

# 正泰电器 (601877)

## 正身立本，风至泰来

低压电器行业进入个位数增长，公司业绩增长需提高市占率。正泰 2018 年预计在中低端市场市占率已达到 26%，能否继续提升？本篇报告回答公司低压电器业务的下游需求、产品属性及成长路径。

### 下游需求：国内进入个位数增长，海外或有新增空间

2012-2018 年低压电器工业总产值复合增速为 5%，行业进入个位数增长。低压电器下游主要在电力、建筑等领域，电力占比约 40%，建筑占比约 28%。海外低压电器市场或有增量空间。1) 部分发展中国家仍电力短缺，2016 年，世界上仍有 13% 的人口无法用电。2) “一带一路”与东南亚、南亚开展电力合作，为低压电器带来增量空间。

因此，提升国内市占率、开拓海外增量市场尤为重要。

### 产品属性：具有消费品属性的工业品

低压电器在建筑场景中具有较强的消费品属性。在家用场景中，低压电器一般在装修时或需要更换时购买。消费者考虑品牌、质量、性价比、可获得性等，因此品牌和渠道是低压电器产品的核心竞争力。

低压电器单价低、消费者购买频次低，对价格不敏感，因此能避免受下游挤压价格不断下降的宿命。顺应消费升级，随着消费者对产品质量、品牌的意识不断增强，低压电器或仍有提价空间。

### 成长路径：中低端渠道下沉、开拓行业客户

- ✓ **渠道下沉：**2018 年正泰低压电器业务营收同比增长 15%，大幅超过行业增速 8%。公司在 2017-2018 年的渠道布局可能在 2018 年开始贡献业绩。同时，2018 年正泰设立持股计划，与经销商共同持股。2019 年，公司继续对渠道深入布局，相比 2018 年，新增经销网点约 1200 家。公司在渠道的大力布局有望在未来几年逐步贡献业绩。
- ✓ **直销模式：**公司在 2018 年强化直销模式，对经销模式进行补充。以正泰集团的实力拿到大客户订单，而经销商深度参与物流、服务等环节，与公司直销团队进行利润分成，两种模式有效互补。下游地产行业集中度提升也使直销模式重要性提升，绑定客户获得更高市占率。
- ✓ **海外布局：**在海外业务布局上，正泰大幅领先国内竞争对手。在东南亚、拉美等国家，正泰与施耐德、ABB 同为外资品牌，在国内的品牌劣势有望减轻。低压电器市场巨大，依靠渠道优势也能获取一定份额。

### 盈利预测与估值

预计公司 2020-2022 年营收分别为 335、377、428 亿元，同比增长 11%、12%、14%，归母净利润分别为 44.1、50.9、58.6 亿元，同比增长 17%、15%、15%。公司业务分为低压电器和光伏，采用分部估值。低压电器：预计 2021 年归母净利润 41.6 亿元，给予 PE 16x。光伏：预计 2021 年归母净利润 9.2 亿元，给与 PE 10x。预计 2021 年合理市值 759 亿元，目标价 35.3 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**海外疫情影响加重、行业竞争加剧、公司海外业务开拓不及预期、地产行业不景气。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,420.83	30,225.91	33,520.53	37,673.72	42,786.05
增长率(%)	17.10	10.23	10.90	12.39	13.57
EBITDA(百万元)	6,610.37	7,248.98	6,616.18	7,379.97	8,265.08
净利润(百万元)	3,591.56	3,761.80	4,408.91	5,090.81	5,862.01
增长率(%)	26.47	4.74	17.20	15.47	15.15
EPS(元/股)	1.67	1.75	2.05	2.37	2.73
市盈率(P/E)	15.77	15.06	12.85	11.13	9.66
市净率(P/B)	2.62	2.34	2.10	1.89	1.68
市销率(P/S)	2.07	1.87	1.69	1.50	1.32
EV/EBITDA	8.15	8.41	8.83	7.14	6.17

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/高低压设备
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	29 元
目标价格	35.3 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,149.97
流通 A 股股本(百万股)	2,149.97
A 股总市值(百万元)	62,349.23
流通 A 股市值(百万元)	62,349.23
每股净资产(元)	11.22
资产负债率(%)	54.98
一年内最高/最低(元)	30.61/20.18

### 作者

王纪斌 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110519010001  
 wangjibin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

1. 引言	5
2. 下游需求：国内进入个位数增长，海外或有新增空间	5
2.1. 低压电器规模增速进入个位数增长	5
2.2. 电力：电网投资增速放缓，2020 年预计同比增长 3%	6
2.3. 地产：增速预计保持平稳，旧房改造释放新增需求	6
2.4. 通讯数据行业：IDC 预计 20%以上行业增速，5G 成为新增长点	7
2.5. 海外：部分地区仍电力短缺，“一带一路”带来增量空间	8
3. 产品属性：具有消费品属性的工业品	9
3.1. 在建筑场景中具有消费品属性	9
3.2. 单价低、消费者对价格敏感度低，有提价空间	10
4. 低压电器成长路径：中低端渠道下沉、开拓行业客户	10
4.1. 中低端：渠道深度下沉，覆盖率继续提升	10
4.2. 强化直销模式，拓展行业客户	12
4.3. 全球化布局，领先国内竞争者	13
5. 对标海外企业：正泰品牌力较弱，但成本控制能力出色	15
5.1. 海外企业品牌力较强，产品相较正泰有溢价优势	15
5.2. 价格是正泰的 2 倍以上，而盈利水平与正泰相比没有明显优势	16
6. 盈利预测与估值	17
6.1. 低压电器具有轻资产、高 ROE 的特点	17
6.2. 低压电器：预计 2020-2022 年营收分别为 203、231、264 亿元，增速分别为 13%、14%、14%	18
6.3. 光伏：预计 2020-2022 年营收分别为 128、141、158 亿元，同比增长 7%、10%、12%	20
6.4. 估值：预计 2021 年合理市值 759 亿，对应股价 35.3 元/股，给予“买入”评级	22
7. 风险提示	24

## 图表目录

图 1：中国全社会用电量（万亿千瓦时）及增速（%）	5
图 2：中国低压电器工业总产值（亿元）及增速（%）	5
图 3：低压电器下游需求占比（%）	6
图 4：国家电网的电网业务	6
图 5：国家电网历年电网投资情况（单位：亿元）	6
图 6：房屋竣工面积（亿平方米）及增速（%）	7
图 7：地产企业新增土地储备面积（万平方米）	7
图 8：1999 年以来房屋竣工面积（亿平方米）及增速（%）	7
图 9：IDC 市场规模（亿元）及增速（%）	8

图 10: 中国移动:4G 基站数 (万个) 及增速 (%)	8
图 11: 2016 年拥有电力的人口比例 (%)	8
图 12: 大湄公河次区域远景联网示意图	9
图 13: 正泰漏电保护器实用场景	9
图 14: 正泰 1P 20A 小型家用断路器	10
图 15: 正泰 2P 63A 漏电保护断路器空开	10
图 16: 正泰低压电器业务营收 (亿元) 与增速 (%)	12
图 17: 中国低压电器工业总产值 (亿元) 及增速 (%)	12
图 18: 正泰前 5 大客户销售额 (亿元) 及年度销售额占比 (%)	13
图 19: 2019 年 ABB 电气化业务渠道分类	13
图 20: 百强房企市占率快速提升	13
图 21: 正泰全球化布局研发中心、营销渠道、制造基地、物流中心等	14
图 22: 2019 年施耐德分地区营收结构	15
图 23: 2019 年 ABB 分地区营收结构	15
图 24: 施耐德营收 (亿欧元) 及增速 (%)	15
图 25: 低压电器品牌结构	15
图 26: 施耐德、ABB、正泰毛利率 (%)	16
图 27: 施耐德、ABB、正泰净利率 (%)	16
图 28: 施耐德、ABB、正泰电器研发费用率 (%)	17
图 29: 施耐德研发费用率分布 (%)	17
图 30: 正泰电器营收 (亿元) 及增速 (%)	17
图 31: 正泰电器主营业务收入 (亿元) 及增速 (%)	17
图 32: 工控企业固定资产占总资产比例 (%)	18
图 33: 工控企业固定资产周转率	18
图 34: 2019 年正泰低压电器成本构成	19
图 35: 现货结算价 LME 铜 (美元/吨)	19
图 36: 期货结算价: COMEX 银 (美元/盎司)	19
图 37: 中国塑料城价格指数	19
图 38: 光伏分业务营业收入 (亿元)	20
图 39: 光伏分业务毛利润 (亿元)	20
图 40: 正泰电器估值 PE	23
表 1: 正泰电器产品平均销售单价 (元/个)	10
表 2: 低压电器 S1/S2/S3 市场典型企业及市场空间	11
表 3: 正泰电器核心经销商、经销网点及营销体系	11
表 4: 正泰员工与经销商、供应商持股计划	11
表 5: 正泰、良信、天正海外营收 (亿元) 及营收占比 (%)	14
表 6: 各品牌 2P 63A 漏电保护断路器产品比较	16
表 7: 工控企业 ROE 及杜邦分析	18

表 8：正泰低压电器营收预测 .....	20
表 9：正泰电器光伏业务营收拆分（亿元） .....	21
表 10：正泰电器盈利预测 .....	22
表 11：同行业公司万得一致预测 PE .....	23
表 12：正泰电器目标市值测算（亿元） .....	24

## 1. 引言

正泰 2015-2019 年低压电器营收年均复合增速为 11%。2018 年公司低压板块营收 163 亿元，其中国内部分营收 144 亿元。以中低端市场行业空间 560 亿元计算，正泰在中低端市场的市占率达到 26%。

低压电器 2012-2018 年工业总产值复合增速仅为 5%，行业增速进入个位数增长。正泰低压电器业务的增长需提高市占率，而目前正泰在中低端市场市占率已较高，能否继续提升？本篇报告聚焦公司的低压电器业务，回答公司低压电器业务的下游需求、产品属性及成长路径。

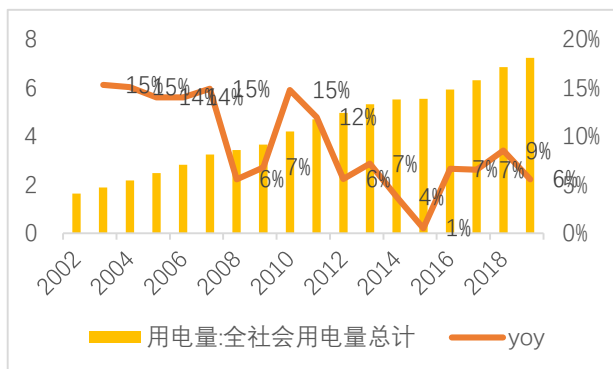
## 2. 下游需求：国内进入个位数增长，海外或有新增空间

### 2.1. 低压电器规模增速进入个位数增长

低压电器主要用于电力生产中的低压配电和用电环节，与用电量相关性较高。电力生产过程主要分为五个环节：发电、升压输电、降压变电、低压配电和用电，其中低压电器主要应用于后两个环节。2016-2018 年，中国全社会用电量分别为 5.9、6.3、6.8 万亿千瓦时，增速分别为 7%、7%、9%，低压电器工业总产值分别为 678、781、841 亿元，增速分别为 1%、15%、8%。总体来看，低压电器规模增速与用电量增速相关性较高。

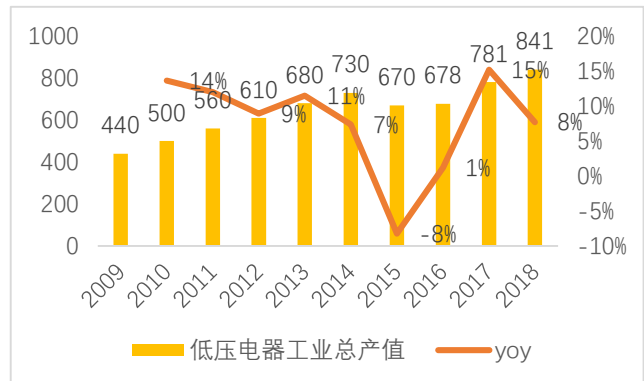
从行业整体增速看，2012 年之后中国全社会用电量进入低速增长期，2012-2019 年复合增速为 6%。低压电器 2012-2018 年工业总产值复合增速为 5%，行业进入个位数增长。

图 1：中国全社会用电量（万亿千瓦时）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：中国低压电器工业总产值（亿元）及增速（%）



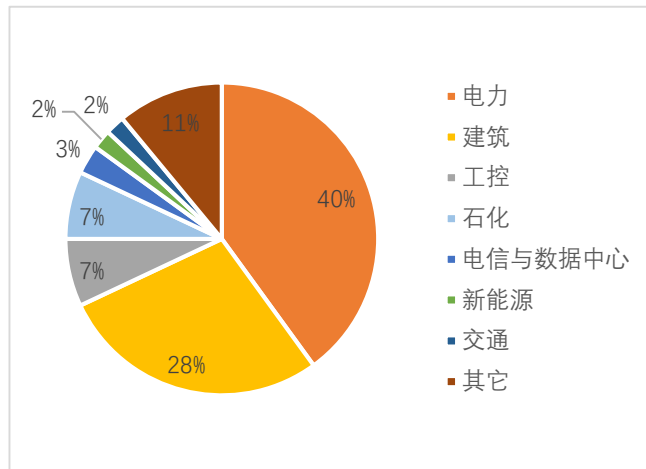
资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

低压电器主要用于电力、建筑、工控、电信与数据中心等领域。低压电器下游行业占比最大的是电力，约 40%，第二为建筑，占比 28%。其它行业既有传统型行业，如石化，也有成长型行业：新能源、电信与数据中心等。

- ✓ **电力行业**：应用类型为配电电器，主要用于电路的接通、分断和承载额定电流，在线路和用电设备发生过载、短路、欠压时进行保护。主要需求来自电网招标，产品包括转换开关、熔断器、断路器等。
- ✓ **地产行业**：应用类型为终端电器，将电能传递至用电单位，并对电路过载、断路、漏电等进行保护。产品包括小型断路器、剩余电流动作断路器、隔离开关等。
- ✓ **工控行业**：应用类型为控制电器、电子电器。由于压缩机、电动机等用电装置开启时产生很大的浪涌电流，需对电路进行隔离、过载保护及控制。控制电器产品包括交流接触器、电动机保护继电器等，电子电器产品主要包括变频器、软启动器等。
- ✓ **电信行业**：应用类型为电源电器，将普通供电电压降至用电装置需要使用的电压。主

主要产品为：变压器、稳压器、不间断电源、应急电源等。

图 3：低压电器下游需求占比（%）



资料来源：锐观咨询、天风证券研究所

## 2.2. 电力：电网投资增速放缓，2020 年预计同比增长 3%

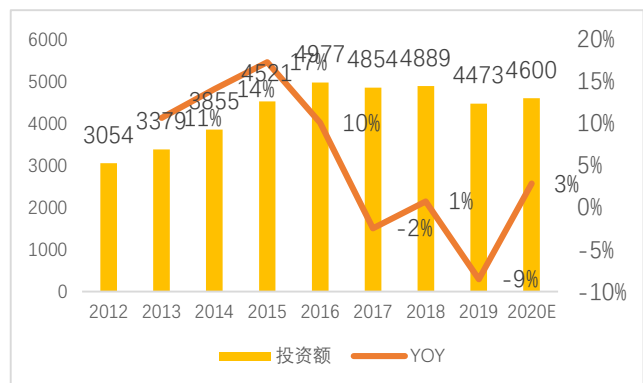
低压电器在电力行业的需求主要来自国家电网的投资。国家电网的电网业务主要包括特高压、智能电网、清洁能源、配电网等，低压电器主要用于低压配电环节。国家电网的投资自 2017 年以来进入低速增长阶段，2017-2019 年实际投资 4854、4889、4473 亿元，同比增长-2%、1%、-9%。今年 4 月，国家电网将 2020 年度投资计划由 4186 亿元上调至 4600 亿元，预计同比增长 3%。

图 4：国家电网的电网业务



资料来源：国家电网、天风证券研究所

图 5：国家电网历年电网投资情况（单位：亿元）



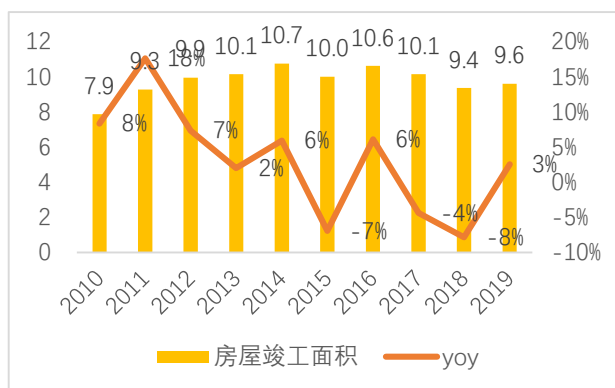
资料来源：SMM、天风证券研究所

## 2.3. 地产：增速预计保持平稳，旧房改造释放新增需求

地产增速趋缓，但近两年地产企业新增土地储备面积处于较高水平，预计未来 2-3 年地产行业平稳增长。2012 年以来，房屋竣工面积增速维持较低水平。2017-2019 年，房屋竣工面积分别为 10.1、9.4、9.6 亿平方米，增速分别为-4%、-8%、3%。由于 2017-2019 年地产企业新增土地储备面积处于较高水平，预计未来 2-3 年地产行业增速将维持稳定增长。例如宝龙地产在 2017-2019 年新增土地储备面积为 475、906、732 万平方米，高于 2015、2016 年的 66、196 万平方米，富力地产 2017-2019 年新增土地储备面积为 2951、2241、

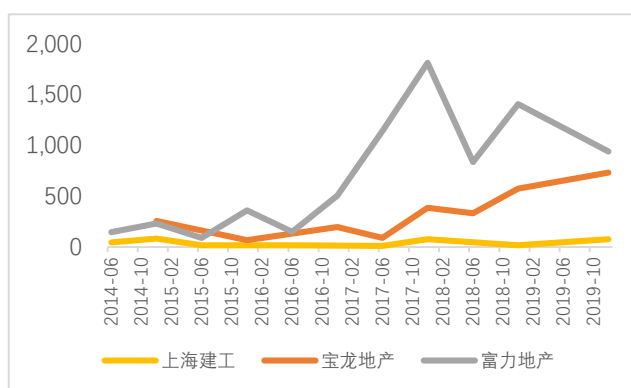
939 万平方米，高于 2015、2016 年的 450、653 万平方米。

图 6：房屋竣工面积（亿平方米）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：地产企业新增土地储备面积（万平方米）

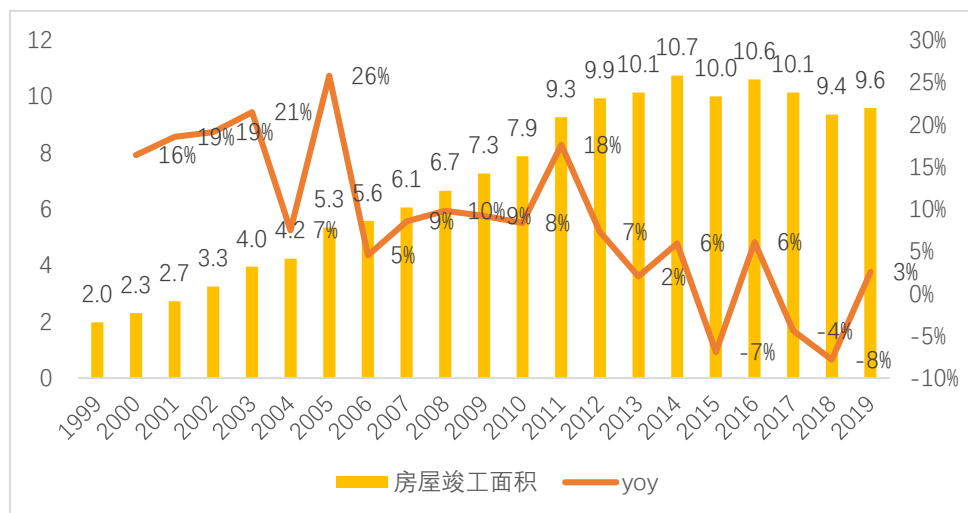


资料来源：Wind、天风证券研究所

**旧房改造释放新增低压电器需求。**2019 年政府工作报告指出：城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造升级。2020 年计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，比 2019 年增加一倍，且重点是 2000 年底之前建成的住宅房。改造涉及房屋节能、水电气路，有条件的加装电梯等。电路改造、加装电梯等将提升低压电器需求。

以每户 50 平方米计算，700 万户居民对应 3.5 亿平方米。2019 年房屋竣工面积为 9.6 亿平方米，预计 2020 年老旧房屋改造面积为 2019 年新增房屋竣工面积的 36%。旧房改造的推进将利好国内低压电器产品。

图 8：1999 年以来房屋竣工面积（亿平方米）及增速（%）



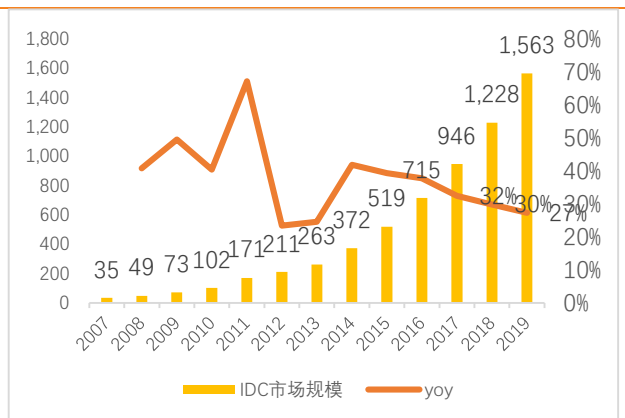
资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2.4. 通讯数据行业：IDC 预计 20%以上行业增速，5G 成为新增长点

**通讯数据行业需要高效、智能、稳定的供配电系统。**电信领域的通信基站及数据中心一旦出现用电故障，损失将无法衡量，因此需要配电系统有极高的连续性和可靠性。2014 年以来，互联网数据中心市场规模快速增长，2019 年规模达到 1563 亿元，同比增加 27%。随着互联网、大数据、云计算等对数据的存储、交换、计算等应用需求不断增加，我们预计 IDC 市场规模将保持 20%以上增速。

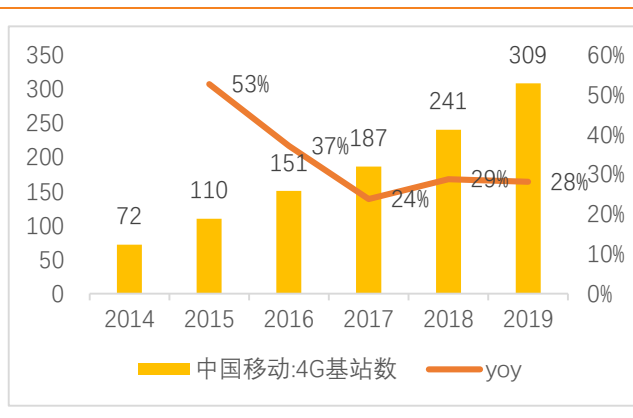
**通信基站带动配套电源系统需求提升。**2014-2019年4G基站数量大幅提升，而5G的建设将成为低压电器新的增长点。通信基站中的机架电源系统广泛使用交流接触器、断路器、浪涌保护器等低压电器产品。由于5G通信频谱分布在高频段，信号衰减更快，覆盖能力减弱，因此相比4G，通信信号覆盖相同的区域，5G基站的数量将增加。

图 9：IDC 市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：中国移动:4G 基站数（万个）及增速（%）

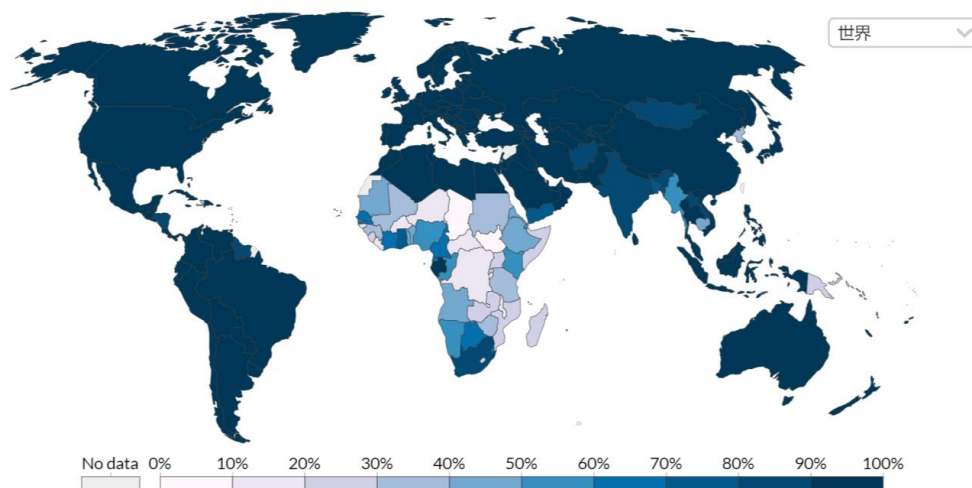


资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2.5. 海外：部分地区仍电力短缺，“一带一路”带来增量空间

部分发展中国家仍电力短缺，2016年，世界上仍有13%的人口无法用电。在东南亚、南亚地区仍有多个国家电力短缺，柬埔寨电力仅能覆盖50%人口，缅甸57%、印度84.5%。而非洲多数国家电力人口覆盖率低于60%。

图 11：2016 年拥有电力的人口比例（%）

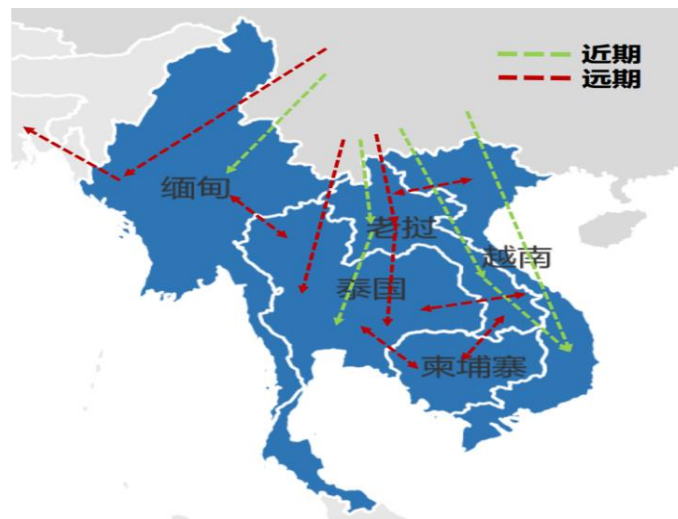


资料来源：世界银行、天风证券研究所

“一带一路”与东南亚、南亚开展电力合作，为低压电器带来增量空间。2015年，“一带一路”沿线64国人均用电量1882kwh，约为世界平均水平3104kwh的60%，是中国水平4047kwh的一半，且用电人口比例约为87%，仍有较大电力需求。我国与东南亚、南亚开展电力合作，主要包括电力项目合作、电网互联互通、节能等。东南亚地区经济快速增长，电力需求也快速增长，但由于电力基础设施欠发达，开发水平落后，电力供给缺口较大。南亚地区电网互联程度较低，中亚-南亚联网项目是连接中亚和南亚电力输送的要道，带来新增电工装备需求。



图 12: 大湄公河次区域远景联网示意图



资料来源:《“一带一路”电力综合资源规划研究》、天风证券研究所

### 3. 产品属性：具有消费品属性的工业品

#### 3.1. 在建筑场景中具有消费品属性

低压电器在建筑场景中具有较强的消费品属性。低压电器主要应用于工厂、商场、住宅等建筑中的配电系统，机床等各类工业设备的电控制部件，电网配套设施等。在建筑领域，低压电器具有较强的消费品属性。由于建筑在整体低压电器下游占比较大，约 30%，因此消费品属性成为低压电器重要的属性之一。

高档商场、写字楼出租时，配电箱、墙壁开关等会成为客户的关注对象，且低压电器产品上印有品牌标签。品牌力较强的产品能营造出“高端”的体验感，吸引更高端的客户。

高档住宅小区，开发商会选用品牌力较强的产品来配合对建筑物“高档”的定位。在普通的家用场景中，低压电器应用在各种用电器中，如照明、照明插座、空调、热水器、电源总闸等，一般在装修时或出现使用问题需要更换时购买，消费者考虑品牌、质量、性价比、可获得性等，因此品牌和渠道是低压电器产品的核心竞争力。

图 13: 正泰漏电保护器实用场景

规定电流	铜芯线	负载功率	实用场景
1-5A	<1mm	<1100w	小功率设备
6A	≥1mm	≤1320w	照明
10A	≥1.5mm	≤2200w	照明
16A	≥2.5mm	≤3520w	照明插座；1-1.5匹空调
20A	≥2.5mm	≤4400w	卧室插座；2匹空调
25A	≥4mm	≤5500w	厨卫插座；2.5匹空调
32A	≥6mm	≤7040w	厨卫插座；3匹空调；6kw快速热水器
40A	≥10mm	≤8800w	3kw快速热水器；电源总闸
50A	≥10mm	≤11000w	电源总闸
63A	≥16mm	≤13200w	电源总闸
80A	≥16mm	≤17600w	电源总闸
100A	≥25mm	≤22000w	电源总闸
125A	≥35mm	≤27500w	电源总闸

资料来源: 京东、天风证券研究所

### 3.2. 单价低、消费者对价格敏感度低，有提价空间

由于低压电器单价较低，购买频率低，消费者对价格不敏感。低压电器在装修时由地产公司配套，部分消费者会在装修时自行更换为质量更好的产品。低压电器单价较低，如正泰“1P 20A”的家用空气开关断路器价格为 10.8 元，“2P 63A”带漏电保护的空气开关断路器价格约 80 元。与装修费用相比，低压电器价格微不足道，因此消费者对价格不敏感。

图 14：正泰 1P 20A 小型家用断路器



资料来源：京东、天风证券研究所

图 15：正泰 2P 63A 漏电保护断路器空开



资料来源：京东、天风证券研究所

低压电器价格有上涨空间，施耐德、ABB、正泰均提价。施耐德在 2018、2019 年 12 月对电工产品分别平均提价 5%和 6%。ABB 在今年 3 月大部分产品平均提价 3.9%。从正泰电器的平均销售单价看，部分产品近年来价格有上升趋势。如配电电器 2017-2019 年平均销售单价为 47、52、55 元/个，终端电器平均销售单价为 11、12、14 元/个，建筑电气平均销售单价为 4、6、6 元/个。

表 1：正泰电器产品平均销售单价（元/个）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
配电电器	53	49	45	47	52	55
终端电器	12	12	11	11	12	14
控制电器	21	19	17	19	18	19
电子电器	9177	8624	3686	4381	4070	5375
电源电器	52	49	43	46	44	49
建筑电器	4	4	4	4	6	6
仪表仪器	78	84	90	79	61	60

资料来源：公司公告、天风证券研究所

不同于其它中游制造业，由于低压电器具有消费品属性，且单价低、消费者购买频次低，对价格不敏感，因此能避免受下游挤压价格不断下降的宿命。顺应消费升级，随着消费者对产品质量、品牌的意识不断增强，低压电器或仍有提价空间。

## 4. 低压电器成长路径：中低端渠道下沉、开拓行业客户

### 4.1. 中低端：渠道深度下沉，覆盖率继续提升

低压电器具有消费品属性，品牌与渠道最为关键。由于正泰大部分产品对应中低端市场，产品同质化程度较高，渠道优势是抢占中低端市场的核心竞争力。根据产品的质量与价格水平，低压电器被划分为 S1/S2/S3 市场，市场空间分别为 220、60、500 亿元。S1 市场

产品质量及价格都较高，竞争者主要为外资厂商，如施耐德、西门子。S2 市场产品质量与 S1 接近，但性价比高于 S1，主要企业有良信电器、上海人民、常熟开关等。S3 市场主要为渠道分销者，这类企业主要生产进入成熟期的产品，产品的技术为行业内公开信息，依靠渠道分销进行扩张，这类企业有正泰电器、德力西。

表 2：低压电器 S1/S2/S3 市场典型企业及市场空间

市场	市场空间	代表公司	2017 年低压电器国内收入
S1	约 220 亿元	施耐德	约 130 亿元
		ABB	约 80 亿元
		西门子	约 10 亿元
S2	约 60 亿元	良信电器	14.52 亿元
		上海人民	约 20 亿元
		常熟开关	约 20 亿元
S3	约 500 亿元	正泰电器	140.73 亿元
		德力西	约 60 亿元

资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

**渠道下沉，提高经销网点覆盖率。**公司在 2017、2018 年构建以省会城市为核心，区县级为辅助点的营销体系。核心经销商数量从 2016 年 300 多家扩充至 2018 年 500 多家，经销网点从 2016 年 2000 多家提升至 2018 年 3600 多家。在 2019 年，公司深度下沉渠道，以省会城市与重点工业城市为核心、地级市广覆盖、区县级深度下沉。2019 年公司形成 500 多家核心经销商、4700 多家重点二级分销商，超 10 万家终端渠道。

表 3：正泰电器核心经销商、经销网点及营销体系

	核心经销商	经销网点	营销体系
2019	500+	4700+	以省会城市与重点工业城市为核心、地级市广覆盖、区县级深度下沉
2018	500+	3600+	以省会城市为核心县区级为辅助点
2017	400+	2800+	以省会城市为核心县区级为辅助点
2016	300+	2000+	
2016	300+	2000+	
2014	300+	2000+	构建销售网络和与之配套的物流和服务能力
2013	300+	2000+	
2012	300+	2000+	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**设立持股计划加强与经销商合作。**国泰-固本资产管理计划是部分正泰员工与经销商的持股计划。2018 年 2 月，固本资管计划通过大宗交易和二级市场累计购买公司股票 3223 万股，占公司总股本 1.5%，成交均价为 22.87 元/股。恒睿七号私募证券投资基金是由正泰集团部分员工、经销商与供应商共同设立的持股计划。2018 年 12 月，正泰集团将公司股份 2390 万股，南存辉先生将其持有的公司股份 1000 万股转让给恒睿七号私募证券投资基金，转让均价 20.44 元/股。与经销商共同持股有利于激励经销商，增强公司渠道竞争力。

表 4：正泰员工与经销商、供应商持股计划

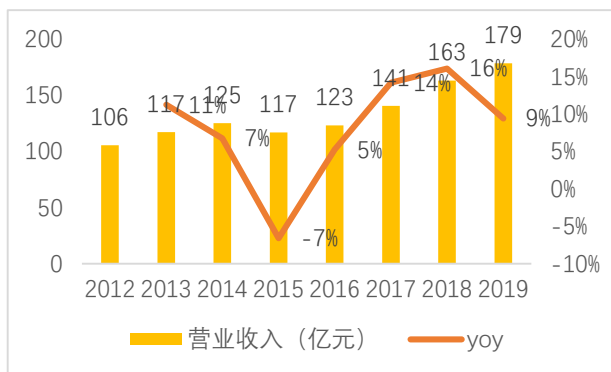
时间	数量（万股）	均价（元）	持股计划	持股人
2018/2/15	3223	22.87	国泰-固本资产管理计划	部分员工、经销商
2018/12/12	3390	20.44	恒睿七号私募证券投资基金	部分员工、经销商、供应商

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2018 年，正泰低压电器业务营收同比增长 15%，大幅超过行业增速 8%，原因或为渠道布局+经销商股权激励。2013-2017 年，正泰低压电器业务营收增速与行业增速较为一致。2013-2017 年中国低压电气工业总产值分别为 680、730、670、678、781 亿元，增速分别为 11%、7%、-8%、1%、15%。正泰 2013-2017 年低压电器收入分别为 117、125、117、123、141 亿元，增速分别为 11%、7%、-7%、5%、14%。在 2013-2016 年，正泰的经销商数量无明显变化，核心经销商数量 300 多家，经销网点数量 2000 多家。在 2017、2018 年，正泰开始大力拓展渠道，以省会城市为核心，县区级为辅助点布局，核心经销商、经销网点数量大幅提升。截至 2018 年，正泰有 500 多家核心经销商，3600 多家经销网点。

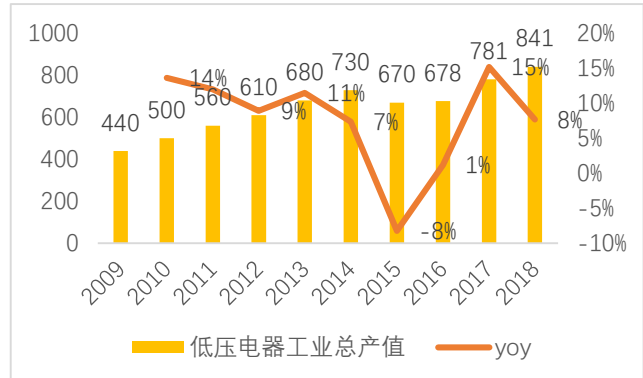
公司在 2017-2018 年的渠道布局可能在 2018 年开始进入业绩收获期。2018 年公司低压电器营收 163 亿元，同比增长 16%，大幅高于行业增速 8%。同时，2018 年正泰设立持股计划，与经销商共同持股，有利于激励经销商。而在 2019 年，公司继续对渠道深入布局，以省会城市与重点工业城市为核心、地级市广覆盖、区县级深度下沉。相比 2018 年，新增经销网点约 1200 家。公司在渠道的大力布局有望在未来几年逐步贡献业绩。

图 16：正泰低压电器业务营收（亿元）与增速（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：中国低压电器工业总产值（亿元）及增速（%）



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

在中低端领域，行业格局仍较为分散，集中度预计能进一步提升。行业内的低压电器生产企业数量约 2,000 家左右，格局仍较为松散。公司在 2017-2019 年以来大力布局渠道，且在 2018 年设立与经销商共同持股计划，公司在经销渠道的竞争力有望继续提升，进一步提高市占率。

#### 4.2. 强化直销模式，拓展行业客户

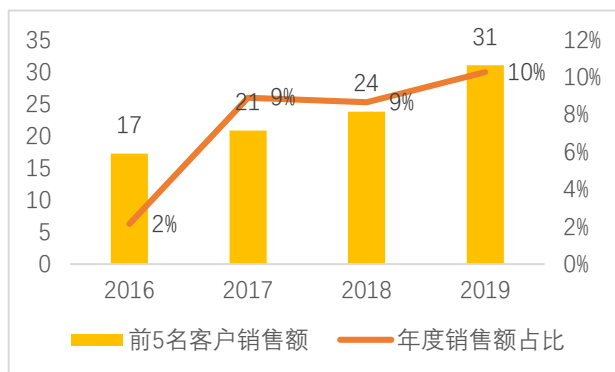
公司在 2018 年强化直销模式，对经销模式进行补充。公司在 2018 年报中提出“强化直销模式，拓展行业客户”。公司深度聚焦电力、机械、通讯、工业、建筑工程、新能源六大行业，全面拓展直销业务。公司推出多款行业性专供产品线满足客户的个性化需求，开发品牌授权柜、EPC 工程等新型业务，强化行业头部客户与重点项目的拓展。

经销商深度参与直销模式，直销与经销体系并不冲突。以正泰集团的实力拿到大客户订单，而经销商深度参与物流、服务等环节，与公司直销团队进行利润分成，利好公司整体业务发展。2019 年，正泰前五名客户销售额为 31 亿元，占年度销售总额 10%。若前 5 大客户都为核心经销商，且只能卖正泰的产品，单个经销商销售额不超过 30 亿元，而正泰 2019 年收入 302 亿元。正泰在营收、品牌力、社会影响力相较经销商具有优势，更易获得大客户订单。

一线品牌施耐德、ABB 均采用直销与经销相结合的方式，不同销售模式互补，而非冲突。2019 年，ABB 渠道 52%采用分销，23%采用直销，其它渠道包括工程项目设计（EPC）、

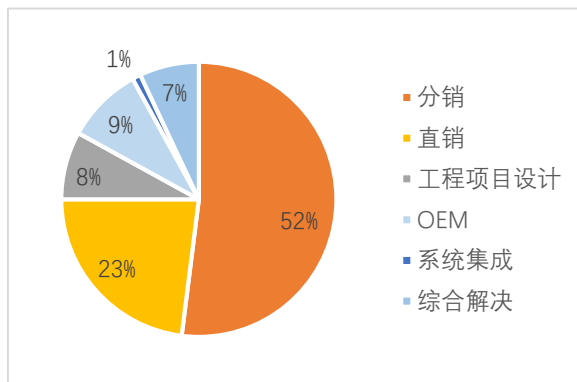
OEM 等。施耐德 2019 年 45% 的销售额来自分销，其它渠道方式包括直销、系统集成、OEM 等。

图 18：正泰前 5 大客户销售额（亿元）及年度销售额占比（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

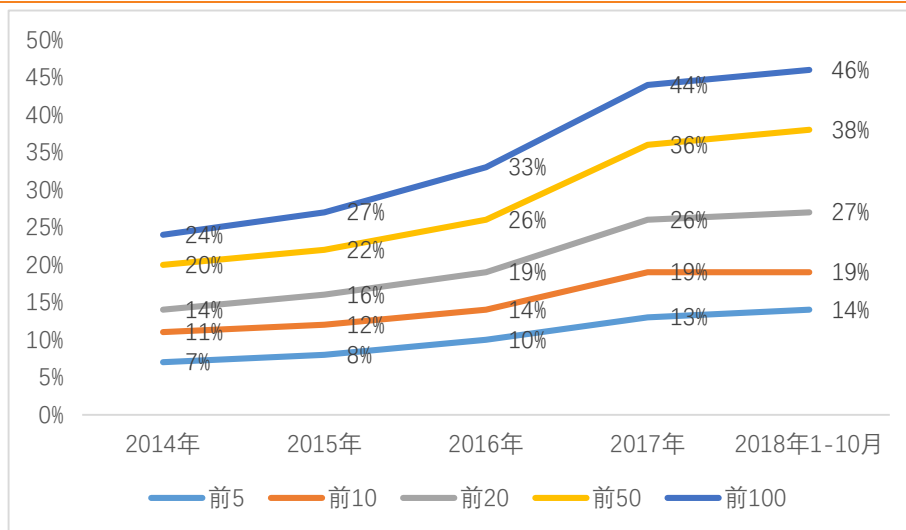
图 19：2019 年 ABB 电气化业务渠道分类



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**下游行业集中度提升，深入行业绑定大客户重要性提升。**建筑是低压电器下游第二大行业，地产行业的集中度在不断提升。排名前五的地产企业市占率从 2014 年 7% 上升至 2018 年 1-10 月的 14%，前百强房企从 2014 年市占率 24% 提升至 2018 年 1-10 月 46%。绑定优质下游企业能随着地产企业市占率提升获得更大的市场份额。

图 20：百强房企市占率快速提升



资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

### 4.3. 全球化布局，领先国内竞争者

国内低压电器行业增速在个位数，除提升国内市占率之外，布局海外业务成为新增长点。正泰全球化布局业务，在海外建立研发中心、营销渠道、制造基地、物流中心。公司在欧洲、北美、亚太、亚非设立研发中心，在泰国、埃及、马来西亚等地建立制造基地，并且布局超过 20 个国际物流中心，超过 2000 个销售公司。

图 21： 正泰全球化布局研发中心、营销渠道、制造基地、物流中心



资料来源：公司官网、天风证券研究所

在海外业务布局上，正泰大幅领先国内竞争对手。从海外营收占比来看，2019 年正泰海外营收 85 亿，占营收比例 28%。良信电器海外营收 0.32 亿元，占营收比例 2%。天正电气几乎没有海外营收。2016 年公司收购正泰新能源，海外营收受到光伏海外业务的影响。2018 年，公司低压板块海外营收 19.35 亿元，占主营业务收入 11.5%，同比增长 23.2%。从海外营收绝对额和占比来看，正泰都大幅领先国内竞争对手。

表 5：正泰、良信、天正海外营收（亿元）及营收占比（%）

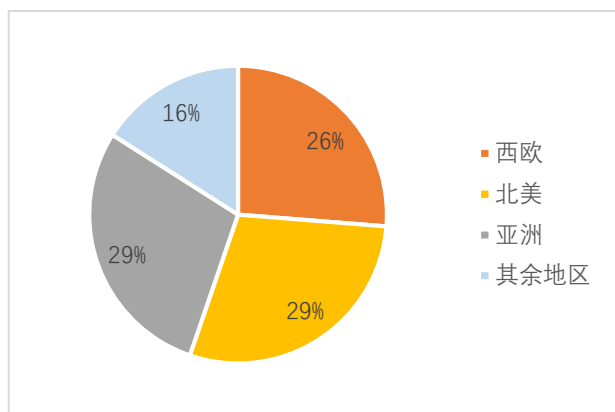
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
正泰电器	海外营收	6.28	9.07	8.47	10.35	12.73	46.81	58.22	74.02	85.49
	占比	8%	8%	7%	8%	11%	23%	25%	27%	28%
良信电器	海外营收	0.15	0.17	0.22	0.26	0.34	0.32	0.36	0.78	0.32
	占比	3%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	5%	2%
天正电气	海外营收						0.63	0.06	0.00	
	占比						3%	0%	0%	

资料来源：Wind、天风证券研究所

国内低压电器市场增速放缓，行业竞争加剧，开拓海外市场有望成为新增长点。目前国内低压电器企业参与海外业务较少。而海外市场有电力新增需求，如“一带一路”沿线国家电力短缺，我国与东南亚、南亚开展电力合作。

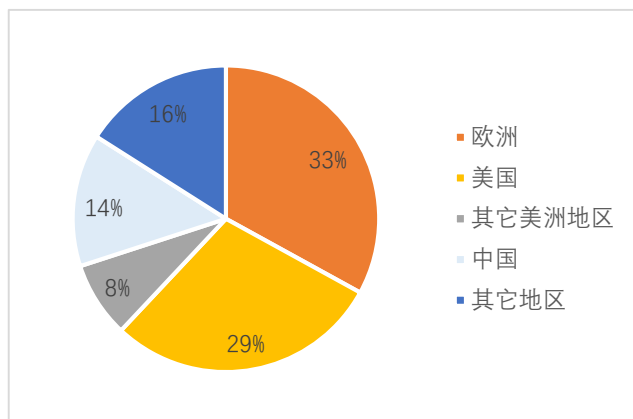
施耐德、ABB 均为全球化布局。施耐德 2019 年在西欧、北美、亚洲的营收占比分别为 26%、29%、29%，其余地区营收占比为 16%。2019 年 ABB 在欧洲、美国、中国的营收占比分别为 33%、29%、14%，其它地区的营收占比为 16%。对于拉美、东南亚地区的发展中国家，正泰与施耐德、ABB 同为外资品牌，正泰在国内品牌上的劣势在这些国家有望减轻。此外，低压电器市场空间较大，即使不与施耐德、ABB 等品牌直面竞争，也能依靠渠道优势在中低端市场获取一定份额。

图 22：2019 年施耐德分地区营收结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 23：2019 年 ABB 分地区营收结构



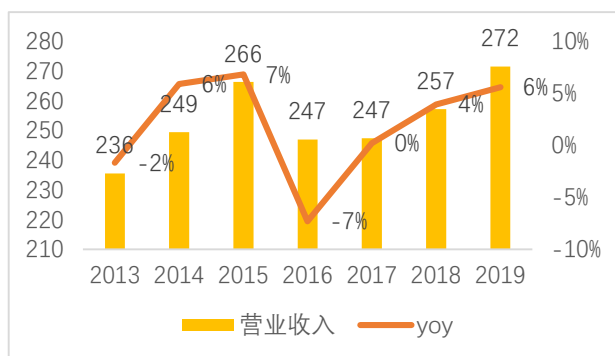
资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 5. 对标海外企业：正泰品牌力较弱，但成本控制能力出色

### 5.1. 海外企业品牌力较强，产品相较正泰有溢价优势

品牌建立具有较高壁垒，目前正泰品牌力弱于外资企业。施耐德成立于 1836 年，至今已有超过 180 年的历史。施耐德在 1891 年进军电气市场，成长为世界最大的能源管理公司之一。1987 年施耐德在天津成立第一家合资厂，开始在中国发展业务，而正泰的前身“乐清县求精开关厂”在 1984 年刚刚起步，5 万元/50 平米/8 名员工进入低压元器件产业。中国企业发展低压电器的时间较短，品牌力较弱。而外资品牌在进入中国前就已经是享誉全球的知名品牌。目前施耐德、ABB、西门子等是低压电器高端市场的代表。2019 年施耐德整体营收 272 亿欧元（约 2157 亿 RMB），同比增长 6%，营收规模是正泰的 7 倍。

图 24：施耐德营收（亿欧元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：低压电器品牌结构



资料来源：泰永长征招股说明书、天风证券研究所

施耐德、ABB 等一线品牌价格显著高于国内品牌。选取“2P 63A”带漏电保护的家用断路器进行比较，施耐德价格 259 元，ABB 价格 321 元，西门子价格 251 元。而国内品牌都在百元以下，正泰 80 元，德力西 48 元，公牛 85 元。即使在促销价后，外资品牌的价格是正泰价格的 2 倍以上。施耐德京东 618 大促预估价为 197 元，以 6 折计算西门子价格为 150.6 元，而以 75 折计算正泰价格在 60 元。

表 6：各品牌 2P 63A 漏电保护断路器产品比较

	施耐德	ABB	西门子	正泰	德力西	公牛
产品型号	EA9RN2C6330 CR	GSH202 AC-C63	5SU93261CR63	NBE7LE	DZ47sLE	LE-63C63/2/63
价格（元）	258.96	321	251	79.75	48	84.7
质保期	一年	三年	3 个月	两年	三年	一年
优惠	618 预估价格 197 元	满 2 件 75 折	满 2 件 7 折；满 3 件 6 折	满 2 件 75 折	618 满 199 减 100，限时抢购	满 300 减 40， 可跨店使用

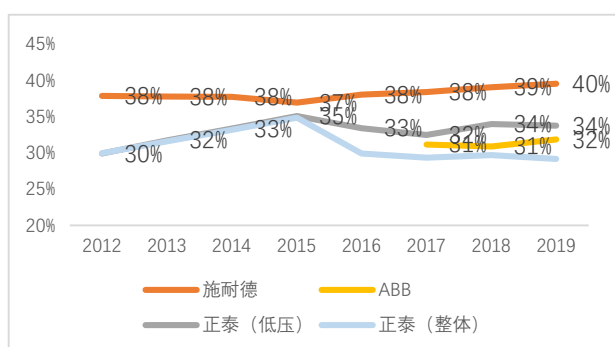
资料来源：京东、天风证券研究所

总体来看，国产品牌的售后服务更好，质保期更久。施耐德的质保期为一年，西门子质保期仅为 3 个月。ABB 的产品价格在三个外资品牌中最高，质保期也最久，为 3 年。国产品牌中正泰的质保期为 2 年，德力西 3 年，公牛 1 年。

### 5.2. 价格是正泰的 2 倍以上，而盈利水平与正泰相比没有明显优势

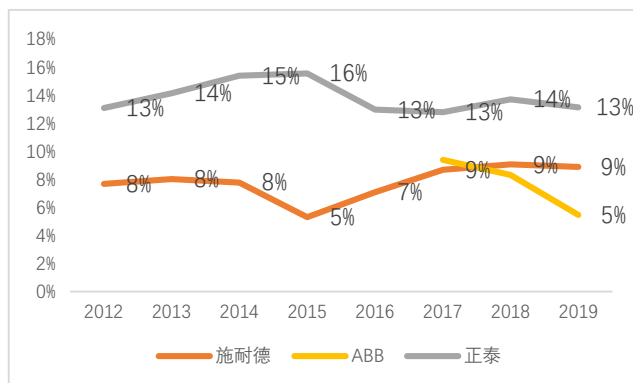
施耐德、ABB 价格是正泰的 2 倍以上，但盈利水平弱于正泰。从毛利率看，正泰低压电器部分毛利率高于 ABB，低于施耐德。2019 年，正泰低压电器毛利率为 34%，ABB 为 32%，施耐德为 40%。施耐德虽然毛利率高于正泰 6pct，但价格是正泰的 2 倍以上，说明施耐德成本大幅高于正泰。从净利率看，正泰的净利率水平大幅领先施耐德、ABB，费用控制能力较强。2019 年正泰的净利率为 13%，施耐德为 9%，ABB 为 5%。

图 26：施耐德、ABB、正泰毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 27：施耐德、ABB、正泰净利率（%）

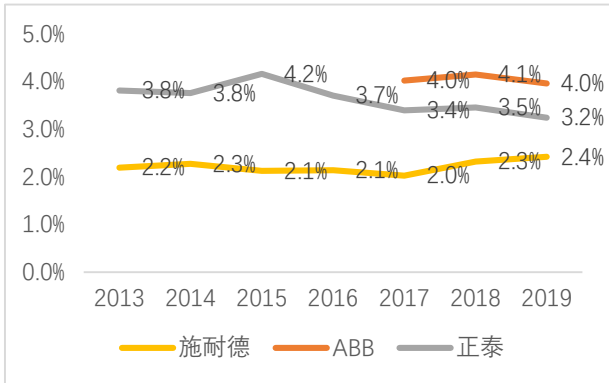


资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

正泰费用计提谨慎，研发费用完全费用化。在 2016 年收购光伏业务之前，正泰的研发费用率约为 4%，与 ABB 研发费用率较为接近。施耐德对研发费用计提分为三部分，分别计入营业成本、研发费用与资本化。施耐德整体研发费用率约在 5%，以 2019 年为例，研发费用率共计 5%，1.1%计入营业成本，2.4%计入研发费用，1.5%进行资本化。

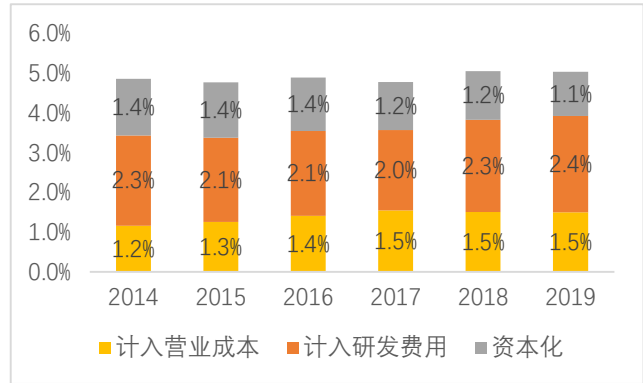


图 28：施耐德、ABB、正泰电器研发费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 29：施耐德研发费用率分布（%）



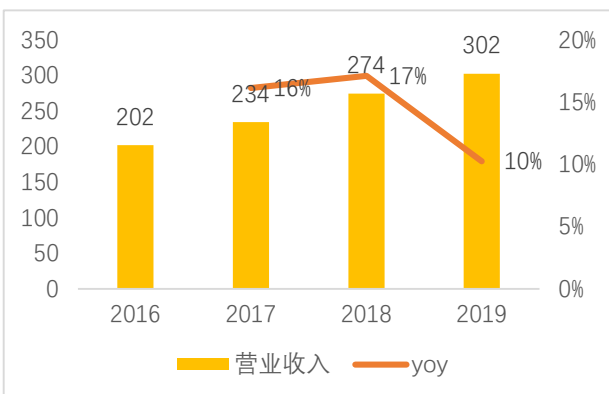
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

与海外企业相比，正泰的费用控制能力更强。未来正泰在自动化产线的布局可能进一步提升盈利水平。低压电器由于品类众多，自动化较难实现。2019年，公司“基于精益自动化生产的电磁式剩余电流动作断路器关键技术及产业化”获评中国电工技术学会科学技术三等奖。目前公司正在合理有序地推进产线自动化建设，实施 NXB、JZX/NJF 等系列发改委专项及数字化车间等重点技改项目，推广复制优秀产线。自动化产线将提升生产效率，进一步降本增效。

## 6. 盈利预测与估值

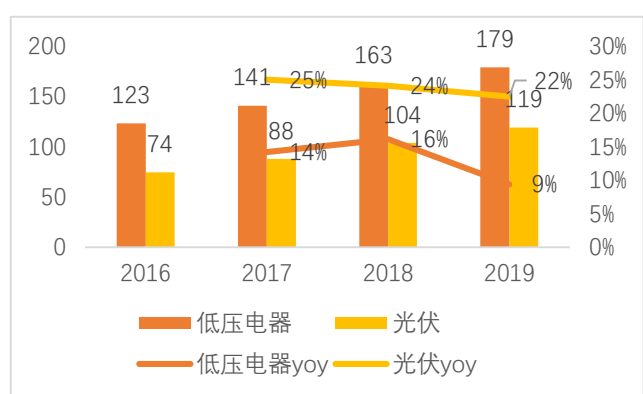
公司主要业务分为低压电器和光伏。2019年公司整体营收 302 亿元，同比增长 10%。其中低压电器营收 179 亿元，同比增长 9%，营收占比 60%；光伏营收 119 亿元，同比增长 22%，营收占比 39%。

图 30：正泰电器营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：正泰电器主营业务收入（亿元）及增速（%）

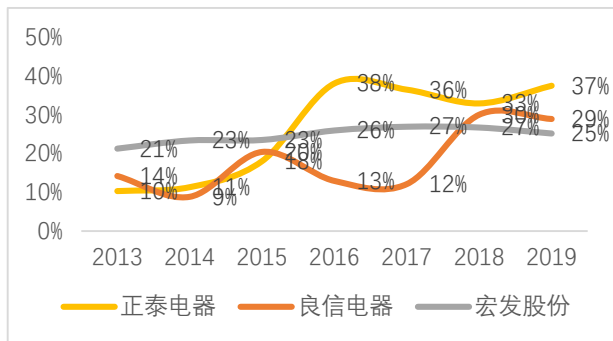


资料来源：Wind、天风证券研究所

### 6.1. 低压电器具有轻资产、高 ROE 的特点

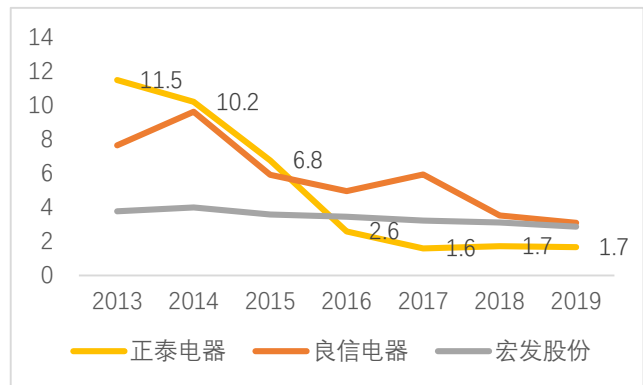
低压电器资产较轻，固定资产占总资产比例较低，周转率较高。工控企业的固定资产占总资产比例都处于较低水平。2019年正泰、良信、宏发固定资产占总资产比例分别为 37%、29%、25%。正泰在 2016 年收购光伏业务后资产变重，在 2013-2015 年，固定资产占总资产比例分别为 10%、11%、18%。在收购光伏业务之前，正泰的固定资产周转率高于良信、宏发。2015 年正泰固定资产周转率为 6.8，良信为 5.9，宏发为 3.6。宏发由于一体化布局自动化产线，2014-2015 年固定资产占比高于正泰和良信，但总体来看资产仍较轻。

图 32：工控企业固定资产占总资产比例 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 33：工控企业固定资产周转率



资料来源：Wind、天风证券研究所

工控企业总体来看都有较高的 ROE，正泰 2016 年并表光伏业务 ROE 急剧下降。工控企业整体 ROE 水平都较高，2019 年正泰、良信、宏发的 ROE 分别为 15.5、15.1、14.3。三个公司的净利率水平较为接近，资产周转率良信>宏发>正泰。在收购光伏业务之前，正泰有较高的资产周转率及 ROE，2013-2015 年 ROE 分别达到 29.4、30.3、26.0。

表 7：工控企业 ROE 及杜邦分析

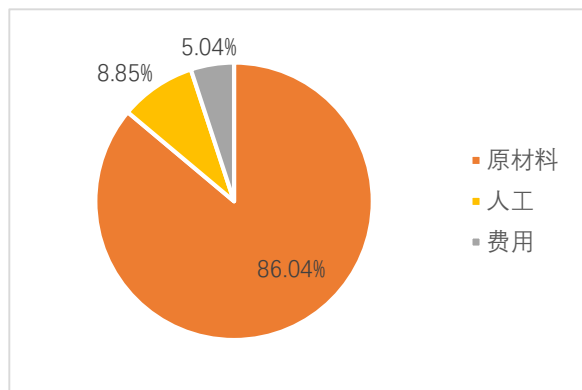
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
正泰电器	ROE	29.4	30.3	26.0	16.3	14.2	16.6	15.5
	净利率(%)	14.2	15.5	15.7	13.1	12.9	13.8	13.2
	资产周转率	1.1	1.1	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
	权益乘数	2.0	1.9	1.7	2.5	2.1	2.1	2.2
良信电器	ROE	21.5	12.7	13.7	10.4	12.4	12.6	15.1
	净利率(%)	11.9	11.8	12.4	13.3	14.5	14.2	13.4
	资产周转率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.9
	权益乘数	1.6	1.3	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3
宏发股份	ROE	15.1	16.5	16.2	17.1	17.4	15.8	14.3
	净利率(%)	13.9	14.7	15.7	16.1	16.1	14.1	13.7
	资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
	权益乘数	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6.2. 低压电器：预计 2020-2022 年营收分别为 203、231、264 亿元，增速分别为 13%、14%、14%

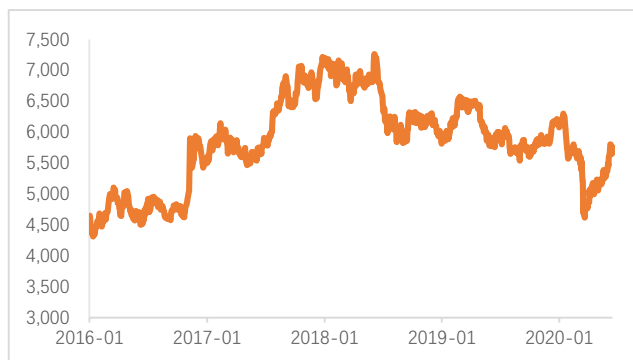
原材料价格下降预计带来盈利能力提升。原材料是低压电器最主要成本构成。2019 年，原材料占正泰低压电器成本的 86%，人工占比 9%，费用占比 5%。在原材料中，铜、银、钢材、塑料等采购成本占总成本比重较高。LME 铜自 2018 年 6 月价格呈下降趋势，今年一季度受疫情影响，价格急剧下降后有所回升，但目前价格相较 2018、2019 年仍处低位。COMEX 银价格也在一季度价格急剧下降后回升。塑料价格受到石油价格影响，2018 年 10 月以来，中国塑料城价格指数不断下降。目前铜、塑料价格处于低位，银在一季度价格下降明显，原材料价格下降预计将提升低压电器盈利水平。

图 34： 2019 年正泰低压电器成本构成



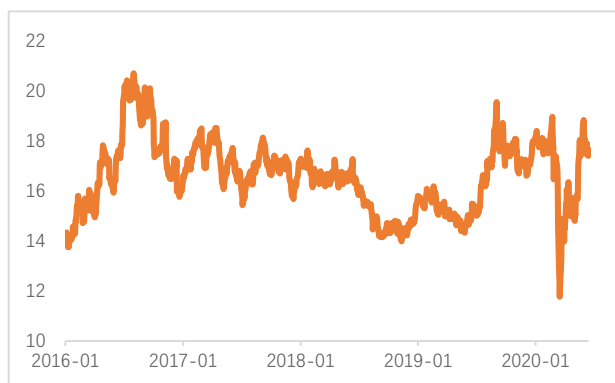
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 35： 现货结算价 LME 铜（美元/吨）



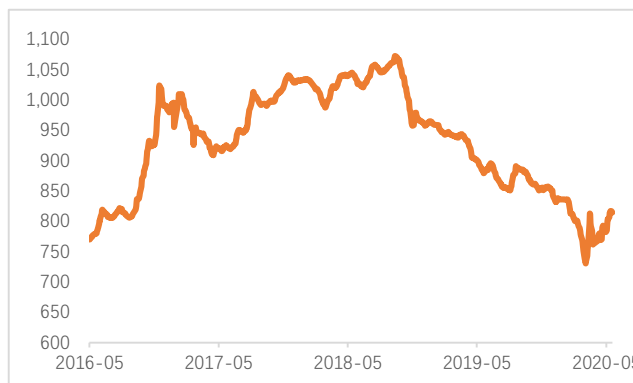
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36： 期货结算价：COMEX 银（美元/盎司）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 37： 中国塑料城价格指数



资料来源：Wind、天风证券研究所

低压电器整体行业增速与全社会用电量相关性较强。2019 年全社会用电量增速为 6%，预计在未来几年增速保持平稳。假设低压电器 2020-2022 年行业年均增速为 6%，正泰在中低端市场深度下沉渠道，并通过建立行业线开拓高端市场，预计在国内市场增速高于行业增速。

公司全球化布局开拓海外市场，假设 2019 年低压电器 179 亿收入中 30 亿为海外收入，149 亿为国内收入，国内市场假设 2020-2022 年每年增速 10%。公司海外业务布局领先于其他国内企业，与施耐德、ABB 等海外企业相比具有性价比优势，预计海外业务有较快增速。假设海外 2020-2022 年每年营收增速 30%。预计 2020-2023 年低压电器营收分别为 203、231、264 亿元，增速分别为 13%、14%、14%。

由于 2020 年铜、塑料等原材料价格处于低位，且低压电器有提价空间，公司低压电器业务盈利能力预计提升。假设 2020-2022 年净利率分别为 18.5%、19%、19%，预计低压电器净利润分别为 37.5、43.8、50.1 亿元，贡献归母净利润分别为 35.6、41.6、47.6 亿元。

表 8：正泰低压电器营收预测

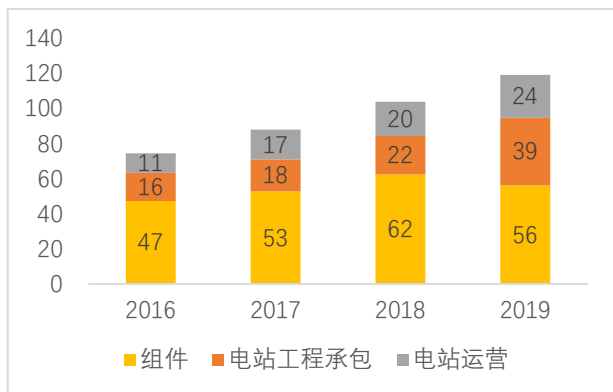
	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	亿元	163	179	203	231	264
yoy			16%	9%	13%	14%
其中国内	亿元		149	164	180	198
yoy				10%	10%	10%
其中海外	亿元		30	39	50.7	65.91
yoy				30%	30%	30%
成本	亿元	108	118	133	150	171
毛利	亿元	56	60	70	81	93
毛利率	%	34.0%	33.7%	34.5%	35.0%	35.3%
净利率	%		17.7%	18.5%	19.0%	19.0%
净利润	亿元		31.7	37.5	43.8	50.1
归母净利	亿元		30.1	35.6	41.6	47.6

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 6.3. 光伏：预计 2020-2022 年营收分别为 128、141、158 亿元，同比增长 7%、10%、12%

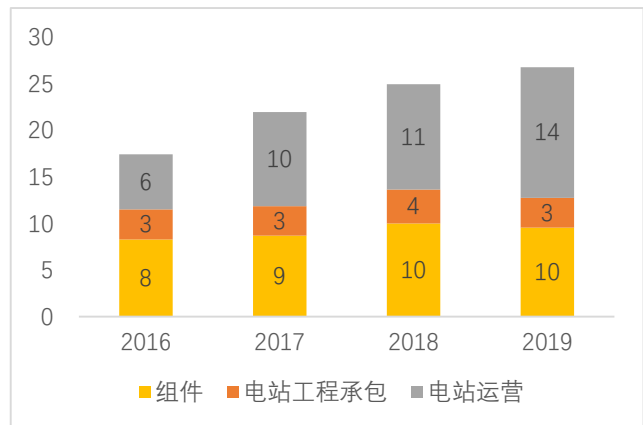
光伏业务分为电池组件、光伏电站工程承包、电站运营。2019 年光伏业务整体收入 104 亿元，同比增长 18%。在光伏业务中，对营收贡献最大的是组件，但对利润贡献最大的是电站。2019 年组件营收 56 亿元，同比减少 10%，占光伏业务营收比例 47%，毛利润 10 亿，占光伏业务毛利润比例 36%。电站运营营收 24 亿元，同比增长 77%，占光伏业务营收比例 21%，毛利润 14 亿，占光伏业务毛利润比例 52%。

图 38：光伏分业务营业收入（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：光伏分业务毛利润（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

电池组件：公司 2019 年销售组件 3.7GW，平均销售单价为 1.51 元/w。假设 2020-2022 年分别销售组件 4.3、5、6GW，单价分别下降 15%、10%、10%，则组件销售单价分别为 1.28、1.15、1.04 元/w。预计 2020-2021 年组件营收分别为 55、58、62 亿元，同比增长-2%、5%、8%。

光伏电站工程承包：假设 2020-2022 年装机分别为 1.2、1.4、1.7GW，单价分别为 3.7、3.5、3.4 元/w，预计 2020-2022 年营收分别为 43、49、57 亿元，同比增长 11%、14%、17%。

电站运营：2019 年共结算电价 33 亿千瓦时，同比增长 41%，平均电价为 0.85 元/w。随着新电站不断投运，结算电量预计逐年增加。假设 2020-2022 年结算电量每年增长 20%，

结算电量分别为 40、48、57 亿千瓦时。由于新的标杆电价不断下调，新电站的电价预计下降，假设 2020-2022 年平均销售电价分别为 0.75、0.72、0.68 元/kwh。预计 2020-2022 年电站运营收入分别为 30、34、39 亿元，同比增长 7%、10%、12%。

预计光伏业务 2020-2022 年营业收入分别为 128、141、158 亿元，同比增长 7%、10%、12%。假设净利率分别为 6.8%、6.9%、7%，光伏业务净利润预计为 8.7、9.7、11.1 亿元，预计贡献归母净利润 8.3、9.2、10.5 亿元。

表 9：正泰电器光伏业务营收拆分（亿元）

	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
电池组件	销售量	MW	3094	3732	4300	5000	6000
	单价	元/w	2.02	1.51	1.28	1.15	1.04
	yoy		-22%	-25%	-15%	-10%	-10%
	营业收入	亿元	62	56	55	58	62
	yoy		19%	-10%	-2%	5%	8%
	毛利率	%	16%	17%	17%	17%	17%
	毛利	亿元	10	10	9	10	11
光伏电站工程承包	装机	MW	435	964	1157	1388	1666
	yoy		43%	121%	20%	20%	20%
	单价	元/w	5.0	4.0	3.7	3.5	3.4
	营业收入	亿元	22	39	43	49	57
	yoy		19%	77%	11%	14%	17%
	毛利率	%	17%	8%	8%	8%	8%
	毛利	亿元	3.6	3.2	3.4	3.9	4.5
电站运营	结算电量	亿千瓦时	24	33	40	48	57
	yoy		12%	41%	20%	20%	20%
	电价	元/kwh	0.96	0.85	0.75	0.72	0.68
	营业收入	亿元	20	24	30	34	39
	yoy		15%	25%	22%	15%	13%
	毛利率	%	24%	22%	23%	23%	23%
	毛利	亿元	25	27	30	33	37
合计	营业收入	亿元	104	119	128	141	158
	yoy		18%	15%	7%	10%	12%
	毛利率	%	24%	22%	23%	23%	23%
	毛利	亿元	25	27	30	33	37
	净利率	%		6.5%	6.8%	6.9%	7.0%
	净利润	亿元		7.7	8.7	9.7	11.1
	归母净利	亿元		7.3	8.3	9.2	10.5

资料来源：公司公告、天风证券研究所

预计公司 2020-2022 年营收分别为 335、377、428 亿元，同比增长 11%、12%、14%。净利润分别为 46.5、53.7、61.9 亿元，同比增长 17%、15%、15%。扣除约 5%的少数股东损益，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 44.1、50.9、58.6 亿元，同比增长 17%、15%、15%。

表 10：正泰电器盈利预测

	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
低压电器	营业收入	亿元	163	179	203	231	264
	yoy		16%	9%	13%	14%	14%
	毛利率	%	34.0%	33.7%	34.5%	35.0%	35.3%
	毛利	亿元	55.5	60.3	69.9	80.8	93.2
	净利率	%		17.7%	18.5%	19.0%	19.0%
	净利润	亿元		31.7	37.5	43.8	50.1
	归母净利	亿元		30.1	35.6	41.6	47.6
光伏	营业收入	亿元	104	119	128	141	158
	yoy		18%	15%	7%	10%	12%
	毛利率	%	24%	22%	23%	23%	23%
	毛利	亿元	25	27	30	33	37
	净利率	%		6.5%	6.8%	6.9%	7.0%
	净利润	亿元		7.7	8.7	9.7	11.1
	归母净利	亿元		7.3	8.3	9.2	10.5
其它	营业收入	亿元	7.1	4.3	4.8	5.4	6.0
	yoy		28%	-39%	12%	12%	12%
	净利润	亿元		0.28	0.37	0.19	0.67
	归母净利	亿元		0.16	0.23	0.04	0.48
合计	营业收入	亿元	274	302	335	377	428
	yoy		17%	10%	11%	12%	14%
	毛利率	%	29.7%	29.2%	30.0%	30.5%	30.7%
	毛利	亿元	81	88	101	115	131
	净利率	%	13.7%	13.1%	13.9%	14.3%	14.5%
	净利润	亿元	37.6	39.7	46.5	53.7	61.9
	yoy		25.6%	5.6%	17.2%	15.4%	15.2%
	归母净利	亿元	35.9	37.6	44.1	50.9	58.6

资料来源：Wind、天风证券研究所

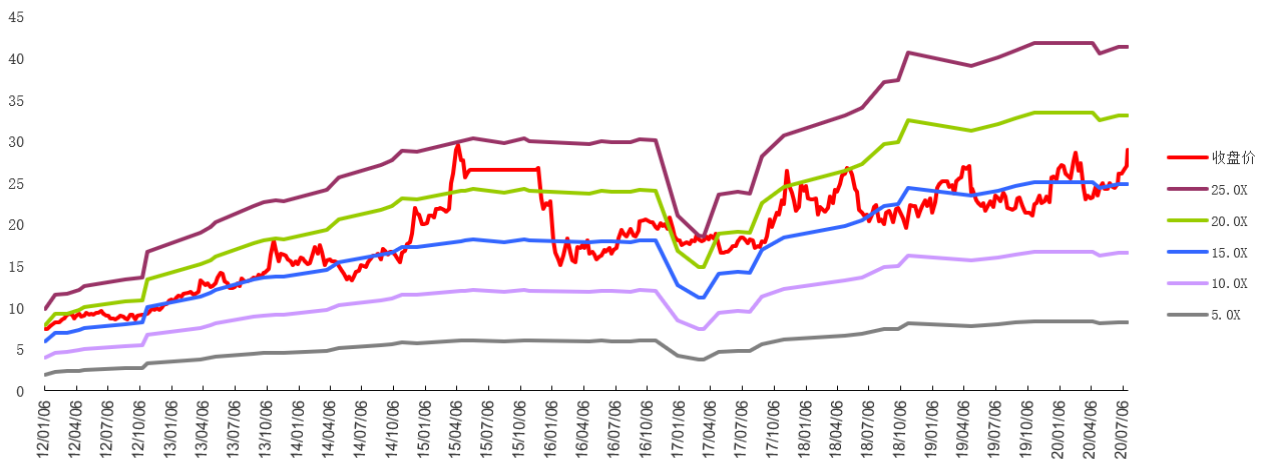
#### 6.4. 估值：预计 2021 年合理市值 759 亿，对应股价 35.3 元/股，给予“买入”评级

**正泰电器的历史 PE 多数时间在 13x-20x 之间。**公司在 2016 年收购正泰新能源，由于光伏业务资产较重，资产周转率降低，ROE 也显著降低，且光伏组件、电站估值较低，拉低整体估值水平。

**2012-2015 年：**在收购光伏业务之前，除去 2015 年下半年牛市影响，公司 PE 在 15x-20x 之间。

**2016 年之后：**2016-2017 年由于分布式光伏装机量大幅上升，带动公司估值提升，PE 约在 15x-23x 之间。2016、2017 年中国分布式光伏新增装机 4.2、19.4GW，同比增长 204%、360%。在 2018 年之后，公司 PE 约在 13x-15x 之间。

图 40：正泰电器估值 PE



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司主要业务分为低压电器和光伏，采用分布估值。

**低压电器业务：**对标工控企业，良信电器 2019 年营收 20.4 亿元，同比增长 29.5%，归母净利润 2.7 亿元，同比增长 23%。良信营收规模较小，在快速成长期，因此估值水平较高。宏发股份为全球继电器龙头，传统继电器部分预计市占率继续提升，高压直流继电器随新能源汽车快速成长，享受高估值，因此整体估值也处于较高水平。

预计公司低压电器业务 2020-2022 年营收分别为 203、231、264 亿元，增速分别为 13%、14%、14%。归母净利润 35.6、41.6、47.6 亿元，增速分别为 18%、17%、14%。低压电器具有消费品属性，并有涨价空间。看好正泰在中低端市场市占率提升，行业项目逐步突破，海外营收不断提升。结合正泰电器营收、利润增速及历史估值水平，给予 2021、2022 年 PE 分别为 16x、15x，对应低压电器部分市值 666、715 亿元。

**光伏业务：**公司光伏业务的归母净利润主要由电站运营贡献。林洋能源的主要业务为智能配电行业和光伏行业，其中光伏行业主要业务为光伏发电和 EPC 收入，与正泰光伏业务较为接近。阳光电源主营业务为光伏，产品主要有电站系统集成、逆变器等。

预计公司光伏业务 2020-2022 年营收分别为 128、141、158 亿元，同比增长 7%、10%、12%。归母净利润 8.3、9.2、10.5 亿元，增速分别为 12%、12%、14%。对比林洋能源、阳光电源，给予 2021、2022 年 PE 分别为 10x、8x，对应光伏部分市值 92、84 亿元。

其它业务给予 2021、2022 年 PE 15x，预计公司 2021、2022 年合理市值分别为 759、806 亿元。我们给与正泰 2021 年 14.9 倍 PE，对应市值 759 亿元，目标价 35.3 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：同行业公司万得一致预测 PE

	对比公司	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
工控	良信电器	21.8	24.2	45.1	34.4	26.9
	宏发股份	24.0	36.4	34.4	27.6	22.5
光伏电站	林洋能源	11.2	12.2	12.5	9.8	8
	阳光电源	16.0	17.2	23.9	19.3	15.9

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 12：正泰电器目标市值测算（亿元）

	归母净利润（亿元）				目标 PE			目标市值（亿元）		
	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
低压电器	30.1	35.6	41.6	47.6	16	16	15	570	666	715
光伏	7.3	8.3	9.2	10.5	10	10	8	83	92	84
其它	0.2	0.2	0.0	0.5	15	15	15	3	1	7
合计	37.6	44.1	50.9	58.6	14.9	14.9	13.7	656	759	806

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 7. 风险提示

海外疫情影响加重：公司有部分海外业务，并且在开拓海外市场。若疫情加重，可能影响公司业绩。

行业竞争加剧：目前国内产品具有高性价比，海外品牌具有品牌溢价。若海外竞争者降价，可能不利于公司产品销量。

公司海外业务开拓不及预期：海外业务涉及渠道开拓、业务整合等。若海外业务开拓不顺利，可能影响公司海外部分营收。

地产行业不景气：地产行业为低压电器最主要的下游应用之一，若地产行业不景气，对公司业务可能造成影响。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,060.37	5,811.65	9,227.00	16,415.09	19,459.37
应收票据及应收账款	10,707.46	11,924.97	12,167.03	13,131.29	15,600.01
预付账款	598.48	1,065.89	419.00	1,266.77	763.39
存货	4,657.69	4,909.79	4,313.51	6,605.79	5,191.29
其他	1,943.48	2,085.42	1,771.87	2,533.47	2,131.87
<b>流动资产合计</b>	<b>23,967.48</b>	<b>25,797.71</b>	<b>27,898.40</b>	<b>39,952.42</b>	<b>43,145.94</b>
长期股权投资	2,482.67	2,871.40	2,871.40	2,871.40	2,871.40
固定资产	15,653.29	20,706.66	20,439.17	19,968.89	19,363.95
在建工程	1,288.71	1,295.71	813.43	536.06	351.63
无形资产	338.87	357.78	320.25	282.72	245.19
其他	3,851.55	4,248.18	3,099.83	3,244.88	3,427.83
<b>非流动资产合计</b>	<b>23,615.08</b>	<b>29,479.74</b>	<b>27,544.08</b>	<b>26,903.95</b>	<b>26,260.01</b>
<b>资产总计</b>	<b>47,582.56</b>	<b>55,277.45</b>	<b>55,442.48</b>	<b>66,856.37</b>	<b>69,405.95</b>
短期借款	3,181.15	1,886.74	1,986.74	2,086.74	2,186.74
应付票据及应付账款	8,866.29	10,437.35	9,513.35	13,114.76	12,742.03
其他	5,058.35	6,725.30	4,114.23	7,426.87	5,077.47
<b>流动负债合计</b>	<b>17,105.79</b>	<b>19,049.40</b>	<b>15,614.32</b>	<b>22,628.38</b>	<b>20,006.24</b>
长期借款	6,609.66	9,226.86	10,149.55	11,164.51	12,280.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,619.09	2,049.57	1,743.46	1,804.04	1,865.69
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,228.74</b>	<b>11,276.44</b>	<b>11,893.01</b>	<b>12,968.54</b>	<b>14,146.64</b>
<b>负债合计</b>	<b>25,334.54</b>	<b>30,325.84</b>	<b>27,507.33</b>	<b>35,596.92</b>	<b>34,152.88</b>
少数股东权益	599.16	730.78	962.83	1,226.74	1,539.38
股本	2,151.41	2,151.24	2,149.97	2,149.97	2,149.97
资本公积	11,066.63	11,124.93	11,124.93	11,124.93	11,124.93
留存收益	19,761.46	22,316.81	24,822.35	27,882.73	31,563.72
其他	(11,330.63)	(11,372.14)	(11,124.93)	(11,124.93)	(11,124.93)
<b>股东权益合计</b>	<b>22,248.03</b>	<b>24,951.61</b>	<b>27,935.15</b>	<b>31,259.44</b>	<b>35,253.07</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>47,582.56</b>	<b>55,277.45</b>	<b>55,442.48</b>	<b>66,856.37</b>	<b>69,405.95</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,761.76	3,970.70	4,408.91	5,090.81	5,862.01
折旧摊销	1,202.60	1,353.22	847.31	865.18	876.90
财务费用	539.22	628.82	496.12	417.11	348.95
投资损失	(728.60)	(540.19)	(607.00)	(525.00)	(500.00)
营运资金变动	(2,161.75)	(1,598.10)	(901.70)	1,742.36	(3,003.97)
其它	286.85	1,184.76	232.05	263.91	312.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,900.08</b>	<b>4,999.22</b>	<b>4,475.68</b>	<b>7,854.36</b>	<b>3,896.52</b>
资本支出	1,697.22	6,319.70	366.12	19.42	(11.65)
长期投资	789.49	388.73	0.00	0.00	0.00
其他	(5,132.94)	(11,589.25)	5.01	537.69	445.54
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,646.22)</b>	<b>(4,880.81)</b>	<b>371.13</b>	<b>557.11</b>	<b>433.89</b>
债权融资	10,999.81	12,596.22	13,318.29	14,542.45	15,786.30
股权融资	(380.66)	(348.21)	(248.65)	(415.60)	(347.43)
其他	(11,410.63)	(12,805.31)	(14,501.10)	(15,350.23)	(16,724.99)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(791.49)</b>	<b>(557.30)</b>	<b>(1,431.46)</b>	<b>(1,223.38)</b>	<b>(1,286.12)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(537.63)</b>	<b>(438.89)</b>	<b>3,415.35</b>	<b>7,188.09</b>	<b>3,044.28</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>27,420.83</b>	<b>30,225.91</b>	<b>33,520.53</b>	<b>37,673.72</b>	<b>42,786.05</b>
营业成本	19,285.63	21,409.00	23,464.37	26,183.24	29,650.73
营业税金及附加	165.65	169.53	188.00	211.30	239.97
营业费用	1,742.82	1,985.34	2,201.74	2,474.54	2,810.33
管理费用	1,261.25	1,278.80	1,418.19	1,593.91	1,810.20
研发费用	946.37	979.58	1,086.35	1,220.95	1,386.63
财务费用	389.31	424.63	496.12	417.11	348.95
资产减值损失	246.27	(37.77)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.02	(14.84)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	728.60	540.19	607.00	525.00	500.00
其他	(1,597.97)	(1,027.52)	(1,214.00)	(1,050.00)	(1,000.00)
<b>营业利润</b>	<b>4,249.89</b>	<b>4,518.97</b>	<b>5,272.75</b>	<b>6,097.68</b>	<b>7,039.23</b>
营业外收入	12.99	15.86	20.00	15.00	10.00
营业外支出	19.86	23.57	20.00	29.00	34.00
<b>利润总额</b>	<b>4,243.01</b>	<b>4,511.26</b>	<b>5,272.75</b>	<b>6,083.68</b>	<b>7,015.23</b>
所得税	481.26	540.55	631.80	728.97	840.59
<b>净利润</b>	<b>3,761.76</b>	<b>3,970.70</b>	<b>4,640.95</b>	<b>5,354.72</b>	<b>6,174.65</b>
少数股东损益	170.20	208.91	232.05	263.91	312.64
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,591.56</b>	<b>3,761.80</b>	<b>4,408.91</b>	<b>5,090.81</b>	<b>5,862.01</b>
每股收益(元)	1.67	1.75	2.05	2.37	2.73

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.10%	10.23%	10.90%	12.39%	13.57%
营业利润	25.62%	6.33%	16.68%	15.65%	15.44%
归属于母公司净利润	26.47%	4.74%	17.20%	15.47%	15.15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.67%	29.17%	30.00%	30.50%	30.70%
净利率	13.10%	12.45%	13.15%	13.51%	13.70%
ROE	16.59%	15.53%	16.35%	16.95%	17.39%
ROIC	19.35%	18.63%	18.47%	19.93%	24.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.24%	54.86%	49.61%	53.24%	49.21%
净负债率	22.20%	27.19%	14.65%	-5.99%	-10.42%
流动比率	1.40	1.35	1.79	1.77	2.16
速动比率	1.13	1.10	1.51	1.47	1.90
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.80	2.67	2.78	2.98	2.98
存货周转率	6.92	6.32	7.27	6.90	7.25
总资产周转率	0.60	0.59	0.61	0.62	0.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.67	1.75	2.05	2.37	2.73
每股经营现金流	1.35	2.33	2.08	3.65	1.81
每股净资产	10.07	11.27	12.55	13.97	15.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.77	15.06	12.85	11.13	9.66
市净率	2.62	2.34	2.10	1.89	1.68
EV/EBITDA	8.15	8.41	8.83	7.14	6.17
EV/EBIT	9.88	10.25	10.13	8.09	6.91

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com