

强烈推荐-A (维持)

正泰电器 601877.SH

目标估值: 27-28 元

当前股价: 22.89 元

2019 年 10 月 25 日

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	215124
已上市流通股(万股)	177748
总市值(亿元)	492
流通市值(亿元)	407
每股净资产(MRQ)	10.8
ROE(TTM)	15.7
资产负债率	55.5%
主要股东	正泰集团股份有限公司
主要股东持股比例	43.56%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《正泰电器(601877)——低压电器业务增长稳健,有望再上一个台阶》2019-09-01
- 2、《正泰电器(601877)——业绩保持快速增长,低压电器业务有望再上一个台阶》2019-05-21
- 3、《正泰电器(601877)——业绩超预期,低压电器引领增长》2018-10-26

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001  
研究助理  
普绍增  
pushaozeng@cmschina.com.cn

业绩增长符合预期,低压电器直销业务快速突破

公司发布 2019 年三季报,前三季度实现收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 224.77、28.64、27.99 亿元,分别同比增长 17.62%、2.65%、-0.02%,剔除去年同期电站出售影响,公司前三季度净利润增速为 20.46%,保持快速增长。公司光伏板块已进入稳健发展阶段,户用、EPC 有望重加大贡献,而低压电器经过近几年的布局和投入后,分销渠道更强,直销业务也取得突破,市场份额有望再上一个台阶。公司保持着优秀的资产负债表与现金流、自我造血能力、盈利能力,维持“强烈推荐-A”评级,目标价为 27-28 元。

- **业绩增长符合预期。**2019 年前三季度,公司收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 224.77、28.64、27.99 亿元,分别同比增长 17.62%、2.65%、-0.02%,利润增速低于收入增速主要系去年同期出售电站获得投资收益 3.8 亿元所致,剔除该因素影响,公司前三季度净利润增速为 20.46%。其中, Q3 公司收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 80.50、10.80、10.69 亿元,分别同比增长 11.67%、7.21%、5.38%。业绩增长符合预期。
- **分项业务估算与分析。**2019 年前三季度,公司低压电器业务估算实现收入 142 亿元左右,同比增长 11%,其中, Q3 低压电器业务估算实现收入 56.7 亿元左右,同比增长 12%。其中,公司低压电器直销业务继续保持快速发展,3 季度占比进一步提升。前三季度,估算公司光伏业务实现收入 82 亿元左右,同比增长 30%以上。
- **低压电器业务有望再上一个台阶。**公司低压分销业务渠道能力进一步加强,目前已有 16 个办事处、510 多家核心经销商、4000 多个经销网点,在 2015 年销售、管理进行大梳理后,开始新一轮发展,有望维持快速增长,市场份额再上一个台阶。直销业务聚焦电力、机械、通讯、工业、建筑工程和新能源六大行业,培育了专业直销团队,取得了阶段性的突破。
- **EPC、户用光伏业务有望加大贡献。**公司光伏电站业绩占比超 50%,运营稳健,EPC 业务也在稳健扩张。公司户用光伏业务模式已经很清晰,与低压电器渠道协同,在 18 年初经培育了有力的推广团队,截至 3 季度末公司户用光伏业务出货达 10 万户以上,预计全年将实现高速增长。EPC 海外交付增在加速,预计今年达 200MW 左右,同比增长在 100%左右。
- **投资建议:**维持“强烈推荐-A”评级,目标价 27-28 元。
- **风险提示:**低压电器板块需求波动,新能源发电弃电难以解决。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	23417	27421	32350	37669	43504
同比增长	16%	17%	18%	16%	15%
营业利润(百万元)	3383	4250	4623	5448	6525
同比增长	18%	26%	9%	18%	20%
净利润(百万元)	2840	3592	3903	4532	5411
同比增长	30%	26%	9%	16%	19%
每股收益(元)	1.32	1.67	1.81	2.11	2.51
PE	17.3	13.7	12.6	10.9	9.1
PB	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

1、业绩摘要.....	3
2、低压电器分销有望再上一个台阶，直销快速突破.....	5
3、EPC、户用光伏业务有望加大贡献.....	7
风险提示.....	7

## 图表目录

图 1 公司低压电器市占率进入新一轮提升期.....	5
图 2 上市公司传统低压业务销售人员人均销售额（百万元/人，含仪表等）.....	5
图 3 公司低压电器行业解决方案.....	6
图 4 公司行业解决方案面向多个行业.....	6
图 5 公司部分直销业务客户.....	6
图 6 公司户用光伏形成了一体化模式.....	7
图 7：正泰电器历史 PE Band.....	8
图 8：正泰电器历史 PB Band.....	8
表 1：业绩摘要.....	3
表 2：分项业务估算.....	4
表 3：公司经营指标分析.....	4
表 4：公司经营指标分析.....	4
表 5：公司经营指标分析（单位，%/百万元）.....	4
表 6：公司负债情况分析（单位，%/百万元）.....	5
表 7：正泰电器行业解决方案.....	6
表 8：公司电站运营主要数据.....	7
附：财务预测表.....	9

## 1、业绩摘要

**业绩增长符合预期。**公司发布 2019 年 3 季报，报告期内，实现收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 224.77、28.64、27.99 亿元，分别同比增长 17.62%、2.65%、-0.02%，利润增速低于收入增速主要系去年同期出售电站获得投资收益 3.8 亿元所致，剔除该因素影响，公司前三季度净利润增速为 20.46%。

其中，Q3 公司实现收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 80.50、10.80、10.69 亿元，分别同比增长 11.67%、7.21%、5.38%。业绩增长符合预期。

**盈利能力分析。**2019 年 3 季度，公司综合毛利率为 31.71%，同、环比分别上升 1.40、1.09 个百分点，毛利率上升主要系 8 月来低压电器提价（提价 1-2%），以及低压业务中盈利能力更高的直销业务占比提升所致；Q3 公司销售、管理、财务费用率分别为 6.93%、7.71%、1.65%，同比分别上升 0.23、下降 0.35、上升 1.01 个百分点。

**分项业务估算与分析。**2019 年前三季度，公司低压电器业务估算实现收入 142 亿元左右，同比增长 11%，其中，Q3 低压电器业务估算实现收入 56.7 亿元左右，同比增长 12%。其中，公司低压电器直销业务继续保持快速发展，3 季度占比进一步提升。

前三季度，估算公司光伏业务实现收入 82 亿元左右，同比增长 30%以上。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2018 Q1-3	2019 Q1-3	同比变动 (%)	2018Q3	2019Q3	同比变动 (%)
营业收入	19110.6	22477.2	17.62	7208.2	8049.6	11.67
销售税金	(120.5)	(131.0)	8.74	(40.5)	(43.0)	6.34
营业成本	(13421.1)	(15867.4)	18.22	(5023.5)	(5497.2)	9.43
毛利润	5568.3	6478.7	16.35	2144.3	2509.4	17.03
销售费用	(1181.1)	(1400.8)	18.61	(483.0)	(557.6)	15.43
管理费用	(1462.7)	(1581.7)	8.13	(580.9)	(620.3)	6.78
经营利润	2924.5	3496.2	19.55	1080.4	1331.5	23.25
资产减值损失	(71.8)	1.4	(101.91)	(34.9)	(0.8)	(97.69)
公允价值变动收益	(33.6)	(9.2)	(72.59)	(22.8)	(17.3)	(24.04)
财务费用	(243.1)	(344.0)	41.50	(46.1)	(133.0)	188.72
投资收益	558.9	238.0	(57.42)	137.5	100.1	(27.21)
营业外收入	18.3	13.8	(24.85)	7.3	3.3	(55.18)
营业外支出	(7.1)	(7.9)	12.21	(0.7)	(1.9)	157.32
利润总额	3272.4	3447.2	5.34	1175.6	1302.3	10.77
所得税	(384.6)	(454.2)	18.08	(140.8)	(176.0)	25.00
税后净利润	2887.8	2993.0	3.64	1034.8	1126.3	8.84
少数股东权益	(97.7)	(128.9)	31.88	(27.4)	(46.2)	68.82
归母净利润	2790.0	2864.1	2.65	1007.5	1080.1	7.21
扣非后归母净利润	2799.3	2798.6	(0.02)	1014.7	1069.3	5.38
<b>主要比率 (%)</b>					<b>百分点变动</b>	
毛利率	29.77	29.41	(0.36)	30.31	31.71	1.40
销售费用率	6.18	6.23	0.05	6.70	6.93	0.23
管理费用率	7.65	7.04	(0.62)	8.06	7.71	(0.35)
财务费用率	1.27	1.53	0.26	0.64	1.65	1.01
经营利润率	15.30	15.55	0.25	14.99	16.54	1.55
税后净利率	15.11	13.32	(1.80)	14.36	13.99	(0.36)
所得税率	11.75	13.18	1.42	11.98	13.51	1.54

(人民币, 百万)	2018 Q1-3	2019 Q1-3	同比变动 (%)	2018Q3	2019Q3	同比变动 (%)
少数股东权益率	3.38	4.31	0.92	2.64	4.10	1.46

资料来源: 公司数据, wind, 招商证券

表 2: 分项业务估算

(百万元)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比 (%)	2018Q3	2019Q3	同比 (%)
收入	19110	22477	17.6	7208	8050	11.7
利润总额	3272	3447	5.3	1176	1302	10.8
归上净利润	2790	2864	2.7	1008	1080	7.2
扣非利润	2799	2799	0.0	1015	1069	5.4
扣除电站影响后的归上利润	2378	2864	20.46	915	1069	16.9
				908	1080	19.0
原有低压业务收入估算	12891	14308	11.0	5061	5666	12.0
原有低压业务归上利润	1838	2157	17.4	697	848	21.7
光伏板块收入估算	6220	8169	31.3	2389	2550	6.7
光伏板块归上净利润	953	707	-25.8	311	232	-25.3
光伏板块剔除出售电站利润	540	707	30.9	221	232	5.1

资料来源: 公司数据、招商证券

表 3: 公司经营指标分析

	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3
赊销比 (%)	34.0	34.3	36.6	37.8	39.0	53.3	58.2
存货营收占比 (%)	10.0	9.8	10.1	14.0	17.0	22.1	18.7
商品劳务获现金营收比例 (%)	115.4	100.6	106.3	101.3	100.4	100.9	102.0
经营现金流税后净利润比 (%)	119.2	102.9	187.1	85.7	77.1	51.4	98.7

资料来源: Wind、招商证券

表 4: 公司经营指标分析

	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3	同比
预付款 (百万)	42.6	37.8	585.9	406.8	598.5	1,599.5	1,053.9	(34.1)
预收款 (百万)	123.0	153.4	178.2	297.4	621.6	955.5	1,503.4	57.3
存货 (百万)	1,277.7	1,175.5	2,044.9	3,271.3	4,657.7	4,218.3	4,202.6	(0.4)
购买商品支付现金 (百万)	9,172.6	6,773.5	12,751.0	15,393.1	18,815.3	13,343.4	15,592.4	16.9
调整后的购买支出 (百万)	0.0	6,298.2	16,988.1	16,710.2	20,333.6	15,234.6	17,692.4	16.1
人均薪酬 (万元/人)	7.0	10.0	11.7	14.1	17.2	10.5	9.9	(5.8)
企业所得税 (百万元)	356.7	324.2	417.2	398.5	481.3	384.6	454.2	18.1

资料来源: Wind、招商证券

表 5: 公司经营指标分析 (单位, %/百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3
ROE	32.5	27.4	21.8	17.0	17.3	13.7	12.7
ROA	17.0	15.4	11.0	7.5	8.2	6.2	5.9
ROIC	26.0	23.2	17.7	11.5	12.4	9.4	9.5
收入	12767.2	12026.5	20164.5	23416.6	27420.8	19110.6	22477.2
固定资产	1375.3	2179.2	13458.0	16092.7	15653.3	14239.2	7279.5
无形资产	247.8	229.5	530.3	344.2	338.9	358.0	369.3
在建工程	651.8	42.3	819.3	1029.9	1288.7	1456.0	1474.0
收入/(固定+无形)	7.9	5.0	1.4	1.4	1.7	1.3	1.2

资料来源: Wind、招商证券

表 6: 公司负债情况分析 (单位, %/百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3
负债率	47.20	41.28	60.25	53.41	53.24	56.14	55.45
短期借款	236.92	30.00	3245.91	2092.54	3181.15	2351.22	2916.37
长期借款	82.94	54.64	7620.58	8992.18	6609.66	8568.33	8367.70
短融	72.45	56.27	103.13	137.87	154.41	105.03	156.39
一年到期非流动负债	0.00	1392.92	991.77	854.37	1209.00	1259.08	804.01
应付票据及账款	2269.10	1793.81	6030.94	7348.07	8866.29	9239.29	10966.28
带息负债	392.3	140.9	10969.6	11222.6	9945.2	11024.6	11440.5

资料来源: Wind、招商证券

## 2、低压电器分销有望再上一个台阶，直销快速突破

**低压电器等原有电气务保持较快增长，盈利能力稳中有升：**公司低压业务在 2015 年销售和管理进行大梳理后，开始新一轮发展，近几年成功推出“昆仑”新品牌，针对解决方案培育系列新产品。2018 年，公司低压电器业务收入实现 16.11% 的增长，毛利率提升 1.15 个百分点达 33.99%。2019 年前三季度，估算公司低压电器业务实现收入 142 亿元左右，同比增长 11%。同时，低压电器 8 月份提价 1%-2%，直销业务占比继续提升，拉动公司综合毛利率至 31.71%，同、环比分别上升 1.40、1.09 个百分点。

**直销业务取得阶段性突破。**公司持续完善直销体系，实行全价值链营销模式，深度聚焦电力、机械、通讯、工业、建筑工程和新能源六大行业，全面拓展直销业务。公司拥有专业直销团队，扩充专职销售力量，推出多款行业性专供产品线满足客户的个性化需求，并取得了阶段性的突破。

图 1 公司低压电器市占率进入新一轮提升期



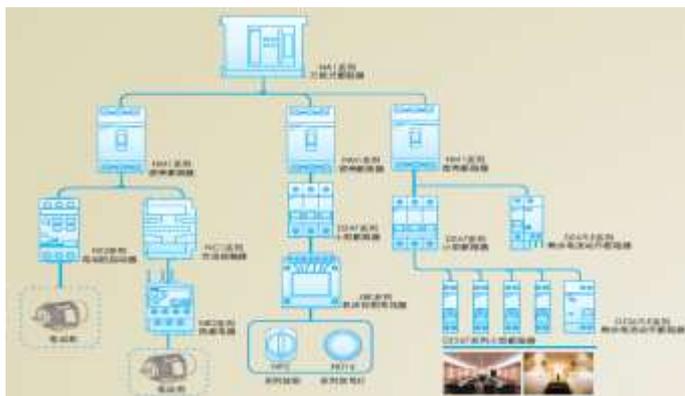
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2 上市公司传统低压业务销售人员人均销售额 (百万元/人, 含仪表等)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 3 公司低压电器行业解决方案



资料来源：公司官网、招商证券

图 4 公司行业解决方案面向多个行业



资料来源：公司官网、招商证券

图 5 公司部分直销业务客户



资料来源：公司公告、招商证券

表 7：正泰电器行业解决方案

行业	简介	代表项目或客户
电力	为用户提供更节能环保的电气系统和保姆式的全面服务，以更优质、更绿色的电力辉映世界。相关项目包括了城网配电房、农网杆架式、城网箱变、农网配电房	三峡水利工程、秦山核电站、山西阳城发电厂
机械	基于先进的电气技术与研发成果，针对机械行业特点，提供高可靠的电气产品选型，保障系统功效最大发挥。包括了起重设备、机床五金设备、电梯设备、食品机械、焊接设备、工程机械、泵阀门风机、中央空调、塑料机械、以及机械行业系统解决方案	上港集团、沈阳机床、青城机械
建筑	以高品质、智能化的产品，为工业、商业、民用建筑提供稳定的电气保障；包括宾馆、机场、体育馆的解决方案	钓鱼台国宾馆、首都机场、天津奥运场馆
通信	全面提供稳定、系列化的电气产品，并深入研究行业特点，推出更具个性化的系统服务，保障更安全的数据传输。包括通信机房、通信基站、固话通信和交换机机房等解决方案。	中兴通讯、大唐电信
暖通	致力于暖通领域的电气研究，为其供应配套的电气产品，保障制冷、制热系统高效运行，时时刻刻为用户创造畅通舒适的环境。包括中央空调、家用空调、热泵及换气扇的解决方案。	

行业	简介	代表项目或客户
冶金	为冶金的各个工艺段提供稳定的电气产品，让冶金自动化系统更高效、更可靠。包括选矿厂、炼钢厂、轧钢厂及有色加工厂的解决方案。	宝山钢铁、鞍山钢铁
石化	汇集众多节能领域专家，持续关注行业节能课题，精心研发变频器、软起动器等节能电气产品，为石化行业的节能、环保贡献一份力量。包括了原油开采、炼油厂、石油化工及化肥厂解决方案。	大庆油田、胜利油田、燕山石化

资料来源：公司官网，招商证券

### 3、EPC、户用光伏业务有望加大贡献

**EPC、户用光伏业务有望加大贡献。**公司光伏电站业绩占比超 50%，运营稳健，EPC 业务也在稳健扩张。公司户用光伏业务模式已经很清晰，与低压电器渠道协同，在 18 年初经培育了有力的推广团队，截至 3 季度末公司户用光伏业务出货预计达 10 万户以上，预计全年将实现高速增长。EPC 海外交付增在加速，预计今年达 200MW 左右，同比增长在 100%左右。

表 8：公司电站运营主要数据

	2017	2018	18Q1-3	19Q1-3	同比 (%)
装机容量 (MW)	2175	2216	1932	3180	64.63
发电量 (万千瓦时)	214130	237408	189760	245946	29.61
结算电量 (万千瓦时)	210925	235684	188479	244548	29.75
电费收入 (万元)	170199	195403	156860	179604	14.50

资料来源：公司数据，招商证券

图 6 公司户用光伏形成了一体化模式



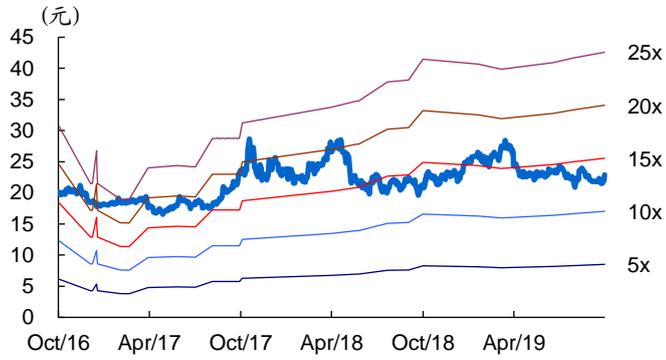
资料来源：招商证券

### 风险提示

- 1、公司新能源光伏发电业务的资产、收入占比已经比较高，如果新能源发电弃电长期难以解决，可能对公司的光伏运营、制造、EPC 业务都带来影响。

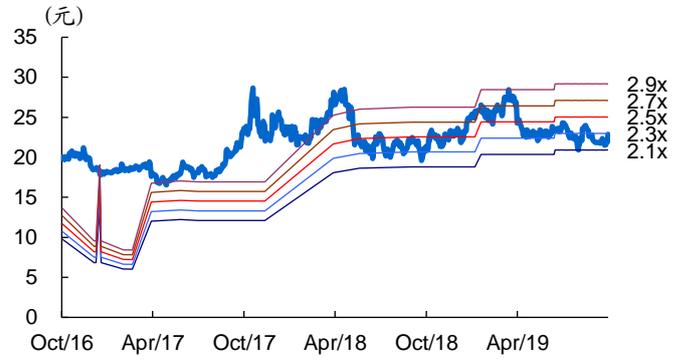
2、低压电器业务覆盖下游宽泛，与电力、工业、地产等下游均相关，如果地产下行可能带来一定影响。

图 7: 正泰电器历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 8: 正泰电器历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>21040</b>	<b>23967</b>	<b>26375</b>	<b>31667</b>	<b>37909</b>
现金	6830	6060	7618	9578	12182
交易性投资	502	5	5	5	5
应收票据	2360	3533	3453	4020	4964
应收款项	6503	7174	8113	9453	10876
其它应收款	368	869	1026	1194	1379
存货	3271	4658	4390	5532	6497
其他	1206	1668	1771	1884	2006
<b>非流动资产</b>	<b>23115</b>	<b>23615</b>	<b>22952</b>	<b>22195</b>	<b>21514</b>
长期股权投资	1693	2483	2483	2483	2483
固定资产	16093	15653	18704	18013	17388
无形资产	344	339	305	274	247
其他	4985	5140	1460	1425	1396
<b>资产总计</b>	<b>44155</b>	<b>47583</b>	<b>49327</b>	<b>53862</b>	<b>59423</b>
<b>流动负债</b>	<b>13031</b>	<b>17106</b>	<b>16715</b>	<b>18553</b>	<b>20794</b>
短期借款	2093	3181	2840	2705	2909
应付账款	5274	5946	6970	8092	9304
预收账款	297	622	729	846	973
其他	5367	7357	6176	6911	7609
<b>长期负债</b>	<b>10554</b>	<b>8229</b>	<b>8229</b>	<b>8229</b>	<b>8229</b>
长期借款	8992	6610	6610	6610	6610
其他	1562	1619	1619	1619	1619
<b>负债合计</b>	<b>23585</b>	<b>25335</b>	<b>24943</b>	<b>26782</b>	<b>29022</b>
股本	2151	2151	2151	2151	2151
资本公积金	10795	10803	10803	10803	10803
留存收益	7040	8695	10769	13350	16494
少数股东权益	584	599	660	776	953
归属于母公司所有者权益	19986	21649	23723	26304	29448
<b>负债及权益合计</b>	<b>44155</b>	<b>47583</b>	<b>49327</b>	<b>53862</b>	<b>59423</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2568</b>	<b>2900</b>	<b>5722</b>	<b>4922</b>	<b>5704</b>
净利润	2840	3592	3903	4532	5411
折旧摊销	1115	1203	1193	1257	1204
财务费用	573	539	455	474	532
投资收益	(214)	(729)	(323)	(198)	(98)
营运资金变动	(1324)	(2473)	274	(1416)	(1652)
其它	(422)	769	220	273	306
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2713)</b>	<b>(2646)</b>	<b>(654)</b>	<b>(599)</b>	<b>(603)</b>
资本支出	(3233)	(3610)	(530)	(500)	(524)
其他投资	520	964	(124)	(99)	(79)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3185</b>	<b>(791)</b>	<b>(3511)</b>	<b>(2363)</b>	<b>(2496)</b>
借款变动	82	319	(1550)	(135)	204
普通股增加	270	(0)	0	0	0
资本公积增加	4137	7	0	0	0
股利分配	(1183)	(1506)	(1829)	(1952)	(2266)
其他	(120)	389	(132)	(276)	(434)
<b>现金净增加额</b>	<b>3039</b>	<b>(538)</b>	<b>1558</b>	<b>1960</b>	<b>2604</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>23417</b>	<b>27421</b>	<b>32350</b>	<b>37669</b>	<b>43504</b>
营业成本	16551	19286	22606	26247	30176
营业税金及附加	173	166	195	228	263
营业费用	1341	1743	2164	2445	2780
管理费用	1810	1261	1387	1526	1679
研发费用		946	1039	1262	1497
财务费用	505	389	455	474	532
资产减值损失	79	246	203	239	149
公允价值变动	1	3	3	3	3
<b>投资收益</b>	<b>214</b>	<b>729</b>	<b>320</b>	<b>195</b>	<b>95</b>
营业利润	3383	4250	4623	5448	6525
营业外收入	28	13	82	41	46
<b>营业外支出</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
利润总额	3395	4243	4686	5469	6551
所得税	399	481	598	722	884
净利润	2996	3762	4088	4747	5667
<b>少数股东损益</b>	<b>156</b>	<b>170</b>	<b>185</b>	<b>215</b>	<b>256</b>
<b>归属于母公司净</b>	<b>2840</b>	<b>3592</b>	<b>3903</b>	<b>4532</b>	<b>5411</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	16%	17%	18%	16%	15%
营业利润	18%	26%	9%	18%	20%
净利润	30%	26%	9%	16%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.3%	29.7%	30.1%	30.3%	30.6%
净利率	12.1%	13.1%	12.1%	12.0%	12.4%
ROE	14.2%	16.6%	16.5%	17.2%	18.4%
ROIC	10.5%	12.0%	13.0%	14.0%	15.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.4%	53.2%	50.6%	49.7%	48.8%
净负债比率	27.0%	23.1%	19.2%	17.3%	16.0%
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.4	1.1	1.3	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	6.2	4.9	5.0	5.3	5.0
应收帐款周转率	3.9	4.0	4.2	4.3	4.3
应付帐款周转率	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.32	1.67	1.81	2.11	2.51
每股经营现金	1.19	1.35	2.66	2.29	2.65
每股净资产	9.29	10.06	11.03	12.23	13.69
每股股利	0.70	0.85	0.91	1.05	1.27
<b>估值比率</b>					
PE	17.3	13.7	12.6	10.9	9.1
PB	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	19.5	16.7	15.3	13.4	11.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**普绍增：**上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

**刘晓飞：**南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。