快速发展。根据行业机构 IRENA 的测算，到 2050 年，全球光伏装机容量可达到 8519GW，2018 年全球总装机容量仅为 480GW，复合增速约为 10%。
- 2) 增长驱动——低压电器业务的驱动力是用电量，未来放缓的概率较大，只能靠市占率提升来维持增长；另一方面，光伏业务的增长驱动，主要是光伏发电在整体发电量中的占比提升，而这样的提升需要产业链成本下降，带动装机容量提升。因而，后续我们需要密切跟踪光伏发电成本。
- 3) 回报——2016 年至 2018 年，正泰不剔除现金的 ROIC 分别为 16.2%、10.7%、10.4%；剔除现金的 ROIC 分别为 21.5%、14.9%、15.1%。2016 年比值较高，主要是因为我们使用的是平均投入资本，2016 年的并购导致投入资本上升，而 2015 年未受并购影响，导致 2016 年平均投入资本偏低。整体来说，属于中等回报、中等增长的公司。
- 4) 护城河——低压电器业务，优势在于其经销网络及规模效应。而正是低压电器业务的“现金牛”，成了它在光伏业务上的护城河：其处于产业链下游（主要涉及电站、组件组装），资金投入大，进入门槛高。没有资金优势的小玩家，难以涉足。而正是低压电器主业的现金流优势，让它得以在行业低谷期，敢于收购隆基股份的电站资产。这一点是其他小玩家难以做到的。
- 5) 竞争格局——低压电器业务，行业较为分散，其为中低端龙头（市占率 18%），高端主要由施耐德等外资公司控制，光伏发电的格局，竞争格局较为分散，主要的投资者为国企（比如，国电投、中节能等）。
- 6) 风险点——1) 电站运营前期投入较大，对资金要求较高，本案虽可以依靠低压电器业务、借款支撑光伏业务，但毕竟资本支出高、应收账款高，仍需警惕资金链方面的风险。2) 关注业绩承诺完成情况：根据 2016 年收购光伏业务时的业绩承诺，正泰新能源在 2016 年、2017 年和 2018 年净利润不低于 7 亿元、8.05 亿元和 9 亿元。2018 年业绩承诺已经完成，未来完成情况需要持续关注，一旦不及预期，需要当心减值风险。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算……

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科创板或专业版报告库，

以长江电力、海康威视为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	28.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	808.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	278.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	682.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
单位：百万元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性资产减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-646	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	958	992	1,022	838	639	422	188	65
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-5,902	-6,891	-7,929	-8,778	-9,387	-9,996	-10,609	-11,223
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞

清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾定制报告的付费用户有冲突，因而，并购优塾团队将应定制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库



扫码阅读核心产品二

科创板 | 以及科技概念报告库

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。