

审慎推荐-A (维持)

良信电器 002706.SZ

目标估值: 34
当前股价: 28.4 元
2017 年 03 月 27 日

业绩符合预期, 稳健增长可以期待

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	25879
已上市流通股(万股)	22840
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	65
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	10.4
资产负债率	17.9%
主要股东	任思龙
主要股东持股比例	10.51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	4	20
相对表现	4	-3	10

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《良信电器(002706)——良品立信, 新行业与客户拓展带来确定性增长》2016-03-11

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

公司发布年报: 2016 年收入 12.26 亿元, 同比增长 21%; 归上净利润 1.622 亿元, 同比增长 29.62%; 扣非净利润 1.35 亿元, 同比增长 19.5%。公司业绩符合预期; 同时, 公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。公司保持着非常高的盈利质量。公司立足低压电器产品, 用聚焦、专注、集中资源投入的模式, 以 B2B 模式进入大客户供应体系, 已在电信、地产领域建立品牌; 近几年, 新能源等领域的产品研发与配套的市场拓展取得成功。未来, 公司通过产品的扩宽、渠道扩张的既有模式, 能保持稳健的增长。而更快的发展, 需要公司进行业务模式的创新, 或者更大一些跨度的产品整合。调整目标价为 30-34 元。

- 业绩符合预期, 盈利质量依然很高: 公司业绩符合市场预期, 并且保持很高的盈利质量。赊销比为 26%, 下降 1.6 个百分点, 经营现金净额与利润比提高 3.2 个百分点到 137%, 并开始产生自由现金流; 公司应收款、存货账期分别下降 7.8、1.7 天, 总营业周期为 96.7 天, 周转进一步加快。公司综合毛利率提高 0.61 个百分点达到 37.5%, 销售费用率、管理费用率分别提高 0.88、0.05 个百分点达到 12.09%、11.51%。
- 公司应用领域的扩宽、渠道扩张将带来未来的稳健增长: 公司主要以 B2B 模式直接进入客户供应链体系, 在电信、建筑地产领域建立品牌影响后, 公司不断扩宽应用领域; 同时, 公司的渠道投入力度仍然很大, 销售费用一直比较高, 渠道仍在扩张。两个维度的扩张, 将为公司带来稳健增长。
- 现有模式下公司经营效率可能还会提高, 大的发展, 则需要模式的创新, 或者大一些跨度的产品整合: 公司供应链比较开放, 资产仍然比较轻, 周转水平也比较高; 过去在基础研发、生产制造领域的投入逐步产生效益, 随着业务规模的扩大, 综合经营效率还会提高。但公司大的发展, 需要整合资源进行模式的创新, 或者进行有一定跨度的相关领域产品整合。
- 公司评级: 维持审慎推荐评级, 调整目标价为 30-34 元。
- 风险提示: 新行业拓展不达预期, 传统行业大客户波动。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1013	1226	1566	1975	2506
同比增长	18%	21%	28%	26%	27%
营业利润(百万元)	140	171	223	286	363
同比增长	26%	22%	31%	28%	27%
净利润(百万元)	125	162	206	259	324
同比增长	25%	30%	27%	26%	25%
每股收益(元)	0.48	0.63	0.80	1.00	1.25
PE	58.7	45.3	35.6	28.3	22.7
PB	8.1	4.7	4.2	3.7	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

1、业绩符合预期

业绩摘要: 2016 年收入 12.26 亿元, 同比增长 21%; 归母净利润 1.622 亿元, 同比增长 29.62%; 扣非净利润 1.35 亿元, 同比增长 19.5%。

保持着很高的盈利质量: 公司历来保持着良好的盈利质量, 赊销比基本控制在 33% 以下; 销售商品获得现金回款基本都在收入以上水平, 而经营现金净额也保持在较高的水平, 公司 2015、2016 年现金回笼都十分优秀, 2016 年达到 137%。

表 1: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年	2016 年	同比变动 (%)
营业收入	1013.05	1225.77	21.00
销售税金	(4.52)	(6.56)	45.21
营业成本	(639.60)	(766.39)	19.82
毛利润	368.93	452.82	22.74
销售费用	(113.59)	(148.21)	30.48
管理费用	(116.04)	(141.06)	21.57
经营利润	139.31	163.54	17.40
资产减值损失	(7.54)	(7.80)	3.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	
财务费用	3.09	3.44	11.36
投资收益	4.70	11.71	149.29
营业外收入	8.96	20.01	123.31
营业外支出	(0.55)	(0.47)	(15.46)
利润总额	147.96	190.44	28.71
所得税	(22.83)	(28.24)	23.73
税后净利润	125.14	162.20	29.62
少数股东权益	0.00	0.00	#DIV/0!
归母净利润	125.14	162.20	29.62
扣非后归母净利润	113.11	135.11	19.46
主要比率 (%)			百分点变动
毛利率	36.86	37.48	0.61
销售费用率	11.21	12.09	0.88
管理费用率	11.45	11.51	0.05
财务费用率	(0.30)	(0.28)	0.02
经营利润率	13.75	13.34	(0.41)
税后净利率	12.35	13.23	0.88
所得税率	15.43	14.83	(0.60)

资料来源: 公司资料、wind、招商证券

表 2: 经营指标对比 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
赊销比	33.2	36.1	35.6	33.6	27.9	26.4	(1.6)
存货营收比	11.9	12.0	14.4	12.6	15.7	12.5	(3.1)
商品获现金营收比	103.5	111.4	111.8	109.1	116.8	113.2	4.1
经营现金流税后净利润比	28.8	121.1	56.4	83.4	134.0	137.2	3.2

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 3: 公司经营指标分析 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
--	------	------	------	------	------	------

	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
ROE	28.3	24.1	17.2	14.7	13.2	(1.6)
ROA	15.9	14.7	12.1	11.0	10.4	(0.6)
ROIC	23.7	21.5	16.5	14.7	13.2	(1.6)

资料来源：公司数据，招商证券

表 4：周转情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存货周转天数	56.7	67.0	71.8	67.8	75.0	73.3
应收款周转天数	36.2	37.3	38.4	36.1	31.0	23.3
营业周期天数	93.0	104.4	110.3	103.9	106.0	96.7

资料来源：公司数据，招商证券

表 5：公司费用率情况 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
毛利率	37.56	37.55	35.89	36.86	37.48	0.61
销售费用率	13.08	14.01	12.40	11.21	12.09	0.88
管理费用率	9.73	9.68	10.32	11.45	11.51	0.05
财务费用率	0.89	0.27	(0.17)	(0.30)	(0.28)	0.02
经营净利率	14.28	13.43	12.73	13.75	13.34	(0.41)

资料来源：公司数据，招商证券，wind

表 6：公司分析业务情况

	2012	2013	2014	2015	2016
营业总收入 (百万元)		683.85	855.71	1,013.05	1,225.77
终端电器	323.25	361.78	473.59	526.12	593.52
配电电器	195.63	233.30	299.39	398.44	541.45
控制电器	80.21	88.02	82.60	86.37	90.51
综合毛利率 (%)	37.56	37.55	35.89	36.86	37.48
终端电器	38.46	39.70	37.12	40.13	39.35
配电电器	40.21	39.22	37.98	35.87	37.84
控制电器	27.28	23.88	21.22	20.98	22.88

资料来源：公司资料、招商证券

2、经营效率可能提高

公司保持着轻资产、高效运营：公司供应链比较开放，资产投入主要在组装与设计环节，收入与固定、无形资产比例一直很高，上市并募投后，这一比值仍保持在 5 倍左右。

此外，公司应收款、存货账期分别下降 7.8、1.7 天，总营业周期为 96.7 天，周转得到了进一步加快。

公司人均产值在提升，前期投入将摊薄，企业经营效率还会有提高：公司的人均产值驳斥稳健增长，近今年达到 84 万元/人年，尽管薪酬不断提高，薪酬收入比值控制在 23% 以下。公司在研发与基础工艺方面的投入，随着收入的扩大，有望持续摊薄。

公司当期 ROE、ROA 的下降，与当期的募集资金有关，我们预计，公司经营效率还会提升。

表 7：公司经营情况分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
收入(百万)	566.24	599.91	683.85	855.71	1013.05	1225.77
固定资产(百万)	92.5	92.0	86.7	91.2	250.9	243.5
无形资产(百万)	13.9	14.5	59.5	61.4	59.7	59.3
收入/固定资产(倍)	6.1	6.5	7.9	9.4	4.0	5.0
薪酬总额估算(百万)	113	127	134	189	232	277
员工人数(人)	1073	1073	1048	1135	1318	1587
人均薪酬(万元/人)	11.3	11.8	12.7	17.3	18.9	19.1
人均产值(万元/人)	56.6	55.9	64.5	78.4	82.6	84.4
薪酬收入占比(%)	19.9	21.1	19.6	22.1	22.9	22.6

资料来源：公司资料、招商证券

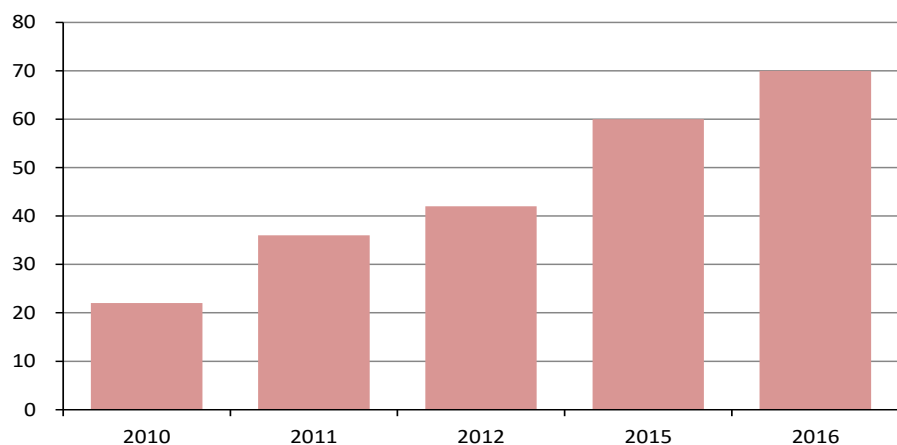
3、产品与渠道扩张有望给公司带来稳健增长，大的发展需要新要素

公司主要以 B2B 模式进入客户供应链体系，客户拓展周期较长、粘性也比较强。因此，过去几年与当前的产品类别、行业客户拓展，就决定了近期的增长态势。

应用行业不断突破：公司从电信、地产与建筑行业先后取得突破后，近几年开始集中力量，布局新领域和应用。目前已经在电力、工业与控制、地产、新能源、电信、轨交、化工等八大重点行业推出解决方和配套的系列化产品。其中，新能源、电力、石化等领域的标杆客户开发已取得有效进展，未来有望贡献新的增长。

营销体系不断壮大：过去一个时期，公司的大客户部门、办事处、经销商均处于较强的扩过程中。公司设立上海、深圳两个大客户部，办事处与经销商体系不断壮大。2010 年公司办公处有 22 家，2015 年迅速发展发展到 60 多家，2016 年达到 70 家。

图 1 公司办事处个数



资料来源：公司资料，招商证券

但大的发展需要新要素：立足现有基础产品，通过应用领域、渠道两个维度的扩张，能够给公司未来几年的稳健增长提供支撑。

但是，公司下一步大的发展，可能需要结合现有客户、产品资源，进行模式的创新（不拘泥于元器件制造，大幅提高人均产值而实现规模增长），或者进行跨度大一些的产品整合。

表 8：公司有先行意义的经营指标分析（百万元）

	2013	2014	2015	2016	同比(%)
预付款	23.7	1.3	1.3	1.0	(20.5)
预收款	8.9	8.6	13.6	19.8	45.5
存货	98.6	108.0	158.6	153.6	(3.1)
购买商品支付现金	454	551	632	703	11
考虑差额的经营购买支出	458	556	703	742	6

资料来源：公司数据，招商证券

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	754	1313	1564	1847	2251
现金	218	196	339	468	672
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	203	245	313	394	500
应收款项	80	78	82	104	132
其它应收款	3	4	5	6	8
存货	159	154	189	238	302
其他	92	636	636	637	637
非流动资产	478	579	604	642	649
长期股权投资	2	4	4	4	4
固定资产	251	244	369	416	431
无形资产	60	59	53	48	43
其他	165	272	178	174	171
资产总计	1232	1892	2169	2488	2899
流动负债	293	338	421	497	604
短期借款	0	0	14	0	0
应付账款	201	239	303	381	483
预收账款	14	20	25	32	40
其他	79	79	79	84	81
长期负债	29	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	29	0	0	0	0
负债合计	321	338	421	498	604
股本	115	259	259	259	259
资本公积金	424	826	826	826	826
留存收益	372	469	663	906	1211
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	911	1553	1747	1991	2295
负债及权益合计	1232	1892	2169	2488	2899

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	168	222	191	223	255
净利润	125	162	206	259	324
折旧摊销	28	37	39	44	43
财务费用	(0)	(1)	(2)	(4)	(6)
投资收益	(5)	(12)	(12)	(13)	(13)
营运资金变动	21	14	(41)	(70)	(101)
其它	(1)	21	2	6	8
投资活动现金流	(145)	(676)	(65)	(81)	(50)
资本支出	(199)	(157)	(65)	(81)	(50)
其他投资	54	(519)	0	0	0
筹资活动现金流	(25)	430	16	(13)	(1)
借款变动	(58)	(95)	14	(14)	0
普通股增加	27	144	0	0	0
资本公积增加	3	401	0	0	0
股利分配	(5)	(7)	(12)	(16)	(20)
其他	8	(13)	14	17	19
现金净增加额	(2)	(23)	143	129	204

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1013	1226	1566	1975	2506
营业成本	640	766	972	1223	1549
营业税金及附加	5	7	8	11	13
营业费用	114	148	189	239	303
管理费用	116	141	180	227	288
财务费用	(3)	(3)	(2)	(4)	(6)
资产减值损失	8	8	8	6	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	12	12	13	13
营业利润	140	171	223	286	363
营业外收入	9	20	20	20	20
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	148	190	243	306	382
所得税	23	28	36	46	58
净利润	125	162	206	259	324
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	125	162	206	259	324
EPS (元)	0.48	0.63	0.80	1.00	1.25

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	18%	21%	28%	26%	27%
营业利润	26%	22%	31%	28%	27%
净利润	25%	30%	27%	26%	25%
获利能力					
毛利率	36.9%	37.5%	38.0%	38.1%	38.2%
净利率	12.4%	13.2%	13.2%	13.1%	12.9%
ROE	13.7%	10.4%	11.8%	13.0%	14.1%
ROIC	12.6%	9.1%	10.6%	11.9%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	26.1%	17.9%	19.4%	20.0%	20.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%
流动比率	2.6	3.9	3.7	3.7	3.7
速动比率	2.0	3.4	3.3	3.2	3.2
营运能力					
资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	4.8	4.9	5.7	5.7	5.7
应收帐款周转率	11.6	15.4	19.5	21.2	21.3
应付帐款周转率	3.9	3.5	3.6	3.6	3.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.48	0.63	0.80	1.00	1.25
每股经营现金	0.65	0.86	0.74	0.86	0.99
每股净资产	3.52	6.00	6.75	7.69	8.87
每股股利	0.01	0.05	0.06	0.08	0.10
估值比率					
PE	58.7	45.3	35.6	28.3	22.7
PB	8.1	4.7	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	160.7	126.3	93.1	74.3	60.5

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：浙江大学硕士，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。

胡毅：曾就职于力神、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分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

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。