

2021年07月27日

天正电气 (605066.SH)

市场开拓新突破，业绩进入加速期

■事件：低压电器优质企业，中报业绩增长亮眼。公司成立于1999年，目前主要生产以低压配电及工控电器、智能仪表、电源电器、变频器、高压电器、建筑电器为主的工业电器产品，为电力、通讯、新能源、工民建、冶金、石化、机械制造等行业提供优质的低压电器产品和解决方案。近年来公司盈利能力和业绩水平稳定增长，毛利率和净利率分别从2016年的26.51%和4.11%，提升至2020年的27.79%和9.98%；2016-2020年归母净利润复合增长率约29%。2021年上半年，面对大宗商品原材料价格上涨的趋势，公司仍实现营收净利双增，其中实现营业收入16.65亿元，同比增长57.57%；实现归母净利润1.45亿元，同比增长57.87%；扣非后归母净利润为1.16亿元，同比增长21.88%，超出市场预期。

■低压电器空间广阔，国产化替代加速。我国低压电器行业是个充分竞争的市场，市场化程度非常高，当前已经形成了外资和内资共同经营和互相竞争的鼎立格局。近几年来，以施耐德、ABB为代表的外资企业增速放缓，市场份额逐渐下降。以正泰电器、良信股份、天正电气等为代表的本土民营企业，呈现出快速增长势头。根据2021年预期的用电量增速情况，我们预计今年低压电气行业增速有望重回10%，整体市场规模超900亿，且仍会延续行业集中度快速提升和国产品牌对海外品牌形成加速替代的两大趋势，国产优质低压电气厂商将有望实现高于行业的发展速度。

■“双轨制”营销齐头并进，市场开拓取得新突破。公司采取“经销+直销”的模式实现对终端用户的区域覆盖和行业覆盖。直销方面，公司已经建立了包括电力、新能源、通信、智能配电、轨道交通、OEM（设备配套）、建筑、盘厂等行业销售渠道。目前公司将各重点行业龙头企业作为目标客户，努力通过“客户经理”+“解决方案经理”的“铁三角”的营销模式与这部分“长期价值客户”建立“组织型的客户关系”：在新能源行业，公司的低压框架断路器成功入围华能集团、大唐集团的采购项目，且公司在天合光能等知名光伏企业的分布式光伏业务的配套方面增长较快；在电力行业，公司继续在多个省电力公司的招标中中标，电力行业销售收入同比增长超过80%；在建筑行业，公司继续增加百强地产的集采入围家数，建筑行业销售收入同比增长超过90%。经销方面，公司持续推进“百城千县万店”行动，在空白和弱势市场大力发展新一级经销商。2020年上半年，分销渠道新开发一级经销商超过70家，新增二级网点超过1500家。

■产品研发持续加码，核心竞争力逐步彰显。公司通过不断的研发投入

公司快报

证券研究报告

二次设备

投资评级 **买入-A**

首次评级

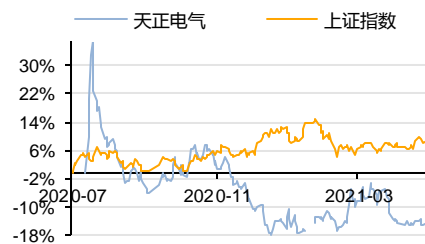
6个月目标价：**20.00元**

股价(2021-07-26) **14.69元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 5,120.14 |
| 流通市值(百万元) | 899.57 |
| 总股本(百万股) | 404.12 |
| 流通股本(百万股) | 71.00 |
| 12个月价格区间 | 11.88/19.77元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|-----|----|----|-----|
|-----|----|----|-----|

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

朱凯 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520120001
zhukai1@essence.com.cn

王瀚 分析师
SAC 执业证书编号：S1450521010003
wanghan2@essence.com.cn

郭彦辰 报告联系人
guoyc@essence.com.cn

相关报告

入、精细化管理、精益生产、优质服务在国内低压电器市场中形成了良好的品牌形象和较强的核心竞争力。公司已拥有专利 615 项，其中 82 项为发明专利，上半年度公司继续加大在前沿技术的研究和行业产品开发力度，研发费用同比增长约 36.49%。目前公司研发系统的组织架构在配电和工控两大产品线的基础上新增终端电器产品线，并持续推动 IPD，确保新产品研发对市场需求的快速准确响应：公司完成了 AC1140V 框架断路器、AC800V 塑壳断路器产品开发，可满足风电、光伏、储能新能源等特殊行业应用新需求，助力高端智能配电领域，为实现双碳目标下的数字化智能配电转型提供强大支持；公司完成研发全新一代“新祥云”全系列产品并将于 2021 年 7 月全面上市。公司的技术研发实力有望获得行业更大的认可。

■**投资建议：首次覆盖，给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 20 元。**我们预计公司 2021 年-2023 年的收入分别为 32、42 和 56 亿，营收增速分别为 30%、31%、33%，净利润分别为 3.2、4.4、5.6 亿元，增速分别为 29%、38%、36%，公司成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 20 元，相当于 2021 年 25x 的动态市盈率。

■**风险提示：市场竞争加剧，主要原材料价格波动等。**

| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 2,200.8 | 2,473.2 | 3,200.2 | 4,195.5 | 5,562.1 |
| 净利润 | 215.8 | 246.8 | 318.6 | 438.7 | 598.4 |
| 每股收益(元) | 0.53 | 0.61 | 0.79 | 1.09 | 1.48 |
| 每股净资产(元) | 2.05 | 4.29 | 4.85 | 5.61 | 6.65 |

| 盈利和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 27.5 | 24.1 | 18.6 | 13.5 | 9.9 |
| 市净率(倍) | 7.2 | 3.4 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |
| 净利润率 | 9.8% | 10.0% | 10.0% | 10.5% | 10.8% |
| 净资产收益率 | 26.1% | 14.2% | 16.3% | 19.3% | 22.3% |
| 股息收益率 | 0.0% | 2.0% | 1.6% | 2.2% | 3.0% |
| ROIC | 41.6% | 48.7% | 48.0% | 47.7% | 56.6% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 2,200.8 | 2,473.2 | 3,200.2 | 4,195.5 | 5,562.1 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,538.1 | 1,785.8 | 2,341.9 | 3,039.3 | 4,019.4 | 营业收入增长率 | 4.6% | 12.4% | 29.4% | 31.1% | 32.6% |
| 营业税费 | 15.3 | 15.3 | 19.2 | 25.2 | 33.4 | 营业利润增长率 | 59.9% | 17.6% | 26.0% | 38.8% | 36.1% |
| 销售费用 | 224.5 | 198.8 | 244.4 | 320.4 | 416.2 | 净利润增长率 | 55.9% | 14.4% | 29.1% | 37.7% | 36.4% |
| 管理费用 | 112.1 | 112.9 | 131.5 | 168.9 | 212.7 | EBITDA 增长率 | 32.8% | 15.6% | 30.3% | 40.0% | 37.3% |
| 研发费用 | 82.7 | 94.2 | 112.0 | 146.8 | 194.7 | EBIT 增长率 | 40.0% | 17.8% | 30.8% | 40.3% | 38.4% |
| 财务费用 | 8.8 | -3.7 | -10.3 | -9.1 | -0.8 | NOPLAT 增长率 | 47.7% | 12.3% | 24.1% | 39.9% | 38.4% |
| 资产减值损失 | -2.9 | -4.6 | 5.0 | 7.0 | 8.0 | 投资资本增长率 | -4.1% | 25.9% | 40.6% | 16.6% | 28.8% |
| 加:公允价值变动收益 | -0.5 | - | - | - | - | 净资产增长率 | 35.3% | 109.7% | 13.0% | 15.7% | 18.5% |
| 投资和汇兑收益 | -0.7 | - | 8.0 | 9.0 | 10.0 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | 246.0 | 289.4 | 364.5 | 506.0 | 688.5 | 毛利率 | 30.1% | 27.8% | 26.8% | 27.6% | 27.7% |
| 加:营业外净收支 | 0.6 | -7.9 | -1.3 | -4.6 | -4.6 | 营业利润率 | 11.2% | 11.7% | 11.4% | 12.1% | 12.4% |
| 利润总额 | 246.6 | 281.5 | 363.3 | 501.4 | 683.9 | 净利润率 | 9.8% | 10.0% | 10.0% | 10.5% | 10.8% |
| 减:所得税 | 30.8 | 34.7 | 44.7 | 62.7 | 85.5 | EBITDA/营业收入 | 12.3% | 12.6% | 12.7% | 13.6% | 14.0% |
| 净利润 | 215.8 | 246.8 | 318.6 | 438.7 | 598.4 | EBIT/营业收入 | 10.4% | 11.0% | 11.1% | 11.8% | 12.4% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 固定资产周转天数 | 55 | 47 | 41 | 42 | 42 |
| 货币资金 | 381.8 | 1,060.3 | 989.5 | 1,258.6 | 1,668.6 | 流动营业资本周转天数 | 15 | 21 | 29 | 25 | 22 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 239 | 305 | 314 | 284 | 273 |
| 应收账款 | 644.0 | 782.6 | 1,048.6 | 1,352.1 | 1,830.6 | 应收账款周转天数 | 102 | 104 | 103 | 103 | 103 |
| 应收票据 | 60.9 | 88.7 | 106.9 | 149.5 | 190.4 | 存货周转天数 | 33 | 38 | 40 | 40 | 38 |
| 预付账款 | 3.3 | 6.3 | 2.8 | 9.3 | 8.5 | 总资产周转天数 | 321 | 380 | 382 | 350 | 335 |
| 存货 | 217.1 | 306.7 | 408.9 | 519.8 | 663.7 | 投资资本周转天数 | 86 | 85 | 88 | 85 | 79 |
| 其他流动资产 | 252.3 | 389.5 | 389.5 | 389.5 | 389.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 26.1% | 14.2% | 16.3% | 19.3% | 22.3% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 10.5% | 7.8% | 8.8% | 9.6% | 10.3% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 41.6% | 48.7% | 48.0% | 47.7% | 56.6% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 325.8 | 325.3 | 405.0 | 571.7 | 735.3 | 销售费用率 | 10.2% | 8.0% | 7.6% | 7.6% | 7.5% |
| 在建工程 | 6.9 | 22.9 | 71.4 | 95.7 | 107.9 | 管理费用率 | 5.1% | 4.6% | 4.1% | 4.0% | 3.8% |
| 无形资产 | 108.4 | 116.3 | 110.9 | 105.5 | 100.1 | 研发费用率 | 3.8% | 3.8% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| 其他非流动资产 | 60.7 | 66.2 | 84.8 | 95.3 | 101.6 | 财务费用率 | 0.4% | -0.2% | -0.3% | -0.2% | 0.0% |
| 资产总额 | 2,061.4 | 3,164.8 | 3,618.4 | 4,547.2 | 5,796.2 | 四费/营业收入 | 19.4% | 16.3% | 14.9% | 14.9% | 14.8% |
| 短期债务 | 130.0 | 40.1 | - | 111.8 | 290.5 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 832.4 | 1,080.1 | 1,340.6 | 1,858.4 | 2,371.6 | 资产负债率 | 59.9% | 45.2% | 45.8% | 50.1% | 53.7% |
| 应付票据 | - | 12.1 | 8.9 | 10.7 | 19.1 | 负债权益比 | 149.2% | 82.5% | 84.6% | 100.5% | 115.8% |
| 其他流动负债 | 257.3 | 278.9 | 289.1 | 279.5 | 291.2 | 流动比率 | 1.28 | 1.87 | 1.80 | 1.63 | 1.60 |
| 长期借款 | - | - | - | - | 118.1 | 速动比率 | 1.10 | 1.65 | 1.55 | 1.40 | 1.38 |
| 其他非流动负债 | 14.5 | 19.3 | 19.3 | 19.3 | 19.3 | 利息保障倍数 | 26.20 | -72.52 | -34.50 | -54.86 | -865.29 |
| 负债总额 | 1,234.2 | 1,430.4 | 1,658.0 | 2,279.6 | 3,109.7 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | DPS(元) | - | 0.30 | 0.24 | 0.33 | 0.44 |
| 股本 | 330.0 | 401.0 | 404.1 | 404.1 | 404.1 | 分红比率 | 0.0% | 49.1% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 留存收益 | 497.2 | 1,333.3 | 1,556.4 | 1,863.4 | 2,282.3 | 股息收益率 | 0.0% | 2.0% | 1.6% | 2.2% | 3.0% |
| 股东权益 | 827.2 | 1,734.3 | 1,960.5 | 2,267.6 | 2,686.4 | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 净利润 | 215.8 | 246.8 | 318.6 | 438.7 | 598.4 | EPS(元) | 0.53 | 0.61 | 0.79 | 1.09 | 1.48 |
| 加:折旧和摊销 | 46.7 | 46.3 | 52.1 | 72.0 | 93.4 | BVPS(元) | 2.05 | 4.29 | 4.85 | 5.61 | 6.65 |
| 资产减值准备 | 1.4 | 0.8 | - | - | - | PE(X) | 27.5 | 24.1 | 18.6 | 13.5 | 9.9 |
| 公允价值变动损失 | 0.5 | - | - | - | - | PB(X) | 7.2 | 3.4 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |
| 财务费用 | 10.8 | 0.6 | -10.3 | -9.1 | -0.8 | P/FCF | 53.2 | 251.5 | 388.5 | 14.9 | 10.1 |
| 投资损失 | 0.7 | - | -8.0 | -9.0 | -10.0 | P/S | 2.7 | 2.4 | 1.9 | 1.4 | 1.1 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | - | 13.3 | 12.0 | 8.3 | 5.9 |
| 营运资金的变动 | -143.1 | -234.8 | -109.0 | 48.3 | -129.1 | CAGR(%) | 26.7% | 34.3% | 32.0% | 26.7% | 34.3% |
| 经营活动产生现金流量 | 283.6 | 175.8 | 243.5 | 540.9 | 551.9 | PEG | 1.0 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -43.5 | -421.1 | -192.0 | -261.0 | -260.0 | ROIC/WACC | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -141.1 | 570.5 | -122.2 | -10.8 | 118.1 | REP | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康、朱凯、王瀚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-----|---------------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳 | 上海区域销售负责人 | 18930060852 | panyan@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 上海区域销售总监 | 13391113930 | houhx@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 上海区域销售总监 | 13901836709 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 上海区域高级销售副总监 | 13917882257 | lidong1@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监 | 13916816630 | liugy@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 上海区域销售经理 | 13162829753 | sumeng@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 上海区域销售经理 | 15801869965 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | 上海区域销售经理 | 13817674050 | chenyy6@essence.com.cn |
| | 徐逸岑 | 上海区域销售经理 | 18019221980 | xuyc@essence.com.cn |
| | 钟玲 | 上海区域销售经理 | 15900782242 | zhongling@essence.com.cn |
| | 赵丽萍 | 北京区域公募基金销售负责人 | 15901273188 | zhaolp@essence.com.cn |
| | 张莹 | 北京区域社保保险销售负责人 | 13901255777 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 张杨 | 北京区域销售副总监 | 15801879050 | zhangyang4@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 北京区域销售副总监 | 13811978042 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 刘晓莹 | 北京区域销售副总监 | 18511841987 | liuqx1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 北京区域销售经理 | 13581778515 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 侯宇彤 | 北京区域销售经理 | 18210869281 | houyt1@essence.com.cn |
| | 游倬源 | 北京区域销售经理 | 010-83321501 | youzy1@essence.com.cn |
| | 张秀红 | 深圳区域销售负责人 | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 深圳区域高级销售副总监 | 13631620111 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 深圳区域销售副总监 | 18926033448 | fanhq@essence.com.cn |
| | 马田田 | 深圳区域销售经理 | 18318054097 | matt@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 深圳区域销售经理 | 13540211209 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 深圳区域销售经理 | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 深圳区域销售经理 | 13699750501 | huangqq@essence.com.cn |
| | 喻聪 | 深圳区域销售经理 | 0755-88914832 | yucong@essence.com.cn |
| | 毛云开 | 广州区域销售负责人 | 13560176423 | maoyk@essence.com.cn |
| | 赵晓燕 | 广州区域销售经理 | 15521251382 | zhaoxy@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034