

2021 三季报点评：大宗涨价叠加渠道降价，经营利润不及预期 增持（下调）

2021 年 10 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

chaijh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,473	3,223	4,082	5,142
同比（%）	12.4%	30.3%	26.7%	26.0%
归母净利润（百万元）	247	222	325	497
同比（%）	14.4%	-9.9%	46.4%	52.6%
每股收益（元/股）	0.62	0.55	0.81	1.23
P/E（倍）	17.55	19.63	13.41	8.79

投资要点

- **2021Q3 收入同比-5%，利润同比-87%，不及市场预期。**公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 23.58 亿元，同增 32.22%；实现归母净利润 1.57 亿元，同比下降 12.95%。其中 2021Q3 实现营业收入 6.93 亿元，同降 4.64%，环比下降 29.44%；实现归母净利润 0.12 亿元，同降 86.68%，环比下降 88.98%，业绩不及市场预期。
- **受原材料涨价及同行竞争加剧，毛利率同比下降较多，净利率因研发、销售端逆势投入较大而下滑较多。**2021Q1-3 毛利率为 24.15%，同降 5.23pct，2021Q3 毛利率 24.90%，同降 4.35pct；毛利率下滑原因：1）收入端：行业头部企业降低终端销售价格，公司经销渠道战略性降价以应对；2）成本端原材料价格继续高企，而低压电器成本主要来自于铜、银、塑料等大宗。2021Q1-3 归母净利率为 6.65%，同比下降 3.45pct，Q3 归母净利率 1.70%，同比下降 10.44pct，除毛利率下滑外，公司在销售、研发费用（含股权支付费用）方面逆势加大投入所致。
- **受同行竞争影响，分销渠道压低售价，增速放缓；直销渠道盘厂、电力等“散单”市场同样承压，地产以存量替代为主，新能源、通信等基数小、稳步推进。2021 年我们预计“直销+经销”营收实现近 30%同比增长，未来 2-3 年保持 20%左右增长。**分渠道来看：1）经销渠道方面，我们推算 2021Q3 环比下滑较多，主要是行业龙头 2021H1 两次提价，2021Q3 通过经销商返利等方式拉低终端价格，以缩小与竞争对手的价格差距、抢占市场份额。受此影响，同行多降价应对，成本端方面原材料价格仍较高，故利润受损；2）直销渠道方面，盘厂、电力客户具有“类经销”属性，因盘厂占直销比重较高，故受前述因素影响、直销渠道利润同样承压；尽管房地产政策对新开工面积有压制，但地产低压电器仍以存量替代为主，我们推算 2021Q3 同比增长仍较快；新能源、通信等新兴领域绑定天合光能、中国电信等头部客户供货，大客户订单后续逐步落地，此外公司积极探索分布式光伏、IDC 配电房等增量市场机会。目前新兴领域基数较小、未来有望结构性增长。
- **盈利预测与投资评级：**因原材料涨价及竞争加剧带来的影响，我们下调公司 2021-23 年归母净利润分别 2.22 亿元（-1.03 亿元）、3.25 亿元（-1.41 亿元）、4.97 亿元（-1.60 亿元），同比分别-10%、+46%、+53%，对应 EPS 分别为 0.55/0.81/1.23 元/股，对应现价 PE 分别 20x、13x、9x，给予目标价 13.7 元，对应 2022 年 17 倍 PE，下调至“增持”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.80
一年最低/最高价	10.80/19.56
市净率(倍)	2.46
流通 A 股市值(百万元)	2465.22

基础数据

每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	50.27
总股本(百万股)	404.04
流通 A 股(百万股)	228.26

相关研究

- 1、《天正电气 (605066)：低压电器领先企业，“直销+经销”双轮驱动高增长》2021-08-10

天正电气三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2634.1	3304.6	3830.9	4590.5	营业收入	2473.2	3222.8	4082.2	5142.2
现金	1060.3	1526.4	1582.0	1876.5	营业成本	1785.8	2426.0	2999.2	3688.9
应收账款	871.3	1059.5	1286.2	1549.7	营业税金及附加	15.3	21.2	26.8	33.1
存货	306.7	398.8	451.9	505.3	营业费用	198.8	273.9	367.4	462.8
其他流动资产	395.8	319.8	510.9	658.9	管理费用(含研发)	212.3	264.9	334.5	410.1
非流动资产	530.7	605.6	717.1	858.2	财务费用	-3.7	-10.0	-11.5	-14.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	348.2	434.7	546.8	691.4	其他收益	24.6	7.4	7.9	7.7
无形资产	116.3	112.5	108.6	104.7	营业利润	289.4	254.1	373.8	569.4
其他非流动资产	66.2	58.4	61.8	62.1	加:营业外净收支	-7.9	-2.1	-3.1	-4.4
资产总计	3164.8	3910.1	4548.1	5448.7	利润总额	281.5	252.0	370.6	565.0
流动负债	1411.2	1936.6	2252.3	2661.5	减:所得税费用	34.7	29.7	45.2	68.4
短期借款	40.1	142.1	91.1	116.6	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	1072.1	1395.8	1643.4	1920.2	归属母公司净利润	246.8	222.3	325.4	496.6
其他流动负债	299.1	398.8	517.9	624.7	EBIT	266.3	240.7	358.2	551.2
非流动负债	19.3	20.4	22.4	25.1	EBITDA	307.4	285.2	413.2	620.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	19.3	20.4	22.4	25.1	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1430.4	1957.0	2274.7	2686.6	每股收益(元)	0.62	0.55	0.81	1.23
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	4.33	4.83	5.63	6.83
					发行在外股份(百万 股)	401	404	404	404
归属母公司股东权益	1734.3	1953.1	2273.3	2762.0	ROIC(%)	17.1%	12.4%	18.1%	24.8%
负债和股东权益	3164.8	3910.1	4548.1	5448.7	ROE(%)	14.2%	11.4%	14.3%	18.0%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	27.8%	24.7%	26.5%	28.3%
经营活动现金流	175.8	491.2	271.0	482.9	销售净利率(%)	10.0%	6.9%	8.0%	9.7%
投资活动现金流	-421.1	-123.5	-159.2	-205.9	资产负债率(%)	45.2%	50.1%	50.0%	49.3%
筹资活动现金流	570.5	98.5	-56.2	17.6	收入增长率(%)	12.4%	30.3%	26.7%	26.0%
现金净增加额	325.1	466.1	55.6	294.6	净利润增长率(%)	14.4%	-9.9%	46.4%	52.6%
折旧和摊销	41.2	44.5	55.1	69.0	P/E	17.5	19.6	13.4	8.8
资本开支	-55.4	-123.5	-159.2	-205.9	P/B	3.6	3.2	2.7	2.3
营运资本变动	-116.0	227.8	-105.5	-78.9	EV/EBITDA	18.7	22.0	16.0	11.3

数据来源: Wind, 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： [H1http://www.dwzq.com.cn](http://www.dwzq.com.cn)