

正泰电器 (601877.SH)

国产低压电器龙头 出海前景蓄势待发

增持

核心观点

公司是国内低压电器及户用光伏头部企业，营业收入稳步增长，盈利小幅下滑。公司为国内品牌产销量最大的低压电器供应商及国内最大的户用光伏电站安装商，2023年实现营收572.5亿元，同比+25%；实现归母净利润36.9亿元，同比-8%。2020-2023年营收复合增速为19.9%，扣非归母净利润的三年复合增速为-1.1%。2024年一季度公司2实现营收159.2亿元，同比+21.7%；实现归母净利29.9亿元，同比-6.3%。

低压电器下游涵盖多个经济支柱产业，2025年国内市场空间可达910亿，行业增速稳定。工业、农业、交通、国防和一般的居民用电领域大多采取低压供电。其中，低压电器以“三断一接”产品为主，市场规模金额占整体低压电器产品的86%左右。随着新能源行业中光伏、风电、储能装机量快速提升，低压电器在风光储、新能源车行业的需求将迎来高速增长，在传统房地产、工建、工商建领域市场需求稳定增长。根据格物致胜预测，预计国内低压电器2023-2025年市场空间分别为829.9/871.4/910.6亿元，同比增速分别为-3.0%/+5.0%/+4.5%。

国产加速替代，市场集中度逐步提升。2022年施耐德、德力西、ABB等头部外资份额合计为33.7%。多年来以正泰等为代表的国产品牌持续崛起，作为国产排名第一的低压电器供应商，公司市占率从2011年的12.1%提升至2022年的14.8%，提升了2.7pct。市场集中度方面，低压电器CR5由2011年38.7%提升至2022年的48.1%，提升了9.4pct，多年来低压电器市场集中度逐步上升，国产龙头市占率持续提升。

户用光伏市场增速稳定，正泰安能市占率持续领先。公司为户用光伏领先企业，2023年正泰安能户用光伏装机容量超12GW，同比增长67%，对应市占率为29%，连续多年市场排名第一。我们预计2024-2026年国内户用光伏新增装机预计为45/49/52GW，对应市场空间为1062/1142/1206亿元，同比增长-17.2%/7.5%/5.7%，行业增速稳定。市场集中度方面，2023年国内户用光伏安装市场CR5约为86%，行业格局较为稳定。

投资建议：我们预计公司2024-2026年实现营业收入706.3/751.4/791.1亿元，同比增长23.4%/6.4%/5.3%；实现归母净利润47.2/53.9/56.4亿元，同比增长28.2%/14.1%/4.6%。综合考虑FCFE估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为21.6-23.1元，较公司当前股价有4%-9%的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：低压电器下游市场需求增速不及预期的风险；光伏行业政策变动的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	45974	57251	70628	75138	79112
(+/-%)	18.3%	24.5%	23.4%	6.4%	5.3%
净利润(百万元)	4023	3686	4724	5392	5642
(+/-%)	18.3%	-8.4%	28.2%	14.1%	4.6%
每股收益(元)	1.87	1.72	2.20	2.51	2.63
EBIT Margin	12.0%	12.2%	13.6%	13.9%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	9.8%	11.4%	11.8%	11.3%
市盈率 (PE)	11.0	12.1	9.4	8.2	7.9
EV/EBITDA	14.6	13.3	9.9	9.5	8.8
市净率 (PB)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

电力设备 · 电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn S0980520080003
 证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn S0980520080009

基础数据

投资评级 增持(首次评级)
 合理估值 21.60 - 23.10元
 收盘价 20.68元
 总市值/流通市值 44441/44441百万元
 52周最高价/最低价 28.57/16.93元
 近3个月日均成交额 221.46百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	6
历史沿革	6
公司股权结构及重要子公司	6
高管团队与员工持股计划	7
公司主营业务	8
公司费用率等财务分析	10
公司分红及融资分析	11
低压电器：下游增速整体平稳，新能源及电网行业需求增速较快	11
低压电器行业概况	11
低压电器行业发展趋势	13
正泰为国内品牌产销量最大的低压电器供应商	18
公司低压电器出海前景蓄势待发	20
户用光伏：国内户用新增装机增速较快，市场集中度较高	23
国内户用光伏概况及行业发展趋势	23
正泰为国内最大的户用光伏电站安装商	25
财务分析	28
盈利能力分析	28
期间费用分析	29
营运能力分析	30
偿债能力分析	31
盈利预测	32
估值与投资建议	34
绝对估值：21.6-22.0 元	34
分部估值：23.1-25.3 元	34
投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级	35
风险提示	35
附表：财务预测与估值	37

图表目录

图 1: 公司历史沿革	6
图 2: 正泰电器股权结构	7
图 3: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	9
图 4: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图 5: 公司营收结构 (亿元)	9
图 6: 公司毛利润结构 (亿元)	9
图 7: 公司毛利率与净利率变化 (%)	10
图 8: 公司各业务板块毛利率对比 (%)	10
图 9: 公司期间费用占比情况变化	10
图 10: 公司平均 ROE、ROIC 变化	10
图 11: 公司经营活动净现金流及归母净利润对比	11
图 12: 公司营运能力指标变化情况	11
图 13: 公司现金分红及股利支付率情况	11
图 14: 公司融资情况	11
图 15: 全球低压电器市场规模 (亿元) 及展望	12
图 16: 国内低压电器行业市场规模及增速 (对比宏观数据增速)	13
图 17: 国内低压电器市场用户行业细分	15
图 18: 2022 年国内市场份额及规模 (CR5 为 48.1%)	15
图 19: 中国低压电器市场增速与正泰低压电器收入增速对比	16
图 20: 2023-2027 年国内低压电器市场规模预测	16
图 21: 全球及中国光伏新增装机预测	16
图 22: 中国风电新增装机预测	16
图 23: 中国新能源汽车销量预测	17
图 24: 中国充电桩新增量预测	17
图 25: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资	18
图 26: 全球及中国储能新增装机容量预测	18
图 27: 公司低压电器板块营收结构 (亿元)	18
图 28: 公司低压电器板块毛利润的贡献分拆 (亿元)	18
图 29: 国内低压电器行业各细分市场规规模对比 (亿元)	19
图 30: 正泰电器采用分销商销售模式	19
图 31: 良信电器采用行业大客户直销模式	19
图 32: 公司“铁三角”分销渠道网络 (截止 2022 年末)	20
图 33: 正泰电器 (低压电器业务) 与可比公司销售费用率对比 (%)	20
图 34: 低压电器成本结构 (%)	20
图 35: 公司低压电器板块毛利率与原材料价格的波动相关	20
图 36: 2011-2021 年全球电力投资情况 (十亿美元)	21
图 37: 全球输配电网投资额 (十亿美元, 中性与积极情景)	22

图 38: 正泰电器的全球化布局图	22
图 39: 子公司正泰国际收入情况及占比 (亿元, %)	23
图 40: 2023 年正泰国际分地区的收入增速	23
图 41: 正泰国际亮相德国、巴西等展会	23
图 42: 正泰与 ATC (沙特阿美贸易公司) 签署战略合作协议	23
图 43: 2016-2023 年中国光伏装机新增值 (GW, %)	24
图 44: 2016-2023 年中国光伏装机累计值 (GW, %)	24
图 45: 公司光伏板块营收结构 (亿元)	25
图 46: 公司光伏板块毛利率分拆 (%)	25
图 47: 正泰电器户用新增装机市占率 (2018-2023 年)	26
图 48: 公司累计自持户用电站容量 (GW)	26
图 49: 正泰安能户用电站销售容量 (GW)	27
图 50: 正泰安能财务数据 (2020-2023 年)	27
图 51: 公司自持集中式装机容量 (GW)	27
图 52: 公司自持工商业装机容量 (GW)	27
图 53: 2023 年上半年公司户用光伏电站成本结构 (元, %)	28
图 54: 2022 年公司户用光伏电站成本结构 (元, %)	28
图 55: 低压电器业务可比公司营业收入对比 (亿元)	28
图 56: 公司与可比公司毛利率对比 (低压电器板块, %)	28
图 57: 公司与可比公司营业收入对比 (光伏板块, 亿)	29
图 58: 公司与可比公司毛利率对比 (光伏板块, %)	29
图 59: 公司与可比公司毛利率对比 (%)	29
图 60: 公司与可比公司净利率对比 (%)	29
图 63: 公司与可比公司研发费用率对比 (%)	30
图 64: 公司与可比公司财务费用率对比 (%)	30
图 65: 可比公司固定资产周转率 (次)	31
图 66: 可比公司存货周转率 (次)	31
图 67: 可比公司应收账款及应收票据周转率 (次)	31
图 68: 可比公司应付账款周转率 (次)	31

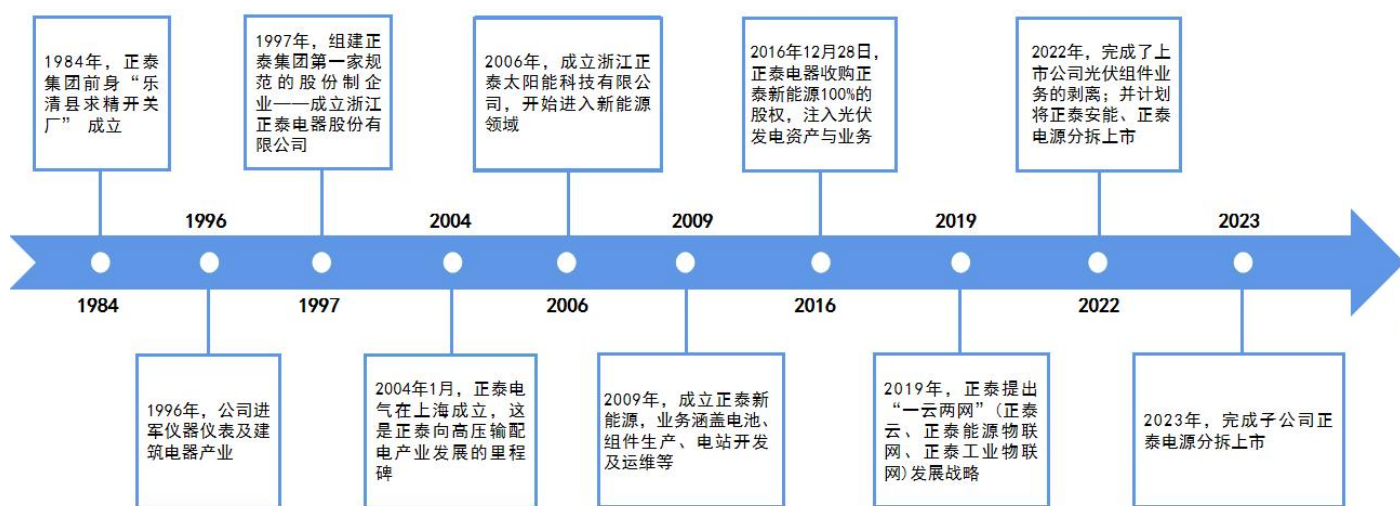
表1: 正泰电器高管介绍（截至 2023 年 12 月 31 日）	8
表2: 公司 2024 年员工持股计划	8
表3: 全球低压电器市场规模区域细分（2022, 亿元）	12
表4: 公司低压电器产品分类	14
表5: 2023-2026 年国内户用光伏系统市场空间测算（亿元）	24
表6: 2023 年户用光伏品牌的装机容量	25
表7: 正泰安能公开发行募集资金项目	26
表8: 正泰安能的主要户用光伏业务分类	26
表9: 正泰电器主营业务假设	33
表10: 公司盈利预测核心假设	33
表11: 公司盈利预测及市场重要数据	33
表12: 资本成本假设（百万元）	34
表13: 绝对估值的敏感性分析（元）	34
表14: 低压电器及设备公司估值对比	34
表15: 光伏运营公司估值对比	35
表16: 正泰电器各业务分部利润与估值汇总（取动态 PE 区间中值）	35

公司概况

历史沿革

公司成立于1997年8月，于2010年1月于上海证券交易所上市，主营业务包括低压电器和光伏新能源两大板块。低压电器板块方面，公司主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器等产品的研发、生产和销售，2022年公司在国内低压电器市场市占率约14.8%，是国内品牌产销量最大的低压电器供应商；光伏新能源板块方面，公司主要从事户用光伏电站及集中式光伏电站的销售及运营业务，2023年公司户用光伏装机市占率近30%，是国内最大的户用光伏电站安装商。

图1：公司历史沿革



资料来源：招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理及预测

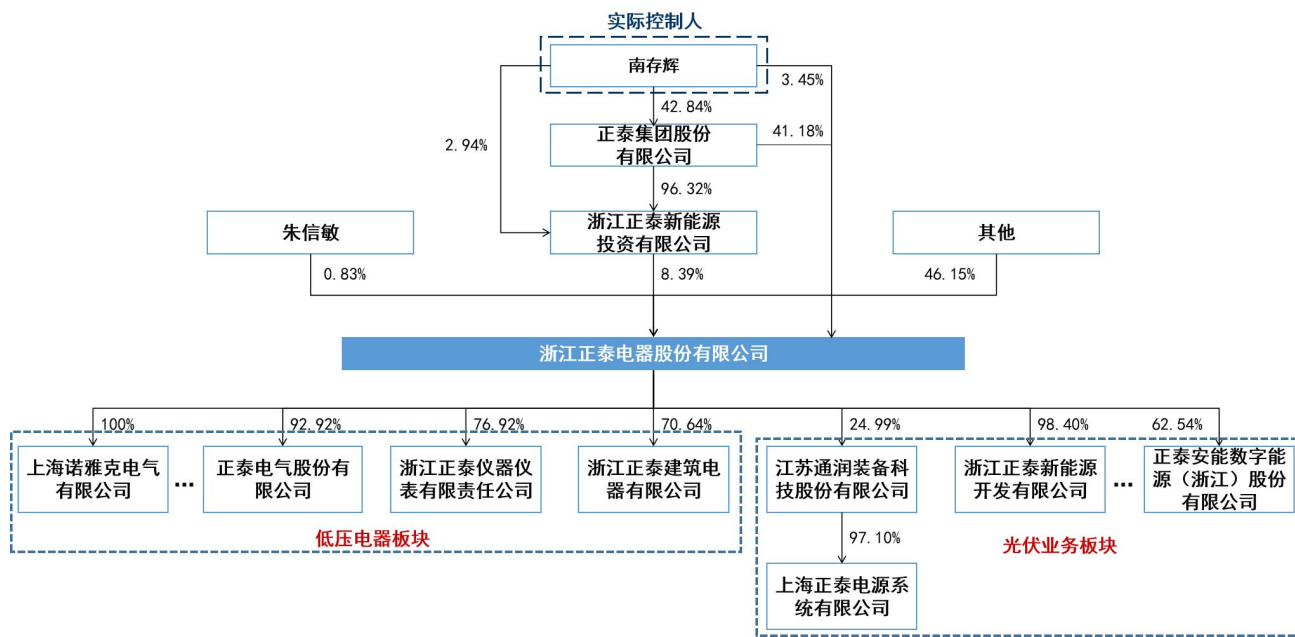
公司股权结构及重要子公司

公司股权结构稳定，母公司正泰集团持有正泰电器96.32%的股份，正泰电器实际控制人为南存辉，其合计直接和间接持有公司股份的53.00%。

正泰电器低压电器板块的主要子公司包括：1) 诺雅克电气为正泰旗下布局中高端市场的国际化品牌，主要负责新能源、电力业务、数据通讯、工业项目等产品的相关业务；2) 建筑电器负责智能楼宇设备、智能家居等建筑电器的相关业务；仪器仪表子公司负责计量仪器仪表、智能终端设备等产品的相关业务；3) 正泰电气为正泰旗下负责输配电设备及特高压设备等业务的子公司。

正泰电器光伏板块的主要子公司包括：1) 正泰安能为正泰旗下从事户用光伏销售及运营业务的子公司，目前正在分拆上市中；2) 正泰新能源为主要从事集中式光伏电站的开发及运营业务的子公司；3) 正泰电源负责光储逆变器及储能设备等产品的研发、生产和销售，2023年正泰电源被正泰电器的控股上市公司通润装备收购；另外，2022年公司完成了上市公司光伏组件业务的剥离工作。

图2: 正泰电器股权结构



资料来源：正泰电器公告，国信证券经济研究所整理

高管团队与员工持股计划

公司高管团队产业经验丰富。公司董事长南存辉为创始人，同时为全国人大代表，全国政协常委、中华全国农业联合会副主席，担任中国工业经济联合会主席团主席、中国机械工业联合会副会长、中国电器工业协会副理事长等社会职务；公司董事陈国良目前兼任正泰集团董事及正泰电气董事、总裁，历任正泰集团低压电器事业部总经理，小型断路器公司总经理，正泰集团副总裁，正泰电器企管部总经理、销售中心总经理等职，拥有丰富的产业经验及公司管理经验。公司总裁张智寰自 1999 年入职公司，历任正泰集团公司财经委财务处副处长，投资发展中心总经理助理，正泰电器国际贸易部总经理，董事会秘书，诺雅克电气总经理等职务。

表1: 正泰电器高管介绍 (截至 2023 年 12 月 31 日)

姓名	职务	直接持股比例	简介
南存辉	董事长	3.45%	现任正泰集团董事长、正泰电器董事长。南存辉先生是第九届、十届、十一届全国人大代表, 全国政协常委、中华全国农业联合会副主席, 同时担任中国工业经济联合会主席团主席、中国机械工业联合会副会长、中国电器工业协会副理事长、中国青年企业家协会副会长、中国合格评定国家认可委员会副主任、中美企业家协会副会长、西北大学兼职教授等社会职务。
陈国良	董事	0.00%	现任正泰集团董事, 正泰电气董事、总裁。曾任正泰集团低压电器事业部总经理, 小型断路器公司总经理, 正泰集团副总裁, 正泰电器企管部总经理, 销售中心总经理, 正泰电器董事、副总裁等职。
张智寰	董事、总裁	0.07%	现任正泰电器董事、总裁, 并任全球执行总裁主管公司全球低压电器业务。1999 年进入正泰后曾先后任正泰集团公司财经委财务处副处长, 投资发展中心总经理助理, 正泰电器国际贸易部总经理, 董事会秘书, 上海诺雅克电气有限公司总经理。
陆川	董事、副总裁	0.07%	现任正泰电器董事、副总裁, 正泰新能源公司董事长, 总裁, 通润装备董事长。2005 年进入正泰后曾先后任正泰电气公司法务部副总经理, 正泰集团投资管理部副总经理, 浙江正泰太阳能科技公司常务副总裁/董事会秘书等职务。
南尔	董事、副总裁	0.02%	现任正泰集团研究院副院长, 正泰电器副总裁, 上海诺雅克电气有限公司董事长。2008 年进入公司后曾先后担任诺雅克电气(美国)有限公司总经理, 上海诺雅克电气有限公司总经理, 公司总裁助理等职务。目前同时担任中国电工技术学会常务理事, 中国电器工业协会标准化委员会副主任委员, 上海温青联副主席, 上海市浙江商会副会长等社会职务。
林贻明	副总裁、财务总监	0.02%	现任本公司副总裁兼财务总监。曾任杜邦纤维(中国)财务主管, 赛默飞世尔(中国)财务经理, 韩华新能源财务总监, 2011 年加入正泰, 先后任正泰太阳能科技副总裁, 上海诺雅克电气有限公司副总经理, 正泰新能源副总裁兼财务总监等职务。
潘洁	副总裁、董事会秘书	0.02%	现任公司副总裁兼董事会秘书。历任安永华明会计师事务所审计经理, 东海证券投资银行部业务董事。2016 年开始担任苏州金螳螂副总经理兼董事会秘书, 期间获得新财富“金牌董秘”、新财富“机构选择奖”、新浪财经“金牌董秘”, 中国上市公司董事会金圆桌奖“最具创新力董秘”和天马奖上市公司“投资者关系最佳董秘”等荣誉称号。
刘淼	副总裁	0.004%	现任公司副总裁。曾任施耐德电气(中国)销售总监, 副总裁, 2021 年 1 月加入本公司。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2024 年 2 月, 公司同时发布了 2024 年员工持股计划, 合计覆盖人数 82 人, 其中包含高管 8 人, 涉及股票数量占比为 1%。本次员工持股计划授予价格为 13.90 元/股。

表2: 公司 2024 年员工持股计划

时间	激励方式	激励对象	授予价	人数	锁定期及存续期	股票数量
2024 年 2 月	员工持股计划	公司董事、监事、高级管理人员等 82 人	13.9 元/股	82	锁定期: 1 年 存续期: 3 年	不超过 2131 万股 (总股本 1%) 以 2022 年为基数, 2025 年营业收入年复合增长率不低于 25%, 扣非后净利润年复合增长率不低于 20%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

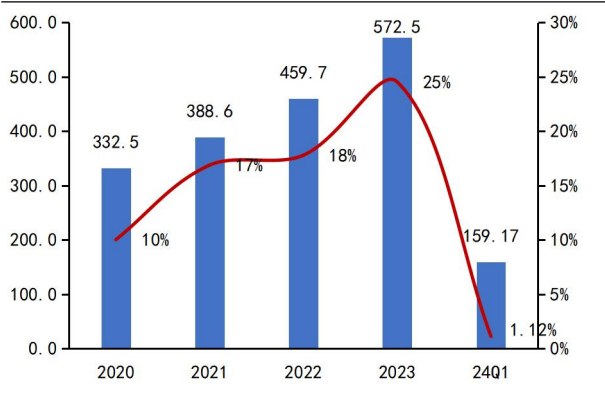
公司主营业务

2020-2023 年公司营业收入稳步增长, 三年复合增长率为 19.9%, 其中营业收入的增长主要由户用光伏板块增长贡献, 公司低压电器业务营业收入保持稳定。

2020 年公司归母净利润大幅上升, 主要系公司投资的企业中控技术于 2020 年 11 月在科创板 IPO 挂牌上市, 因公允价值变动增加公司 2020 年度净利润约 29.45 亿 (占净利润 44.3%), 扣除中控技术的投资收益后, 2020-2023 年公司归母净利润增速平稳, 三年复合增速为 1.9%。

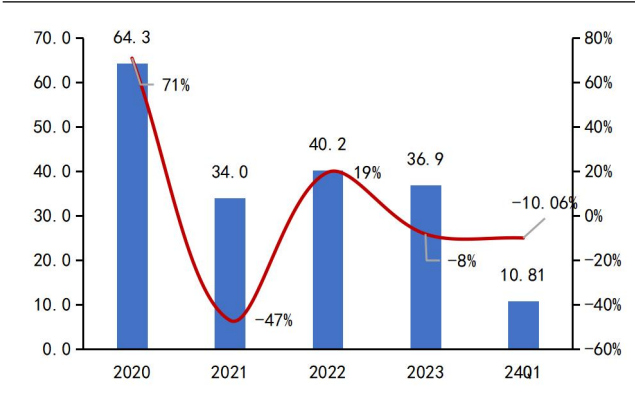
2024 年一季度公司实现营收 159.2 亿元，同比+21.7%，营收保持稳定增长；实现归母净利 10.81 亿元，同比-6.3%，或系公司户用光伏业务确收节奏受季节性因素影响较大所致。

图3: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

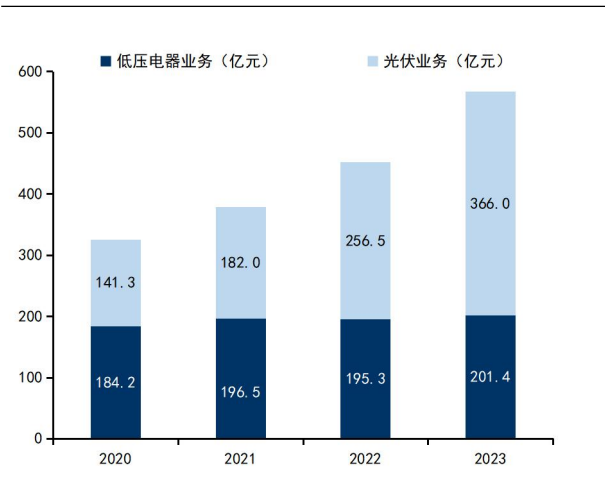
图4: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理;

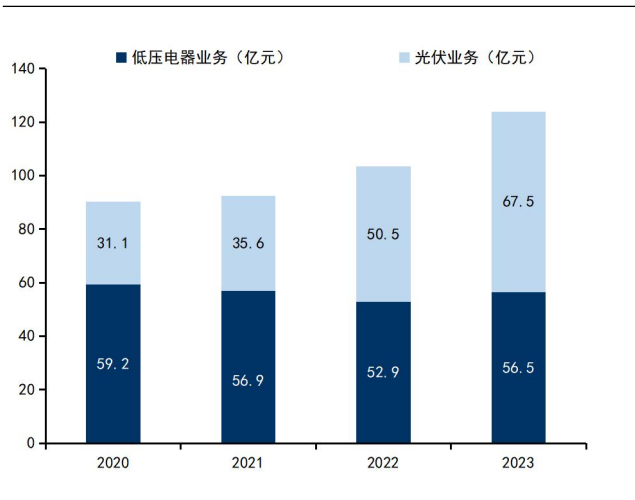
从公司主营产品来看，公司低压电器业务营收贡献较为稳定，光伏业务营收占比逐步提高。近年来公司低压电器业务收入保持平稳，主要系 2020-2023 年全国房地产竣工面积三年复合增速下滑至 3.2%，基础设施领域投资增速放缓对低压电器需求影响较大。2023 年公司低压电器业务营收 201.4 亿元，同比增长 3.1%，占总营收比例为 35.2%；低压电器板块毛利润贡献 56.5 亿元，占比 45.6%。近年来国内户用光伏市场需求旺盛，2020-2023 年国内户用光伏新增装机的三年复合增速为 62.9%，期间公司光伏业务增长较快。2023 年公司光伏板块业务营收 366.0 亿，同比增长 42.7%，占总营收比例为 63.9%，光伏板块毛利润贡献 67.5 亿元，占比已达到 54.4%。

图5: 公司营收结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司毛利润结构 (亿元)

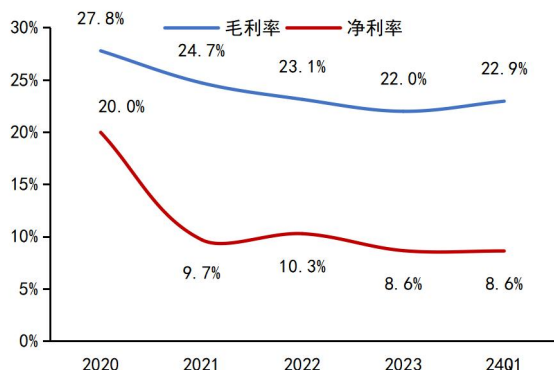


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2020-2023 年公司整体毛利率和净利率持续下滑，一方面公司主营业务结构变动，毛利率相对较低的光伏业务营收增长较快，占总营收比例逐年提高，另一方面是低压电器原材料主要为铜、银等，此类金属件原材料在低压电器成本中占比约为 45%，原材料波动导致公司毛利率下滑。2024Q1 公司毛利率为 22.9%，同比+1.7pct、环比+3.57pct，主要系 23 年末至今，电网及新能源的低压电器需求提速，公司低

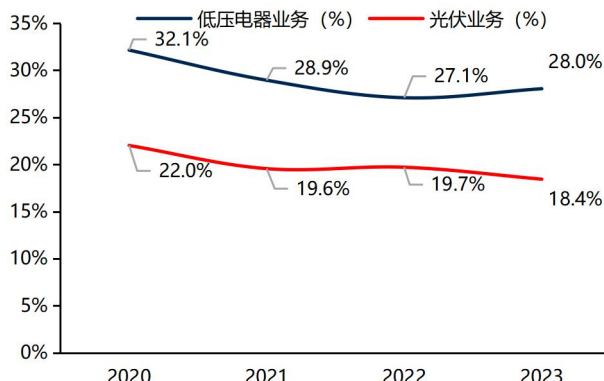
压电器库存消化明显，公司进行了低压电器产品的提价所致。

图7：公司毛利率与净利率变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司各业务板块毛利率对比（%）



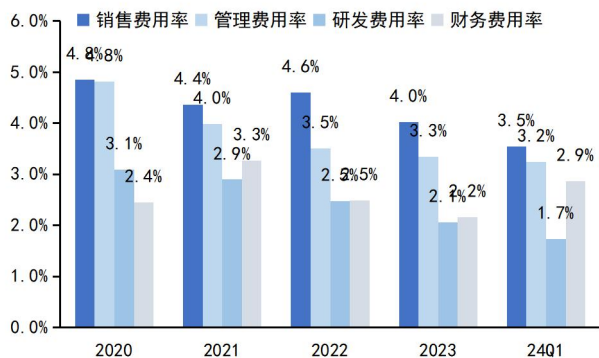
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司费用率等财务分析

公司期间费用率持续下降。2020-2023 年公司期间费用率逐年降低，2023 年公司期间费用率 11.6%，同比下降 1.5pct，其中销售费用率为 4.0%，同比下降 0.6pct；管理费用率为 3.3%，同比下降 0.2pct；研发费用率为 2.1%，同比下降 0.4pct。费用管控方面，2020-2023 年公司期间费用虽持续小幅上升，而公司作为国内低压电器及户用光伏龙头企业，同类产品的营收规模行业领先且增速较快，由规模带来的边际效应，有效地降低了公司的整体费用率水平。2024Q1 公司期间费用率 11.4%，同比上升 2.2pct、环比下降 0.2pct，费用率水平稳步下降。

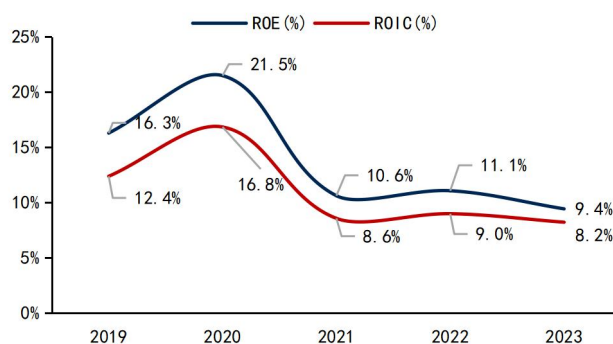
2020-2023 年公司 ROE 及 ROIC 水平持续下降，主要系较低毛利率的户用光伏业务占比快速提升。2020-2023 年公司营收增速较快，光伏业务占比提升，使得公司整体净利率水平下移所致，同时低压电器业务因原材料价格持续上涨，盈利能力持续下滑，使得公司 ROE/ROIC 水平下降。

图9：公司期间费用占比情况变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司平均 ROE、ROIC 变化

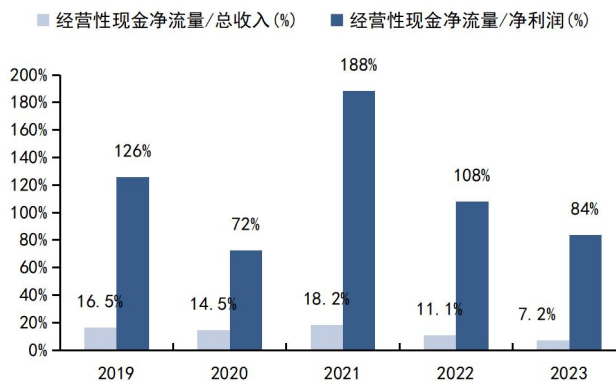


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

长期以来，公司经营性活动净现金流为正，截至 2023 年公司经营性现金流为 41.1 亿。2020-2023 年公司应收账款周转天数小幅下降，应付周转天数小幅上升，主要得益于公司精细化管理。2020-2023 年经营性净现金流/营业收入持续降低，以及公司存货周转天数持续上升，原因在于户用光伏电站业务具有周转相对较慢的特

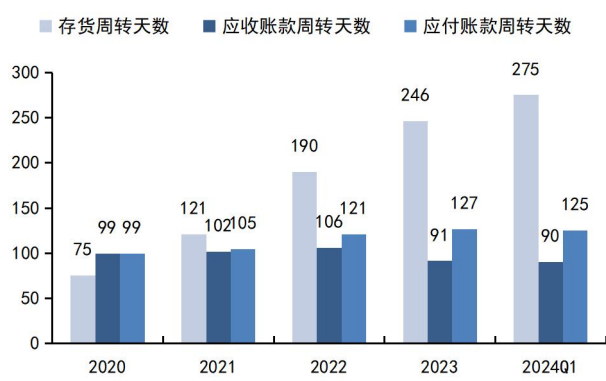
点，伴随公司户用光伏电站业务快速增长，公司经营现金流/营业收入下降，存货周转天数上升。

图11: 公司经营活动净现金流及归母净利润对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 公司营运能力指标变化情况

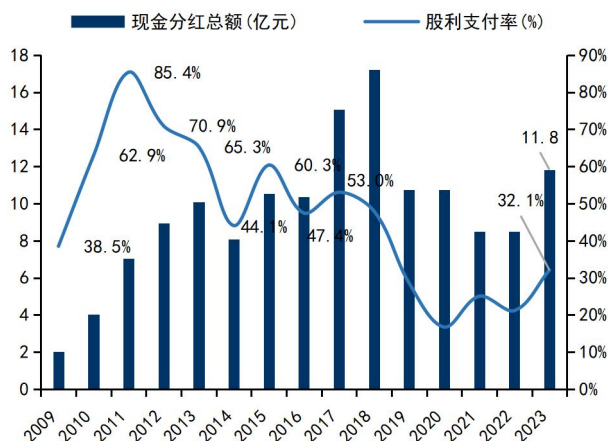


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司分红及融资分析

公司分红方面，上市至今公司持续现金分红，累计分红 387.7 亿，2019 年至今公司保持在 20% 左右的股利支付率，其中 2023 年公司分红 11.8 亿，股利支付率为 32.1%；公司融资方面，公司上市至今直接融资 177.5 亿元，自 2018 年至今公司暂无新增融资。

图13: 公司现金分红及股利支付率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 公司融资情况

公告日期	融资方式	募资总额 (亿元)	发行日至今涨跌幅
2017-02-25	定向增发	43.6	-6.9%
2016-12-30	定向增发	93.7	10.7%
2011-07-18	公司债	15.0	94.8%
2010-01-08	首发	25.2	26.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

低压电器：下游增速整体平稳，新能源及电网行业需求增速较快

低压电器行业概况

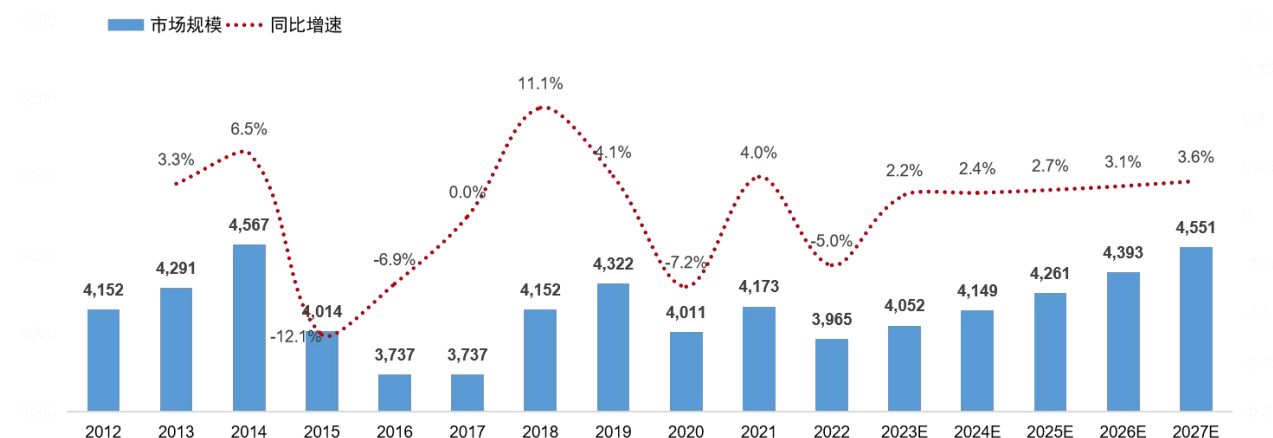
全社会用电量是低压电器市场规模增长的根本驱动力，全球经济稳步发展产生庞

大总需求，社会用电量持续上升，为全球低压电器行业提供可观的消费市场。

国际能源署（IEA）预计全球电力需求将以每年 2.7% 的速度增长，从 2021 年的不到 25 万亿千瓦时增加一倍多，到 2050 年接近 54 万亿千瓦时。而如果考虑电气化率快速提高，那么在积极假设下，2050 年电力需求长期复合增速将达到 3.2%，届时全球用电量可能超过 62 万亿千瓦时。

根据电器行业咨询机构格物致胜的预测，2023-2027 年全球低压电器的市场规模将从 4052 亿元稳步增长至 4551 亿元，行业年均复合增速为 2.9%。

图 15: 全球低压电器市场规模（亿元）及展望



资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理及预测

美洲（含大洋洲）和欧洲是全球低压电器最大的两个市场，二者占比超过 60%，其次是中国，占整体市场的 20%+。

表 3: 全球低压电器市场规模区域细分（2022，亿元）

企业	区域市场 (亿元)	区域占比	2022-2027 CAGR	2027 市场规模 (亿元)
美洲	1281.2	32.3%	3.0%	1485
欧洲	1192.7	30.1%	2.6%	1356
中国	855.5	21.6%	2.9%	987
亚洲（不含中国）	494.0	12.5%	2.0%	545
非洲	141.1	3.6%	4.7%	178

资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

受我国经济平稳运行发展，全社会固定资产投资稳定增长，我国低压电器市场规模 10 年复合增速 4.1%，除了 2022 年受下游地产等行业景气度低影响，其余年份均保持正增长。

图16: 国内低压电器行业市场规模及增速（对比宏观数据增速）



资料来源: Wind, 格物致胜, 国信证券经济研究所整理及预测

低压电器行业发展趋势

低压电器以“三断一接”为主，是配电系统结构的基石。低压电器主要是以交流1200V、直流1500V为界，将低于界限的用于实现对电路或非电对象的切换、控制、保护、检测、变换和调节的元件或设备。低压电器是低压配电系统和低压配电网的结构基石，工业、农业、交通、国防和一般的用电领域大多采取低压供电，电力通过高压电路传输后，必须经过各级变电所逐级降压，再通过各级配电系统分配，最终进入终端用户。低压电器主要产品结构“三断一接”指框架断路器、塑壳断路器、微型断路器、接触器，“三断一接”产品市场规模金额占整体低压电器产品的86%左右。

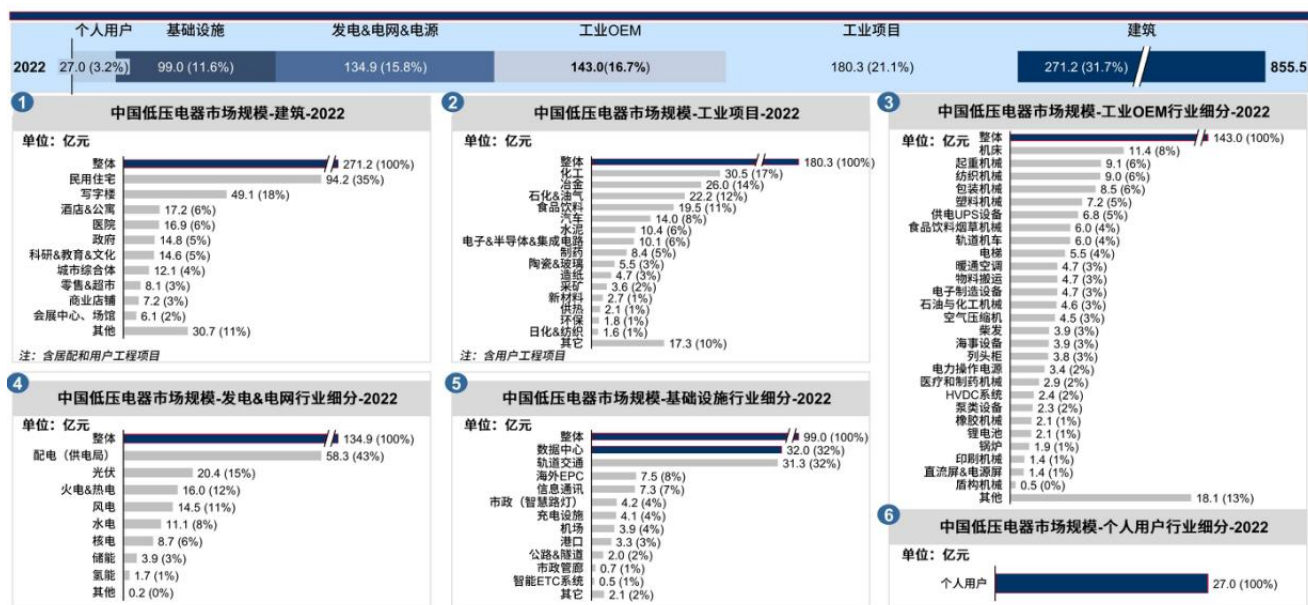
表4：公司低压电器产品分类

产品类别	产品样式	代表产品	功能	应用场景
配电电器		框架断路器；塑壳断路器；熔断器、双电源转换开关、隔离开关等	用于电网输电的低压侧。用于电流的流通、分析，能在线路或用电设备发生短路、过载、欠压等故障时切断电路，从而起到对线路和设备的保护作用	广泛应用于新能源、电力、工控、地产、电力电源、电信、轨道交通、工（公）建等行业中
终端电器		微型断路器、接触器、隔离开关、开关熔断器组、配电箱、仪表等	用于线路末端，对有关电路和用电设备进行配电、保护、控制、指示信号、计量等作用	适用于工业、民用建筑、能源、通信及基础建设等领域低压终端配电系统
控制电器		交流接触器、直流接触器、主令电器，行程开关、软起动器、变频器、设备用断路器等。	完成各种电动机的启动、调速、正反转、制动的各种控制的低压电器，还能用于对计算机外围设备和小型电源设备的保护	主要用于电动汽车充电桩、充电站、储能以等领域
电源电器		变压器、稳压器、不间断电源、应急电源、互感器、频具有控制电机、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：公司官网，国信证券经济研究所测算整理

低压电器下游涵盖建筑、工业项目及 OEM、发电和电网及基础设施等多个经济支柱产业。随着近年来我国国民经济平稳发展，固定资产投资得以持续增长，带动了我国工业、建筑业及社会用电量的稳步增长。同时，随着疫情后经济的复苏、“双碳”、数字化等重大趋势，我国房地产、工业、电网、基础设施都呈现出较强的增长态势，拉动了我国低压电器行业规模的快速增长。根据格物致胜数据，2022 年受基础设施领域投资增速放缓项目数量减少等多种因素，使得 2022 年我国低压电器行业规模有所下滑，2022 年我国低压电器行业市场规模为 855.5 亿元，同比下降 9.4%。下游市场中建筑行业市场占比最高为 31.7%，其次为工业项目占比 21.1%、工业 OEM 占比 16.7%、发电、电网及电源占比 15.8%、基础设施占比 11.6%、个人用户占比 3.2%。

图17: 国内低压电器市场用户行业细分

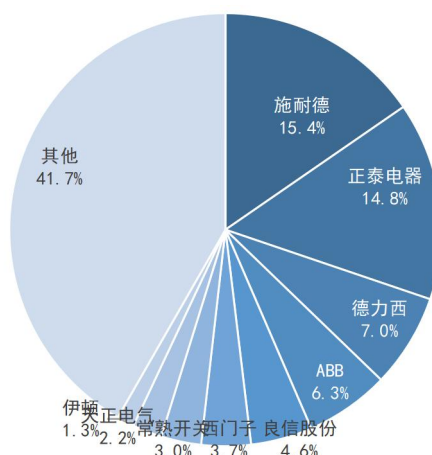


资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理及预测

国产头加速替代, 市场集中度逐步提升。2022年施耐德、德力西、ABB等头部外资份额合计为33.7%, 多年来以正泰等为代表的国产品牌持续崛起, 作为国产排名第一的低压电器供应商, 公司市占率从2011年的12.1%提升至2022年的14.8%, 提升了2.7pct。市场集中度方面, 低压电器CR5由2011年38.7%提升至2022年的48.1%, 提升了9.4pct, 多年来低压电器市场集中度逐步上升, 国产龙头市占率持续提升。

图18: 2022年国内市场份额及规模 (CR5为48.1%)

规模体量	公司名称	收入规模及市占率
100-150亿级别	施耐德	132.1 (15.4%)
	正泰	126.9 (14.8%)
50-100亿级别	德力西	60.1 (7.0%)
	ABB	54.0 (6.3%)
20-50亿级别	良信	39.5 (3.7%)
	西门子	31.9 (3.7%)
	常熟	25.4 (3.0%)
	天正	19.1 (2.2%)
5-10亿级别	伊顿	11.0 (1.3%)
	上海人民	8.9 (1.0%)
	北元	7.7 (0.9%)
	泰永	7.2 (0.8%)
	LS	6.5 (0.8%)
	中熔电气	5.7 (0.7%)
	环宇	5.6 (0.7%)
	IEG	5.3 (0.6%)
	宏发	5.0 (0.6%)
	三菱	5.0 (0.6%)

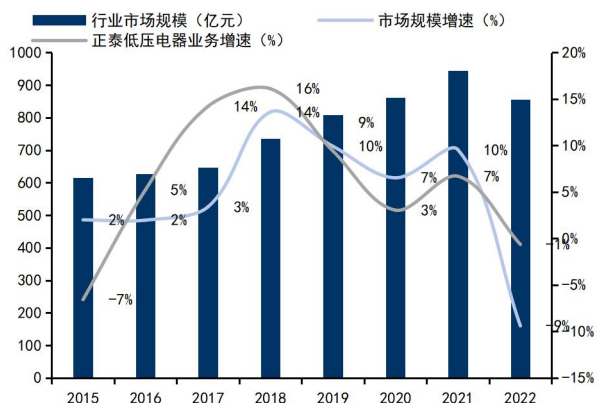


资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理及预测

2015-2022年国内低压电器市场规模符合增长率为4.8%, 正泰电器作为国产低压电器龙头, 期间的业务收入复合增长率为7.6%, 高于行业复合增速。

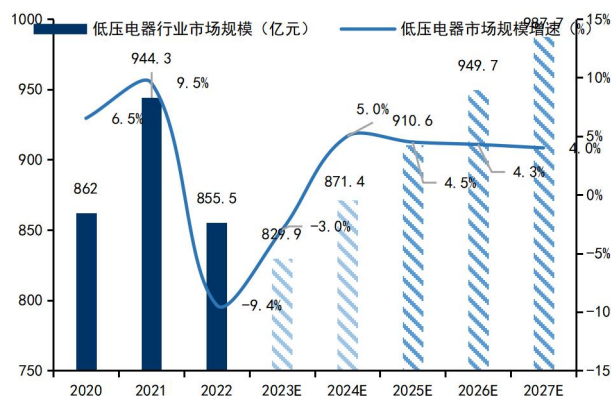
未来市场规模方面，随着新能源行业中光伏、风电、储能装机量快速提升，低压电器在风光储、新能源车行业的需求将迎来高速增长。在传统房地产、工建、工商建领域市场需求稳定增长。根据格物致胜数据预测，国内低压电器 2023-2025 年市场空间分别为 829.9/871.4/910.6 亿元，同比增速分别为 -3.0%/+5.0%/+4.5%。

图19: 中国低压电器市场增速与正泰低压电器收入增速对比



资料来源：格物致胜、公司公告，国信证券经济研究所整理

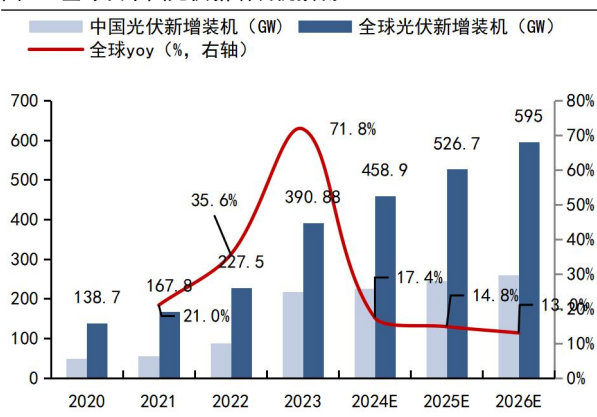
图20: 2023-2027 年国内低压电器市场规模预测



资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

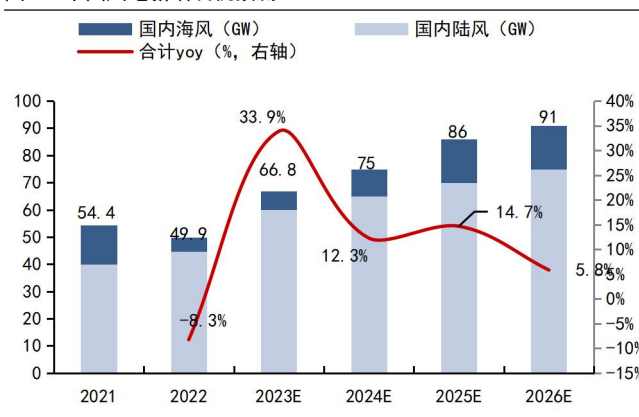
下游市场中，新能源光伏、风电行业新增装机持续增长。根据 CPIA 数据，2023 年国内新增光伏装机 216.88GW，同比+148%，全球新增装机约 390GW，同比增长 71.8%。伴随着全球各国持续积极推进“双碳”工作，努力提升新能源在能源结构中的占比，我们预计 2024-2026 年全球光伏新增装机有望达 458.9/526.7/595GW，三年 CAGR 为 19%；其中 2024-2026 年国内新增装机预计为 225/245/260GW，同比增长 3.7%/8.9%/6.1%。根据 CWEA 预计，2023 年国内新增风电装机 66.8GW，同比增长 33.9%。我们预计 2024-2026 年国内新增装机有望达 75/86/91GW，同比增长 12.3%/14.7%/5.8%。

图21: 全球及中国光伏新增装机预测



资料来源：CPIA，国信证券经济研究所预测

图22: 中国风电新增装机预测



资料来源：CWEA，国信证券经济研究所预测

车企降价促销、政策积极助推，电动车销售有望逐步回暖。根据乘联会数据，2023 年中国新能源汽车销量约为 829 万辆，同比增长 33.6%。2024 年 3 月 1 日，国务院常务会议审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，《方案》提出“鼓励汽车等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应”，我们认为在新车型集中上市、现有车型性价比持续提升、政策支持等多因素的共同推动下，

电动车销售将有望持续回暖。我们预计 2024-2026 年国内新能源汽车销量有望达 987/1138/1278 万辆，同比增长 19.0%/15.3%/12.3%。

政策鼓励叠加渗透率提升，充电桩需求快速增长。根据中国充电联盟数据，2023 年国内充电桩新增量约为 339 万台，同比增长 31%。2024 年 2 月 29 日，在中共中央政治局第十二次集体学习会议上，习近平总书记指出，“要适应能源转型需要，进一步建设好新能源基础设施网络，加快构建充电基础设施网络体系，支撑新能源汽车快速发展”，我们认为在政策支持和实际需求的共同推动下，充电桩数量有望快速增长，预计 2024-2025 年国内充电桩新增装机量有望达 418/484 万台，同比增长 24%/16%。

图23：中国新能源汽车销量预测



资料来源：GGII, Marklines, 乘联会, 国信证券经济研究所预测

图24：中国充电桩新增量预测

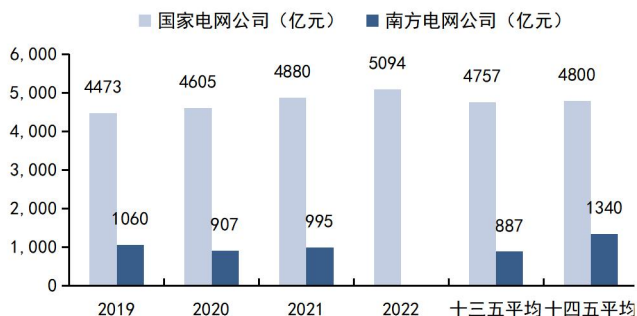


资料来源：中国充电联盟, 国信证券经济研究所预测

“十四五”我国电网投资有望保持稳健增长。“十四五”期间，国家电网计划实现电网投资 2.4 万亿元，南方电网规划实现电网投资约 6700 亿元，两大电网公司合计投资总额将达到 3.07 万亿元，较“十三五”期间投资总额增长 8.8%。2024 年 3 月 1 日，国家发改委、国家能源局发布的《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》指出，到 2025 年，配电网网架结构更加坚强清晰，供配电能力合理充裕；配电网承载力和灵活性显著提升，具备 500GW 左右分布式新能源、1200 万台左右充电桩接入能力。我们认为未来国内将进一步建设好新能源基础设施网络，推进电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电网对清洁能源的接纳、配置和调控能力，电网投资有望保持稳健增长。

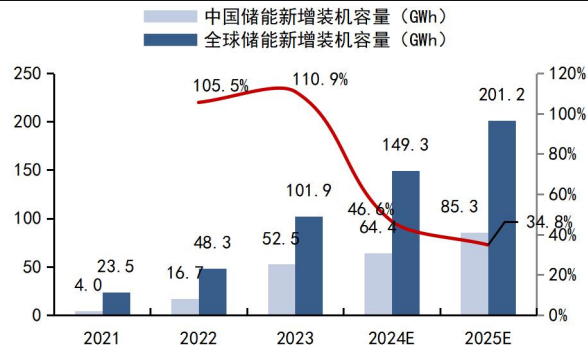
国内储能招标量大幅增长，储能新增装机将持续增长。根据 CNESA 数据，2023 年国内新增储能装机容量约为 52.5GWh，同比增长 215%。根据北极星储能网招标信息汇总，2023 年国内储能系统招标容量为 82.8GWh，同比增长 265%国内储能招标量大幅增长，储能新增装机将持续高增。我们 2024-2025 年全球储能新增装机容量为 149.3/201.2GWh，同比增长 46.6%/34.8%；其中，2024-2025 年国内储能新增装机容量有望达 64.4/85.3GWh，同比增长 23%/33%。

图25: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图26: 全球及中国储能新增装机容量预测



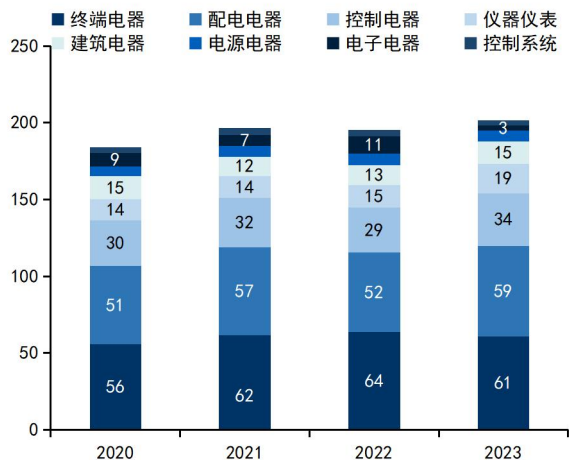
资料来源: WoodMackenzie, CNESA, 国信证券经济研究所预测

正泰为国内品牌产销量最大的低压电器供应商

公司产品销售收入主要来源是新能源、建筑、电网等行业, 其中伴随着新能源行业下游市场发展, 新能源相关产品收入持续高速增长; 房地产传统住宅行业规模有所收缩, 工业建筑及工商业建筑市场继续增长; 电网行业伴随着配电网建设增长, 需求稳中有升。

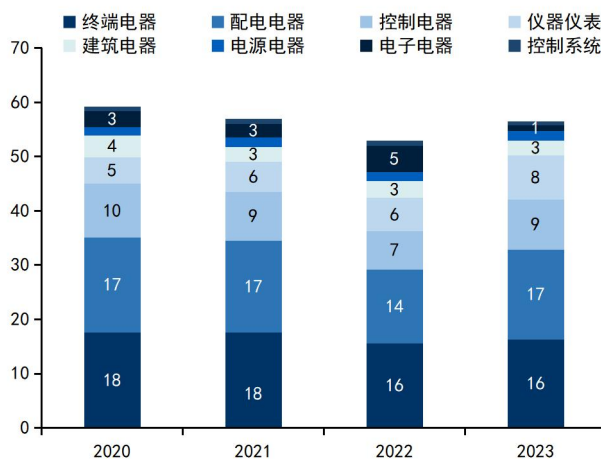
公司低压电器板块中, 各产品毛利率均在 20-40%之间, 其中终端电器及配电电器营收及毛利润占比较高, 2023 年两者合计毛利润占板块毛利润的比例接近 60%。

图27: 公司低压电器板块营收结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司低压电器板块毛利润的贡献分拆 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司发力新质生产力赛道, 行业地位持续领先。公司利用“正泰+诺雅克”双品牌产品策略, 深耕“新专”市场, 聚焦高附加值项目, 发科士达、阳光电源、上能电气等行业头部客户, 带来业务增量, 并完成新能源专供、5G&数据通讯专供、电力专供产品线, 根据格物致胜对主要企业的分析, 2022 年正泰在新能源及电网领域的销售额总销售额为 15.7 亿, 市场排名第一。

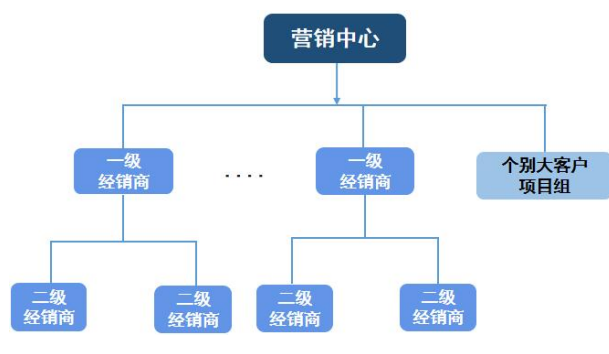
图29: 国内低压电器行业各细分市场规模对比 (亿元)

公司	工业项目	工业OEM	建筑	发电&电网	基础设施	个人用户
施耐德	43.5	19.9	33.8	7.4	26.2	1.3
正泰	26.2	31.1	36.9	15.7	6.9	10.1
德力西	6.6	11.5	19.3	10.9	6.8	4.8
ABB	22.8	11.9	7.3	4.2	7.2	0.7
良信	9.1	3.1	19.6	5.6	2.0	0.2
西门子	12.0	5.0	4.1	2.3	8.3	0.2
常熟	9.1	5.0	3.1	6.6	1.3	0.3
天正	2.4	3.6	7.3	2.6	2.0	1.3
上海人民	1.2	0.8	0.9	5.6	0.3	0.2
公牛	0.1	0.1	1.8	0.1	0.1	1.9
其他	47.4	51.1	137.3	73.8	37.9	5.9

资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理

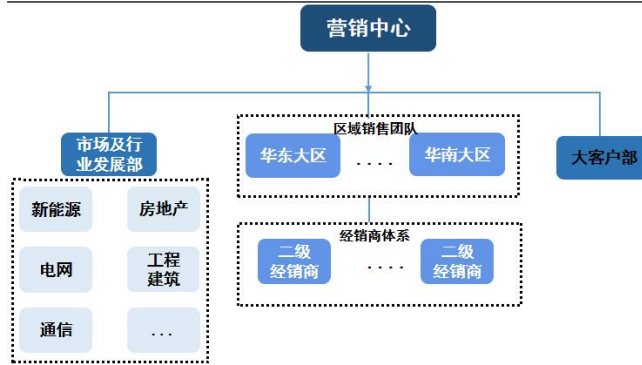
低压电器行业销售模式包括大客户直销和经销商分销。低压电器主要以符合通用规格的标准化产品为主, 该产品具有量大面广、单位价值较小、下游应用广泛的特点, 行业内企业出于营销成本及渠道建设考虑, 主要采取经销模式进行销售。除此之外, 有部分厂商专注以方案解决商和系统运营商的形式直接向下游客户提供成套低压电器设备及配套服务。

图30: 正泰电器采用分销商销售模式



资料来源: 施耐德、正泰电器官网, 国信证券经济研究所整理

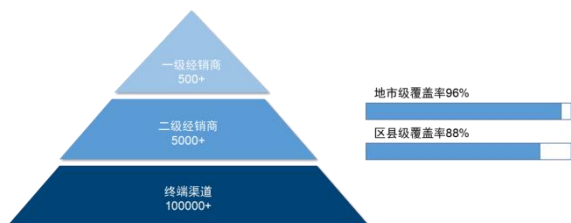
图31: 良信电器采用行业大客户直销模式



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

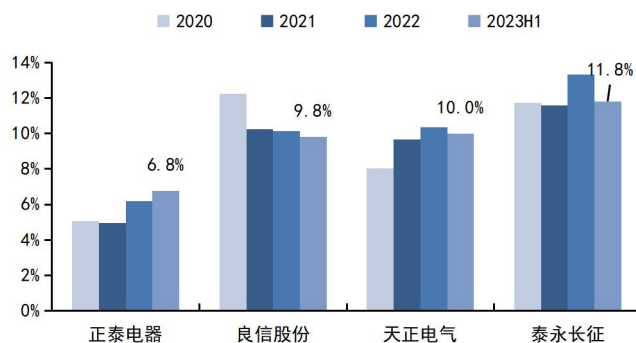
公司主打分销的销售模式, 销售费用率处于行业领先水平。公司与经销商协同拓展“铁三角”等分销策略, 拥有行业内最完善和健全的销售网络, 形成了以省会城市为核心、县区级城市为辅助点的营销体系。截至 2022 年末, 公司拥有 500+家一级经销商, 5000+家二级分销商, 超 10 万家终端渠道, 实现地市级覆盖率 96% 以上。对比大客户直销的销售模式, 公司经销商网络铺设完成后的费用摊薄现象更为显著, 使得公司销售费用率在同行业中持续保持领先的水平。除此之外, 公司依靠品牌优势, 对经销商客户的溢价能力能强, 也使得经销商回款周期相对更短。

图32: 公司“铁三角”分销渠道网络(截止2022年末)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 正泰电器(低压电器业务)与可比公司销售费用率对比(%)

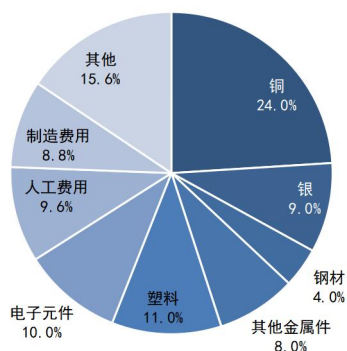


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 正泰电器(低压电器业务)的费率, 为剔除正泰安能数据后所得

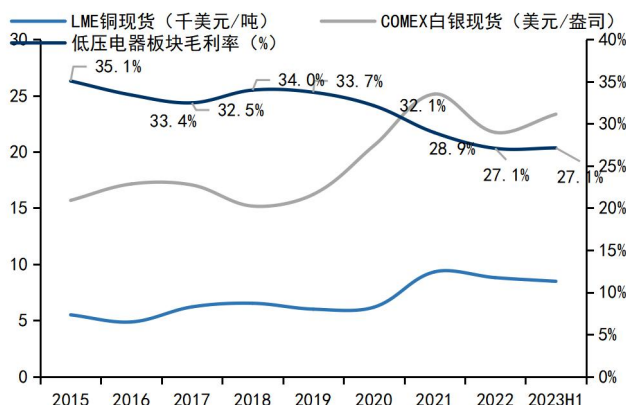
低压电器业务成本方面, 铜、银等金属件为主要原材料, 大宗商品价格影响产品毛利率。低压电器厂商主要采购金属件、塑料件、电子元件等零部件, 基础原材料以铜、银、钢材、塑料为主, 原材料成本占产品总成本超过45%, 原材料价格的波动对低压电器业务毛利率的影响较大。

图34: 低压电器成本结构(%)



资料来源: 观研天下, 国信证券经济研究所整理

图35: 公司低压电器板块毛利率与原材料价格的波动相关



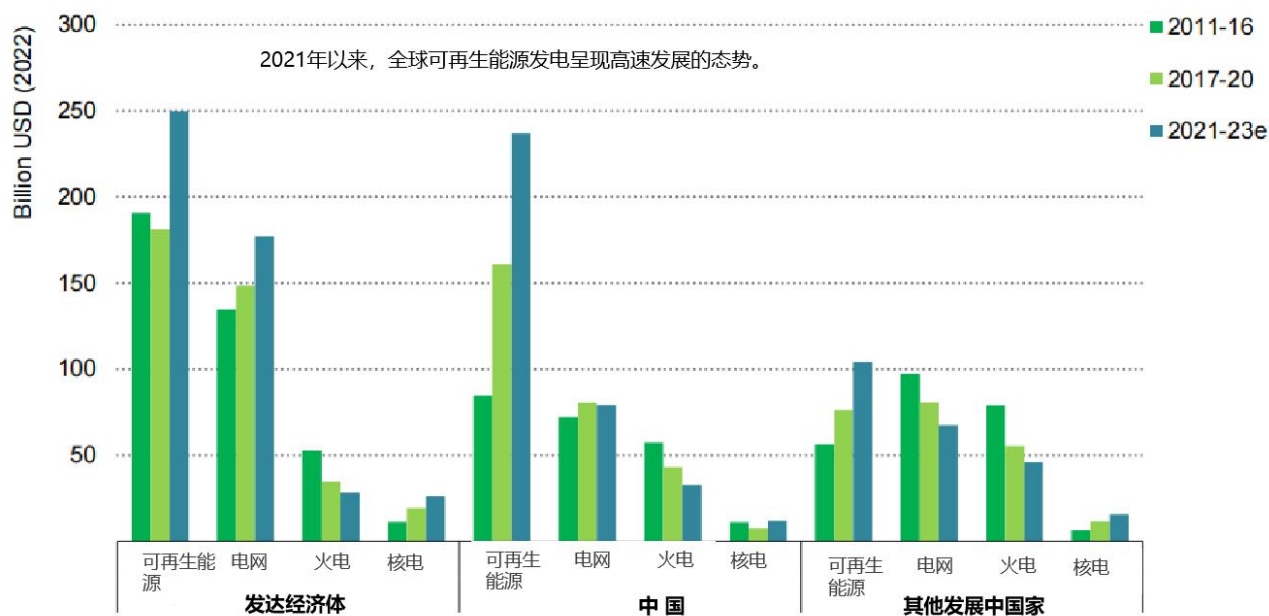
资料来源: 阳光工匠光伏网, 国信证券经济研究所整理

公司低压电器出海前景蓄势待发

随着全球碳中和进程的推进, 全球新能源装机快速发展。根据国际能源署的统计, 2021年以来全球各主要经济体的可再生能源投资大幅提升, 并在2022年合计达到6000亿美元左右, 其中发达国家可再生能源年均投资额在2021-2023年达到2500亿美元, 中国紧随其后达到2400亿美元。

而电网投资总额方面, 发达经济体也实现一定增长, 但与可再生能源发电的差距在拉大; 中国和其他发展中国家, 电网投资则处于相对持平甚至下降的趋势。对未来的电力消纳和电气化转型形成了一定的制约。

图36: 2011-2021 年全球电力投资情况 (十亿美元)

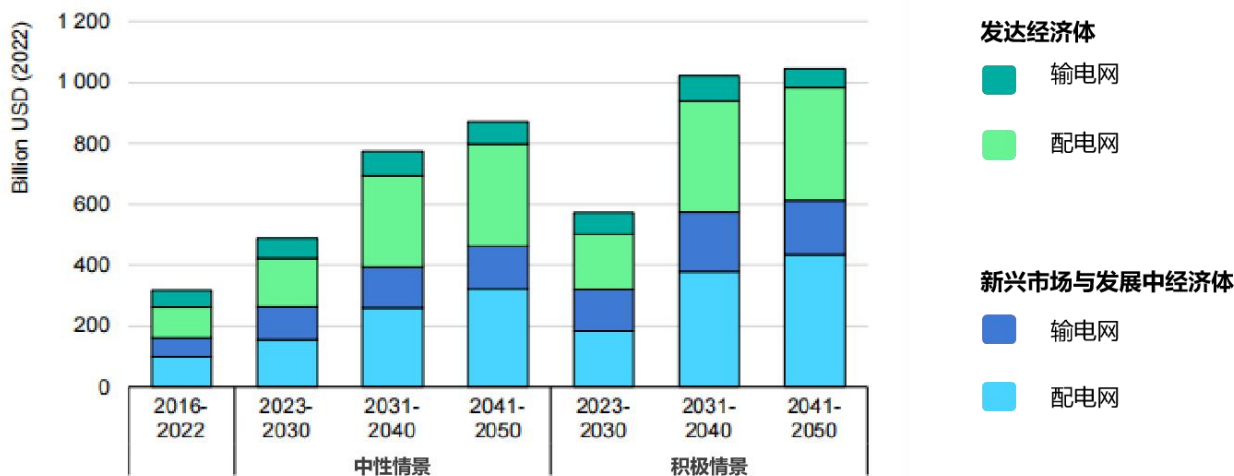


资料来源: IEA 世界能源投资 2023 (*WorldEnergyInvestment2023*), 国信证券经济研究所整理

因此, 为能够为低碳能源转型提供完善的电力传输保障, 电网投资需要跟随可再生能源和用能终端电气化的发展而提高投资强度。2016-2022 年, 全球电网平均年投资近 3200 亿美元, 与前十年(2006-2015 年)相比, 略微增长约 10%。为了满足未来对广泛电气化的需求和可再生能源的增长, 电网投资强度需要大幅提升。IEA 预测 2023-2030 年, 全球电网年均投资额将提升至 5000 亿美元, 到 2030 年超过 6000 亿美元, 较当前市场规模翻倍。

2031-2040 年期间, 中性情景下年均电网投资将提升至 7750 亿美元, 在接下来的十年(2041-2050 年)增长到每年 8700 亿美元。而在积极情境下, 自 2031 年以后全球年均电网投资额将直接超过 1 万亿美元。

图37: 全球输电网投资额 (十亿美元, 中性与积极情景)



资料来源: IEA (2022) 世界能源展望 2022 (WorldEnergyOutlook2022), 国信证券经济研究所整理

伴随着海外电网等电力设施投资加速, 近年来公司在低压电器出海方面持续发力, 建立了以区域总部和本土化子公司为核心的全球业务架构体系。截至 2023 年底, 子公司正泰国际的海外本土化公司已累计 30 家以上, 全球活跃渠道与项目客户达 2000 余家, 建设国际物流中心 20 家以上, 实现了全球 140 多个国家业务覆盖。同时公司深化实施全球制造产能布局计划, 推进海外区域总部的建设, 目前已拥有 7 个海外制造基地。

图38: 正泰电器的全球化布局图

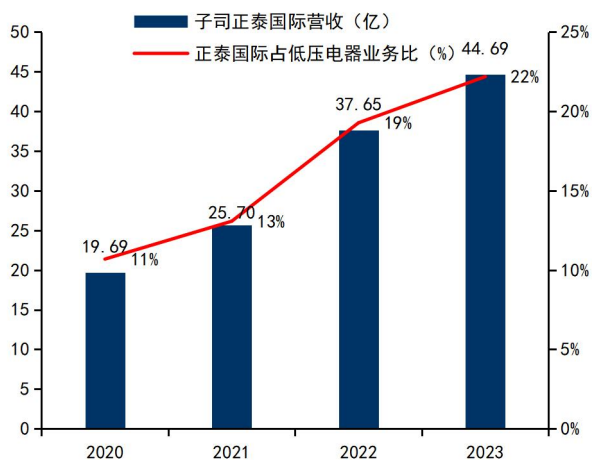


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

2023 年正泰国际实现营收 44.7 亿元, 同比增长 18.7%, 其中, 北美地区收入同比增长 51%; 西亚非地区收入同比增长 23%; 大欧洲地区收入同比增长 13%; 大亚太地区收入同比增长 12%; 拉美地区收入与同期保持持平。多年来正泰国际营收增速均高于公司整体低压电器业务增速, 2023 年正泰国际占公司低压电器业务比

例已达到 22%。

图39: 子公司正泰国际收入情况及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图40: 2023年正泰国际分地区的收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

为增强客户粘性, 提升公司在海外市场的品牌知名度, 公司举办了多场海外博览会、经销商大会、行业论坛、技术推介会等活动。2023年公司与沙特电力局 SEC、菲律宾电力局 NGCP 等电网公司客户深度合作, 为其提供高效稳定的低压设备与服务, 助力其保障电力供应与能源安全。近年来公司持续加速推进正泰低压电器品牌的出海, 全球化战略成果卓著。

图41: 正泰国际亮相德国、巴西等展会



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图42: 正泰与 ATC (沙特阿美贸易公司) 签署战略合作协议



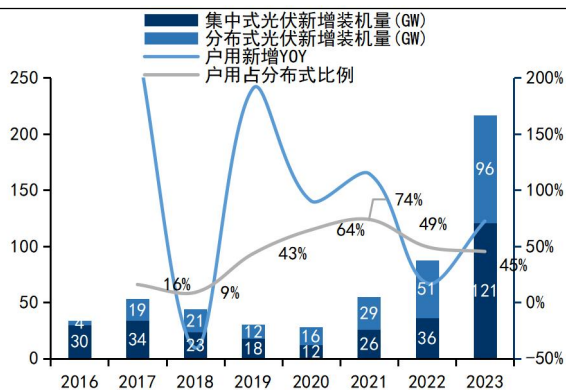
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

户用光伏: 国内户用新增装机增速较快, 市场集中度较高

国内户用光伏概况及行业发展趋势

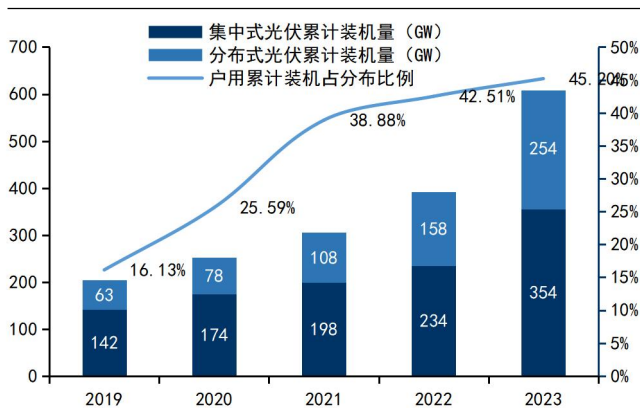
根据国家能源局数据，2023年全国光伏新增装机216.9GW，同比增长148%，其中户用光伏新增装机43.5GW，同比增长72.3%，占分布式光伏新增装机容量的44.4%。截止2023年，全国户用光伏累计装机容量115GW，占分布式光伏累计装机容量的45.2%。

图43: 2016-2023年中国光伏装机新增值 (GW, %)



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图44: 2016-2023年中国光伏装机累计值 (GW, %)



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

国内户用光伏2026年市场空间约1206亿元。我们预计2024-2026年国内新增装机预计为225/245/260GW，同比增长3.7%/8.9%/6.1%。其中，我们预计新增户用光伏装机的占比维持在20%，对应2024-2026年国内新增户用光伏装机容量为45/49/52GW。因2023年下半年至今组件价格快速下滑，预计2024-2026年户用光伏系统的单瓦售价为2.36/2.33/2.32元，2024-2026年国内户用光伏市场空间为1062/1142/1206亿元，同比增长-17.2%/7.5%/5.7%。

表5: 2023-2026年国内户用光伏系统市场空间测算 (亿元)

	2023	2024E	2025E	2026E
国内光伏新增装机 (GW)	216.9	225.0	245.0	260.0
户用光伏装机占比 (%)	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
户用光伏装机容量 (GW)	43.5	45.0	49.0	52.0
YoY (%)	72.3%	3.4%	8.9%	6.1%
户用光伏系统售价 (元/W)	2.95	2.36	2.33	2.32
其中: N型组件价格 (元/W)	1.50	0.92	0.90	0.90
其中: 逆变器、支架、安装及经销等成本 (元/W)	1.45	1.44	1.43	1.42
户用系统市场规模 (亿元)	1283	1062	1142	1206
YoY (%)		-17.2%	7.5%	5.7%

资料来源：阳光工匠光伏网，国信证券经济研究所测算整理及预测

国内户用光伏安装市场的市场集中度较高，2023年CR5约为86%。根据光伏咨询数据，2023年正泰安能户用光伏装机容量12.6GW，同比增长67.1%，对应2023年市占率为29.0%，市场排名第一。

表6: 2023 年户用光伏品牌的装机容量

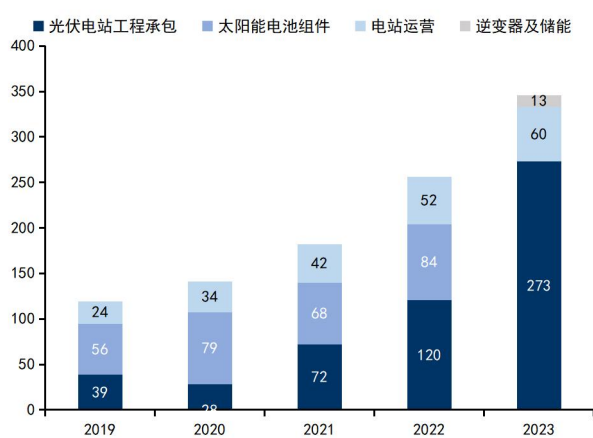
序号	户用光伏品牌	所属光伏公司	2023 年户用光伏安装容量 (GW)	2023 年市占率
1	正泰安能	正泰电器	12.6	29.0%
2	天合富家	天合光能	10	23.0%
3	创维光伏	创维集团	7	16.1%
4	阳光家庭	阳光电源	6.5	14.9%
5	升阳光	东方日升	1.5	3.4%
6	锦浪智慧	锦浪科技	1.5	3.4%
7	晶澳智慧	晶澳科技	1.4	3.2%
8	TCL 光伏	TCL 中环	1.1	2.5%
9	中来民生	中来股份	1	2.3%
10	晶能宝	晶科能源	1	2.3%

资料来源: 光伏咨询, 国信证券经济研究所测算整理

正泰为国内最大的户用光伏电站安装商

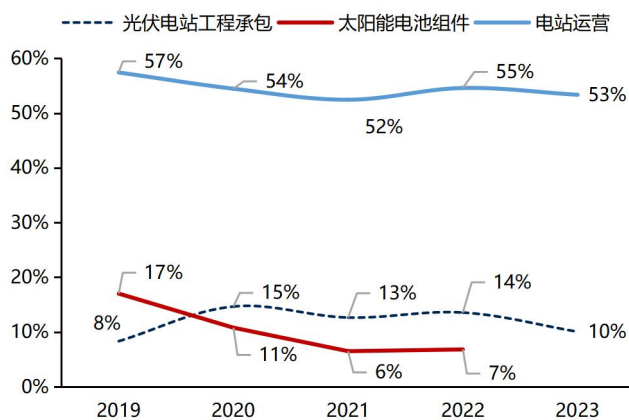
截至 2023 年, 正泰电器光伏板块的主要子公司包括: 正泰安能为正泰旗下从事户用光伏销售及运营业务的子公司, 目前正在分拆上市中; 正泰新能源为主要从事集中式光伏电站的开发及运营业务的子公司。另外, 2022 年公司完成了上市公司光伏组件业务的剥离工作。

图45: 公司光伏板块营收结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 公司光伏板块毛利率分拆 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 2023 年新增披露逆变器及储能业务, 毛利率为 35.3%

2023 年 9 月 6 日, 正泰安能提交公开发行招股书 (申报稿), 正泰安能拟公开发行不低于 2.71 亿股 (占发行前总股本的 11%), 以拟募集资金 60 亿元用于 2GW 户用光伏电站合作共建项目、信息化平台建设项目、补充流动资金及偿还银行贷款等。发行成功后, 预计正泰电器在正泰安能的持股比例将由 64.13% 下降至 56.29%, 正泰电器仍为正泰安能的控股股东。

表7：正泰安能公开发行募集资金项目

序号	项目名称	投资总额（亿）	拟使用募集资金金额（亿）
1	户用光伏电站合作共建项目	59.1	50
2	信息化平台建设项目	2.1	2
3	补充流动资金及偿还银行贷款	8.0	8
	合计	69.2	60

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

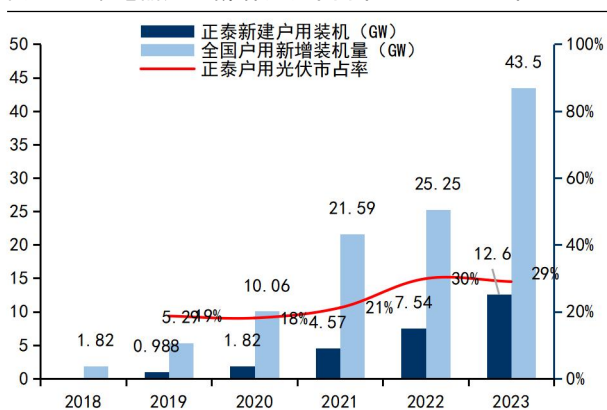
正泰安能户用光伏经销渠道已覆盖全国主要省份，渠道建设下沉至区县乡镇，公司建立了严密和宽广的销售服务体系，累计服务终端用户超 100 万户。依托强大的经销渠道，正泰安能户用业务有两种商业模式，一种是开发优质户用光伏电站进行自持，另一种为开发及出售户用电站，两种商业模式各有优劣，公司可根据具体项目选择较为合适的户用电站开发模式。

表8：正泰安能的主要户用光伏业务分类

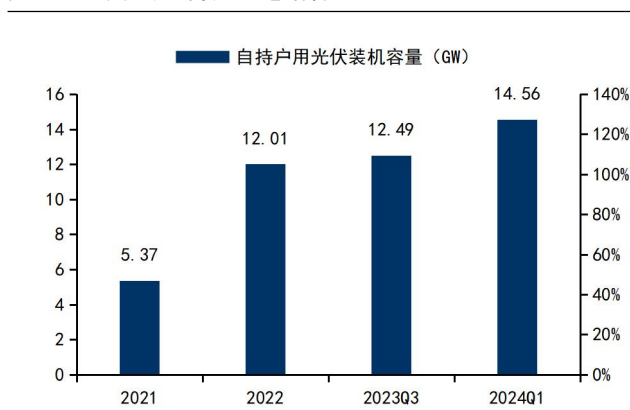
商业模式	模式介绍	优势	劣势
自持	自己投资、开发及运营，获取稳定的现金流和潜在资产增值收益	收益高，可选择最优质资产自持	回报期长，对营运资金的要求高
开发后出售	自己或联合央企国企客户一起投资、开发，开发完成后打包出售给央企国企客户或金融资产运营客户	资金周转较自持更快，可快速回笼资金	销售电站后，不参与电站发电收益分红，长期项目收益低于自持模式

资料来源：阳光工匠光伏网，国信证券经济研究所测算整理

2023 年，正泰安能实现户用新增并网容量超 12GW，实现户用电站销售超 8GW。2023 年，正泰安能（户用电站销售及发电业务）实现营业收入 296.06 亿元，同比增长 116%，占正泰电器总营收的 33.2%（扣除正泰安能的少数股东损益后）；2023 年实现净利润 26.03 亿元，同比增长 48.5%，占正泰电器总净利润的 45.3%（扣除正泰安能的少数股东损益后）。

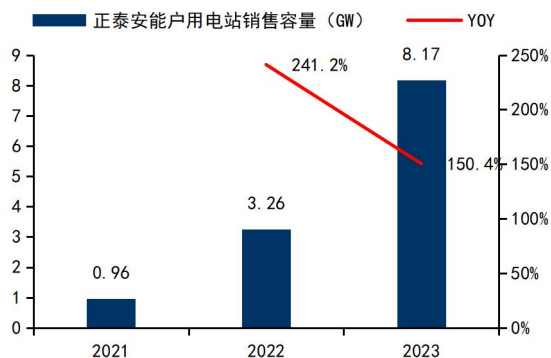
图47：正泰电器户用新增装机市占率(2018-2023 年)


资料来源：正泰电器公告，国信证券经济研究所整理

图48：公司累计自持户用电站容量（GW）


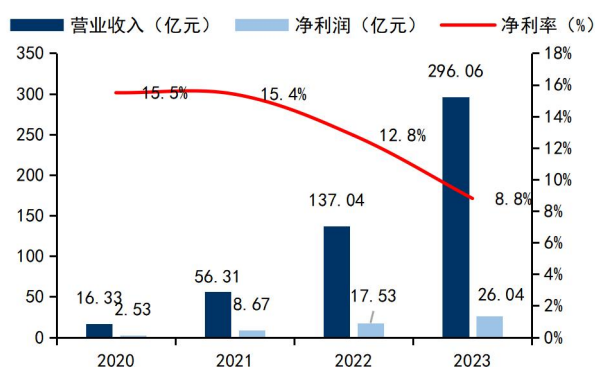
资料来源：正泰电器公告、正泰安能招股书，国信证券经济研究所整理

图49: 正泰安能户用电站销售容量 (GW)



资料来源: 正泰电器公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 正泰安能财务数据 (2020-2023 年)



资料来源: 正泰电器公告, 国信证券经济研究所整理

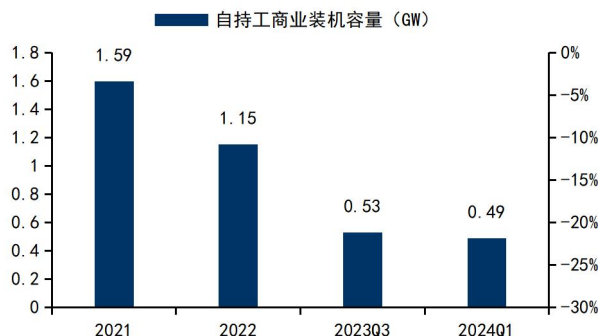
集中式地面电站及工商业电站方面, 截至 2024 年第一季度, 正泰新能源持有集中式电站装机容量 1.8GW, 工商业装机容量 0.49GW。相较于户用光伏业务, 公司集中式地面电站及工商业电站体量较小。

图51: 公司自持集中式装机容量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

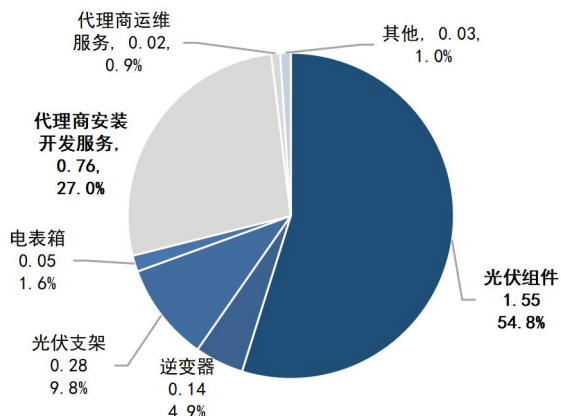
图52: 公司自持工商业装机容量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

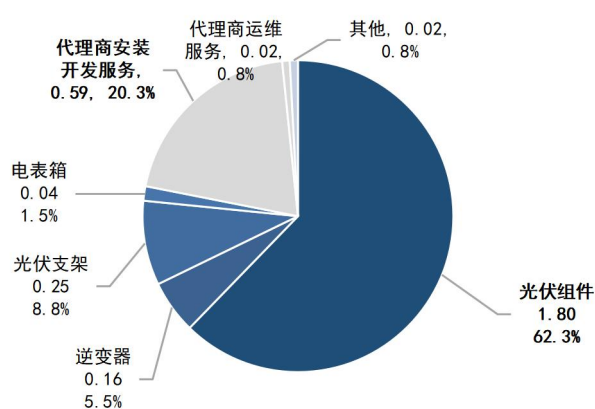
户用光伏电站业务成本方面, 主要的成本构成为光伏组件、逆变器、光伏支架及代理商安装开发服务等。2022 年至今, 公司户用光伏电站成本基本稳定, 2023 年上半年公司户用光伏电站安装成本约为 2.83 元/W (不含税), 但成本结构发生较大变化: 其中, 组件成本因组件供给过剩而下降较快, 组件成本占比已由 2022 年的 62.3% 下降至 2023H1 的 54.8%; 而伴随着户用电站开发及并网难度逐年提升, 优质的户用电站资源越发紧缺, 公司的代理商安装及开发服务的成本支出增长较快, 其成本占比由 2022 年的 20.3% 上升至 2023H1 的 27.0%。

图53: 2023年上半年公司户用光伏电站成本结构(元,%)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图54: 2022年公司户用光伏电站成本结构(元,%)



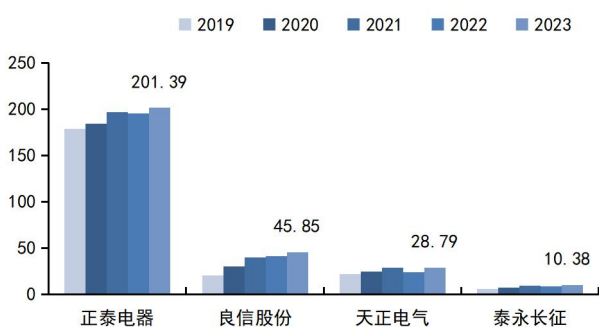
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

财务分析

盈利能力分析

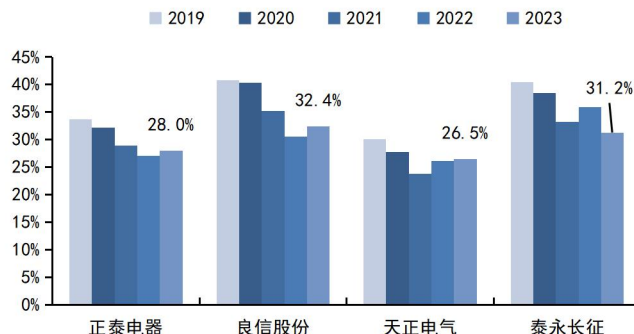
公司低压电器业务营业收入规模领先行业,毛利率处于行业平均水平。2020-2023年公司低压电器营业收入稳步增长,三年年复合增长率为3.0%,2023年公司实现低压电器业务营收201.4亿元,同比增长3.1%。2020-2023年低压电器业务毛利率处于下降趋势,毛利率下滑主要系原材料银、铜价格波动影响;进入2023年下半年毛利率企稳,主要系公司逐步调整部分低压电器低毛利订单以及进一步采取多种降本增效的生产措施所致。与可比公司相比,公司低压电器业务营收规模处于行业领先水平,毛利率处于同行业平均的水平。

图55: 低压电器业务可比公司营业收入对比(亿元)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理
注:正泰电器数据为公司低压电器业务

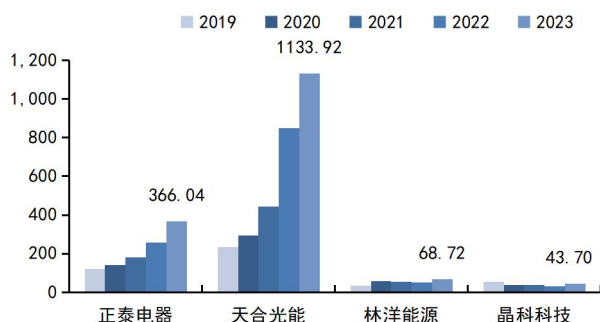
图56: 公司与可比公司毛利率对比(低压电器板块,%)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理
注:正泰电器数据为公司低压电器业务

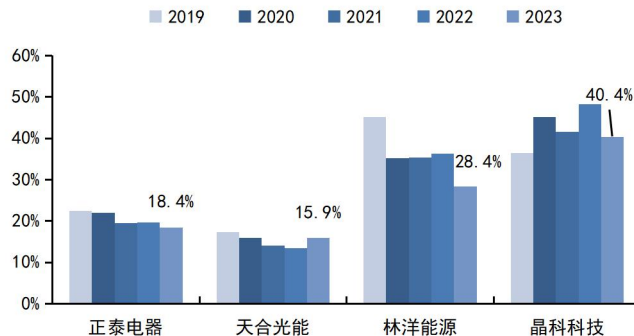
公司光伏业务营业收入及毛利率均处于行业平均水平。2020-2023年公司光伏业务营业收入快速增长,三年年复合增长率为37.3,2023年公司实现光伏业务营收366.0亿元,同比+42.7%。2020-2023年毛利率呈现下降趋势,2023年光伏业务毛利率持续下滑,主要系公司光伏板块营收结构发生变化,与光伏发电运营业务相比,户用光伏销售业务毛利率较低,同时户用光伏业务营收增长较快从而影响公司光伏业务整体毛利率水平。与可比公司相比,公司光伏业务营收规模处于行业领先水平,毛利率处于同行业平均的水平。

图57: 公司与可比公司营业收入对比（光伏板块，亿）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：正泰电器数据为光伏板块（2023H1 正泰已经剥离组件业务）

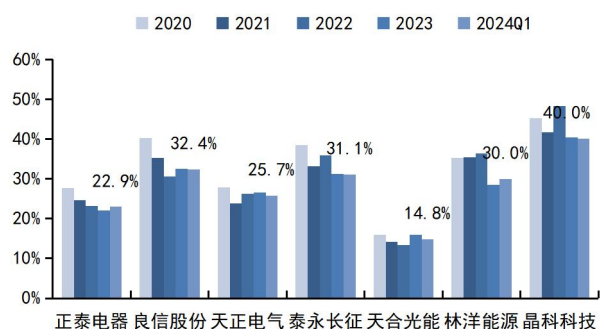
图58: 公司与可比公司毛利率对比（光伏板块，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：正泰电器数据为光伏板块（2023H1 正泰已经剥离组件业务）

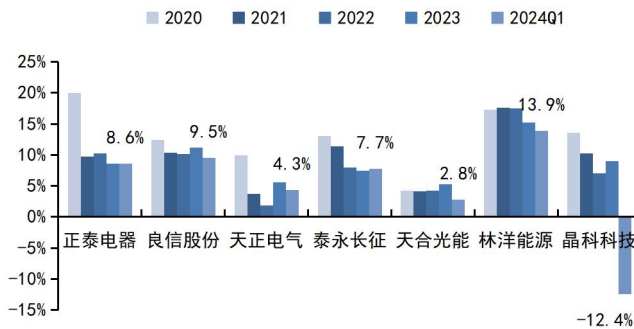
公司的整体毛利率及净利率处于行业较高水平。2023 年公司整体毛利率 22.0%，同比下降 1.4pct，2024Q1 公司毛利率为 22.9%，同比+1.7pct、环比+3.57pct。对比可比公司，公司多年来盈利能力处于行业较高水平，主要系公司持续优化产品结构，持续实施降本增效的生产措施所致。

图59: 公司与可比公司毛利率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图60: 公司与可比公司净利率对比（%）

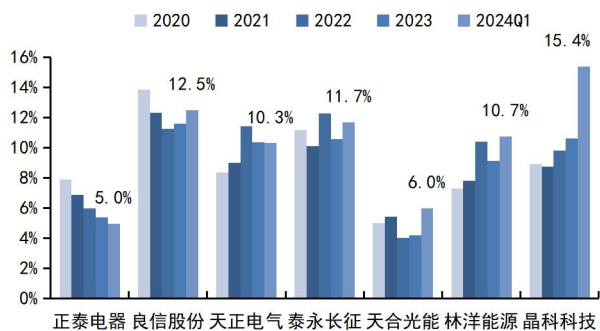


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

期间费用分析

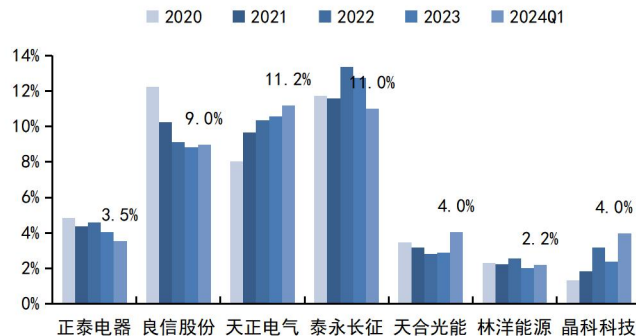
公司期间费用率持续下降，始终处于行业的领先水平。2020-2023 年公司期间费用率持续下降，其中管理费用率、销售费用率处于行业领先水平。公司作为国内低压电器及户用光伏龙头企业，同类产品的营收规模行业领先，规模效应提升有效地降低了公司各项费用率及成本水平。

图61: 公司与可比公司管理费用率对比 (%)



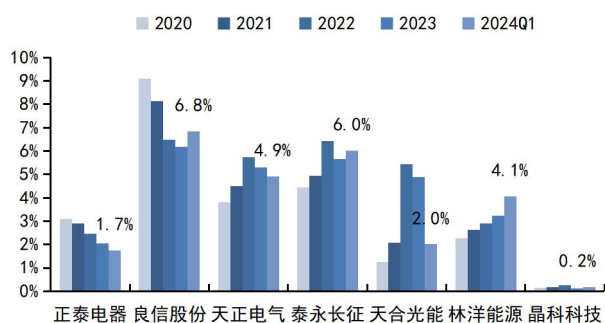
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图62: 公司与可比公司销售费用率对比 (%)



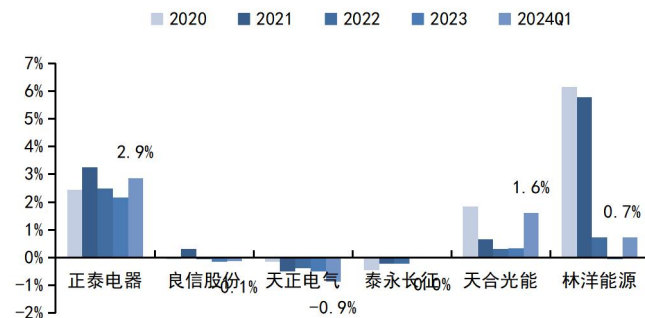
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图63: 公司与可比公司研发费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图64: 公司与可比公司财务费用率对比 (%)

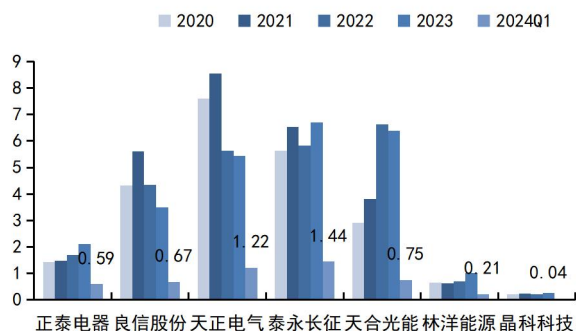


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

营运能力分析

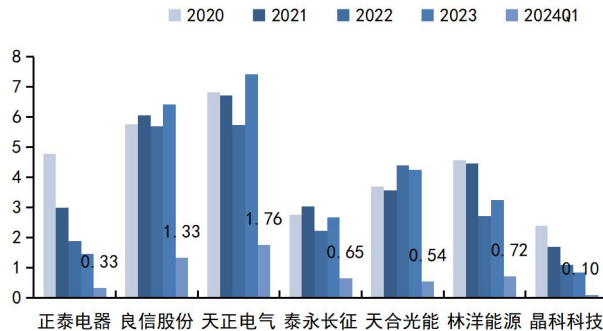
公司营运能力处于行业平均水平。公司固定资产周转率、存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率位于行业平均水平, 主要系公司光伏板块中户用光伏业务占比较高, 营运资金周转相对更慢。近年来, 公司全面实现精益化生产模式, 改进现场工艺水平, 提高公司生产物流管理效率, 将进一步提高公司的整体营运能力。

图65: 可比公司固定资产周转率 (次)



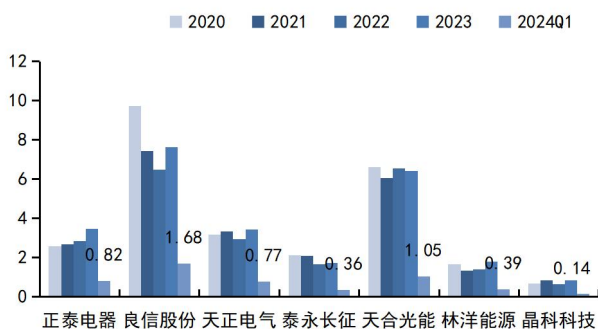
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 可比公司存货周转率 (次)



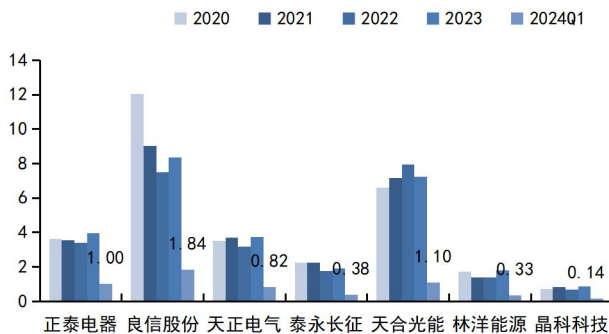
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图67: 可比公司应收账款及应收票据周转率 (次)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图68: 可比公司应付账款周转率 (次)

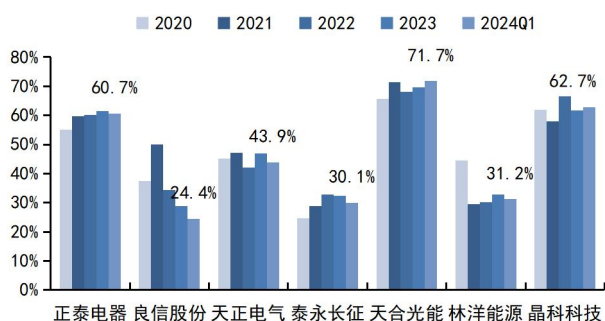


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

偿债能力分析

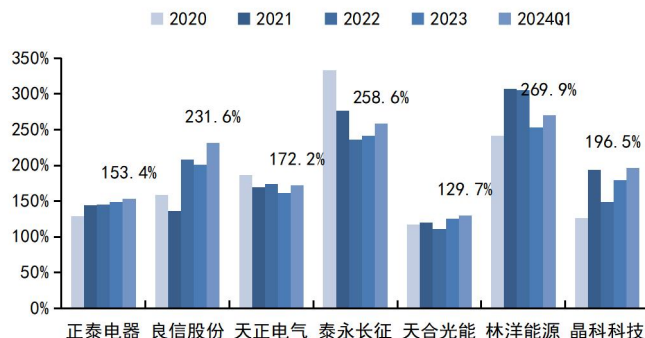
公司资产负债率、偿债能力目前处于行业平均水平。长期偿债能力方面,2020-2023前公司资产负债率呈小幅上升趋势,与可比公司相比处于平均水平。短期偿债指标来看,公司流动比率持续小幅上升、速动比率持续小幅下降,目前均处于行业内平均水平。

图69: 公司与可比公司资产负债率对比 (%)



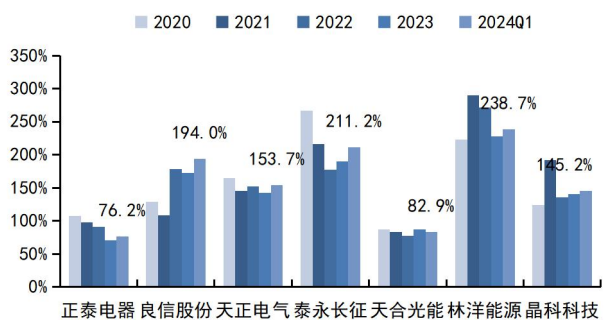
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图70: 公司与可比公司流动比率对比 (%)



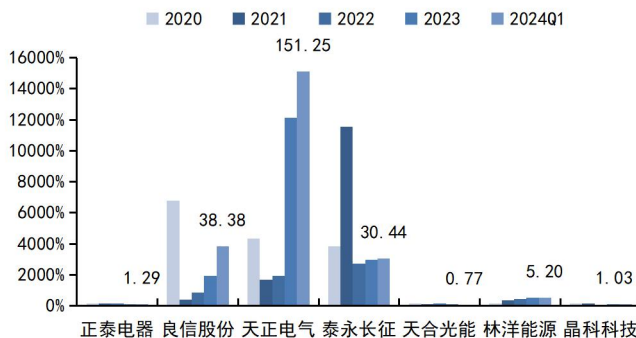
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图71: 公司与可比公司速动比率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图72: 可比公司归属母公司股东的权益/带息债务



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 706.3/751.4/791.1 亿元, 增速分别为 23.4%/6.4%/5.3%, 公司整体毛利率为 21.9%/22.6%/23.1%, 公司未来业绩的主要增长点来源于低压电器业务的全球扩张及户用光伏业务的持续增长。

- 低压电器业务: 伴随着光伏、风电、储能市场快速发展, 以及全球范围内电网等基础设施更新需求的爆发, 公司低压电器业务将保持快速增长。作为国内低压电器头部企业, 公司全球化布局行业领先, 我们预计 2024-2026 年公司低压电器业务营业收入分别为 233.3/263.9/290.8 亿元, 同比 +15.9%/+13.1%/+10.2%, 毛利率为 28.4%/28.5%/28.5%。
- 光伏业务: 伴随着国内户用光伏行业的发展, 公司光伏业务将保持平稳增长, 我们预计 2024-2026 年公司光伏业务实现营业收入 467.5/481.8/494.3 亿元, 同比 +27.7%/+3.1%/+2.6%, 毛利率为 18.5%/19.3%/19.8%。

表9：正泰电器主营业务假设

		2023	2024E	2025E	2026E
低压电器业务	营收 (亿元)	201.4	233.3	263.9	290.8
	yoy (%)	3.1%	15.9%	13.1%	10.2%
	毛利率 (%)	28.0%	28.4%	28.5%	28.5%
	毛利润 (亿元)	56.5	66.3	75.2	83.0
光伏业务	营收 (亿元)	366.0	467.5	481.8	494.3
	yoy (%)	42.7%	27.7%	3.1%	2.6%
	毛利率 (%)	18.4%	18.5%	19.3%	19.8%
	毛利润 (亿元)	67.5	86.7	92.8	97.8
其他业务	营收 (亿元)	5.1	5.5	5.7	6.0
	yoy (%)	-36.16%	8.23%	3.64%	5.26%
	毛利率 (%)	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
	毛利润 (亿元)	1.9	2.0	2.1	2.2
合计	营收 (亿元)	572.5	706.3	751.4	791.1
	yoy (%)	24.5%	23.4%	6.4%	5.3%
	毛利率 (%)	22.0%	21.9%	22.6%	23.1%
	毛利润 (亿元)	125.8	154.9	170.1	183.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下。

表10：公司盈利预测核心假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	18.29%	24.53%	23.4%	6.4%	5.3%
营业成本/营业收入	76.88%	78.03%	78.1%	77.4%	76.9%
销售费用/销售收入	4.60%	4.03%	3.4%	3.6%	3.7%
管理费用/营业收入	3.50%	3.34%	3.0%	3.1%	3.1%
研发费用/销售收入	2.47%	2.06%	1.7%	1.8%	1.8%
营业税及附加/营业收入	0.52%	0.40%	0.3%	0.3%	0.4%
所得税税率	20.54%	23.79%	24.1%	24.0%	24.0%
股利分配比率	21.15%	0.00%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 706.3/751.4/791.1 亿元，同比增长 23.4%/6.4%/5.3%；实现归母净利润 47.2/53.9/56.4 亿元，同比增长 28.2%/14.1%/4.6%。当前股价对应 PE 分别为 9.4/8.2/7.9 倍。

表11：公司盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	45974	57251	70628	75138	79112
(+/-%)	18.3%	24.5%	23.4%	6.4%	5.3%
净利润(百万元)	4023	3686	4724	5392	5642
(+/-%)	18.3%	-8.4%	28.2%	14.1%	4.6%
每股收益 (元)	1.87	1.72	2.20	2.51	2.63
EBITMargin	12.0%	12.2%	13.6%	13.9%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	9.8%	11.4%	11.8%	11.3%
市盈率 (PE)	11.3	12.1	9.4	8.2	7.9
EV/EBITDA	14.8	13.3	9.9	9.5	8.8
市净率 (PB)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测 注：假设公司持有正泰安能的股权比例为 64.13%

估值与投资建议

绝对估值：21.6–22.0 元

根据以下主要假设条件,采用 FCFE 估值方法,得出公司合理价值区间为 21.6–22.0 元,较公司当前股价有 4%–6%的溢价空间。

表12: 资本成本假设 (百万元)

无杠杆 Beta	1.19	T	15.00%
无风险利率	3.00%	Ka	11.33%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.50
公司股价 (元)	20.68	Ke	13.51%
发行在外股数	2149	E/(D+E)	65.00%
股票市值 (E)	44441	D/(D+E)	40.00%
债务总额 (D)	15319	WACC	10.48%
Kd	5.00%	永续增长率 (10年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为绝对估值的敏感性分析。

表13: 绝对估值的敏感性分析 (元)

21.83	10.1%	10.3%	10.5%	10.7%	10.9%
2.6%	22.47	22.47	22.47	22.47	22.47
2.4%	22.25	22.25	22.25	22.25	22.25
2.2%	22.03	22.03	22.03	22.03	22.03
2.0%	21.83	21.83	21.83	21.83	21.83
1.8%	21.63	21.63	21.63	21.63	21.63
1.6%	21.44	21.44	21.44	21.44	21.44
1.4%	21.25	21.25	21.25	21.25	21.25

资料来源: 国信证券经济研究所预测

分部估值：23.1–25.3 元

我们对公司的低压电器业务及光伏业务进行分部估值。

对于公司低压电器业务,我们选取主营低压电器等电力设备的良信股份、金盘科技、三星医疗为可比公司,得到主营低压电器业务的可比公司 2024 年动态 PE 区间为 14–31 倍。公司为国内低压电器行业头部企业,我们给予公司低压电器业务 2024 年动态 PE 区间为 21–23 倍。

表14: 低压电器及设备公司估值对比

公司简称	公司代码	总市值(亿元)	归母净利润预测 (亿元)			动态 PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
良信股份	002706.SZ	87	6	7	9	14	12	10
金盘科技	688676.SH	242	8	11	14	31	22	17
三星医疗	601567.SH	497	23	28	35	21	18	14
平均值						22	17	14

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 标的 EPS 均为披露业绩或 Wind 一致预期

对于公司光伏业务,我们选取主营光伏电站运营的芯能科技、晶科科技、南网能源为可比公司,得到主营光伏电站运营的可比公司 2024 年动态 PE 区间为 17–38

倍。相较电站运营业务，电站开发出售的估值更低，而正泰电器的光伏业务中，户用电站的开发出售比例较高，自持电站运营比例较小，我们给与公司光伏业务2024年动态PE区间为5-7倍。

表15: 光伏运营公司估值对比

公司简称	公司代码	总市值(亿元)	归母净利润预测(亿元)			动态PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
芯能科技	603105.SH	47	3	3	4	17	14	12
晶科科技	601778.SH	107	8	9	11	14	11	10
南网能源	003035.SZ	193	5	7	8	38	28	23
平均值						23	18	15

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 标的EPS均为披露业绩或Wind一致预期

公司各业务分部利润与估值汇总如下,得出公司2024年合理PE区间为10.5-11.5倍,对应合理估值区间为23.1-25.3元,较公司当前股价有9%-20%的溢价空间。

表16: 正泰电器各业务分部利润与估值汇总(取动态PE区间中值)

分部利润与估值	2024E	2025E	2026E
低压电器板块业绩(亿元)	17	19	21
PE(倍)	22	22	22
对应市值(亿元)	369	421	466
光伏板块业绩(亿元)	21	24	25
PE(倍)	6	6	6
对应市值(亿元)	129	141	150
归母净利润合计(亿元)	47	54	56
PE(倍)	11	11	11
市值合计(亿元)	507	574	627

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注: 光伏板块业绩中,假设公司持有正泰安能的股权比例为64.13%,并已扣除正泰安能少数股东损益部分

投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级

我们预计公司2024-2026年实现营业收入706.3/751.4/791.1亿元,同比增长23.4%/6.4%/5.3%;实现归母净利润47.2/53.9/56.4亿元,同比增长28.2%/14.1%/4.6%。当前股价对应PE分别为9.4/8.2/7.9倍。综合考虑FCFE估值和相对估值,我们认为公司股价的合理估值区间为21.6-23.1元,对应2024年动态PE区间为10-11倍,较公司当前股价有4%-9%的溢价空间。首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法,多角度综合分析得出公司的合理估值在21.6-23.1元之间,但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本WACC的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择,其中都加入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体如下:

1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

2、加权平均资本成本 WACC 对公司的估值影响较大，我们在计算 WACC 时采用的无风险利率 3.0% 的取值都有可能偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处的主要行业为低压电器行业及户用光伏行业，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值我们主要关注公司 2024 年估值，选取可比公司 2024 年平均 PE 作为参考，最终判断公司 2024 年合理的 PE 在 10-11 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

价格/毛利率下降的风险：若国内市场低压电器行业产能较多导致行业竞争加剧，则可能存在产品价格大幅下降的风险；若户用光伏的并网电价下滑导致项目收益率下降较快，则可能出现公司户用电站的销售出表不及预期的风险。若国内后续因电网消纳能力不足，而对于户用光伏电站开发及并网的支持力度下降，则可能出现公司户用电站业务盈利不及预期的风险。

政策风险

政策支持力度：新能源、建筑及电网项目开发属于重资产、长周期投入，对于各国政策支持力度依赖性较强。若国内后续对于电力基础设施项目开发支持力度低于预期，则低压电器行业增速有低于预期的风险。若国内后续因电网消纳能力不足，而对于户用光伏电站开发及并网的支持力度下降，则户用光伏行业装机增速有低于预期的风险。若国内后续对户用光伏电站的并网电价下调的力度超预期，则户用光伏行业装机增速有低于预期的风险。

其他风险

新能源等下游市场需求增速不及预期的风险；产能投产不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	13357	12094	5449	3000	3000	营业收入	45974	57251	70628	75138	79112
应收款项	16851	16228	15336	19854	19214	营业成本	35347	44671	55135	58129	60817
存货净额	22477	37944	46166	55624	62002	营业税金及附加	237	228	232	258	282
其他流动资产	4778	4413	5514	5813	6082	销售费用	2117	2305	2415	2670	2898
流动资产合计	59682	72341	74515	86451	92557	管理费用	1610	1912	2098	2294	2468
固定资产	30646	28758	26967	25176	23385	研发费用	1136	1179	1178	1318	1444
无形资产及其他	591	1220	1152	1084	1017	财务费用	1143	1236	1625	1386	1637
其他长期资产	8179	12657	12713	12022	11867	投资收益	2028	955	500	500	500
长期股权投资	5236	5828	5828	5828	5828	资产减值及公允价值变动	(804)	(403)	(400)	(400)	(400)
资产总计	104334	120805	121175	130562	134654	其他收入	1194	679	600	600	600
短期借款及交易性金融负债	9465	16299	2000	3705	3648	营业利润	5997	6549	8245	9383	9866
应付款项	18140	19336	23320	25121	23503	营业外净收支	(57)	(55)	(60)	(60)	(60)
其他流动负债	8493	8893	8947	6309	5295	利润总额	5940	6494	8185	9323	9806
流动负债合计	41041	48649	38505	38892	35611	所得税费用	1220	1545	1969	2240	2352
长期借款及应付债券	14899	12463	13319	14147	14915	少数股东损益	697	1263	1491	1691	1812
其他长期负债	6852	13187	16730	19355	20245	归属于母公司净利润	4023	3686	4724	5392	5642
长期负债合计	21752	25649	30049	33502	35160	现金流量表（百万元）					
负债合计	62793	74298	68554	72395	70770	净利润	4023	3686	4724	5392	5642
少数股东权益	5201	7415	8806	10377	12069	资产减值准备	(199)	(252)	(250)	(250)	(250)
股东权益	36341	39091	43816	47790	51814	折旧摊销	1803	1943	1859	1859	1859
负债和股东权益总计	104334	120805	121175	130562	134654	公允价值变动损失	(74)	138	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1143	1236	1625	1386	1637
每股收益	1.87	1.72	2.20	2.51	2.63	营运资本变动	(3406)	(13151)	(4663)	(15703)	(9331)
每股红利	0.40	0.00	0.66	0.75	0.79	其它	2950	11775	2942	2852	3222
每股净资产	19.33	21.64	24.49	27.07	29.73	经营活动现金流	5096	4140	4613	(5850)	1141
ROIC	10%	9%	11%	12%	12%	资本开支	(10670)	(4364)	0	0	0
ROE	12%	10%	11%	12%	11%	其它投资现金流	6694	1596	444	1191	655
毛利率	23%	22%	22%	23%	23%	投资活动现金流	(3976)	(2768)	444	1191	655
EBIT Margin	12%	12%	14%	14%	14%	权益性融资	1209	(79)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	16%	16%	17%	负债净变化	2900	(5672)	(13442)	2532	711
收入增长	18%	25%	23%	6%	5%	支付股利、利息	(1021)	(999)	(101)	(1537)	(1738)
净利润增长率	18%	-8%	28%	14%	5%	其它融资现金流	3930	(3235)	(14299)	1705	(57)
资产负债率	60%	62%	57%	55%	53%	融资活动现金流	4185	(1732)	(11701)	2210	(1797)
息率	1.9%	0.0%	3.2%	3.6%	3.8%	现金净变动	5305	(359)	(6645)	(2449)	0
P/E	11.0	12.1	9.4	8.2	7.9	货币资金的期初余额	7429	13357	12094	5449	3000
P/B	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7	货币资金的期末余额	13357	12094	5449	3000	3000
EV/EBITDA	14.6	13.3	9.9	9.5	8.8	企业自由现金流	(7882)	(10270)	4464	(5891)	1044
						权益自由现金流	(5890)	(16884)	(10213)	(4411)	511

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032