

公司研究

荣膺全球最大户用光伏资产运营商，拟剥离组件业务提升盈利能力

——正泰电器（601877.SH）2021 年年报&2022 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 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%；若剔除中控技术股份公允价值变动影响，公司 2021 年实现归母净利润 40 亿元，同比增长 8.19%。公司同时发布 2022 年一季报，2022Q1 实现营业收入 106.42 亿元，同比增长 54.91%，实现归母净利润 5.87 亿元，同比高增 384.10%。

低压电器业务收入稳健增长，滚动开发&电站运营规模提升推动新能源板块收入高增。（1）低压电器业务，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，国际业务营业收入同比增长 30.52%至 25.7 亿元，带动板块营业收入同比增长 6.69%至 196.54 亿元；受原材料价格波动影响，销售毛利率同比减少 2.46 个 pct 至 28.94%。（2）光伏业务，公司积极推动“平台化、轻资产”战略，通过滚动开发模式实现客户粘性提升、资产质量改善，同时利用在户用光伏的领先地位持续扩大在手装机容量，2021 年公司自持运营电站规模达 8.19GW（其中户用光伏达 5.4GW 为全球第一），光伏板块营业收入同比提升 28.76%至 181.97 亿元，毛利率同比减少 2.46 个 pct 至 19.55%。

2022Q1 公司低压电器业务发展稳健，光伏板块业务景气度持续提升，2022Q1 自持运营电站规模提升至 8.63GW，电费收入 9.55 亿元，光伏板块营业收入同比+113%至 49.78 亿元，带动公司归母净利润同比+384.10%至 5.87 亿元（剔除中控技术股份公允价值变动影响后，归母净利润同比+19.88%至 7.79 亿元）。

拟剥离光伏组件制造业务，聚焦核心主业改善盈利质量。公司公告为进一步聚焦公司核心业务并增强盈利能力确定性，拟出售光伏组件制造业务相关资产（交易总对价 22.5 亿元）。受上游原材料涨价和竞争加剧等因素影响，公司光伏组件制造业务毛利率在 20/21 年快速下滑（从 19 年的 17.01%降低至 20/21 年的 10.78%/6.49%）且在 21 年亏损约 1 亿元；剥离后公司盈利能力和资产质量有望得到改善，回笼资金也有助于公司聚焦户用光伏开发运营并扩大领先优势。

维持“买入”评级：假设公司顺利完成光伏组件制造业务剥离，我们小幅下调 22-23 年盈利预测并引入 24 年盈利预测，预计公司 22-24 年实现归母净利润 54.88/61.84/68.78 亿元（下调 2%/下调 6%/新增），对应 EPS2.55/2.88/3.20 元，当前股价对应 22-24 年 PE 为 12/11/10 倍。光伏行业高景气度持续，公司户用光伏业务将随着整县推进分布式政策的推进加速放量，而低压电器下游客户中的新能源（主要是新能源车）和电力设备（主要为国网及相关电力集团）板块也将在“碳中和”背景下保持高速增长，公司在上述业务中行业领先，未来将随着行业景气度的提升而维持稳健增长，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏新增装机量不及预期；电网投资不及预期；海外业务经营风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	33,253	38,865	38,819	45,160	51,278
营业收入增长率	10.02%	16.88%	-0.12%	16.33%	13.55%
净利润（百万元）	6,427	3,401	5,488	6,184	6,878
净利润增长率	70.85%	-47.09%	61.39%	12.68%	11.22%
EPS（元）	2.99	1.58	2.55	2.88	3.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.54%	11.37%	15.99%	15.93%	15.71%
P/E	10	20	12	11	10
P/B	2.8	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-28

买入（维持）

当前价：31.00 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001
021-52523827

haopian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

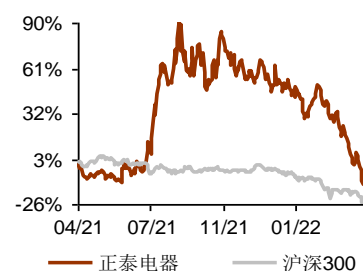
执业证书编号：S0930520080005
021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.50
总市值(亿元):	666.49
一年最低/最高(元):	27.65/64.12
近 3 月换手率:	44.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.14	-20.65	15.47
绝对	-22.62	-34.74	-6.43

资料来源：Wind

相关研报

低压电器收入高增，分布式业务放量在即——正泰电器（601877.SH）2021 年半年报点评（2021-08-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,253	38,865	38,819	45,160	51,278
营业成本	24,022	29,267	27,941	32,778	37,469
折旧和摊销	1,303	1,793	2,269	2,614	2,926
税金及附加	170	174	194	226	256
销售费用	1,612	1,694	1,630	1,852	2,051
管理费用	1,601	1,549	1,553	1,761	1,949
研发费用	1,029	1,125	1,124	1,219	1,385
财务费用	812	1,269	973	1,022	1,068
投资收益	590	1,057	1,000	1,000	1,000
营业利润	7,894	4,713	6,633	7,511	8,327
利润总额	7,784	4,490	6,633	7,511	8,327
所得税	1,148	724	995	1,127	1,249
净利润	6,636	3,766	5,638	6,384	7,078
少数股东损益	209	366	150	200	200
归属母公司净利润	6,427	3,401	5,488	6,184	6,878
EPS(元)	2.99	1.58	2.55	2.88	3.20

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,999	4,806	6,365	6,573	6,947
净利润	6,427	3,401	5,488	6,184	6,878
折旧摊销	1,303	1,793	2,269	2,614	2,926
净营运资金增加	-416	1,822	1,296	3,398	4,043
其他	-2,315	-2,211	-2,689	-5,623	-6,901
投资活动产生现金流	-4,881	-7,418	-4,119	-4,100	-4,100
净资本支出	-4,884	-6,915	-5,100	-5,100	-5,100
长期投资变化	2,871	3,888	0	0	0
其他资产变化	-2,868	-4,392	981	1,000	1,000
融资活动现金流	-557	2,722	-1,886	-1,714	-1,983
股本变化	0	-1	0	0	0
债务净变化	1,596	4,507	162	1,000	1,000
无息负债变化	3,395	3,255	-143	1,026	580
净现金流	-394	90	360	760	864

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.8%	24.7%	28.0%	27.4%	26.9%
EBITDA 率	19.7%	19.0%	23.0%	22.7%	22.3%
EBIT 率	15.6%	14.3%	17.1%	16.9%	16.6%
税前净利润率	23.4%	11.6%	17.1%	16.6%	16.2%
归母净利润率	19.3%	8.7%	14.1%	13.7%	13.4%
ROA	12.0%	5.4%	7.6%	7.9%	8.1%
ROE (摊薄)	26.5%	11.4%	16.0%	15.9%	15.7%
经营性 ROIC	13.7%	11.9%	13.1%	13.2%	13.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	55%	55%	52%	50%	48%
流动比率	1.35	1.29	1.41	1.53	1.69
速动比率	1.10	1.07	1.18	1.27	1.39
归母权益/有息债务	1.92	1.75	1.99	2.13	2.27
有形资产/有息债务	4.31	3.97	4.20	4.33	4.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	55,277	69,270	73,852	80,570	87,313
货币资金	5,812	5,976	6,336	7,095	7,959
交易性金融资产	1	16	16	16	16
应收账款	8,639	9,724	10,032	11,254	12,779
应收票据	3,286	3,969	4,270	4,968	5,641
其他应收款 (合计)	1,144	2,175	2,583	2,933	3,272
存货	4,910	4,963	5,229	6,143	7,029
其他流动资产	940	1,088	1,088	1,088	1,088
流动资产合计	25,798	29,646	31,398	35,630	40,199
其他权益工具	800	960	960	960	960
长期股权投资	2,871	3,888	3,888	3,888	3,888
固定资产	20,707	25,896	28,937	31,883	33,268
在建工程	1,296	1,763	1,507	1,003	1,752
无形资产	358	585	632	675	715
商誉	9	102	102	102	102
其他非流动资产	936	881	881	881	881
非流动资产合计	29,480	39,623	42,454	44,940	47,114
总负债	30,326	38,088	38,107	40,132	41,712
短期借款	1,887	838	0	0	0
应付账款	6,188	7,054	6,985	7,539	7,494
应付票据	4,249	5,045	5,029	5,245	5,620
预收账款	1,238	12	0	0	0
其他流动负债	297	1,166	1,166	1,166	1,166
流动负债合计	19,049	22,985	22,218	23,243	23,823
长期借款	9,227	12,328	13,328	14,328	15,328
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	699	2,111	2,111	2,111	2,111
非流动负债合计	11,276	15,102	15,889	16,889	17,889
股东权益	24,952	31,182	35,746	40,438	45,601
股本	2,151	2,150	2,150	2,150	2,150
公积金	12,290	12,507	12,507	12,507	12,507
未分配利润	10,027	15,425	19,838	24,331	29,293
归属母公司权益	24,221	29,913	34,326	38,819	43,781
少数股东权益	731	1,269	1,419	1,619	1,819

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.85%	4.36%	4.20%	4.10%	4.00%
管理费用率	4.81%	3.98%	4.00%	3.90%	3.80%
财务费用率	2.44%	3.26%	2.51%	2.26%	2.08%
研发费用率	3.10%	2.89%	2.89%	2.70%	2.70%
所得税率	15%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.50	0.50	0.79	0.89	0.99
每股经营现金流	2.32	2.24	2.96	3.06	3.23
每股净资产	11.26	13.91	15.97	18.06	20.36
每股销售收入	15.46	18.08	18.06	21.00	23.85

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	10	20	12	11	10
PB	2.8	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.8	11.2	9.2	8.2	7.4
股息率	1.6%	1.6%	2.5%	2.9%	3.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE