

正泰电器 (601877.SH)

低压增速环比改善，龙头优势明显

核心观点:

- 业绩符合预期，现金流改善明显

公司发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营业收入 224.77 亿元，同比增长 17.62%，其中 Q3 收入 80.50 亿元，同比增长 11.67%。前三季度实现归母净利润 28.64 亿元，同比增长 2.65%，扣除去年同期出售电站收益影响，同比增长 20.46%。前三季度公司实现经营性现金流净额 29.55 亿元，同比增长 99%。

- 毛利率单季改善明显，费用率管理优秀

公司前三季度毛利率为 29.41%，同比下降 0.36pct，主要还是受毛利率相对较低的光伏组件销售业务增长导致，但 Q3 毛利率已达 31.71%，同比提升 1.40%，我们预计主要是低压电器增速提升同时相关原材料价格降低。公司前三季度费用率为 16.28%，同比下降 0.31pct，费用率管理优秀。

- 泛在带来低压增长潜力，光伏运营稳健

受电网投资回暖和地产竣工提升影响，预期公司三季度低压电器增速回升。泛在电力物联网的建设重点聚焦客户端的个性化、多样化需要，配电侧低压电器需求量有望得到提升，同时要求低压电具备通信、智能监测等特性，公司布局较早，有望充分受益。截止三季度末，公司运营光伏电站装机总量为 3.18GW，同比提升 1.25GW，前三季度电费收入 17.96 亿元，同比增长 14.50%，光伏运营的规模和效率均得到有效提升。

- 投资建议

公司国内低压电器龙头地位稳固，新能源业务稳定拓展。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 42.03、49.70 和 59.01 亿元，同比增长 17%、18.2%和 18.7%，对应目前股价 PE 为 11、9 和 8 倍。维持公司合理价值 35.1 元/股，维持“买入”评级。

- 风险提示

宏观经济下行；市场需求不及预期；产品价格下降；

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,417	27,421	32,569	38,663	46,090
增长率(%)	16.1	17.1	18.8	18.7	19.2
EBITDA(百万元)	4,656	5,222	5,960	6,930	8,068
净利润(百万元)	2,840	3,592	4,203	4,970	5,901
增长率(%)	30.0	26.5	17.0	18.2	18.7
EPS(元/股)	1.32	1.67	1.95	2.31	2.74
市盈率(P/E)	19.81	14.52	11.22	9.49	7.99
市净率(P/B)	2.81	2.41	1.91	1.67	1.46
EV/EBITDA	13.18	10.93	8.19	6.75	5.47

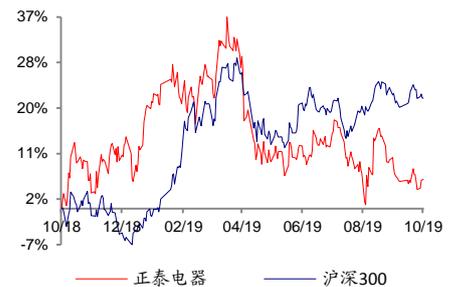
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	21.92 元
合理价值	35.1 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-25

相对市场表现



分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师:

张秀俊



SAC 执证号: S0260519040003



021-60750614



zhangxiujun@gf.com.cn

分析师:

华鹏伟



SAC 执证号: S0260517030001



SFC CE No. BNV178



010-59136752



huapengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤、张秀俊并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

正泰电器(601877.SH):低压	2019-08-30
电器略受宏观影响，整体经营稳健	
正泰电器(601877.SH):企业	2019-04-26
内生增长优秀，双主业齐头并进	
正泰电器(601877.SH):低压	2018-10-26
维持高增长，光伏运营质量提升	

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	21,040	23,967	25,305	29,724	34,920
货币资金	6,830	6,060	6,500	7,500	8,600
应收及预付	9,270	11,306	12,261	14,601	17,381
存货	3,271	4,658	4,723	5,618	6,709
其他流动资产	1,669	1,943	1,821	2,005	2,230
非流动资产	23,115	23,615	24,253	25,111	26,128
长期股权投资	1,693	2,483	2,483	2,483	2,483
固定资产	16,093	15,653	16,008	16,536	17,166
在建工程	1,030	1,289	1,579	1,919	2,319
无形资产	344	339	333	323	309
其他长期资产	3,955	3,852	3,852	3,852	3,852
资产总计	44,155	47,583	49,559	54,835	61,048
流动负债	13,031	17,106	16,786	19,557	22,815
短期借款	2,093	3,181	1,365	1,476	1,488
应付及预收	7,645	9,488	10,397	12,364	14,765
其他流动负债	3,293	4,437	5,024	5,716	6,562
非流动负债	10,554	8,229	7,229	6,029	4,529
长期借款	8,992	6,610	5,610	4,410	2,910
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,562	1,619	1,619	1,619	1,619
负债合计	23,585	25,335	24,015	25,585	27,343
股本	2,151	2,151	2,151	2,151	2,151
资本公积	10,991	11,067	11,067	11,067	11,067
留存收益	7,040	8,695	11,607	15,078	19,253
归属母公司股东权益	19,986	21,649	24,746	28,216	32,391
少数股东权益	584	599	798	1,034	1,313
负债和股东权益	44,155	47,583	49,559	54,835	61,048

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,417	27,421	32,569	38,663	46,090
营业成本	16,551	19,286	22,977	27,327	32,638
营业税金及附加	173	166	197	234	278
销售费用	1,341	1,743	2,078	2,474	2,959
管理费用	1,016	1,261	1,449	1,721	2,028
研发费用	794	946	1,107	1,307	1,549
财务费用	505	389	388	287	217
资产减值损失	79	246	259	305	323
公允价值变动收益	1	3	0	0	0
投资净收益	214	729	650	650	650
营业利润	3,383	4,250	4,964	5,869	6,968
营业外收支	11	-7	2	3	3
利润总额	3,395	4,243	4,966	5,872	6,971
所得税	399	481	563	666	791
净利润	2,996	3,762	4,403	5,206	6,180
少数股东损益	156	170	199	236	280
归属母公司净利润	2,840	3,592	4,203	4,970	5,901
EBITDA	4,656	5,222	5,960	6,930	8,068
EPS (元)	1.32	1.67	1.95	2.31	2.74

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,625	2,900	5,967	5,445	6,365
净利润	2,996	3,762	4,403	5,206	6,180
折旧摊销	1,115	1,203	1,199	1,329	1,431
营运资金变动	-1,820	-2,142	339	-1,065	-1,173
其它	335	78	26	-26	-73
投资活动现金流	-2,771	-2,646	-1,186	-1,535	-1,795
资本支出	-3,077	-3,570	-1,836	-2,185	-2,445
投资变动	1,038	811	0	0	0
其他	-732	113	650	650	650
筹资活动现金流	3,185	-791	-4,342	-2,910	-3,471
银行借款	139	2,028	-2,816	-1,088	-1,488
股权融资	4,459	16	0	0	0
其他	-1,413	-2,836	-1,526	-1,822	-1,982
现金净增加额	3,039	-538	440	1,000	1,100
期初现金余额	3,215	6,226	6,060	6,500	7,500
期末现金余额	6,226	5,687	6,500	7,500	8,600

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	16.1%	17.1%	18.8%	18.7%	19.2%
营业利润增长	17.9%	25.6%	16.8%	18.2%	18.7%
归母净利润增长	30.0%	26.5%	17.0%	18.2%	18.7%
获利能力					
毛利率	29.3%	29.7%	29.5%	29.3%	29.2%
净利率	12.8%	13.7%	13.5%	13.5%	13.4%
ROE	14.2%	16.6%	17.0%	17.6%	18.2%
ROIC	13.1%	13.7%	16.2%	18.0%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	53.4%	53.2%	48.5%	46.7%	44.8%
净负债比率	27.0%	23.1%	16.5%	12.9%	9.2%
流动比率	1.61	1.40	1.51	1.52	1.53
速动比率	1.33	1.09	1.19	1.19	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.60	0.67	0.74	0.80
应收账款周转率	2.88	2.80	2.80	2.80	2.80
存货周转率	6.23	4.86	4.86	4.86	4.86
每股指标 (元)					
每股收益	1.32	1.67	1.95	2.31	2.74
每股经营现金流	1.22	1.35	2.77	2.53	2.96
每股净资产	9.29	10.06	11.50	13.12	15.06
估值比率					
P/E	19.81	14.52	11.22	9.49	7.99
P/B	2.81	2.41	1.91	1.67	1.46
EV/EBITDA	13.18	10.93	8.19	6.75	5.47

广发电力设备和新能源小组

- 陈子坤：首席分析师，5年政府相关协会工作经验，8年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心，2013年-2014年新财富有色行业第1名团队主要成员，2015年环保行业第1名团队主要成员，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 华鹏伟：联席首席分析师，南开大学管理学硕士，5年证券行业研究经验，4年新能源实业工作经验。2015年新财富电力设备与新能源行业第4名团队主要成员，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名。
- 王理廷：CFA，资深分析师，8年证券从业经验，先后任职中投证券研究总部、宝盈基金研究部，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名核心成员。
- 纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心，2016年新财富电力设备与新能源行业入围，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 张秀俊：资深分析师，清华大学工学硕士，6年国家电网产业公司工作经验，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。
- 李蒙：资深分析师，北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心，2017年新财富电力设备与新能源行业第5名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。