

审慎推荐-A (维持)

良信电器 002706.SZ

目标估值: 15-17 元

当前股价: 12.88 元

2017 年 05 月 02 日

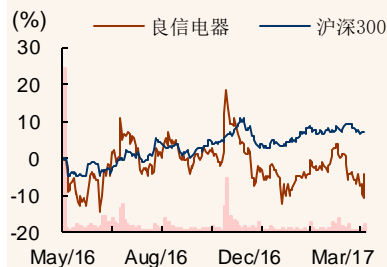
季报业绩略超预期, 较快增长可以期待

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	51758
已上市流通股(万股)	36330
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	47
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	10.7
资产负债率	17.1%
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	-8	-7	-2
相对表现	-7	-10	-11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《良信电器(002706)——业绩符合预期, 稳健增长可以期待》2017-03-27
- 2、《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

赵智勇

021-68407742
zhaozy5@cmschina.com.cn
S1090517040004

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

公司发布 2017 年 1 季报:报告期内, 公司实现收入 2.86 亿元, 同比上升 20.30%, 归上净利润 3090.6 万元, 增长 29.01%, 扣非净利润增长 13.97%; 公司业绩略超预期。1 季度公司毛利率持续提升 2.44 个百分点, 维持在 38.04% 的较高水平。公司已在新能源等领域有一定突破, 中短期稳健经营的趋势仍将延续。目前公司仍在持续对产品和渠道进行拓展, 而更长期的持续成长与规模扩张, 需要公司进行业务模式的创新, 或者跨度的产品整合。维持“审慎推荐-A”投资评级, 目标价股本变化后维持为 15-17 元。

- **业绩略超预期。**公司 1 季度收入 2.86 亿元, 同比上升 20.30%; 归上净利润 3090.6 万元, 增长 29.01%, 扣非净利润 2566.22 万元, 增长 13.97%; 公司业绩略超预期。报告期内, 公司毛利率维持了较高水平, 由于新业务扩展以及研发投入增加, 报告期内销售、管理费用率同比增长 30% 以上, 因此毛利率虽有较明显提升, 净利率基本与上年基本持平。公司整体经营状态良好, 周转情况与经营指标还在优化, 盈利质量比较高。
- **产品与渠道拓展能为中期发展提供支撑。**公司产品定位中高端, 在细分领域已经具备了领先地位, 过去公司以 B2B 模式切入下游产业链, 在电信、地产与建筑领域已经有较好布局, 目前在工控、新能源、轨交等领域重点投入。同时, 公司办事处、经销商等渠道也在大力发展, 国内有超过 60 个办事处, 并已开始海外布局。新的营销体系将更有力支撑行业与客户拓展新业务与新市场的开发虽在当期会增加一定费用, 但有望支撑公司中短期的稳健成长。
- **更大的发展, 可能需要模式创新或有一定跨度的产品整合。**公司整体处于轻资产运营状态, 在大客户掌控以及经营方面已经形成了一定优势, 如果展望公司发展远景, 我们认为可能还需要模式创新或更大跨度的整合。
- **公司评级:** 维持“审慎推荐-A”投资评级, 维持目标价 15-17 元。
- **风险提示:** 新业务表现低于预期、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	226	297	377
同比增长	26%	22%	32%	32%	27%
净利润(百万元)	125	162	208	269	337
同比增长	25%	30%	29%	29%	25%
每股收益(元)	0.24	0.31	0.40	0.52	0.65
PE	53.3	41.1	32.0	24.8	19.8
PB	7.3	4.3	3.3	2.9	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、季报略超预期.....3

2、经营状态优秀，趋势良好.....4

3、新领域与营销体系仍在扩张.....5

图表目录

图 1 公司办事处个数.....5

图 2：良信电器历史 PE Band.....5

图 3：良信电器历史 PB Band.....5

表 1：业绩摘要.....3

表 2：有先行意义的经营指标分析.....4

表 3：周转情况.....4

表 4：经营指标对比（%）.....4

表 5：公司经营指标分析（%）.....4

附：财务预测表.....6

1、季报略超预期

业绩要点:公司 2017 年 Q1 实现收入 2.86 亿元,同比上升 20.30%;归上净利润 3090.61 万元,同比增长 29.01%;扣非净利润 2566.22 万元,同比增长 13.97%;公司业绩略超预期。

报告期内,公司毛利率持续提升 2.44 个百分点至 38.04%的较高水平。销售税金大幅增长 115%可能主要受业务规模扩大导致,此外销售与管理费用增长较为显著,同比皆在 30%以上,分别由于市场推广以及研发投入增加所导致。公司财务波动最大项为本报告期内实现的近 600 万投资收益,同比增长 3 倍以上,因此扣除投资收益影响后,扣非净利润增长 14%,基本在预期范围之内。

从 Q1 的数据来看,利润率持续上升,虽然市场开发与研发投入的增加导致了销售费用与管理费用略有上升,但仍控制在合理水平,未来公司在新业务开展与研发方面公司仍将持续投入,但随着规模的扩大,费用率基本维持现有水平。

表 1: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2016Q1	2017Q1	同比变动(%)
营业收入	237.34	285.52	20.30
销售税金	(0.83)	(1.79)	115.52
营业成本	(152.85)	(176.90)	15.74
毛利润	83.67	106.84	27.69
销售费用	(28.09)	(38.42)	36.74
管理费用	(27.83)	(36.68)	31.81
经营利润	49.53	59.43	19.99
资产减值损失	(1.52)	(1.92)	26.53
公允价值变动收益	0.00	0.00	
财务费用	0.27	0.37	41.11
投资收益	1.16	5.93	412.69
营业外收入	0.61	0.25	(59.11)
营业外支出	(0.07)	(0.01)	(84.28)
利润总额	28.18	36.36	29.01
所得税	(4.23)	(5.45)	29.01
税后净利润	23.96	30.91	
少数股东权益	0.00	0.00	
净利润	23.96	30.91	29.01
扣非后净利润	22.52	25.66	13.97
主要比率 (%)			百分比点变动
毛利率	35.60	38.04	2.44
销售费用率	11.84	13.45	1.62
管理费用率	11.73	12.85	1.12
财务费用率	(0.11)	(0.13)	(0.02)
经营利润率	20.87	20.81	(0.05)
净利率	10.09	10.82	0.73

资料来源:公司公告、招商证券

2、经营状态优秀，趋势良好

保持着较高水平与较高质量的盈利能力：面向中高端市场的定位，使得其基本保持了35%以上较高的毛利率水平。排除季节因素，公司15年以来，赊销比已经控制在了30%以下，盈利质量较高，现金流净额与公司净利润也较为匹配。

报告期内，公司同比周转天数进一步缩短，存货、应收款以及营业周期分别下降了18.5、7.9、26.4天，良好的经营态势有望维持。

较快增长可以预期：公司经营指标持续稳健，预收预付款项增长15-20%，毛利率同比提升2.44%已达38.04%，公司主业稳中有升，并且预计Q2投资收益同比仍将有显著增长，双重作用下，公司业绩保持25-30%的较快速增长是大概率事件。

表 2：有先行意义的经营指标分析

单位：百万	2015	2016	同比(%)	2016Q1	2017Q1	同比(%)
预付款	1.3	1.0	(20.5)	2.7	3.2	19.0
预收款	13.6	19.8	45.5	23.5	27.4	16.6
存货	158.6	153.6	(3.1)	180.9	166.4	(8.0)
购买商品支付现金	632	703	11	149.7	187.2	25.0
调整后的购买支出	594	742	25	163.6	164.7	0.6

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：周转情况

	2012	2013	2014	2015	2016	16Q1	17Q1	变动
存货周转天数	67.0	71.8	67.8	75.0	73.3	99.9	81.4	-18.5
应收款周转天数	37.3	38.4	36.1	31.0	23.3	32.9	25.1	-7.9
营业周期天数	104.3	110.3	103.9	106.0	96.7	132.9	106.5	-26.4

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：经营指标对比 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2016Q1	2017Q1	变动
赊销比	36.1	35.6	33.6	27.9	26.4	127.0	109.9	(17.1)
存货营收比	12.0	14.4	12.6	15.7	12.5	76.2	58.3	(17.9)
商品获现金营收比	111.4	111.8	109.1	116.8	113.2	112.5	122.3	234.8
经营现金流税后净利润比	121.1	56.4	83.4	134.0	137.2	95.3	101.6	6.3

资料来源：公司数据，招商证券

表 5：公司经营指标分析 (%)

	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

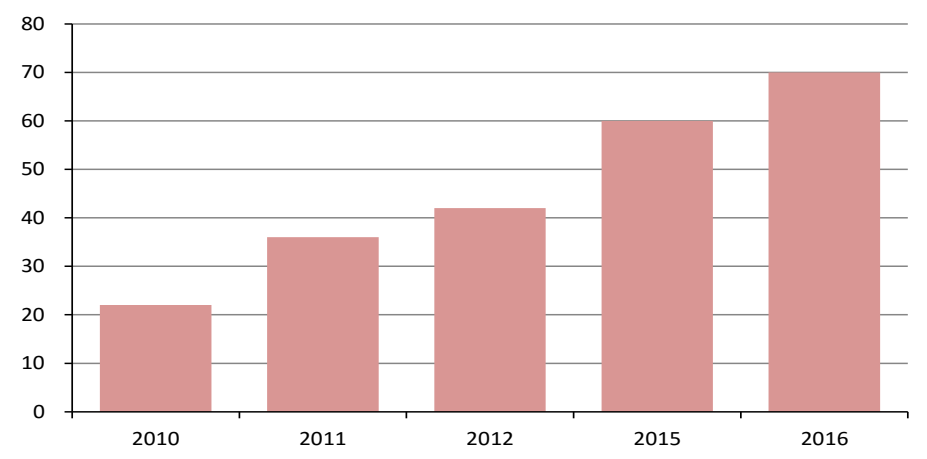
3、新领域与营销体系仍在扩张

公司专注主业，关注产品质量与品牌定位，目前积极通过产品与渠道两大方向增强公司实力，中短期规模与业绩的增长有较好的支撑，看好公司保持高质量盈利，经营效率维持稳中有升趋势。

公司仍处投入期，后续效率有提升空间。一季报公司因为市场开拓以及研发投入，销售与管理费用率仍在提升，但较 14-15 年水平已有所回落，公司目前仍处扩张期，后续渠道逐步完善成熟后，经营效率仍有提升空间。

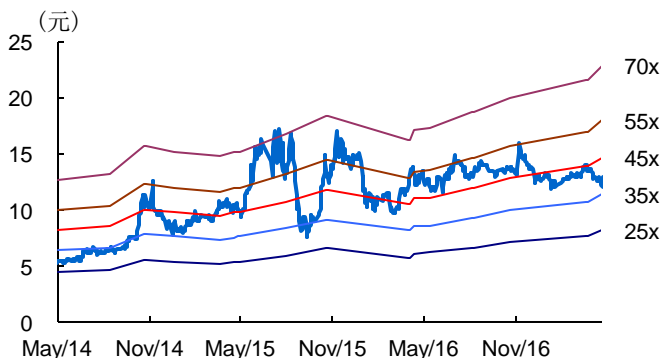
渠道建设是公司打造中高端品牌的重要环节。利润率从一个侧面已经反映了公司较高的产品定位，渠道与经销商是助力公司从产品力向品牌力全面拓展的关键。公司近两年来经销商体系不断扩充，并且已在海外发展了 20 多处网点，布局趋于合理。

图 1 公司办事处个数



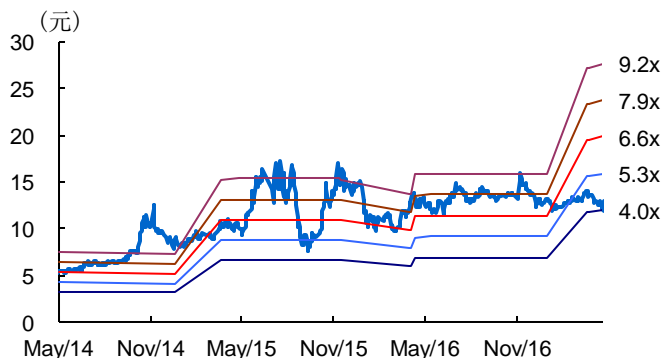
资料来源：公司资料，招商证券

图 2：良信电器历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：良信电器历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	754	1313	1816	2128	2552
现金	218	196	567	719	935
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	100	126	160
其它应收款	3	4	5	6	8
存货	159	154	195	245	311
其他	92	636	636	637	637
非流动资产	478	579	609	652	667
长期股权投资	2	4	4	4	4
固定资产	251	244	361	414	436
无形资产	60	59	53	48	43
其他	165	272	191	187	184
资产总计	1232	1892	2425	2780	3219
流动负债	293	338	407	497	604
短期借款	0	0	0	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	407	498	604
股本	115	259	518	518	518
资本公积金	424	826	826	826	826
留存收益	372	469	674	939	1271
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	911	1553	2018	2283	2614
负债及权益合计	1232	1892	2425	2780	3219

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	168	222	167	221	254
净利润	125	162	208	269	337
折旧摊销	28	37	39	43	43
财务费用	(0)	(1)	(4)	(6)	(8)
投资收益	(5)	(12)	(13)	(15)	(17)
营运资金变动	21	36	(63)	(70)	(101)
其它	(1)	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(145)	(676)	(69)	(87)	(58)
资本支出	(199)	(157)	(69)	(87)	(58)
其他投资	54	(519)	0	0	0
筹资活动现金流	(25)	430	273	17	20
借款变动	(52)	(95)	0	0	0
普通股增加	27	144	259	0	0
资本公积增加	3	401	0	0	0
股利分配	(11)	(7)	(3)	(4)	(5)
其他	8	(13)	17	21	25
现金净增加额	(2)	(23)	371	152	216

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)	(4)	(6)	(8)
资产减值损失	8	8	8	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	12	13	15	17
营业利润	140	171	226	297	377
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	245	316	397
所得税	23	28	37	48	60
净利润	125	162	208	269	337
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	125	162	208	269	337
EPS (元)	0.24	0.31	0.40	0.52	0.65

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%	32%	32%	27%
净利润	25%	30%	29%	29%	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%	13.3%	13.6%	13.4%
ROE	13.7%	10.4%	10.3%	11.8%	12.9%
ROIC	12.6%	9.1%	9.3%	10.7%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	26.1%	17.9%	16.8%	17.9%	18.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.6	3.9	4.5	4.3	4.2
速动比率	2.0	3.4	4.0	3.8	3.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
存货周转率	4.8	4.9	5.6	5.6	5.6
应收帐款周转率	11.6	15.4	17.5	17.4	17.5
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	0.24	0.31	0.40	0.52	0.65
每股经营现金	0.32	0.43	0.32	0.43	0.49
每股净资产	1.76	3.00	3.90	4.41	5.05
每股股利	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
估值比率					
PE	53.3	41.1	32.0	24.8	19.8
PB	7.3	4.3	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	112.4	88.3	65.0	50.7	41.1

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。

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。