

公司研究

2022H1 户用光伏新增装机市占率达 30%，剥离组件提升盈利确定性

——正泰电器（601877.SH）2022 年半年报点评

要点

事件：公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入 235.39 亿元，同比增长 44.94%，实现归母净利润 17.05 亿元，同比下降 7.58%；2022Q2 实现归母净利润 11.18 亿元，同比下降 35.14%，环比增长 90.43%。

低压电器业务稳中有增，户用光伏行业景气度维持高增。

(1) 2022H1 公司低压电器业务实现销售收入约 112 亿元，同比小幅提升 1.21 个 pct，“蓝海行动 2.0”的持续推进背景下载至 2022H1 公司共建立 28 家区域销售总公司，且分销网点遍布近 2200 个区县及 1800 多个乡镇，渠道的覆盖率和渗透力稳步提升。

(2) 2022H1 公司新能源业务实现营业收入约 127 亿元，同比高增 130%，其中户用光伏（子公司正泰安能）保持高速增长，2022H1 实现营业收入 36.69 亿元，同比增长 192%，新增户用装机容量 2.7GW，占全国户用光伏新增装机容量的 30%，市占率进一步提升。公司在“整县推进”背景下一方面持续推动和地方政府合作，战略合作意向协议签约规模超 10GW，另一方面加快滚动开发业务进展，2022H1 销售装机容量 657MW。

光伏组件制造业务将于 2022 年 8 月完成剥离，聚焦核心主业改善盈利质量。

为进一步聚焦公司核心业务并增强盈利能力确定性，公司拟出售光伏组件制造业务相关资产（交易总对价 22.5 亿元），自 2022 年 8 月相关业务将不再纳入公司合并报表范围。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：2022H1 公司光伏组件业务盈利持续承压，剥离后整体盈利能力将有所改善，我们小幅下调 22 年盈利预测并上调 24 年盈利预测，预计公司 22-24 年实现归母净利润 51.64/61.75/69.47 亿元（下调 6%/维持/上调 1%），对应 EPS2.40/2.87/3.23 元，当前股价对应 22-24 年 PE 为 14/12/11 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，公司相关业务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	50,653	55,025	61,343
营业收入增长率	10.02%	16.88%	30.33%	8.63%	11.48%
净利润（百万元）	6,427	3,401	5,164	6,175	6,947
净利润增长率	70.85%	-47.09%	51.85%	19.59%	12.50%
EPS（元）	2.99	1.58	2.40	2.87	3.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.49%	10.62%	14.22%	15.10%	15.12%
P/E	11	21	14	12	11
P/B	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-30

买入（维持）

当前价：33.96 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝菁

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haojian@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)	730.13
一年最低/最高(元)	27.38/63.49
近 3 月换手率	87.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.84	-1.57	-27.65
绝对	-5.54	0.59	-42.40

资料来源：Wind

相关研报

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（2022-04-29）

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	50,653	55,025	61,343
营业成本	24,022	29,267	38,552	41,357	46,215
折旧和摊销	1,793	1,786	2,351	2,677	2,980
税金及附加	170	174	253	275	307
销售费用	1,612	1,694	2,127	2,311	2,454
管理费用	1,601	1,549	2,026	2,201	2,331
研发费用	1,029	1,125	1,466	1,541	1,718
财务费用	812	1,269	1,185	1,168	1,204
投资收益	590	1,057	1,000	1,000	1,000
营业利润	7,894	4,713	6,251	7,500	8,408
利润总额	7,784	4,490	6,251	7,500	8,408
所得税	1,148	724	938	1,125	1,261
净利润	6,636	3,766	5,314	6,375	7,147
少数股东损益	209	366	150	200	200
归属母公司净利润	6,427	3,401	5,164	6,175	6,947
EPS(元)	2.99	1.58	2.40	2.87	3.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,806	7,088	11,305	6,893	6,821
净利润	6,427	3,401	5,164	6,175	6,947
折旧摊销	1,793	1,786	2,351	2,677	2,980
净营运资金增加	1,435	6,329	-2,008	2,983	4,458
其他	-4,850	-4,429	5,798	-4,943	-7,564
投资活动产生现金流	-7,418	-8,866	-4,101	-4,100	-4,100
净资本支出	-6,915	-11,962	-5,100	-5,100	-5,100
长期投资变化	3,888	4,571	0	0	0
其他资产变化	-4,392	-1,475	999	1,000	1,000
融资活动现金流	2,722	2,653	-3,536	-1,762	-2,117
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	4,507	4,332	-1,491	1,000	1,000
无息负债变化	3,255	8,563	378	-292	303
净现金流	90	858	3,668	1,031	604

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.8%	24.7%	23.9%	24.8%	24.7%
EBITDA 率	21.2%	19.1%	17.6%	18.9%	19.1%
EBIT 率	15.6%	14.3%	13.0%	14.0%	14.3%
税前净利润率	23.4%	11.6%	12.3%	13.6%	13.7%
归母净利润率	19.3%	8.7%	10.2%	11.2%	11.3%
ROA	9.6%	4.4%	6.0%	6.8%	7.1%
ROE (摊薄)	21.5%	10.6%	14.2%	15.1%	15.1%
经营性 ROIC	11.6%	10.3%	12.3%	12.9%	12.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	55%	60%	56%	54%	51%
流动比率	1.29	1.44	1.55	1.67	1.81
速动比率	1.07	0.98	1.30	1.40	1.51
归母权益/有息债务	1.75	1.49	1.82	1.95	2.09
有形资产/有息债务	3.97	3.92	4.38	4.43	4.53

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	69,270	85,451	88,791	94,281	100,818
货币资金	5,976	7,429	11,097	12,128	12,732
交易性金融资产	16	37	37	37	37
应收账款	9,724	12,293	13,091	13,713	15,287
应收票据	3,969	3,110	5,572	6,053	6,748
其他应收款 (合计)	2,175	3,165	2,887	3,123	3,458
存货	4,963	13,926	7,248	7,776	8,694
其他流动资产	1,088	1,455	1,455	1,455	1,455
流动资产合计	29,646	43,653	44,254	47,320	51,738
其他权益工具	960	1,229	1,229	1,229	1,229
长期股权投资	3,888	4,571	4,571	4,571	4,571
固定资产	25,896	26,870	29,440	32,130	33,367
在建工程	1,763	981	1,116	808	1,654
无形资产	585	614	659	700	737
商誉	102	76	76	76	76
其他非流动资产	881	2,909	2,909	2,909	2,909
非流动资产合计	39,623	41,798	44,537	46,960	49,080
总负债	38,088	50,982	49,869	50,577	51,880
短期借款	838	2,491	0	0	0
应付账款	7,054	9,973	9,638	9,512	9,243
应付票据	5,045	6,185	6,939	6,617	6,932
预收账款	12	14	0	0	0
其他流动负债	1,166	1,315	1,315	1,315	1,315
流动负债合计	22,985	30,364	28,571	28,279	28,582
长期借款	12,328	15,929	16,929	17,929	18,929
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,111	3,712	3,712	3,712	3,712
非流动负债合计	15,102	20,619	21,298	22,298	23,298
股东权益	31,182	34,469	38,922	43,703	48,938
股本	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150
公积金	12,507	12,980	12,980	12,980	12,980
未分配利润	15,425	17,774	22,078	26,659	31,693
归属母公司权益	29,913	32,019	36,322	40,903	45,938
少数股东权益	1,269	2,450	2,600	2,800	3,000

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.85%	4.36%	4.20%	4.20%	4.00%
管理费用率	4.81%	3.98%	4.00%	4.00%	3.80%
财务费用率	2.44%	3.26%	2.34%	2.12%	1.96%
研发费用率	3.10%	2.89%	2.89%	2.80%	2.80%
所得税率	15%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.50	0.40	0.74	0.89	1.00
每股经营现金流	2.24	3.30	5.26	3.21	3.17
每股净资产	13.91	14.89	16.89	19.03	21.37
每股销售收入	15.47	18.08	23.56	25.59	28.53

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	11	21	14	12	11
PB	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.5	12.7	10.1	8.7	7.9
股息率	1.5%	1.2%	2.2%	2.6%	2.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
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