

正泰电器 Zhejiang Chint Electrics (601877 CH)

国内低压电器行业龙头，光伏板块借势起航

Domestic Low Voltage Electrical Appliance Industry Leader, the Photovoltaic Sector Took Advantage of the Situation To Set Sail

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb33.97
目标价	Rmb48.61

MSCI ESG 评级	BB
义利评级	A

来源: MSCI ESG Research LLC, 盟浪. Reproduced by permission; no further distribution

市值	Rmb73.03bn / US\$10.84bn
日交易额 (3个月均值)	US\$97.54mn
发行股票数目	2,150mn
自由流通股 (%)	44%
1年股价最高最低值	Rmb62.95-Rmb28.47

注: 现价 Rmb33.97 为 2022 年 6 月 15 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-2.4%	-22.0%	11.6%
绝对值 (美元)	-1.7%	-26.3%	5.9%
相对 MSCI China	-12.4%	-41.7%	46.4%

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	38,865	46,563	55,578	65,286
(+/-)	17%	20%	19%	17%
净利润	3,401	5,224	6,153	7,318
(+/-)	-47%	54%	18%	19%
全面摊薄 EPS (Rmb)	1.58	2.43	2.86	3.40
毛利率	24.7%	25.2%	25.3%	25.0%
净资产收益率	10.6%	14.0%	14.2%	14.4%
市盈率	21	14	12	10

资料来源: 公司信息 HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

本报告从多元化维度考察正泰电器: 公司是国内低压电器行业龙头企业, 并深耕户用光伏领域, 近年业绩走势良好。

“低压电器+光伏新能源”双主业格局。正泰电器成立于 1997 年, 并于 2016 年完成对正泰新能源的收购, 形成“低压电器+光伏新能源”双主业格局。在低压电器领域, 公司主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器等产品的研发、生产和销售; 在光伏领域, 公司主要从事光伏 EPC, 电站开发、建设及运维等业务。

低压电器机遇良多, 行业格局差异显著。国内低压电器具有基础资本平性质, 市场规模与 GDP、全社会用电量正相关, 建筑、电网、工业项目等下游应用市场需求稳定增长, 预计低压电器市场未来 3 年将保持 7-10% 的增速, 2024 年中国低压市场规模将突破 1100 亿元, 国内分销市场占比约 89%, 仍是主力。2018 年低压电器形成贸易顺差, 此后低压电器净出口增长明显, 2021 年净出口额同比大幅增加。正泰低压电器收入在 2015-2021 年的复合增长率 9.07%, 国内市占率稳定在约 20%。2020-2021 年低压电器市场竞争加剧, 公司毛利率及市占率略有承压, 但 2022 年起公司推进战略转变, 我们积极看好公司在低压电器市场份额的进一步提高。

正泰分销端优势显著, 直销渠道稳步发展。公司“蓝海行动”助力分销渠道升级, 实施渠道扁平化管理。截至 2021 年末, 公司拥有 525 家一级经销商, 较 2020 年新增 50 家; 同时拥有 5000 余家二级分销商, 超 10 万家终端渠道, 实现一二级渠道地市级覆盖率 96% 以上。分销方面, 规模效应和技术工艺改进提高公司盈利能力和议价能力, 但市场竞争日益激烈; 直销方面, 国产替代是大势所趋, 正泰 2020、2021 年直销收入增速可观、直销团队日益健全、客户开拓有突破性进展; 海外方面, 公司通过国际蓝海行动赋能, 渠道扩张速度可观。

户用光伏经济性良好, 模式灵活。2021 年, 在国内组件价格大幅上升的情况下户用光伏新增装机量同比增速仍然较高, 可见户用光伏在高组件价格的情况下需求韧性十足。经测算, 分布式 (尤其是户用) 的 IRR 远远高于集中式电站, 经济性明显更优, 投资价值较高。同时, 户用渠道溢价较高, 各环节利润更厚, 经销商动力十足。此外, 户用光伏形成了多种灵活模式, 光伏贷和合作开发多点开花。

正泰安能护城河深厚, 滚动开发驱动业绩高增。经过多年的不断实践和优化, 正泰形成了“自持电站发电+资产打包转让回血”的滚动式商业模式, 能够改善资产质量、助力运维业务高速增长。2021 年正泰在光伏开发市场的市占率 22%, 我们预计 2022 年正泰市占率将达 25%。2022 年我们预计户用光伏市场增速较高, 叠加正泰市占率提高, 公司光伏业务收入有望实现大幅增长。正泰的先发+渠道+品牌优势, 具有多年低压电器渠道管理经验, 可以快速复制到户用光伏, 构筑了公司壁垒。此外, 公司运维服务未来发展空间广阔, 增速快。

盈利预测与估值建议: 我们预计公司 2022-24 年实现归母净利润 52.24、61.53、73.18 亿元 (不考虑中控技术影响), 对应 EPS 为 2.43、2.86、3.40 元/股。结合可比公司的估值, 考虑到公司在低压电器、户用光伏行业的双龙头地位, 以及光伏业务未来良好的发展趋势, 给予公司 2022 年 21X PE, 合理估值为 48.61 元, 维持“优于大市”评级。

风险提示: (1) 原材料价格波动。(2) 光伏新增装机量不达预期。(3) 竞争激烈, 格局恶化。(4) 疫情导致的生产停滞。

张一弛 Yichi Zhang
yichi.zhang@htisec.com

本研究报告由海通国际分销, 海通国际是由海通国际研究有限公司, 海通证券印度私人有限公司, 海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌, 海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明, 重要披露声明和免责声明, 请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1.全球知名智慧能源解决方案提供商

1.1 “低压电器+光伏新能源”双主业格局

正泰电器成立于 1997 年，2010 年在上海证券交易所成功上市，是植根于低压电器市场的龙头企业。正泰集团创始于 1984 年，是**全球知名的智慧能源解决方案提供商**。正泰围绕全产业链优势，集团抢抓机遇、凝心聚力，做强绿色能源产业、做优智能电气产业、做大智慧低碳城市产业，持续深耕国际市场，培育科创孵化产业，打造“3+1+1”现代产业集群，业务遍及 140 多个国家和地区，全球员工近 4 万名。**正泰电器为中国第一家以低压电器为主营业务的 A 股上市公司**，位列亚洲上市公司 50 强。

图 1 公司发展历程



资料来源：正泰电器公司微信公众号，HTI

2016 年末，公司完成对正泰新能源的收购，“**低压电器+光伏新能源**”双主业格局形成。在低压电器业务层面，公司主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器、建筑电器和仪器仪表、自动化控制系统的研发、生产和销售。在光伏新能源业务层面，公司以旗下全资子公司正泰新能源为平台，深耕光伏组件及电池片制造，光伏电站领域的投资、建设、运营，及海外工程总包等业务领域。主要包括太阳能电池、组件的生产和销售、EPC 工程总包，电站开发、建设、运营、运维，和储能系统、BIPV、户用光伏的开发和建设等业务。

表 1 低压电器业务主要产品

产品分类	主要功能	主要功能	应用场景
配电电器	万能式断路器、塑壳断路器、自动转换开关电器、刀开关、熔断器等	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	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
终端电器	小型断路器、剩余电流动作断路器、隔离开关、浪涌保护器等	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	配电电器的下游电路
控制电器	交流接触器、起动机、热继电器、电动机保护继电器、电磁继电器、时间继电器、主令电器等	具有控制电机、稳定电源、应急电源、调节电压等功能	其广泛应用于冶金、石化、电力、钢铁、机械制造、家用电器等各个领域。由于许多用电装置在开启时会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
电源电器	变压器、稳压器、不间断电源、应急电源、互感器、频敏变阻器等	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
电子电器	变频器、软起动器等	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，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	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。软起动器具有过流、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

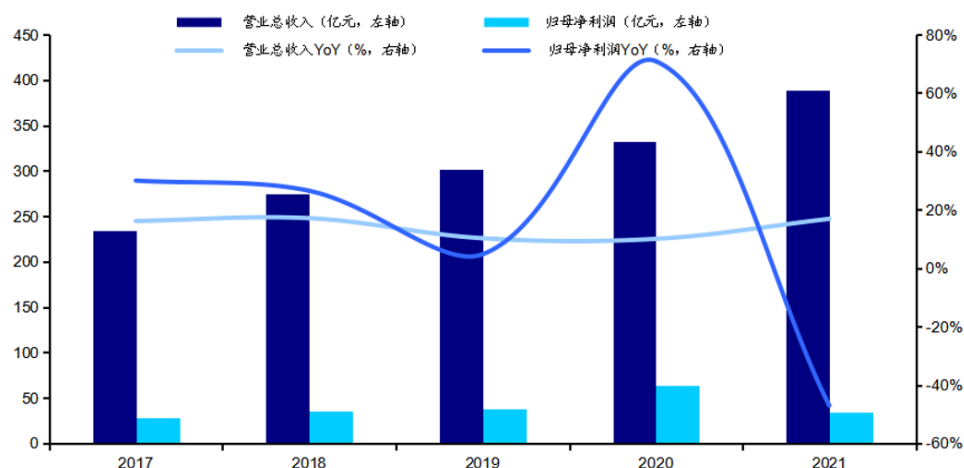
资料来源：正泰电器招股说明书，HTI

1.2 业绩稳健增长，盈利能力逐步提升

公司近年来业绩稳定增长，2018-2021 年公司“低压电器+光伏新能源”两大业务协同发展。低压电器产业主营业务收入从 163.39 亿元（2018 年）增长至 196.54 亿元（2021 年），增长速率有所趋缓，从 16.11%（2018 年）降至 6.69%（2021 年）；光伏新能源业务主营收入稳步上升，从 103.75 亿元（2018 年）增长至 181.97 亿元（2021 年），增长速率亦有小幅上升，从 17.98%（2018 年）升至 28.76%（2021 年）。

公司在 2021 年实现营业总收入 388.65 亿元，同比增长 16.88%；实现归母净利润 34.01 亿元，同比下降 47.09%。具体而言，公司 2021 年“低压电器+光伏新能源”两大产业协同发展。低压电器产业主营收入 196.54 亿元，同比增长 6.69%，毛利率 28.94%，低压电器业务竞争优势进一步加强；光伏业务在产业政策调整和市场需求波动的背景下仍实现主营收入 181.97 亿元，同比增长 28.76%，突显公司在光伏新能源领域的综合竞争优势。

图 2 公司近年营收和归母净利情况（合并报表口径）



资料来源: Wind, HTI

公司的主营业务收入主要由低压电器业务以及光伏新能源业务构成。其中，低压电器业务自 2017 年以来收入占比均保持 50% 以上，是公司的主要收入来源。2021 年，公司低压电器业务实现收入 196.54 亿元，收入占比达 50.57%。在低压电器类产品的研发上，公司坚持自主创新，推动新昆仑系列全面迭代升级，提升了正泰低压电器产品的品质及品牌价值。

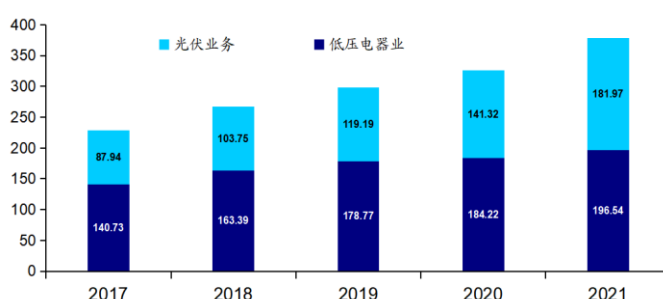
光伏新能源业务自 2017 年以来收入占比稳步上升，2021 年实现收入 181.97 亿元，收入占比突破 45%。2021 年，正泰新能源按照“平台化、轻资产”的战略部署，有序推进电站滚动开发模式，在保有合理开发规模的同时，将部分存量电站转让给国央企，既增进了与国央企合作的终端客户黏性，又改善了资产质量。正泰安能抢抓户用发展机遇，新增开发量超 4.5GW，销售超 500MW，自持装机容量新增 4.03GW，当年实现发电量 43.94 亿度；创新实现户用光伏资产交易 0.98GW，有效实现滚动开发及资产优化。

表 2 公司近年主营业务收入及占比（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
低压电器 (亿元)	140.73	163.39	178.77	184.22	196.54
光伏业务 (亿元)	87.94	103.75	119.19	141.32	181.97
低压电器占比 (%)	61.54%	59.58%	59.15%	55.40%	50.57%
光伏业务占比 (%)	38.46%	37.84%	39.43%	42.50%	46.82%

资料来源: Wind, HTI

图 3 公司近年主营业务构成（亿元）



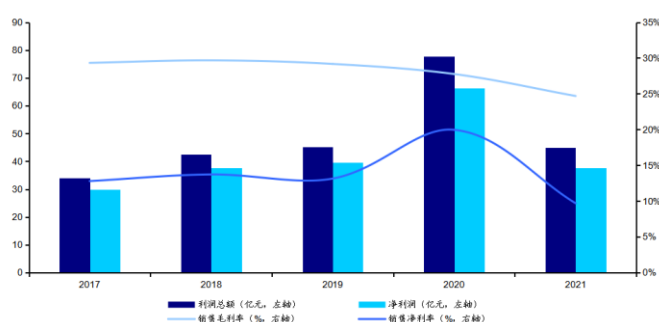
资料来源: Wind, HTI

2017 年至 2019 年公司净利率总体呈现稳步上升趋势，为 13% 左右。2017 至 2019 年公司毛利率基本在 29% 左右。2020/2021 年毛利率降至 27.76%/24.69%，主要原因是受原材料价格变动影响。而公司销售净利率 2020 年升至 19.96%，2021 年跌至 9.69%。我们认为公司近几年利润率的变化体现了产品结构的变动，以及成本和费用的降低，未来 2-3 年公司利润率有望回暖。

在低压电器业务中，2021 年配电电器、终端电器以及控制电器毛利润占比分别为 17.62%/18.32%/9.33%，均接近或超过 10%。在光伏新能源业务中，自 2017 年以来电站运营的毛利润占比逐年上升，2021 年达 23.02%，我们认为正泰电器近年来积极优化能源格局，融合一二次能源的技术特点，能为新能源跨界应用及发展提供新的空间。

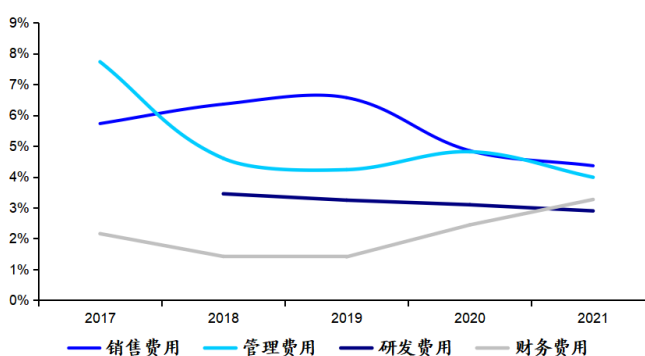
费用方面，2021 年公司销售费用同比增加 5.09%，销售费率下降 0.49%；管理费用同比下降 3.25%，管理费率下降 0.83%，这两项费用处于正常浮动范围。2021 年公司加大研发投入，研发费用达 11.25 亿元，同比增加 9.32%，主要原因是行业客户因其个性化、定制型的需求，对公司的客户需求挖掘、研发协同等方面提出了更高的要求。2021 年公司财务费用达 12.69 亿元，同比增长 56.19%，财务费率增加 0.82%，主要原因是 2021 年银行借款利息增加。

图 4 公司近年毛利和净利情况



资料来源: Wind, HTI

图 5 公司近年主要费用率情况 (%，占销售百分比)

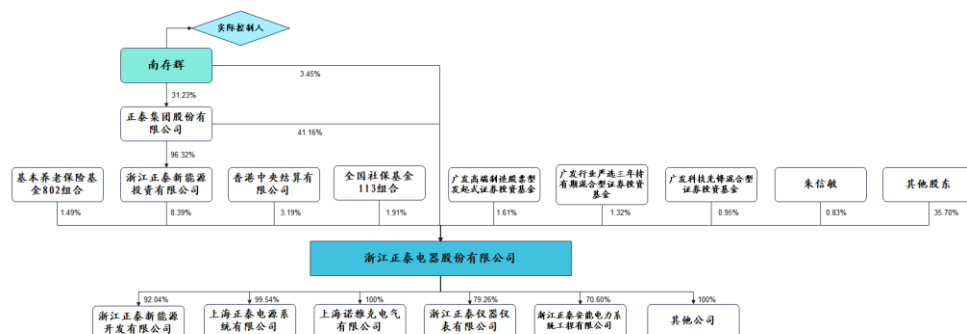


资料来源: Wind, HTI

1.3 股权结构稳定，激励机制完善

公司实际控制人为南存辉。截至 2022Q1，南存辉直接持有正泰电器 3.45% 的股权。此外，南存辉任正泰集团股份有限公司董事长，持有正泰集团股份有限公司 31.23% 股权。正泰集团股份有限公司直接持有正泰电器 41.16% 股份，是正泰电器的第一大股东，同时还通过正泰新能源投资有限公司间接持有正泰电器 8.39% 股份。公司前十大股东持股比例为 64.3%，股权结构稳定。

图 6 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)



资料来源: 正泰电器 2022 年一季度报告, HTI

正泰电器的主要子公司主要包括：全资子公司浙江正泰新能源开发有限公司、控股子公司正泰安能、全资子公司诺雅克、浙江正泰仪器仪表有限责任公司、浙江正泰建筑电器有限公司、上海正泰电源系统有限公司等，各子公司分工明确，业务互补。其中**正泰安能**主要为自然人用户提供户用光伏系统的合作、开发、销售、售后、运维等；**诺雅克电气**主要专注于智能电气系统研发、制造、销售，产品为配电类、终端类、控制自动化等低压电器；**仪器仪表**负责计量仪器仪表、智能终端设备等的研发、制造、加工及销售；**建筑电器**负责智能楼宇设备、智能家居等建筑电器的研发制造及销售服务；**电源系统**负责电源、变频器、逆变器等相关设备与系统的研发、生产和销售；**新能源开发**负责光伏设备及元器件销售或租赁，发电、输电、供电相关技术业务的提供。

正泰电器于 2010 年、2017 年实施股权激励计划、限制性股票激励计划，2020 年开展员工持股计划，激励制度较为完善。其中，2020 年员工持股计划账户持有公司股份 1780 万股，占公司总股本 0.83%，过户价格为 16.77 元。我们认为，公司通过股权激励、限制性股票激励以及员工持股计划等方式，使高管、员工与公司形成了统一利益，能够有效调动员工积极性。

表 3 员工激励方案情况

时间	激励方式	股份占比 (%)	每股价格 (元)	备注
2010	股权激励计划	1.8141%	22.43-	其中首次授予 1640.9 万股，占比 1.6327%；预留 182.32 万股，占比 0.1814%
2017	限制性股票激励计划	0.7808%	10.29	1666.61 万股
2020	员工持股计划	0.83%	16.77	1780 万股

资料来源：公司公告，HTI

2. 低压电器机遇良多，行业格局差异显著

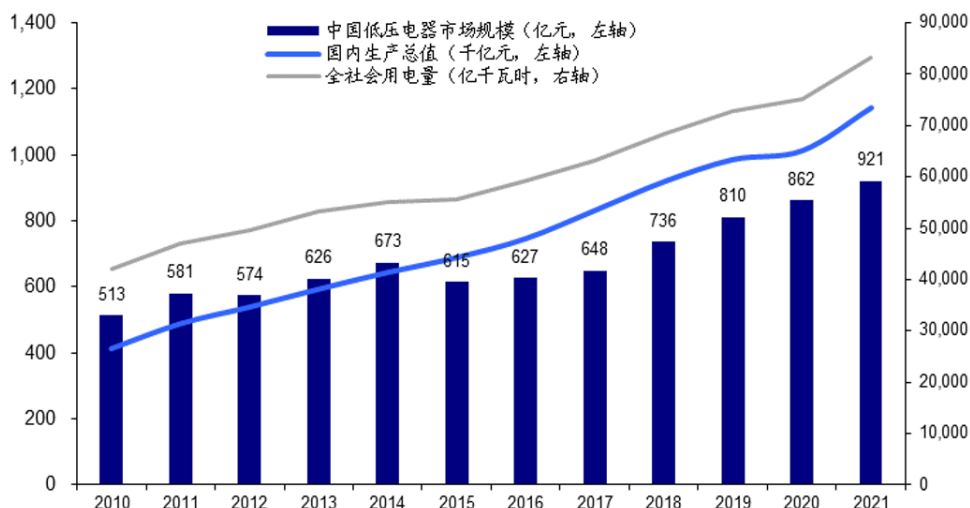
2.1 宏观经济稳中向好，传统市场预期增速良好

2.1.1 宏观经济拉动行业增长，正泰营收增速超出行业

低压电器作为基础产品，具有基础资本品性质，被广泛应用于国民经济的各个行业，与宏观经济发展状况联系密切，是支持国民经济发展的基础资本品。**低压电器的市场规模与宏观经济相关指标全社会固定资产投资有密切关联，进而与工业增加值、国内生产总值、全社会用电量等指标正相关。**目前，国内宏观经济发展总体稳中向好，国家继续实行较为积极的财政政策，国内经济保持稳定增长。根据国家统计局的数据，全社会固定资产投资（不含农户）2013-2018 年均复合增长率达 7.81%，2021 年达到 54.45 万亿元；国内生产总值（名义）2015-2021 年均复合增长率达 6.3%，2021 年国内生产总值达到 114.4 万亿元，同比增长 8.1%。

2022 年虽然我国面临海外流动性收紧，外需边际回落，房地产持续探底，疫情掣肘消费等重重阻碍，但有出口韧性，基建或发力，消费边际回暖等条件的支撑，叠加积极的财政政策激发活力，稳健的货币政策保持流动性的合理充裕，预计 2022 年中国宏观经济终将长风破浪，行稳致远，继续回归趋势性增长。政府工作报告指出，2022 年国内生产总值预期增长 5.5% 左右，有望带动国内低压电器的市场规模的进一步增长。

图 7 我国全社会固定资产投资、GDP、全社会用电量均与低压电器市场规模呈正向关系

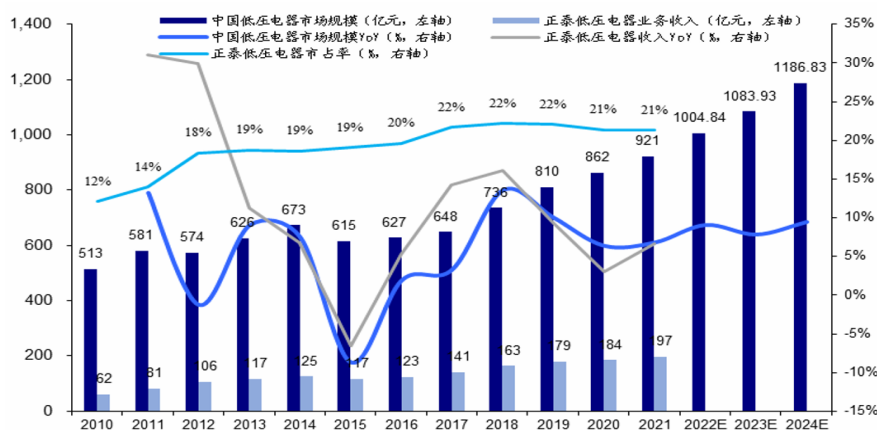


资料来源：国家统计局，HTI

随着宏观经济的平稳发展，固定资产投资将不断增长，工业生产总产值与用电量也将稳定提升，为低压电器行业发展带来持续的业务机会。我们认为，在过去一段时间里，每隔 2-3 年，低压电器市场增长与平缓现象交替出现，因此 2021 年低压电器市场进入了正周期。**2015-2021 年中国低压电器市场的复合增长率为 6.96%**，我们根据社会固定投资额以及发电量进行拟合测算后，预计低压电器市场未来 3 年将保持 7-10% 的增长速度，2022 年中国低压市场规模将突破 1000 亿元，2024 年将突破 1100 亿元。

正泰电器低压电器的业务收入在 2015-2021 年的复合增长率为 9.07%，对比每年国内低压电器市场规模的同比增速，2015-2021 年间（除 2020 年外），**正泰低压电器的收入增速均等于或高于市场规模增速**，体现了正泰在低压电器市场的较强竞争力。2015 年以来**正泰低压电器的国内市场占有率均稳定在 20% 左右**，2020-2021 年低压电器市场竞争加剧，公司增速、毛利率及市占率略有承压，但 2022 年 Q1 公司低压电器业务增速良好，主要原因是 2022 年起公司推进战略转变，我们积极看好公司在低压电器上市场份额的进一步提高。

图 8 中国低压电器市场规模、正泰低压电器收入变化情况及预测（亿元，%）



资料来源：国家统计局，Wintellegence，HTI

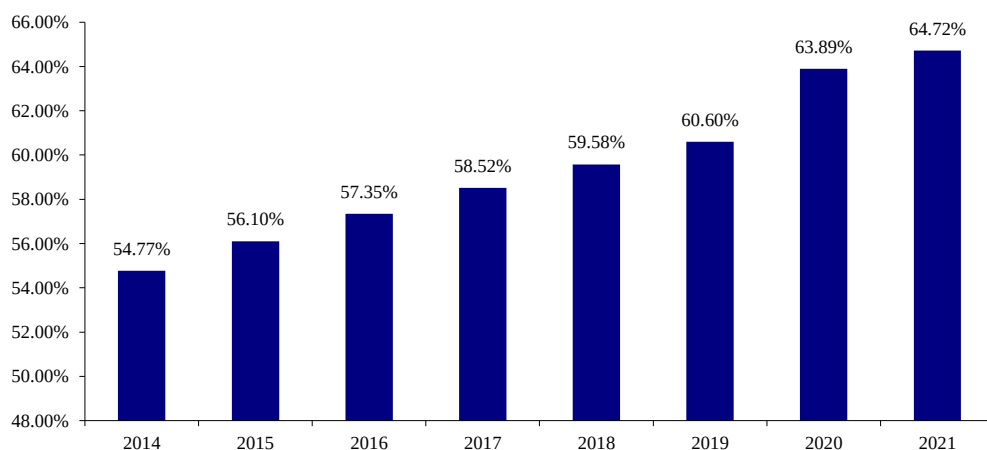
2.1.2 下游应用领域广泛，传统通用市场稳步发展

低压电器行业下游应用主要集中于建筑、电网、工业项目、工业 OEM、基础设施建设、个人用户等，对应的市场占比分别约为 35%、15%、18%、18%、10%、5%，近年来各下游市场需求均呈现不同程度的增长。其中，建筑市场是中国经济的重要部分，存量替换需求大，增量也可观；电网领域受益于智能电网、新能源接入和充电桩等，对低压电器有较快的需求增长；工业项目领域受益于国内支持先进制造业扩张。总体来看，电网、建筑行业、工业项目等领域稳步增长趋势最为明显。

(1) 建筑行业：

截至 2021 年底，我国常住人口城镇化率为 64.72%，同比增长 1.3%，过去十年城镇化率年均提升约 1.3 个百分点。未来常住人口城镇化率将进一步提升，仍有数千万人需要解决住房需求。城镇化的推进将会给房地产业带来有利的发展机遇。城镇化将直接推动城镇住宅房屋建筑的建设，增加住宅、办公楼、商业营业用房等需求。作为中国经济的支柱性产业之一，国家高度重视房地产行业的健康发展，并出台多项政策对房地产市场进行合理有效调控。我们认为，尽管房地产投资增速有所回落，未来房地产行业仍有望保持稳定的发展趋势，有效支持低压电器行业的可持续发展。

图 9 我国历年城镇化率（亿元）

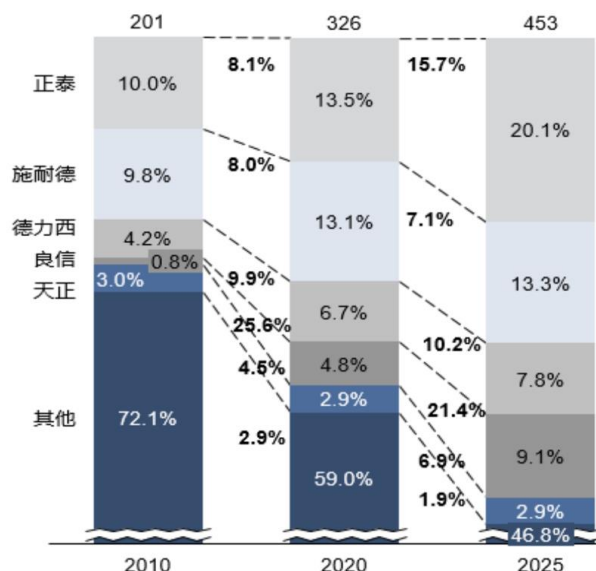


资料来源：国家统计局，HTI

从目前 Top50 房地产的采购趋势来看，近几年房地产商在低压电器领域集采份额占比逐年提升，且以集团签订集采协议区域采购的形式为主流。房企在签订集采协议时，更倾向于具备较强产品、品牌影响、供货及资金能力的中大型企业。房企近几年资金承压，存在一定的国产化趋势，预计未来内资大品牌份额将逐渐上升，外资大品牌份额勉强保持，内资小品牌市场份额逐渐缩减。

根据格物致胜《中国低压电器白皮书 2021》预测，2025 年建筑领域低压电器市场份额预计为 453 亿元，较 2020 年增长 127 亿元，年复合增长率 6.8%。

图 10 中国低压电器市场份额-建筑行业 TOP5 品牌-2010,2020,2025E (亿元)

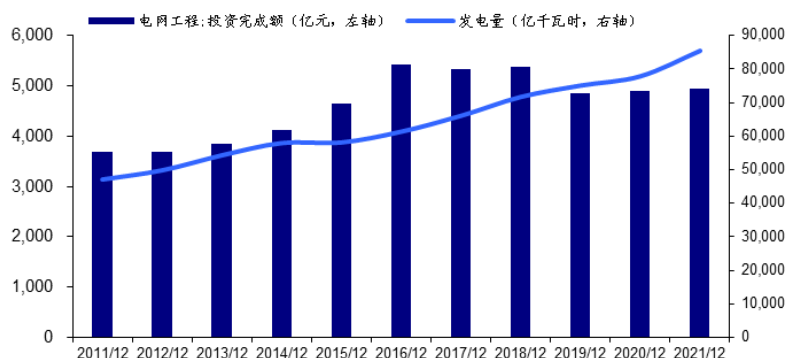


资料来源: Wintellegence, HTI

(2) 电网:

电能主要通过低压电器进行分配或控制, 低压电器行业的发展与电力行业的景气度密切相关。近年来, 我国电网投资规模整体保持在较高水平, 据中国电力企业联合会数据显示, 自 2001 年以来, 我国电网投资增长较快, 由 2001 年的 875 亿元增至 2020 年的 4951 亿元, 期间年复合增速达 9.25%。十四五期间, 国网将在电网建设上投入 3500 亿美元 (合 2.23 万亿元人民币), 南网预计投资总规模达 6700 亿元, 其中配电网投资 3200 亿元。两网均将配电侧作为十四五期间电网建设投资的重点, 而低压电器的应用集中于配用电侧, 因此我们认为, 配网投资额增加、智能电网升级改造将成为低压电器市场未来的发展机会, 智能配电领域未来将产生可观的低压电器需求。总体来看, 近年电网投资为电力行业低压电器市场需求提供了有力保障。

图 11 全国电网投资 (亿元) 及发电总量 (亿千瓦时)



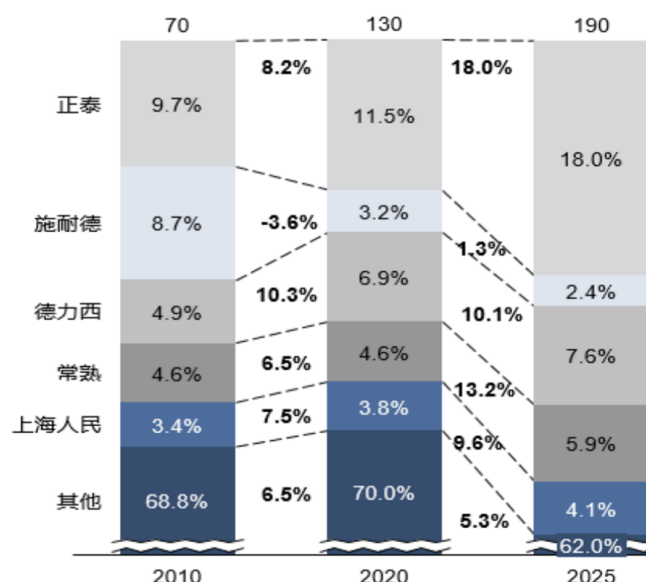
资料来源: iFind, HTI

根据国家电网《泛在电力物联网建设大纲》, 截至 2018 年底国网接入的终端设备超过 5.4 亿只, 采集数据日增量超过 60TB, 覆盖用户 4.5 亿户, 按照国家电网规

划，预计到 2025 年接入终端设备将超过 10 亿只，到 2030 年将超过 20 亿只。国网未来着力建设电力互联网发展与互联网经济、智能电网相关的新业态，非传统领域的新业态已经和传统电网业务处于同等重要的地位。提升配用电环节故障分析、预警、自愈等能力，提升电网安全运行水平的需求带来对低压电器需求的增长。

根据格物致胜《中国低压电器白皮书 2021》预测，2025 年电网领域低压电器市场份额预计为 189.7 亿元，较 2020 年增长 59.7 亿元，年复合增长率 7.9%。

图 12 中国低压电器市场份额-电网行业 TOP5 品牌-2010,2020,2025E (亿元)



资料来源：Wintellegence, HTI

我们认为，随着新能源的推广与智能电网建设改造的推进，低压电器会迎来重要增长点，智能低压电器产品将成为市场主流，在配用电终端电器、光伏逆变器、储能设备、直流开关设备、新能源控制与保护系统等领域具有较大的增长潜力。

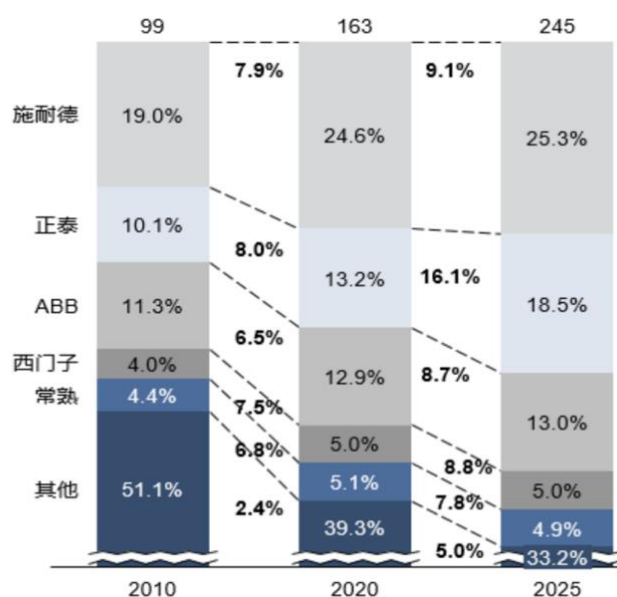
(3) 工业项目：

工业是国民经济的支柱产业，也是低压电器应用的主要领域之一。2012 年至今，国内工业领域总体增长趋势良好。未来，智能制造是制造强国建设的主攻方向，其发展程度直接关乎我国制造业质量水平。根据国务院发布的《“十四五”智能制造发展规划》，提出到 2025 年，规模以上制造业企业大部分实现数字化网络化，重点行业骨干企业初步应用智能化。在以智能制造为代表的先进制造业带动下，工业领域总体向好的发展势头将有效带动低压电器行业的发展。

工业领域外资厂商施耐德、ABB、西门子在石油石化、钢铁冶金、新能源汽车、食品饮料等传统工业项目领域表现相对较好，在电子、造纸、日用化工等行业表现一般。内资领域工业项目过去比较弱，大部分公司近几年加速布局工业项目市场。正泰在工业方面成立专门的工程项目部，在各个工业细分领域进行布局，近几年在工业项目领域取得了较快的突破性进展。

根据格物致胜《中国低压电器白皮书 2021》预测，2025 年工业项目领域低压电器市场份额预计为 245.3 亿元，较 2020 年增长 82.3 亿元，年复合增长率 8.5%。

图 13 中国低压电器市场份额-工业项目行业 TOP5 品牌-2010,2020,2025E (亿元)



资料来源: Wintellegence, HTI

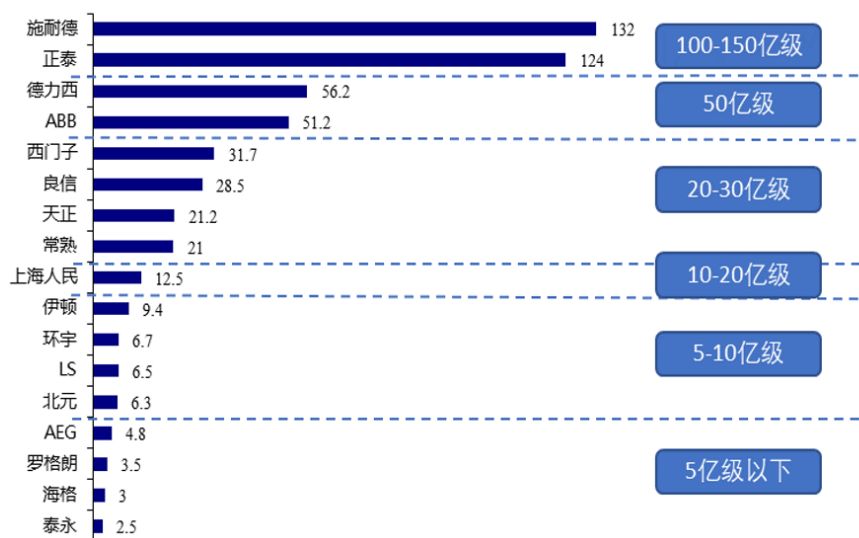
2.2 行业竞争格局呈阶梯状，出口市场差异显著

2.2.1 市场份额分级明显，分销结构仍为主流

国内低压电器元件行业市场化程度较高、集中度较低。国内的低压电器生产企业数量众多，主要集中在浙江、江苏、北京等地，其中仅温州地区超过 1,000 家。

从 2020 年数据来看，国内低压电器企业按体量可分为六个级别。第一级为 100-150 亿企业，包含施耐德及正泰，二者均在建筑行业占据较大份额。在细分领域中，施耐德优势行业是基础设施、工业及工业 OEM，正泰电器则偏向更多行业并行发展。第二级为 50 亿级别，包含德力西和 ABB。第三级为 20-30 亿级别，分别为西门子、良信、天正、常熟开关。第四级为 10 亿级，主要包含上海人民。

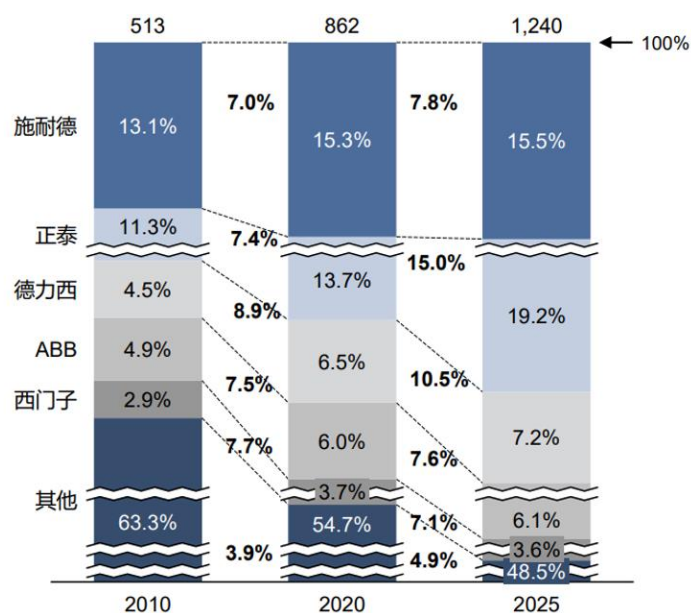
图 14 2020 年中国低压电器市场份额 (亿元)



资料来源: Wintellegence, HTI

从国内低压市场 Top5 品牌的市占率来看, 2010 年到 2020 年, 以正泰为代表的国产龙头在快速挤占外资企业市场, 尤其是压缩中小品牌外资企业。但是以施耐德为代表的强势外资品牌, 仍然能够固守自己的领域和份额。2021 年德力西等合资企业发力, 加剧了分销渠道的市场竞争; 同年上半年, 正泰聘用施耐德直销团队高层, 开始发力直销渠道。

图 15 2010、2020、2025E 中国低压电器 TOP5 市场份额 (亿元)

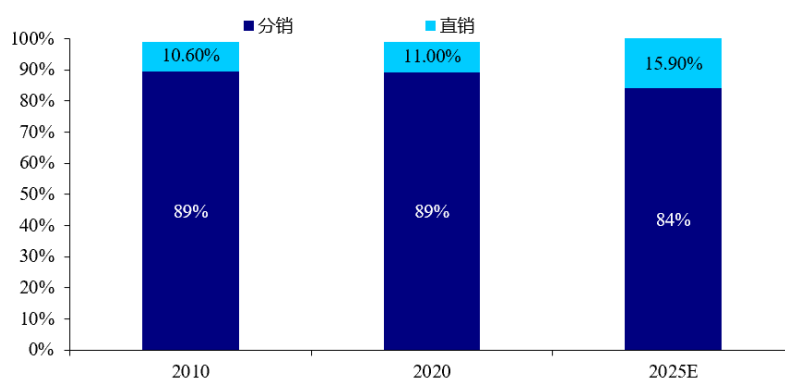


资料来源: Wintellegence, HTI

中国低压电器市场的大多数企业采取以分销商经销为主的商业模式，代理商为出货主力，大部分代理商主要承担物流、垫资作用，少量代理商具备项目开拓的能力。其中，良信股份较为特别，主要通过直销绑定大客户的方式进行商务拓展，但随着大客户市场的竞争加剧，主要品牌也都在强化自己的大客户直销团队。

从 2010 年至 2020 年，市场的分销流通结构较为稳定，直销市场规模占比从 10.6% 上升为 11%，分销市场仍是主力，市场规模占比为 89% 左右。根据格物致胜《中国低压电器市场白皮书 2021》预测，到 2025 年，分销市场规模占比将上升至 15.9%。

图 16 中国低压电器市场规模-分销流通结构-2010、2020、2025E（亿元，%）

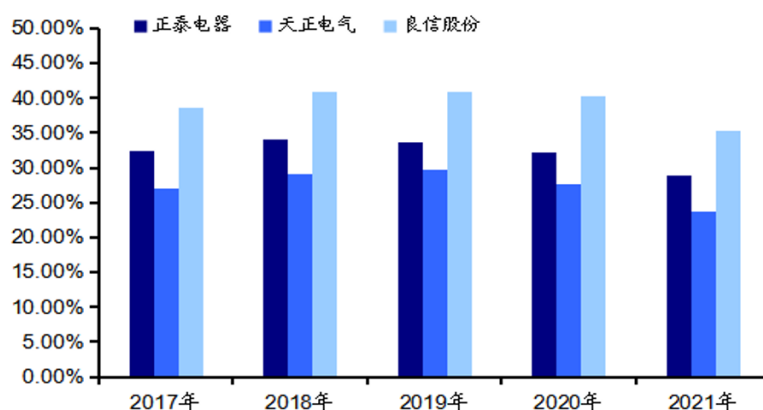


资料来源：Wintellegence, HTI

2.2.1 直销渠道毛利率较高，直销、分销净利率差异较小

内资企业中，市场份额最高的三家公司为正泰电器、良信股份和天正电气。在毛利率方面，天正的产品毛利率在这三家中最低，17-21 年维持在 23%-30%；主要因为天正主攻低端产品，产品研发能力和主流企业相比偏弱，以低端区域性房地产、工业 OEM 和供电局作为主要客户。良信的毛利率保持在 35%-41%，具有完备的大客户服务体系，KA 集采渠道发展较好，在中高端领域有较高的客户认可度。正泰是国内低压电器龙头，产品毛利率维持在 28%-34%；公司低压电器产品全面覆盖低端和中高端，业务范围在三家中最广、性价比高，相比同档次产品价格优势明显。

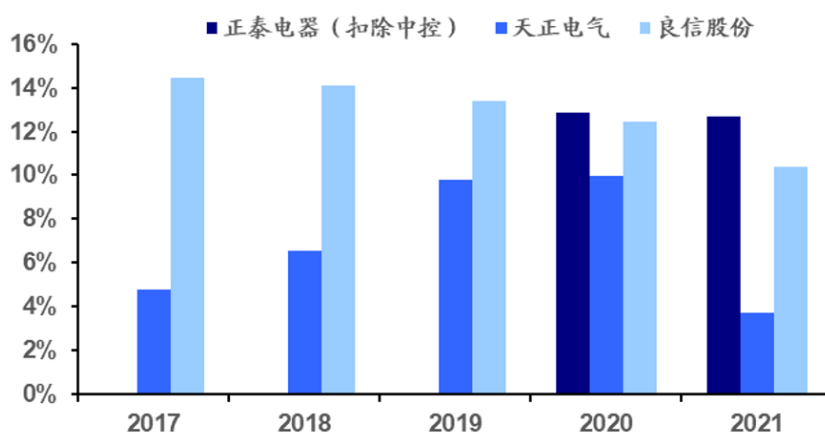
图 17 正泰、良信、天正低压电器毛利率对比 (2017-2021)



资料来源: Wind, HTI

在归母净利润率方面, 天正的净利率 2019-2020 维持在约 10%, 2021 年净利率仅 3.73%, 主要原因一是原料涨价、行业竞争加剧导致毛利率下降进而影响净利率, 二是研发、销售费用投入较大导致净利率下降。良信电器 2017-2020 净利率稳定在 12-14% 之间, 2021 年净利率下降至 10.4%, 主要原因是毛利率受原材料涨价、行业竞争加剧, 进而导致净利率下降。良信股份的产品较多应用在直销渠道市场, 相对售价、毛利率较高, 但由于直销渠道所需营销费用较高, 其净利率并不明显高于以分销渠道为主的正泰。扣除中控技术的影响, 正泰低压电器业务的净利率在三家中最高, 2020-2021 年净利率均稳定在 12.5% 以上, 净利率方面相对更为稳健。

图 18 正泰、良信、天正低压电器业务净利率对比 (2017-2021)



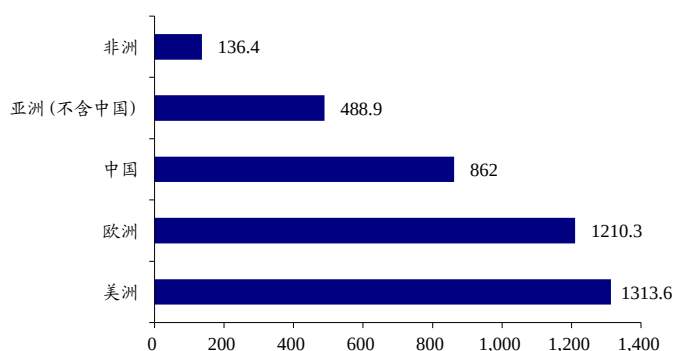
资料来源: Wind, HTI

2.2.2 疫情影响全球市场，头部企业为出口主力

全球来看低压电器的业绩，同中国低压市场规模演变一样，呈现出一定的周期性。2020 年受疫情影响相对较大，市场规模从 2019 年的 4322.4 亿元下滑至 4011.2 亿元。从市场参与者来看，2020 年全球市场份额以施耐德、罗格朗、西门子等全球性企业为主。在其他外国区域存在一些区域性强势品牌如 GE、美国 Hubbell、美国 Cooper Industries 和意大利 Gewiss 等。中国企业占据全球 11%左右的低压电器市场份额，目前国内能进入全球排名的企业只有正泰，份额占全球的 4-5%左右。

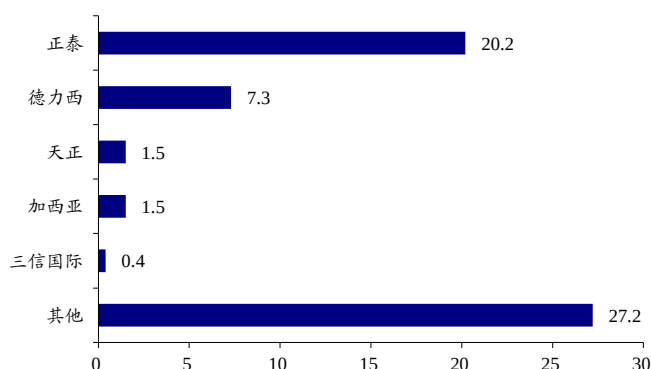
从各区域来看，美洲和欧洲低压电器市场规模分别达 1313.6 亿元/1210.3 亿元，分别占比 33%/30%；其次为中国，市场规模为 862 亿元，占比 21%；亚洲（不含中国）和非洲市场环境较差，对低压电器的业绩贡献较小。

图 19 全球低压电器市场规模细分区域-2020（亿元）



资料来源：Wintellegence, HTI

图 20 国内企业出口业务规模-2020（亿元）



资料来源：Wintellegence, HTI

在低压电器海外市场方面，受疫情的影响，出现制造订单转移，“中国制造”再次在全球产业链上发挥重要的作用，双循环发展新格局为企业出口和释放内需创造了重要条件。自 2020 年 6 月以来，我国出口额有明显的递增趋势，2020 和 2021 年出口额明显加速。2015-2017 国内低压电器年度贸易逆差保持缩窄趋势，并于 2018 年形成贸易顺差，2018 年以来低压电器净出口增长明显，2021 年低压电器主要产品净出口额约 53.6 亿美元，同比大幅增加。2021 年我国低压电器主要出口国家按占比从高到低为香港、美国、越南、日本、德国等。

表 4 2016-2021 年我国低压电器进出口情况

年份	出口额 (亿美元)	出口额 YoY (%)	进口额 (亿美元)	进口额 YoY (%)	净出口额 (亿美元)	净出口额 YoY (%)
2016	138.4	0.6%	145.0	0.4%	-6.6	-
2017	149.7	8.2%	155.4	7.2%	-5.7	-
2018	160.8	7.4%	158.3	1.9%	2.5	-
2019	162.5	1.1%	146.2	-7.6%	16.3	552.0%
2020	173.8	7.0%	149.5	2.3%	24.3	49.1%
2021	227.7	31.0%	174.1	16.5%	53.6	120.6%

资料来源：中国海关总署、中国电器工业协会通用低压电器分会，HTI

从国内企业出口额来看，2020 年低压电器总出口额为 58 亿元，国内企业在海外的业绩表现中分为两大类，第一类是正泰、德力西、天正等国内头部客户为主的企业，出口达 29 亿元，占低压电器出口额超过 50%；第二类是主要以出口为主的企业，如加西亚，三信国际等。目前正泰在国内低压电器出口业务中市占率达 35%左右，具备领头羊地位。

2.3 正泰分销端优势显著，直销渠道稳步发展

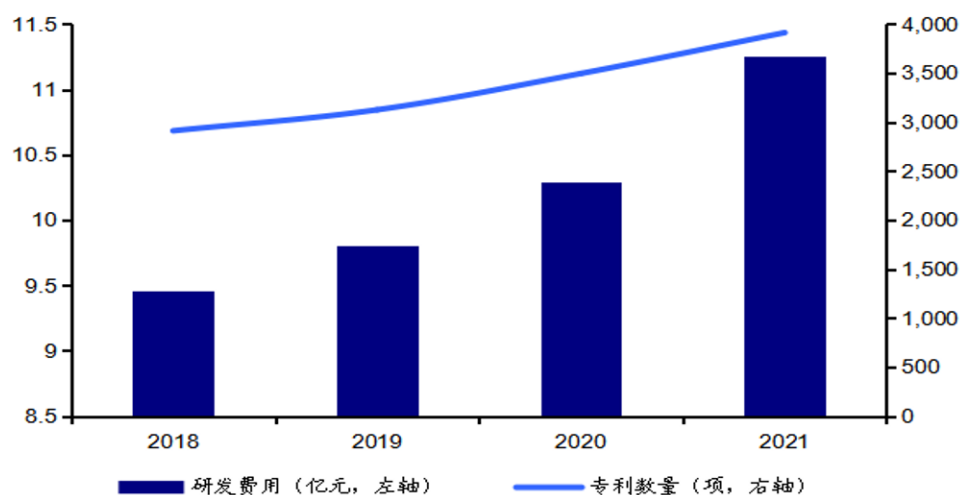
2.3.1 品牌升级凸显优势，“蓝海行动”助力分销渠道升级

近年来，公司不断在推动产品、品牌的创新升级，成熟品牌“正泰”、“诺雅克”在行业内发挥了显著的品牌效益。2016 年针对分销渠道推出的“昆仑”系列新产品和系统解决方案以明显优于过往产品的品质和同价销售策略，一经推出便快速放量，大获成功，在中高端行业市场实现了升级突破，同时有效提升了产品及服务，增强了公司的品牌竞争力。

公司能提高盈利能力和控制成本主要依托两大优势。一是规模效应：作为国内低压电器龙头，同类产品的营收领先于国内同行，由规模带来的边际效应，有效地降低了各项成本，且给公司龙头身份使其可以顺利向下游转嫁原材料的价格上涨压力，保证优于竞争对手的高毛利率。二是精益化生产，公司持续改进现场工艺和生产自动化水平，提高生产物流管理效率，并运用先进的信息管理手段加以固化。

此外，公司始终高度重视研发能力建设，持续增强研发团队、关键工艺、智能制造等综合技术竞争力，不断加大研发投入。2021 年公司投入研发费用 11.25 亿元，同比增长 9.33%。

图 21 公司研发投入及专利数量（2018-2021）

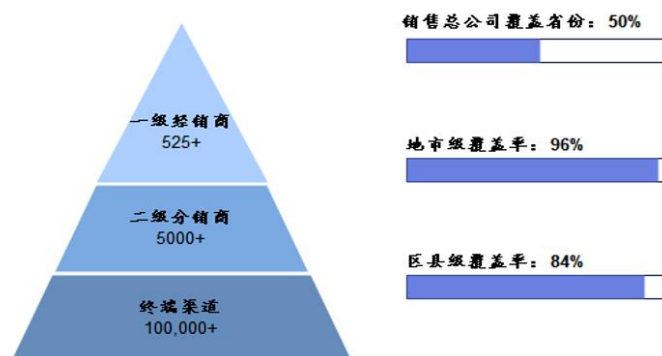


资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

分销渠道方面，公司拥有行业内最完善和健全的销售网络，形成了以省会城市为核心、县区级城市为辅助点的营销体系。截至 2021 年末，公司拥有 525 家一级经销商，较 2020 年新增 50 家；同时公司拥有 5000 余家二级分销商，超 10 万家终端渠道，实现一二级渠道地市级覆盖率 96% 以上，构建了业内最健全、最深入的渠道网络。

低压电器产品具有应用广泛和终端客户多样性的 to C (或小 B) 端属性, 业务可持续发展的核心要素是构建完整且强大的经销网络, 实现最大范围覆盖。公司致力于打造渠道命运共同体, 2020 年年末公司开展“蓝海行动”进行分销渠道变革, 分步启动股份制合作区域销售总公司, 将原本的一级经销商并入控股子公司乐清正泰, 直管二级, 实施渠道扁平化管理。2021 年, 公司开启蓝海行动 2.0 版本, 继续推行“平台+合伙人”模式, 将经销商变成合伙人, 构建扁平化、集约化、专业化、平台化的渠道新生态。2021 年内, 公司新增 26 家“区总销售总公司”, 新增客户超 5000 个, 经销商转换超 1300 家。

图 22 公司渠道网络 (截至 2021 年)

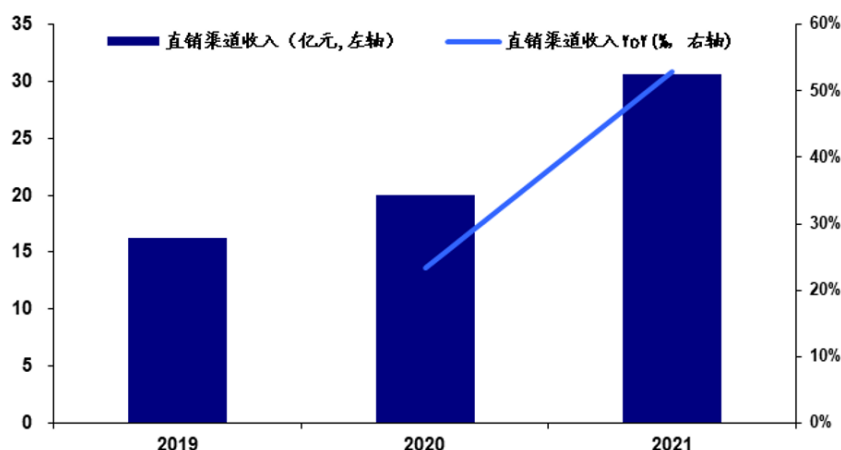


资料来源: 正泰电器 2021 年年度报告, HTI

2.3.2 行业直销稳步发展, 不断扩充专业团队

直销方面, 目前国内直销市场在低压电器市场中占比约 11%, 以 2021 年国内低压电器市场 921 亿测算, 直销渠道市场规模约 101 亿元, 主要被施耐德、西门子、ABB 等外资品牌及良信股份等专注于直销的内资品牌占据。正泰从 2017 年正式推动行业直销开始, 直销业务一直保持快速增长, 2020 年公司直销业务营收 20 亿, 同比增长 11.5%, 从规模体量上讲已经达到中高端市场主要玩家的水平。我们认为, 在直销市场中, 随着国产品牌的产品质量、品牌力、定制化能力、渠道力、价格水平的不断提高, 国产替代是大势所趋。其中正泰作为分销渠道的龙头, 具备很强的品牌力和直销渠道的潜力, 是有望实现国产替代的主要公司之一。

图 23 公司直销渠道收入 (亿元, %)



资料来源: 正泰电器 2019-2021 年年度报告, HTI

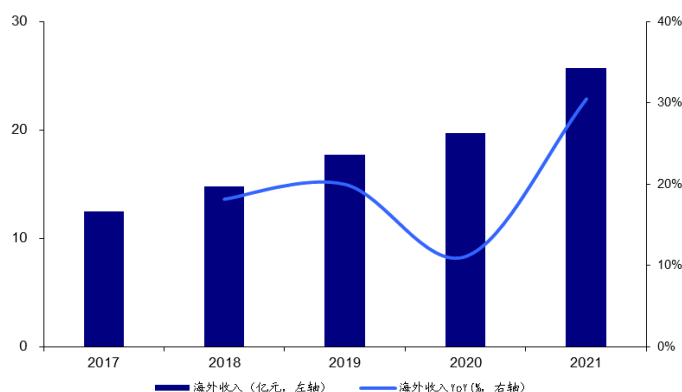
正泰完备的经销渠道有助于直销客户开发，当下公司在直销方面相较于良信等企业，缺少了一些案例和品牌力积累，但是基于高性价比的产品、强大的研发体系、和优异的商务拓展能力，**2021 年公司在行业直销的客户开拓方面已经取得了一些突破性进展。**电力设备方面，公司连续中标国网、南网预付费、直投、箱变等项目，参与技术标准编写并提供研发助力；**建筑通讯方面**，公司服务房地产百强企业超 15 家，中标中国联通、中国移动、中国电信集采低压成套设备，拓展第三方 IDC 阿里巴巴数据中心、京东、腾讯等技术交流；**工业 OEM 和工业项目方面**，公司与中国电建、中国石化、中国中铁、中国铁建等 13 家行业核心客户建立了密切合作关系，协助重要伙伴构建清洁、低碳、安全、高效的新型电力系统，完成从单纯的采购到战略合作、产品联合研发、制定行业标准的转变。

2020 年起公司在直销方面加大了投入，不断从外部引入直销人才，组建优秀的直销团队。**2021 年 4 月，公司公告招聘施耐德中国前高管（负责直销）及其整个直销团队**，至此公司将直销和分销团队彻底分离，分别管理，体现了公司整顿直销团队和产品、发展直销市场的决心。

2.3.3 海外本土化战略持续突破，加速全球化业务布局

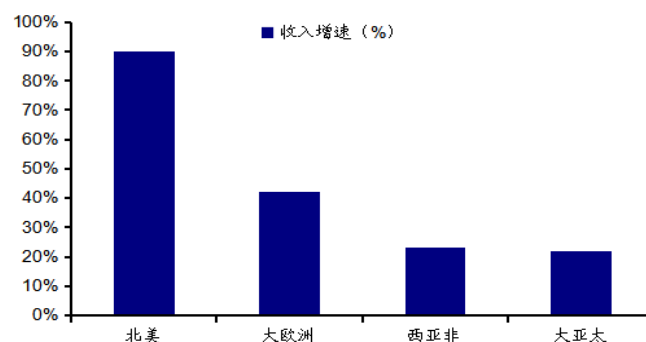
2021 年，公司加速推进以区域总部和本土化子公司为核心的全球业务架构体系，通过国际蓝海行动赋能，**新建国家子公司 7 家，本土化国家公司累计达 30+；持续推进全球渠道扩张及电力公司合作，新增渠道商 30+，新增电力局合作 10+，全球活跃渠道与项目客户达 2000 余家，在全球 140 多个国家实现业务覆盖。**正泰国际业务实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 30.52%。其中，大亚太收入同比增长 22%；大欧洲地区收入同比增长 42%；北美地区收入同比增长 90%；西亚非地区收入同比增长 23%。

图 24 公司海外收入情况（2017-2021）



资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

图 25 公司 2021 年海外业务收入增速（分地区）



资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

2021 年，公司抢抓全球供应链转型机遇，**新建海外工厂 2 家、海外应用研发中心 1 家、本土售后服务中心 6 家、区域物流中心 5 家**，初步构筑起全球产能、供应链布局和业务保障体系。疫情之下，公司充分发挥新加坡等 5 家海外工厂，哈萨克斯坦等 12 家海外物流中心以及埃及等 14 家海外服务中心的产能和供应链布局优势，放大海外库存，发挥本地服务优势，抢抓供应链机遇，实现全球客户需求快速响应，坚实构筑可持续发展根基。在业务发展的同时，公司还通过“云端”方式向全球合作伙伴直播第九届正泰国际营销大会，增强了客户粘性，并提升品牌知名度。

3. 户用光伏势头强劲，正泰安能护城河深厚

3.1 光伏全球发展空间广阔，分布式增速快但渗透率低

根据国家能源局与中国光伏行业协会的数据，2021 年，全国光伏新增装机 54.88GW，其中分布式光伏 29.28GW，同比增长 87.69%。据中国光伏行业协会预测，2022 年新增装机在国内巨大光伏发电项目储备量的推动下，或将增至 75GW 以上。

表 5 2016-2021 年光伏新增装机

年份	光伏合计新增装机量 (GW)	集中式新增装机量 (GW)	分布式新增装机量 (GW)	其中：户用新增装机量 (GW)	户用新增装机量 YoY(%)	户用新增装机占分布式新增装机比例 (%)
2016	34.01	29.85	4.16	0.93	-	22.36%
2017	53.06	33.62	19.44	3.07	230.11%	15.79%
2018	43.94	23.17	20.77	1.82	-40.72%	8.76%
2019	30.11	17.91	12.2	5.29	190.66%	43.36%
2020	46.81	31.21	15.6	10.06	90.17%	64.49%
2021	54.88	25.6	29.28	21.6	114.71%	73.77%

资料来源：中国海关总署、中国电器工业协会通用低压电器分会，HTI

截至 2021 年末，光伏发电累计装机达到 305.99GW，其中集中式光伏 198.48GW，分布式光伏 107.51GW（占光伏总装机量的 35%，同比增长 37.43%）。

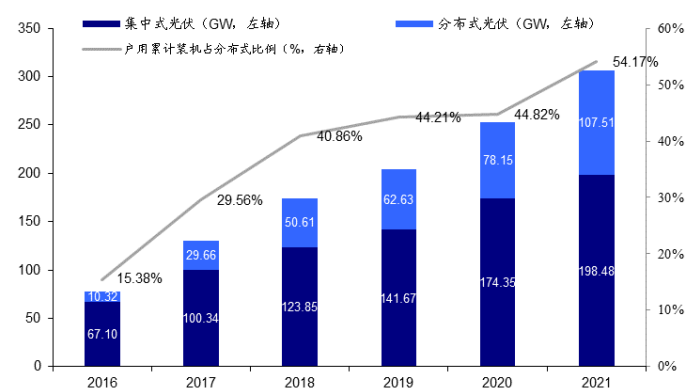
表 6 2016-2021 年光伏累计装机

年份	光伏累计装机量 (GW)	集中式累计装机量 (GW)	分布式累计装机量 (GW)	其中：户用累计装机量 (GW)	户用累计装机占分布式比例 (%)	其中：工商业累计装机量 (GW)
2016	77.19	66.97	10.22	0.96	9.39%	9.26
2017	130.25	100.59	29.66	4.03	13.59%	25.63
2018	174.19	123.76	50.43	5.85	11.60%	44.58
2019	204.30	141.67	62.63	11.14	17.79%	51.49
2020	251.11	172.88	78.23	21.2	27.10%	57.03
2021	305.99	198.48	107.51	42.8	39.81%	64.71

资料来源：中国海关总署、中国电器工业协会通用低压电器分会，HTI

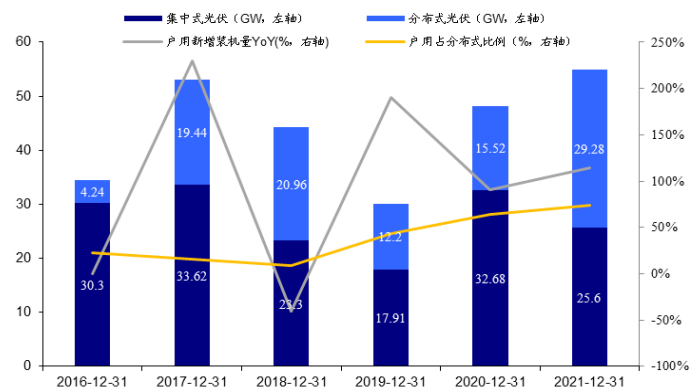
新增分布式光伏中，2021 年户用新增装机为 21.60GW，同比增长 113.33%，占 2021 年分布式新增装机量的 73.77%，表明我国户用市场增长势头迅猛。分布式光伏累计装机中，2021 年户用累计装机 42.8GW，占分布式累计装机量的 39.81%。

图 26 2016-2021 中国光伏装机累计值 (GW)



资料来源: iFinD, HTI

图 27 2016-2021 中国光伏新增装机量 (GW)

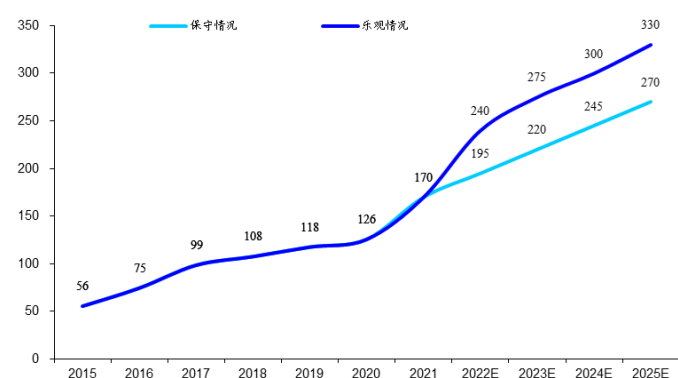


资料来源: iFinD, HTI

2020 年受疫情影响，全球大部分地区的光伏工程施工进度逊于预期。但得益于光伏发电成本的持续下降带来的需求上升，2020 年全球新增光伏装机量与 2019 年基本持平。随着疫情在全球范围内影响的逐步减弱，加上平价上网在全球市场中的全面实现，2021 年光伏新增装机迎来增长，并且光伏行业有望在未来 5 年内保持较高速度增长。根据国际能源署 (IEA) 预测，到 2030 年全球光伏累计装机量有望达到 1721GW，到 2050 年将进一步增加至 4670GW，发展潜力巨大。

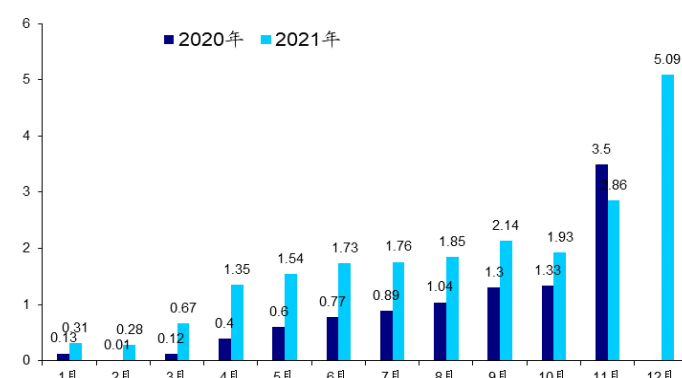
我们认为，国内户用光伏装机量天花板在 1200GW，目前渗透率仅 3.3%。测算逻辑：截至 2021 年底，中国农村人口约 5 亿人，按照每户 4 人、50% 的屋顶可安装户用光伏，对应约 6000 万个屋顶可安装户用光伏设备。以单个屋顶 20KW 的装机量测算，我国大约存在 1200GW 的户用光伏装机空间。以安装户数计算，目前户用累计安装 200 万户，渗透率仅 3.3%；以 2021 年户用光伏累计装机量 42.8GW 计算，渗透率仅 3.6%，仍有较大提升空间。此外，国内工商业天花板预计在 320GW，测算逻辑：企业屋顶面积 64 亿平，50% 安装对应 320GW，每年新增彩钢瓦 1 亿平，10% 用 BIPV 对应 1GW。按此估算，户用光伏的天花板高于工商业，市场空间更广阔。

图 28 全球新增光伏装机量情况及预测 (GW)



资料来源: Bloomberg, 中国光伏行业协会, HTI

图 29 2020-2021 月度国内新增户用光伏装机量 (GW)



资料来源: 中国光伏行业协会, HTI

3.2 户用光伏经济性良好，模式灵活

3.2.1 户用需求韧性足，经济性最优

国内光伏电站投资成本不降反升，但是这并未影响分布式光伏的增长。截至 2021 年末，国内组件价格达 1.93 元/W，同比上升 22.9%；系统价格达 4.15 元/W，同比上升 4.0%。而 2021 年中国户用光伏新增装机量 21.6GW，同比增长 113%，保持高速增长；新增工商业装机量 7.4GW，同比增速 43%；新增地面电站装机量 25.9GW，同比下降 21%。从中可以看出分布式光伏，尤其是户用光伏在高组件价格的情况下需求韧性十足。

我们以 1200 小时，上网电价 0.38 元/kwh 的国内分布式平均场景测算，按照组件价格 1.9 元/W，系统价格 3.2 元/W，自有资金 100%，全额上网，运营规模 10MW，运维成本 0.06 元/W 的情况下，IRR 可以做到 7.2%。在补贴电价、下调上网电价、提高利用小时数、组件下降、自用比例提高以及贷款比例提高 6 种不同情境下，投资效果的变化情况。

1、2021 年 6 月，国家发改委提出对新备案集中式光伏电站、工商业分布式光伏项目和新核准陆上风电项目，中央财政不再补贴，实行平价上网。补贴退坡使投资户用光伏 IRR 受到影响，如果仍有 0.03 元的补贴（参考假设 1），对应 IRR 可以达到 8.4%，提升 1.2pct。

2、户用光伏整体收益高于地面电站。地面电站一般适合地广人稀的区域，电价偏低，而户用光伏一般建于屋顶，比较适合地少人密的地方，电价天然会比较高。地面电站区域电价整体在 0.25-0.35 元/kwh 左右，按照 0.3 元/kwh 同样的系统价格，IRR 仅为 3.9%（参考假设 2）。因此在同样高组件价格下，分布式项目的收益率比地面电站更高，高组件价格对于需求波动更小。

3、利用小时数更高会产生更高收益。按照 2016 年国家发改委、国家能源局联合公布的《关于做好风电、光伏发电全额保障性收购管理工作有关要求的通知》，光伏发电重点地区最低保障收购小时数均大于 1300 小时。因此，将利用小时数提升到 1300 小时（参考假设 3），IRR 可以比 1200 小时高 1.2pct，达到 8.4%。

4、组件价格下降，收益仍有一定弹性。2021 年末，全球平均组件价格达到较高的 1.92 元/w，2022 年 3 月底，平均组件价格为 1.88 元/W，考虑组件价格在 2022 年大概率有所下行，假设组件价格回落至 1.7 元/W（假设 4），对应 IRR 可以从 7.2% 提升到 8.0%。

5、实际户用装机中通常并非全额上网，假设居民用电电价 0.53 元/度，自用电价折扣 85%，自发自用比例提高至 70%（假设 5），对应 IRR 可以从 7.2% 提升到 9.5%，提高自用比例可显著提高 IRR 水平。

6、正泰等很多户用光伏装机时并非全部使用自有资金，而是选择各种金融产品，因此假设贷款利率 5%，贷款比例提升至 70%（假设 6），对应 IRR 可以从 7.2% 提升到 9.1%，提高贷款比例也可显著提高 IRR 水平。

表 7 分布式光伏投资测算表

	基准:无补贴, 上网电价 0.38 元/kwh, 1200 小时	假设 1:补贴 3 分钱/kwh	假设 2:上网电价 0.3 元/kwh	假设 3:利用小时: 1300 小时	假设 4:组件 1.7 元/kwh	假设 5: 自用比例 70%	假设 6: 贷款比例 70%
组件成本 (元/W)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.7	1.9	1.9
BOS+经销成本 (元/W)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
系统成本 (元/W)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.0	3.2	3.2
发电小时 (h)	1200	1200	1200	1300	1200	1200	1200
上网电价 (元/度)	0.38	0.41	0.3	0.38	0.38	0.38	0.38
贷款利率 (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
自有资金比例 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	30%
贷款比例 (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	70%
自用比例 (%)	0%	0%	0%	0%	0%	70%	0%
自有资金 IRR (%)	7.2%	8.4%	3.9%	8.4%	8.0%	9.5%	9.1%

资料来源: HTI 测算

此外, 我们也对工商业和集中式电站的 IRR 进行了测算, 同样以 1200 小时, 上网电价 0.38 元/kwh 的场景测算, 按照组件价格 1.85 元/W, 系统价格 3.9 元/W (双面增益 5%), 自有资金 100%, 全额上网, 运营规模 100MW, 运维成本 0.06 元/W 的情况下, IRR 仅 5.1%。由此可见分布式的 IRR 远远高于集中式电站, 经济性明显更优, 投资价值较高。在分布式中, 工商业已明确取消 0.03 元/W 的补贴, 户用光伏或许还将保有补贴, 各地还将有高达 0.1-1 元/W 的地补, 户用光伏的 IRR 将高于工商业。加之户用光伏相较于工商业更易推进、天花板更高、开发模式灵活, 户用光伏成为全面最优的光伏发电模式。

表 8 集中式光伏投资测算表

时间	分布式	集中式
组件成本 (元/W)	1.9	1.85
BOS+经销成本+入网费用+升压设备 (元/W)	1.3	2.1
系统成本 (元/W)	3.2	3.9
发电小时 (kWh/kW/yr)	1200	1200
上网电价 (元/度)	0.38	0.38
贷款利率	5%	5%
自有资金	100%	100%
贷款	0%	0%
自有资金 IRR	7.2%	5.1%

资料来源: HTI 测算

3.2.2 户用渠道溢价较高, 各环节利润更厚、动力十足

户用渠道经销商与厂家的利润目前均较为丰厚。我们整体测算, 对于一线品牌的户用厂家从厂家到最终用户的溢价在 0.5 元/W 到 0.6 元/W, 比如从厂家买到的是 3.1 元/W, 卖给终端用户的价格在 3.6-3.7 元/W 之间, 典型经销商的利润 0.1-0.2 元/W, 约 15-20% 的利润率。而厂家 (不考虑组件) 的利润为 0.1 元/W 左右, 仅经销渠道给产业链的利润就达到 0.2-0.3 元/W。

经销渠道轻资产, 经营依赖时间。对比组件制造, 一体化的利润有 0.1 元/W。做到 5GW 的分布式装机, 组件一体化需要投入 25 亿元, 获取 5 亿元利润, 而户用经营渠道资产很轻, 每年不需要过多资金沉淀, 1 年给厂家和经销商可以分别赚取 5 亿元合计 10 亿元的利润。一个户用系统品牌拥有千余经销商需要长时间沉淀、历经 531 等诸多波动, 逐渐建立口碑。

表 9 户用系统各环节利润分配

序号	户用系统各环节	利润 (元/W)
1	公司对经销商售价 (含税)	3.1
2	公司成本 (不含组件)	3
3	公司利润 (不含组件)	0.1
4	经销商对农户售价 (含税)	3.7
5	经销商收入 (不含系统, 不含税)	0.53
6	经销商成本	0.39
7	经销商利润	0.14

资料来源: HTI 测算

结合以上测算方式, 典型经销商盈利模型: 以 15MW 出货量/年为例的经销商, 扣除整体组件采购成本后, 单 W 纯经销收入 (不含系统, 不含税) 为 0.53 元, 一年的纯经销收入可达 796 万元, 扣除门店租赁成本 10 万元/吨, 扣除 40 多名员工费用以及部分获客费用, 一年利润可达 198 万元。

表 10 典型经销商经营情况

序号	收支项	万元	备注
1	门店租赁	-10	支出
2	经销人员费用	-480	支出
	其中: 经销人员数量 (人)	-40	支出
	经销人员年均工资	-12	支出
3	获客成本	-82	支出
4	经销商其他费用	-25	支出
5	纯经销收入 (不含系统)	795	收入
	其中: 每年组件出货 (MW)	15	-
6	经销商 (公司) 利润	198	

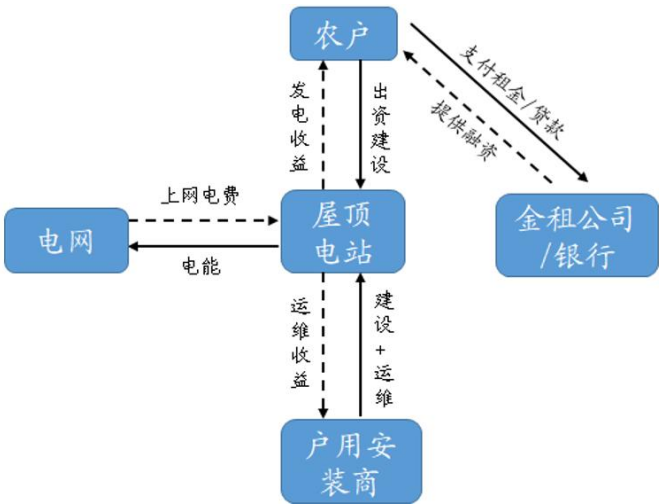
资料来源: HTI 测算

3.2.3 户用业务模式灵活, 多点开花

户用光伏经过多年的发展, 形成了多种灵活模式, 主要分为两种: 合作开发、融资租赁和光伏贷, 其中合作开发是正泰电器的核心模式, 融资租赁是正泰现在主推的模式。合作开发指电站所有权前 n 年属于电站开发企业 (或出售给央企国企)、n 年后属于农户, 建电站时用户出租屋顶、投资方出设备, n 年内用户只获得出租屋顶的收益, 其余部分归投资方所有, n 年后电站归用户所有。融资租赁是户用光伏开发企业与融资租赁公司深度合作并推出产品, 向农户推广, 农户无需投入初始资金、无需承担风险, 发电收益将直接支付固定的租金, 余下部分归农户所有。融资租赁期一般为 10-15 年, 到期后屋顶电站及之后的全部发电收益将归农户所有。正泰在推出“小安到家”运营新方案后, 作为融资租赁公司和农户的中间方, 将为屋顶电站提供保发电量的运维服务, 依托强大的运维能力, 助力融资租赁商业模式进一步完善。

户用光伏系统需要安装在用户的屋顶, 而我国拥有独立屋顶的人群主要集中在农村, 因此农户也是户用光伏最大的目标客户。但户用光伏系统初始投资大、回收周期长, 与农户的购买、投资意愿存在显著分歧: ①农户的人均可支配收入较低, 而户用光伏系统初始投入大, 制约了农户的购买力; ②农户的风险厌恶程度较高, 投资回收期长的产品对于农户而言没有强吸引。此时, 融资租赁和合作开发模式应运而生, 有效解决了户用光伏系统本身特点与农户购买、投资意愿之间的分歧。

图 30 融资租赁/光伏贷模式示意图

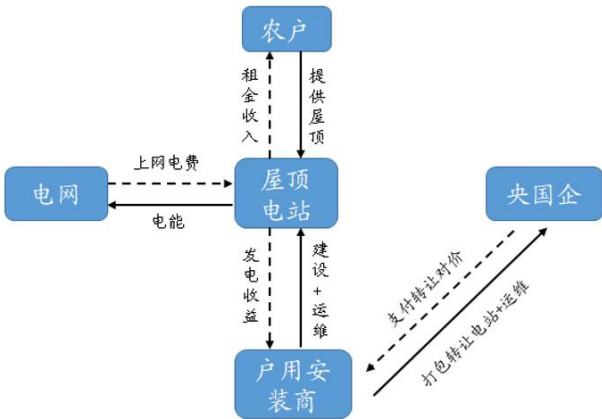


资料来源：HTI

融资租赁的模式有效解决了户用光伏系统本身特点与农户购买、投资意愿之间的分歧：①农户在购买户用光伏系统时由融资租赁公司向农户提供设备，农户无需支付自有资金，由此解决了初始投资大与农户实际收入低的矛盾。②农户以发电收益按月偿还融资租金，若每月的发电收益大于租金，则农户也无需再额外付出自有资金，待偿还完毕后，农户便可全额取得每月的发电收益，解决了投资回收期长与农户的风险偏好之间的矛盾。

合作开发模式使农户能够在初始投资额为 0 的情况下每月获得固定收益，且 n 年后能获得光伏系统所有权，获得光伏发电的全部收益，更为农户接受。

图 31 合作开发模式示意图



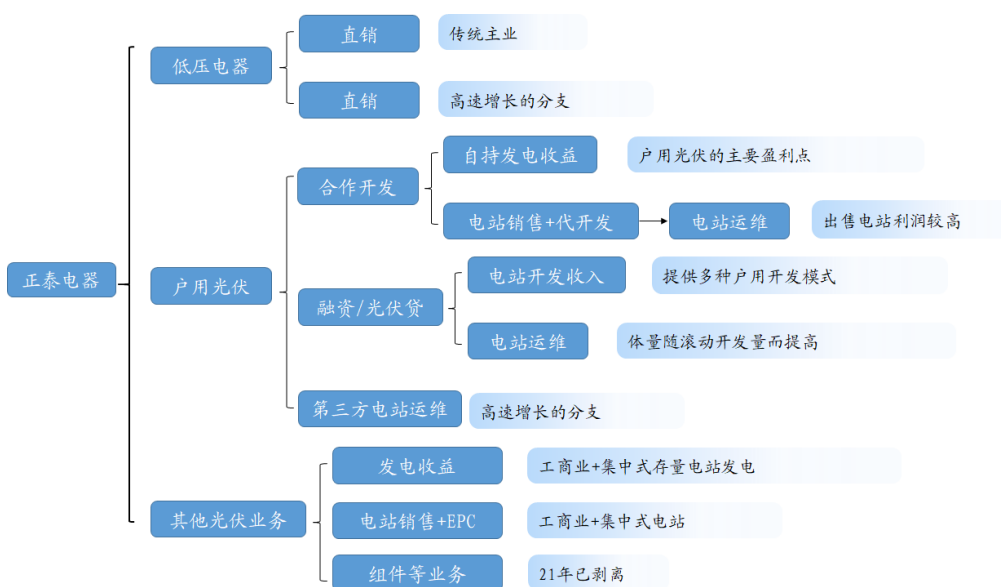
资料来源：HTI

3.3 正泰安能护城河深厚，滚动开发驱动业绩高增

3.3.1 “自持发电+资产包转让”商业闭环，滚动开发保龙头地位

经过多年的不断实践和优化，正泰形成了“自持电站发电+资产打包转让回血”的滚动式商业模式，这种商业模式的优势有：1）可以改善资产质量、实现资金回血、给公司提供储备力量进一步开发新电站维持市占率；2）增进了正泰与国央企合作的终端客户黏性；3）公司可以继续为已转让电站提供运维，打开公司运维服务的市场空间。这种模式形成了良好的商业闭环，促使正泰光伏业务发展进入良性循环新周期，有效优化了资产，进一步巩固了公司的龙头地位。

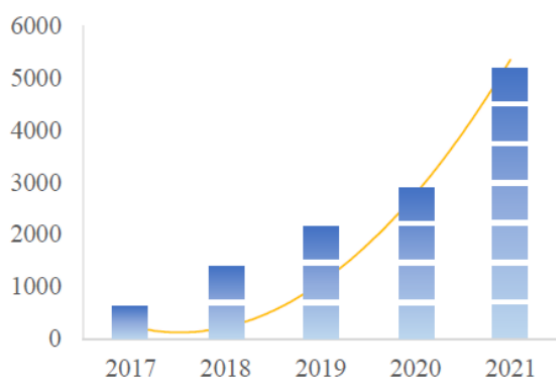
图 32 正泰电器商业模式



资料来源：HTI

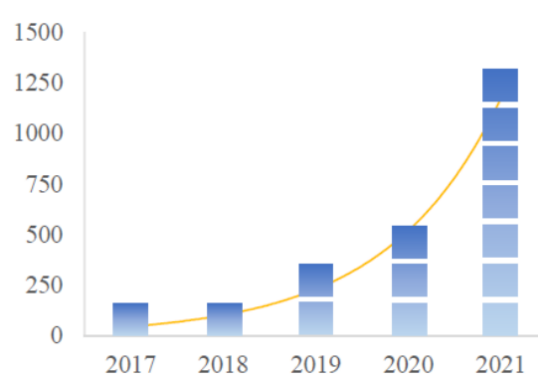
在分布式（尤其户用）光伏开发市场，正泰布局较早，公司户用板块由正泰安能主导，近年来延续高速发展态势，渠道规模快速扩张，是市占率遥遥领先的户用光伏开发龙头。2021年，正泰安能抢抓户用发展机遇，新增开发量超4.5GW，同比增长约150%；销售超500MW；自持装机容量新增（即合作开发）4.03GW，同比增长172%；当年实现发电量43.94亿度，实现户用光伏资产交易（即转让央企）0.98GW。

图 33 公司自持装机容量 (MW)



资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

图 34 公司销售装机容量 (MW)

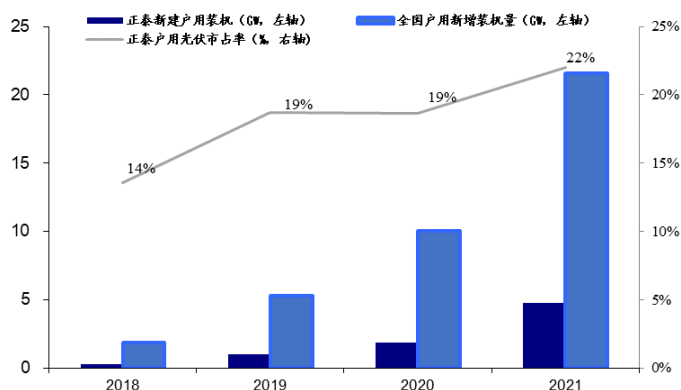


资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

2021 年正泰新增户用光伏电站开发量超 4.5GW，占当年国内户用光伏新增装机 (21.6GW) 的 21%。户用开发市场市占率第二为天合光能，2021 年天合新增户用光伏电站开发量超过 2GW，市占率约 10%。户用光伏市场市占率第三和第四为创维和中来 (22-25 年每年新建 EPC 电站不少于 1.5GW)，市占率约 4-5%。户用光伏开发市场 CR4 约 40%，市场相较于工商业分布式更加集中，龙头效应明显。

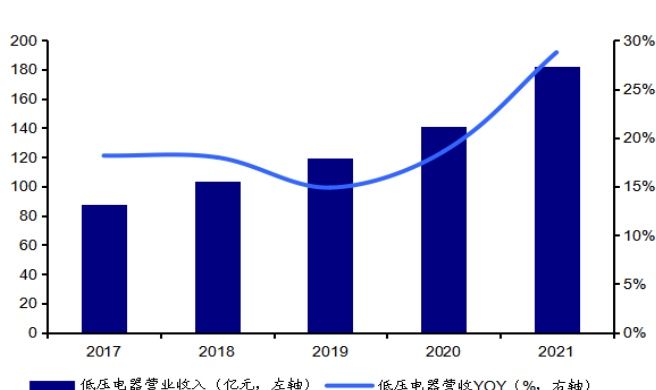
我们预计 2022 年户用光伏新增装机 34GW，且预计公司 22 年户用市占率将达 25%；天合 2022 年新建户用光伏电站目标为 5GW (预期同比增速超 100%)，我们预计市占率将达 15%。我们预期中来和创维 2022 年市占率各约 5%，因此户用光伏开发市场 CR4 在 2022 年将达 50%，市场份额向头部聚集，集中度有进一步提高的趋势。2022 年我们预计户用光伏市场增速较高，叠加正泰市占率提高，公司光伏业务收入有望实现大幅增长。

图 35 正泰电器户用新增装机市占率 (2018-2021)



资料来源：正泰电器 2018-2021 年年度报告，iFinD，HTI

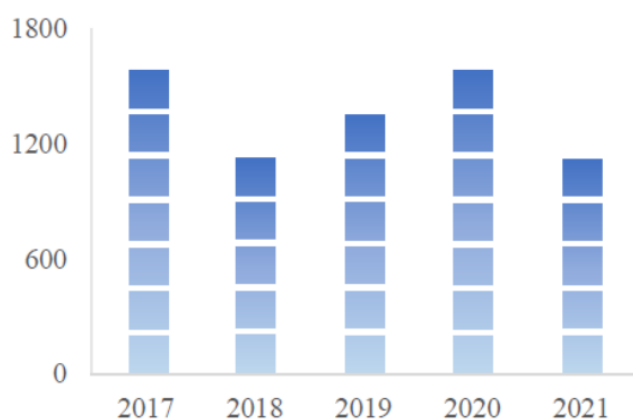
图 36 公司光伏新能源营收情况 (2017-2021)



资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

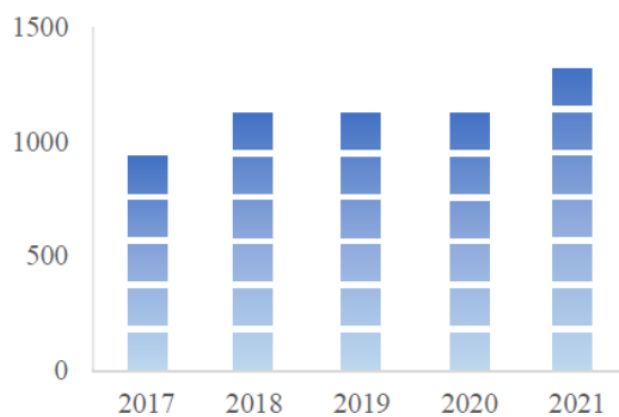
在工商业和集中式地面电站方面，正泰体量较小 (非公司业务布局重点)。公司集中式电站 2021 年新增装机 0.46GW，出售 0.74GW，截至 21 年末在手电站规模 1.23GW；公司工商业电站 2021 新增装机 0.02GW，出售 0.06GW，截至 21 年末在手电站规模 1.54GW。2021 年公司新增集中式地面电站实现发电度数 22.03 亿度，工商业电站实现发电度数 14.61 亿度。此外，公司还完成葡萄牙、澳大利亚、波兰等国共计 165MW 的电站 EPC 工程交付，53 个子项目实现并网发电，体现了正泰优质的电站开发能力与高效的运维系统。

图 37 公司自持地面电站装机容量 (MW)



资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

图 38 公司自持工商业装机容量 (MW)



资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

3.3.2 先发+渠道+品牌优势，构筑户用装机护城河

户用光伏安装市场的重要竞争要素为渠道力、品牌力和后续运维服务。正泰作为国内最早的一批户用光伏安装商，在 18 年 531 新政后仍坚持户用光伏市场，具有明显的先发优势。

在渠道方面，正泰低压电器的核心优势是渠道布局和品牌力，如前文所述，公司的低压电器业务以渠道优势成为国内龙头，具有成熟的经销商管理体系。截至 2021 年末公司低压电器业务拥有终端渠道 10 万+，构建了业内最健全、最深入的渠道网络。同时公司重视经销商教育，发起成立正泰光伏学院，强化经销商的业务竞争力，进一步提高渠道力。

正泰低压电器市场的渠道铺设，在同样以渠道为王的户用光伏市场，助力正泰安能构筑深厚护城河。户用光伏面向的也是区县级普通居民，需要做渠道下沉，正泰安能的渠道管理能力脱胎于低压电器业务，从低压电器业务汲取了成熟的渠道管理体系。我们预计，随着户用光伏市场的高速发展，市场上主要安装商的渠道规模也会快速扩张，而正泰安能的经销商管理能力的上限高于大部分竞争对手，成为正泰安能较为独特的竞争壁垒。且公司铺设低压电器渠道时所形成的为居民熟悉的品牌力，也有助于公司推广户用光伏品牌。正泰户用光伏渠道建设已下沉至区县乡镇，建立了严密和宽广的销售服务体系。2021 年正泰安能户用光伏装机突破 50 万户，据公司最新消息，2022 年 5 月正泰安能服务用户已率先超过 60 万户，在渠道上的成功打造了公司户用光伏业务深厚的护城河。

图 39 正泰安能户用渠道铺设成果



资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，HTI

在品牌建设方面，公司拥有业内最具影响力品牌“安能”和“光伏星”。2021 年，公司精准把握中小型代理商需求，联合隆基、晶澳、锦浪等业内一线大品牌，推出面对 B 端市场的子品牌“光伏星”，为中小型安装商、渠道商提供长达 10 年的全生命周期保险，包括光伏电站系统勘测、设计、安装和运营维护的全生命周期服务。“光伏星”6 个月实现 160 余家代理商加盟，加速了渠道资源整合。

此外，在这两个品牌下，正泰户用光伏的产品矩阵较为丰富。公司针对用户的不同特点，创新推出“金顶宝”、“富民购”、“绿电家”等多种业务模式，实现各方互利共赢。

表 11 户用光伏产品方案

序号	产品名称	具体方案	产品特点解读
1	金顶宝	正泰安能首创，与用户合作建造电站，电站设备、建造及运维均由企业承担，用户仅需提供屋顶，零资金投入、零风险，可轻松享受长期固定收益	电站所有权归正泰，每月固定给用户收益
2	富民购	由工商银行提供电站建设融资支持，年限短、收益高，用户尽早拿电站。同时正泰安能为用户提供 25 年安心运维服务，承诺保障电站最低发电量，不足部分公司补足，超发收益归用户	用户贷款全额购买电站，全部发电收益都归用户所有，电站所有权也归用户所有，公司不需要支付用户租用屋顶费用
3	绿电家	正泰与用户直接签署销售合同，由兴业银行提供 15 年贷款，贷款期内用户也可享部分发电收益，第 16 年开始获得全部发电收益，同时正泰安能为用户提供 25 年安心运维服务，承诺保障电站最低发电量，不足部分公司补足，超发收益归用户	用户贷款购买电站，但贷款金额较少，前 15 年部分发电收益归农户，其余偿还贷款，第 16 年起电站完全属于用户，电站所有权归用户，公司不需要支付用户租用屋顶费用

资料来源：正泰安能公司官网，HTI

3.3.3 户用光伏安装量滚动增长，助力运维业务高增

运维方面，正泰安能拥有覆盖全国 80+城市、400+线下运维网点、1500+运维工程师、终端 50 万+电站的运维能力。不考虑正泰自持电站的运维，仅考虑公司作为第三方参与运维，我们假定正泰已出售分布式电站均由正泰进行第三方运维（假定集中式无运维需求）、且假定光伏电站运维费用平均为 0.06 元/W（个别项目需要个别区分，此处仅为假设值），以公司 2020 年末在手运维电站量 0.2GW，2021 年末户用光伏累计运维 2GW 作为假设进行测算，对应当年产生收益运维电站量共 1.1GW（假定当年新销售电站有一半在上半年产生运维收入，则时间均值在年中，因此当年产生收益运维电站量=上年期末运维量+当年新增运维量/2），对应收入共 1.1 亿元。我们假定运维服务对应净利率为约 25%，运维服务对应的净利润为 0.2 亿元。我们预计 2022 年公司户用光伏出售 5.2GW，则明年公司户用累计运维预计 6.2GW，当年产生收益运维电站量 4.6GW，对应 2022 年公司运维收入共 2.8 亿元，

同比增长 300%；对应运维服务净利润 0.7 亿元，同比增长 250%。随着正泰进入滚动开发模式，出售电站规模快速增长，公司运维业务带来的收入和净利润有望实现高速增长。此外，正泰还增加了保发电量的运维模式，从而提高了公司运维商业模式的可靠性。

表 12 正泰电器运维业务收入、净利润测算（运维费用个别项目需要个别区分，此处仅为假设值）

测算项	2021	2022E	2023E
新增运维电站（GW）	1.7	5.2	7.3
在手运维电站累计量（GW）	2.0	7.2	14.5
当年产生收益运维电站量（GW）	1.1	4.6	10.9
电站运维收入（亿元）	0.7	2.8	6.5
运维收入 YoY(%)	-	300%	132%
运维净利润合计（亿元）	0.2	0.7	1.6
运维净利润 YoY(%)	-	250%	129%

资料来源：正泰电器 2021 年年度报告，公司 2021 年报交流材料，HTI

我们看好正泰未来在运维服务市场的发展空间和业绩弹性，该部分业务可类比为地产业中的物业服务，并拥有更高增速。正泰电站运维业务具有多个亮点：1）高成长性&高增速，如上表推算；2）用户粘性高，业绩确定性强，一旦签单即为 25 年长单；3）具有较强壁垒，与渠道布局的深度和广度息息相关；4）运维服务对农户的线下可触及性要求较高，理论上在手运维电站的密度越高则摊薄运维成本越低，正泰作为户用光伏安装龙头在运维服务的能力和成本上具有显著优势。

依托正泰安能智能化、网格化、专业化电站全生命周期运维体系，以及“正泰安能智慧云平台”运维系统，公司运维业务涵盖从前期的屋顶资源勘察、电站设计、安装施工、事后运维监控等各个阶段，能够实现电站开发、产品溯源跟踪和故障实时发现维修等功能，形成了完整的“安能管家”智能运维业务体系。2021 年正泰安能实现综合运维电站 6.33GW，完成发电量 43.94 亿度。

在电化学储能领域，紧抓绿色低碳发展趋势，着力推进光储充解决方案，公司储能产品主要包括：1）MW 级储能系统，适用于大型建筑、商业、工业和地面电站；2）商用型储能系统，为工商业用户侧的削峰填谷，需求调节，光伏自发自用等提供了整套系统解决方案。在应用案例方面，公司成功实现比亚迪英国新能源+储能配套、韩国 LG 储能配套等项目。目前由于碳酸锂价格高企，钠离子电池等技术尚未成熟，电化学储能在国内市场不具有经济性。未来储能成本下行将成为整体趋势，国内目前有拉大居民用电峰谷价差的趋势，两者将共同提升国内家储市场的经济性。正泰电器目前滚动开发+运维的电站规模相当于提前占位，若后续国内家储市场打开，正泰将成为国内家储安装龙头企业。

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

公司于 2022 年计划出售的存量户用电站大幅增加，能弥补组件业务剥离带来的收入缺失，我们预计 22-24 年公司光伏业务（包括小部分其他业务）整体增速略高于 21 年的 30%。结合十四五电网投资额增长预期、工业市场和新能源市场未来 2-3 年的发展趋势，以及公司大幅提高市占率的战略目标，我们预计 22-24 年公司低压电器业务收入增速将提升。

表 13 正泰电器分产品盈利预测 (亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
低压电器					
收入	184.22	196.54	215.00	239.00	258.50
YOY(%)	3.1%	6.5%	9.7%	11.2%	8.2%
成本	125.09	136.79	149.42	166.10	179.66
毛利	59.13	59.75	65.58	72.90	78.84
毛利率(%)	32.1%	30.4%	30.5%	30.5%	30.5%
光伏业务					
收入	141.32	181.97	238.98	303.27	379.09
YOY(%)	18.57%	29.86%	31.33%	26.90%	25%
成本	110.22	146.39	190.87	239.28	299.10
毛利	31.10	35.58	48.11	63.99	79.99
毛利率(%)	22.01%	19.55%	20.13%	21.10%	21.10%
其他业务					
收入	6.99	10.13	11.65	13.51	15.27
YOY(%)	62.94%	44.92%	15.00%	16.00%	13.00%
成本	4.98	6.62	8.21	9.53	10.92
毛利	2.00	3.52	3.44	3.99	4.35
毛利率(%)	28.68%	34.71%	29.50%	29.50%	28.50%
合计					
收入	332.53	388.64	465.63	555.78	652.86
YOY(%)	10.01%	16.88%	19.81%	19.36%	17.47%
成本	240.22	292.67	348.50	414.90	489.68
毛利	92.32	95.97	117.13	140.88	163.18
毛利率(%)	27.76%	24.69%	25.16%	25.35%	24.99%

资料来源: WIND, 正泰电器 2020-2021 年年度报告, HTI 测算

4.2 估值分析

我们使用分部估值法, 按照乐观 (低压电器、发电收益、运维 25 倍, EPC+代开发、存量电站出售 10 倍)、悲观 (低压电器、发电收益、运维 20 倍, EPC+代开发、存量电站出售 8 倍)、中性 (低压电器、发电收益、运维 22.5 倍, EPC+代开发、存量电站出售 9 倍) 三种预期来对公司进行了合理估值, 正泰当下的实际 2022 年 PE 仅 14 倍, 甚至低于悲观预期的 2022 年合理 PE 的 18 倍, 更大幅低于乐观和中性预期, 公司被低估, 估值较低。

表 14 正泰电器 2022-23 乐观、悲观、中性估值

	2022 净利润	2023 净利润	乐观倍数	悲观倍数	中性倍数
低压电器 (亿元)	30.0	33.6	25	20	22.5
发电收益 (亿元)	11.1	13.9	25	20	22.5
运维 (亿元)	0.5	1.2	25	20	22.5
电站建设 (EPC+代开发)	3.1	3.9	10	8	9
出售存量电站	7.6	9.1	10	8	9
净利润合计	52.3	61.6	-	-	-
估值预期					
乐观预期总市值	1146.6	1346.6	-	-	-
乐观预期总 PE	22	22	-	-	-
悲观预期总市值	917.3	1077.3	-	-	-
悲观预期总 PE	18	17	-	-	-
中性预期总市值	1046.38	1241.09	-	-	-
中性预期总 PE	20	20	-	-	-
实际市值 (2022/06/15)	730.0	730.0	-	-	-
实际 PE (2022/06/15)	14	12	-	-	-

资料来源: HTI 测算

我们预计公司 2022-24 年实现归母净利润 52.24、61.53、73.18 亿元(不考虑中控技术影响), 对应 EPS 为 2.43、2.86、3.40 元/股。结合可比公司的估值, 考虑到公司在低压电器、户用光伏行业的双龙头地位, 以及光伏业务未来良好的发展趋势, 给予公司 2022 年 21X PE, 合理估值为 48.61 元, 维持“优于大市”评级。

表 15 可比公司市盈率 (倍)

可比公司	收盘价 (元/股)	PE(2022E)	PE(2023E)	PE(2024E)
良信股份	13.84	25	18	14
思源电气	35.30	20	16	13
天合光能	57.24	34	25	20
中来股份	15.98	28	17	12
平均		27	19	15
正泰电器	33.99	21	14	10

资料来源: wind 一致预期 (2022/6/14), HTI

5. 风险提示

(1) 原材料价格波动。(2) 光伏新增装机量不达预期。(3) 竞争激烈, 格局恶化。(4) 疫情导致的生产停滞。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	38,865	46,563	55,578	65,286
每股收益	1.58	2.43	2.86	3.40	营业成本	29,267	34,850	41,490	48,968
每股净资产	14.89	17.32	20.18	23.59	毛利率%	24.7%	25.2%	25.3%	25.0%
每股经营现金流	3.30	2.89	3.27	3.57	营业税金及附加	174	237	283	333
每股股利	0.00	0.00	0	0	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	1,694	1,849	2,245	2,605
P/E	21.49	13.99	11.88	9.99	营业费用率%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
P/B	2.28	1.96	1.68	1.44	管理费用	1,549	1,653	2,045	2,331
P/S	1.88	1.57	1.31	1.12	管理费用率%	4.0%	3.6%	3.7%	3.6%
EV/EBITDA	17.86	10.41	9.03	7.76	EBIT	5,274	6,638	7,724	8,985
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1,269	1,303	1,415	1,522
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.3%	2.8%	2.5%	2.3%
毛利率	24.7%	25.2%	25.3%	25.0%	资产减值损失	-56	-5	-3	-3
净利润率	8.7%	11.2%	11.1%	11.2%	投资收益	1,057	898	1,004	1,264
净资产收益率	10.6%	14.0%	14.2%	14.4%	营业利润	4,713	6,691	7,878	9,357
资产回报率	4.0%	5.5%	5.7%	6.0%	营业外收支	-223	-124	-137	-142
投资回报率	7.7%	8.7%	9.0%	9.3%	利润总额	4,490	6,567	7,742	9,215
盈利增长 (%)					EBITDA	7,349	8,553	9,841	11,343
营业收入增长率	16.9%	19.8%	19.4%	17.5%	所得税	724	1,036	1,225	1,458
EBIT 增长率	6.1%	25.9%	16.4%	16.3%	有效所得税率%	16.1%	15.8%	15.8%	15.8%
净利润增长率	-47.1%	53.6%	17.8%	18.9%	少数股东损益	366	307	364	439
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3,401	5,224	6,153	7,318
资产负债率	59.7%	58.2%	57.0%	55.6%					
流动比率	1.44	1.52	1.58	1.65	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.91	1.00	1.04	1.07	货币资金	7,429	8,335	9,892	12,145
现金比率	0.24	0.26	0.27	0.29	应收账款及应收票据	15,403	19,514	22,836	25,932
经营效率指标					存货	13,926	14,513	16,937	20,124
应收帐款周转天数	115.45	118.00	114.00	106.00	其它流动资产	6,895	7,366	8,427	9,951
存货周转天数	173.68	152.00	149.00	150.00	流动资产合计	43,653	49,728	58,092	68,152
总资产周转率	0.45	0.49	0.51	0.53	长期股权投资	4,571	5,031	5,551	5,981
固定资产周转率	1.45	1.55	1.70	1.83	固定资产	26,880	29,972	32,749	35,631
					在建工程	981	1,172	1,377	1,486
					无形资产	614	637	659	682
					非流动资产合计	41,798	46,019	50,113	54,061
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	85,451	95,747	108,205	122,213
净利润	3,401	5,224	6,153	7,318	短期借款	2,491	1,450	1,020	650
少数股东损益	366	307	364	439	应付票据及应付账款	16,158	18,332	20,916	24,149
非现金支出	2,120	1,963	2,136	2,394	预收账款	14	107	306	209
非经营收益	708	576	602	453	其它流动负债	11,700	12,740	14,529	16,263
营运资金变动	292	-1,850	-2,224	-2,923	流动负债合计	30,364	32,629	36,770	41,271
经营活动现金流	7,088	6,220	7,030	7,681	长期借款	15,929	18,429	20,229	21,979
资产	-11,962	-5,694	-5,676	-5,910	其它长期负债	4,689	4,689	4,689	4,689
投资	798	-620	-695	-578	非流动负债合计	20,619	23,119	24,919	26,669
其他	2,298	907	1,014	1,275	负债总计	50,982	55,747	61,688	67,939
投资活动现金流	-8,866	-5,407	-5,357	-5,213	实收资本	2,150	2,150	2,150	2,150
债权募资	5,511	1,459	1,370	1,380	归属于母公司所有者权益	32,019	37,243	43,396	50,714
股权募资	1,329	0	0	0	少数股东权益	2,450	2,757	3,121	3,560
其他	-4,188	-1,365	-1,486	-1,594	负债和所有者权益合计	85,451	95,747	108,205	122,213
融资活动现金流	2,653	94	-116	-214					
现金净流量	858	906	1,557	2,254					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 6 月 14 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报，HTI

APPENDIX 1

Summary

This report examines Zhejiang Chint Electric's Appliance from the diversified dimension: the company is a leading enterprise in the low-voltage electrical appliances industry, and deeply engaged in the household photovoltaic field, the performance of a good trend in recent years.

There are many opportunities for low-voltage electrical appliances, and the industry pattern is significantly different. Domestic low-voltage electrical appliances have the nature of basic capital balance. The market scale is positively related to GDP and the electricity consumption of the whole society. The demand for downstream applications such as construction, power grid and industrial projects is growing steadily. It is expected that the low-voltage electrical appliances market will maintain a growth rate of 7-10% in the next three years. In 2024, the scale of China's low-voltage market will exceed 110 billion yuan, and the domestic distribution market will account for about 89%, which is still the main force. In 2018, a trade surplus was formed for low-voltage electrical appliances. Since then, the net export of low-voltage electrical appliances has increased significantly. In 2021, the net export increased significantly year-on-year. The compound growth rate of Chint's low-voltage appliance revenue from 2015 to 2021 was 9.07%, and the domestic market share was stable at about 20%. From 2020 to 2021, the market competition of low-voltage electrical appliances will intensify, and the gross profit margin and market share of the company will be slightly under pressure. However, since 2022, the company has promoted strategic transformation, and we are actively optimistic about the further improvement of the company's market share in low-voltage electrical appliances.

Chint has significant advantages in the distribution side, and the direct sales channel has developed steadily. The company's "Blue Ocean action" helped upgrade distribution channels and implemented flat channel management. By the end of 2021, the company had 525 first-class dealers, 50 more than in 2020; At the same time, it has more than 5000 secondary distributors and more than 100,000 terminal channels, achieving a coverage of more than 96% of the primary and secondary channels at the prefecture and municipal levels. In terms of distribution, scale effect and technological process improvement improve the company's profitability and bargaining power, but the market competition is becoming increasingly fierce; In terms of direct sales, domestic substitution is the general trend. Chint's direct sales revenue will increase significantly in 2020 and 2021, the direct sales team will become increasingly sound, and there will be breakthroughs in customer development; Overseas, the company is empowered by international blue ocean action, and the channel expansion speed is considerable.

Household PV has good economy and flexible mode. In 2021, the year-on-year growth rate of new installed capacity of household PV is still high under the condition of sharp rise in domestic module prices. It can be seen that the demand for household PV is very resilient under the condition of high module prices. It is estimated that the IRR of distributed (especially household) power stations is much higher than that of centralized power stations, with significantly better economy and higher investment value. At the same time, the premium of user channels is higher, the profits of all links are thicker, and the dealers are full of motivation. In addition, a variety of flexible modes have been formed for household photovoltaic, and photovoltaic loans and cooperative development have blossomed at multiple points.

Chint Anneng has a deep moat, and rolling development drives high performance. After years of continuous practice and optimization, Chint has formed a rolling business model of "self-owned power station power generation + asset package transfer back", which can improve asset quality and help the rapid growth of operation and maintenance business. Chint's market share in the photovoltaic development market will be 22% in 2021, and we predict that Chint's market share will reach 25% in 2022. In 2022, we expect that the growth rate of household PV market will be relatively high, and the company's PV business income is expected to achieve substantial growth with the increase of Chint's market share. Chint's first mover + channel + brand advantages, with years of experience in low-voltage electrical channel management, can be quickly copied to household PV, building a company barrier. In addition, the company's operation and maintenance services will have broad development space and fast growth in the future.

Profit forecast and valuation suggestions: we predict that the company will realize a net profit attributable to the parent company of 5.224, 6.153 and 7.318 billion yuan in 2022-24, corresponding to EPS of 2.43, 2.86 and 3.40 yuan/share. In combination with the valuation of comparable companies, considering the company's double leading position in the low-voltage electrical appliances and household photovoltaic industry, and the good development trend of photovoltaic business in the future, we assign it with a valuation of 21x PE in 2022, corresponding to a TP of 51.15 yuan. We maintain an Outperform rating.

Risks: (1) price fluctuation of raw materials. (2) The newly installed PV capacity did not meet expectations. (3) The competition is fierce and the pattern is deteriorating. (4) Production stalled as a result of the epidemic.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HIIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HIJJK)和海通国际证券有限公司(HIISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HITISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HIIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HIJJK"), Haitong International Securities Company Limited ("HIISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HITISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HIIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，张一弛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yichi Zhang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 600028.CH, 002465.CH and 9618.HK 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600028.CH, 002465.CH and 9618.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600028.CH, 002465.CH and 9618.HK for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600028.CH, 601186.CH, 002465.CH 及 9618.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600028.CH, 601186.CH, 002465.CH and 9618.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

甘肃鑫达正泰电器销售有限公司，大庆绿能科技有限公司，上海电力建设有限责任公司 及 中国石化集团江苏石油勘探局有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

甘肃鑫达正泰电器销售有限公司，大庆绿能科技有限公司，上海电力建设有限责任公司 and 中国石化集团江苏石油勘探局有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

中国水利水电第九工程局有限公司，中国电建集团河南工程有限公司，中国电建集团贵州工程有限公司，中铁十局集团第七工程有限公司 及 中铁二十三局集团有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

中国水利水电第九工程局有限公司，中国电建集团河南工程有限公司，中国电建集团贵州工程有限公司，中铁十局集团第七工程有限公司 and 中铁二十三局集团有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 9618.HK 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 9618.HK.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 601186.CH 及 9618.HK 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 601186.CH and 9618.HK.

海通在过去的 12 个月中从中国水利水电第九工程局有限公司，中国电建集团河南工程有限公司，中国电建集团贵州工程有限公司，中铁十局集团第七工程有限公司 及 中铁二十三局集团有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 中国水利水电第九工程局有限公司，中国电建集团河南工程有限公司，中国电建集团贵州工程有限公司，中铁十局集团第七工程有限公司 and 中铁二十三局集团有限公司。

海通担任 601728.CH, 600028.CH, 601390.CH, 601186.CH, 9988.HK, 9618.HK 及 0700.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

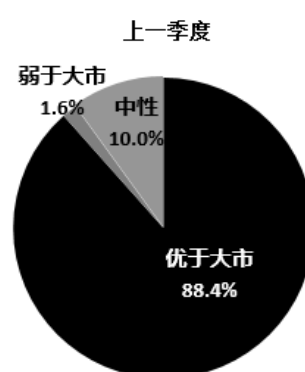
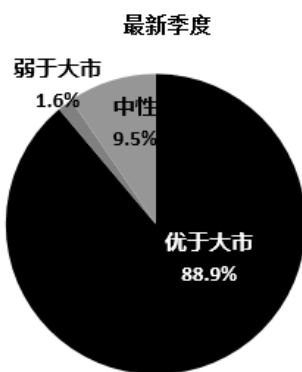
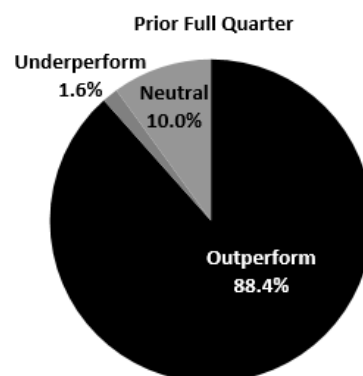
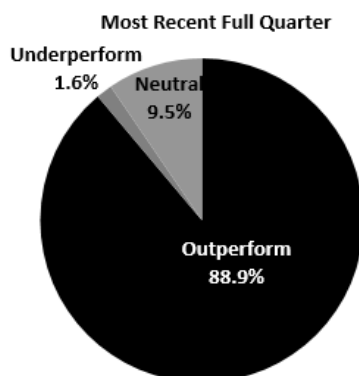
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	88.9%	9.5%	1.6%
投资银行客户*	6.8%	5.8%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	88.9%	9.5%	1.6%
IB clients*	6.8%	5.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」)，ESG 方均不担保或保证此任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions

expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA

and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》（第 110 章） (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or,

in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Zhejiang Chint Electrics - 601877 CH



- 1. 5 Mar 2020 OUTPERFORM at 26.62 target 38.7.
- 2. 12 Mar 2020 OUTPERFORM at 26.62 target 38.7.
- 3. 30 Apr 2020 OUTPERFORM at 24.47 target 35.67.
- 4. 30 Apr 2020 OUTPERFORM at 24.47 target 35.64.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates