

良信电器 (002706.SZ)

输配电及控制行业

评级：买入 首次评级

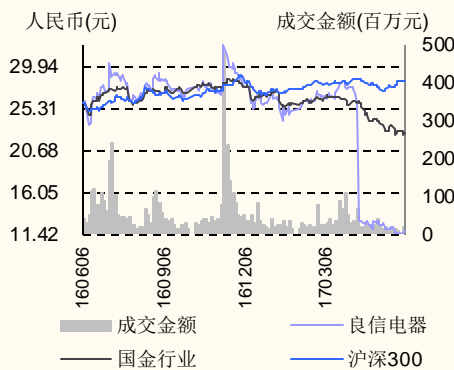
公司深度研究

市场价格(人民币): 11.72元
 目标价格(人民币): 15.70-15.70元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	363.30
总市值(百万元)	5921.00
年内股价最高最低(元)	32.42/11.42
沪深300指数	3486.51
深证成指	9794.89



业绩确定领跑行业增速，外资替代打造新晋白马

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.086	0.627	0.407	0.525	0.680
每股净资产(元)	7.90	6.00	3.05	3.22	3.56
每股经营性现金流(元)	1.36	0.82	0.27	0.38	0.46
市盈率(倍)	54.34	41.45	28.80	22.32	17.23
行业优化市盈率(倍)	33.92	33.92	33.92	33.92	33.92
净利润增长率(%)	24.79%	29.62%	29.92%	28.88%	29.61%
净资产收益率(%)	13.73%	10.44%	13.35%	16.29%	19.11%
总股本(百万股)	115.26	258.79	517.58	517.58	517.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 公司是国内唯一一家专注于中高端低压电器产品的上市公司

公司始终专注于中高端市场，经过多年深耕细作，良信电气以其优质的产品质量和出色的解决方案，在低压电器中、高端客户中树立了良好的口碑。

■ 矩阵式营销体系将有利于公司深度拓展下游行业和客户

公司在原有大区销售架构下新增了建筑、能基、新能源与工控三大业务部门，矩阵式架构日趋完善，有效提升销售人员的行业专业程度，并有助于行业销售经验的快速复制。随着营销体系的日趋完善和壮大，公司在下游核心行业的渗透率和影响力不断提升，将加速确立国产中高端市场领导地位。

■ 公司业绩成色稳居市场前列，多项经营指标达到国际先进水准

近年来由于经济增速放缓，下游基建项目投资放缓，价格战频出，全行业包括施耐德、西门子、ABB在内的外资巨头毛利润逐步降低，特别是原材料铜价在2016年上涨超过20%，得益于公司规模效应的提升以及毛利率较高的配电电器所占收入比例持续增加，公司毛利润实现逆势上涨，2014-2016年毛利率35.9%、36.9%、37.5%，此外公司在营运能力指标、盈利能力与收益质量均领先于国内同行业可比企业，并达到国际先进水准。

■ 公司定位契合行业高端国产化趋势，业绩增速将持续大幅领先行业平均水平

民营品牌在核心技术的突破以及日趋优良的性能成为国产化的基础。2015年外资巨头业绩集体出现巨大滑坡表明行业外资替代已经开始。甲方对低压电器的决定权不断提升，第三方影响力在下降；国有企业集采趋势下，经济性考虑成为推动中高端国产品牌的巨大力量；“新常态”经济大环境下，大型民企出于成本考虑，不再盲目追求外资品牌，更多关注产品性价比。

盈利预测与投资建议

- 随着中高端低压电器国产化趋势不断推进，公司业绩有望提速，预计公司2017到2019年净利润分别为2.1亿、2.7亿、3.5亿，EPS为0.41、0.52、0.68元，三年净利润复合增速29.5%，我们给予2018年30倍估值，对应目标价15.7元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 固定资产投资以及配网投资不达预期；低压电器行业市场竞争加剧；2016年4月公司非公开发行部分股份解除限售，本次解除限售的股份数量为2168.4734万股，占公司股本总额的8.38%，于4月10日上市流通。

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
 (8621)60230214
 yaoy@gjzq.com.cn

邓伟

联系人
 (8621)60935389
 dengwei@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司质地优良，业绩稳定增长	4
1.1 公司股权分散，创始人团队共享公司发展红利	4
1.2 公司业绩稳步增长，增速领跑国内低压电器市场	6
1.3 专注中高端专业市场，在下游四大支柱行业竞争力日趋提升	7
2、电网投资向配网及用户侧倾斜，低压电器市场有望重新快速增长	9
2.1 经济逐步企稳并持续向好有利于低压电器行业健康发展	9
2.2 下游行业需求复苏将带动低压配电行业重启快速增长之路	10
2.3 增量配网放开保障 2 万亿配网投资成功兑现	12
3、工程师企业技术沉淀深厚，收益质量位居市场前列	14
3.1 市场定位中高端，凭借优良的研发和质控实力建立行业壁垒	14
3.2 营销体系日趋壮大，公司在下游核心行业的影响率和签约率步步提升	15
3.3 公司高效的营运能力和毛利水平，成就出色的投资回报率	17
4、公司定位契合行业高端国产化趋势，业绩增速将大幅领先行业平均水平	19
4.1 低端市场仍然占据半壁江山，外资企业高端形象有所改变	19
4.2 低压电器逐步走向中高端，行业面临兼并重组潮	20
4.3 外资公司业绩增长乏力，中高端市场国产化趋势势不可挡	21
5、融资加码智能型和新能源低压电器，继续提升内生能力	26
6、盈利预测与估值	28
7、风险提示	29

图表目录

图表 1：配电电器、终端电器、控制电器应用场合	4
图表 2：公司配电电器、终端电器、控制电器产品介绍	5
图表 3：良信电器股权结构	5
图表 4：公司关键发展节点	6
图表 5：2016 年分产品类型收入	6
图表 6：2016 年分产品类型毛利	6
图表 7：2009 年到 2016 年公司收入和毛利变化	7
图表 8：2009 年到 2016 年公司净利润变化	7
图表 9：公司各行业知名客户图谱	7
图表 10：上市前（2013 年 1-6 月）分行业收入	8
图表 11：2006-2016 年全社会固定资产投资金额	9
图表 12：2006-2016 年低压电器市场规模	9
图表 13：低压电器市场规模增长和全社会固定资产投资增长对比	9
图表 14：2006 年到 2016 年中国工业增加值变化	10

图表 15: 2014 年至今 PMI 指数变化	10
图表 16: 2006 年到 2016 年房地产投资变化	11
图表 17: 2000 年到 2016 年中国人均用电量变化	11
图表 18: 2014 年中国和部分国家人均用电量对比	11
图表 19: 2010 年到 2016 年通信基站数量	12
图表 20: 2009 年到 2019 年 IDC 数据机房市场规模	12
图表 21: 2007 年到 2015 年电网投资和配网投资额	12
图表 22: 2013 到 2016 年公司研发人员数量及占比	14
图表 23: 2010 年到 2016 年低压电器公司研发营收占比	14
图表 24: 公司在技术研发和产品创新方面的荣誉	14
图表 25: 公司优秀的供应链质量控制措施	15
图表 26: 公司销售方式	15
图表 27: 2010 到 2013 年不同销售方式销售额 (万元)	16
图表 28: 2010 到 2013 年不同销售方式毛利情况	16
图表 29: 公司矩阵式营销体系	16
图表 30: 公司办事处规模和销售人数	17
图表 31: 可比公司毛利率对比	17
图表 32: 可比公司存货周转天数	18
图表 33: 可比公司应收账款周转天数	18
图表 34: 可比公司净资产回报率对比	18
图表 35: 可比公司投入资本回报率对比	18
图表 36: 我国低压电器经历的四个发展阶段	19
图表 37: 低压电器技术和研发水平分级	19
图表 38: 施耐德低压配电产品档次介绍	20
图表 39: 低压开关柜和低压元器件市场应用场景	20
图表 40: 低压电器产值排行情况	21
图表 41: 低压电器未来发展趋势	21
图表 42: 2007-2016 年良信市场份额及增速	22
图表 43: 低压电器营销链分析	23
图表 44: 工业企业中高端客户选择低压电器供应商流程	23
图表 45: 房产企业中高端客户选择低压电器供应商流程	23
图表 46: 外资巨头 2015 年元器件销售业绩 (百万\$)	24
图表 47: 外资巨头 2015 年成套柜销售业绩 (百万\$)	24
图表 48: 公司非公开募资投向	26
图表 49: 公司非公开募资项目基本情况	26
图表 50: 2007 到 2016 年中国风电装机容量变化	27
图表 51: 2007 到 2016 年中国光伏装机容量变化	27
图表 52: 公司盈利预测表 (万元)	28
图表 53: 可比公司估值水平一览	28

1、公司质地优良，业绩稳定增长

1.1 公司股权分散，创始人团队共享公司发展红利

公司前身是上海良信电器有限公司，成立于1999年1月，于2014年1月21日首发登入深圳中小企业板，公司是国内低压电器行业中高端市场的领先公司之一，长期专注于中高端市场产品研发、生产和销售，从企业建立之初就立志成为高端低压电气系统解决方案专家。公司的经营理念是以客户为中心，以市场为导向。通过其强大的研发能力进行快速技术迭代，公司能够以很快的速度自主研发高性价比、高质量的产品，打造优秀民族品牌。

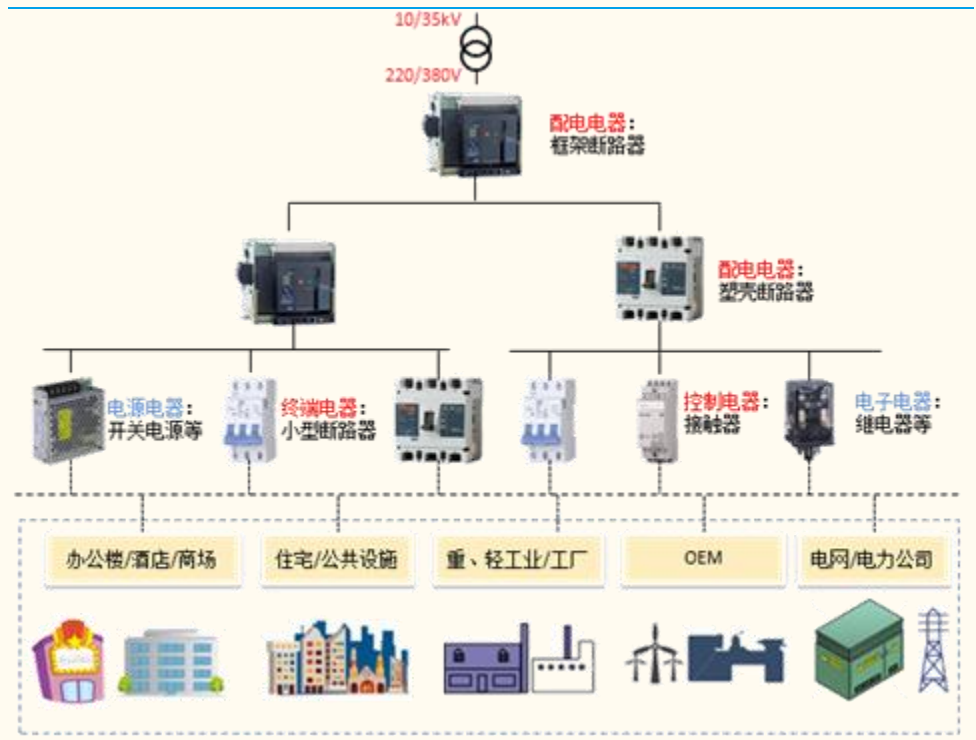
公司主营产品是终端电器、配电电器和控制电器三个大类。经过18年的发展，公司已经在低压电器行业特别是中高端市场积累了良好的口碑，拥有一大批诸如华为、万科等各行各业内非常顶尖的客户群体。

低压配电产品大部分情况下需要作为元器件装在低压开关柜、控制柜、低压配电箱中才能正常使用，而生产这类柜子、箱子的厂商被称之为成套厂，行业内很多也称之为“盘厂”，取自英文“panel builder”的音译。所以通常来讲低压配电厂商如果没有自己的成套厂，其下游客户就是成套厂。

配电电器中的框架断路器一般安装在低压配电柜的进线侧和出线侧中，塑壳断路器安装在低压配电柜出线侧以及小型的配电箱；终端电器常见于配电箱、JP柜、各类控制柜等末端线路中；控制电器则常常用于各类电机控制柜搭配工控设备使用。

不同类型的产品由于对应的额定电压、额定电流、分段能力和使用的场合有着非常大的不同，所以针对不同的产品会有非常多的型号组合。

图表 1：配电电器、终端电器、控制电器应用场合



来源：国金证券研究所

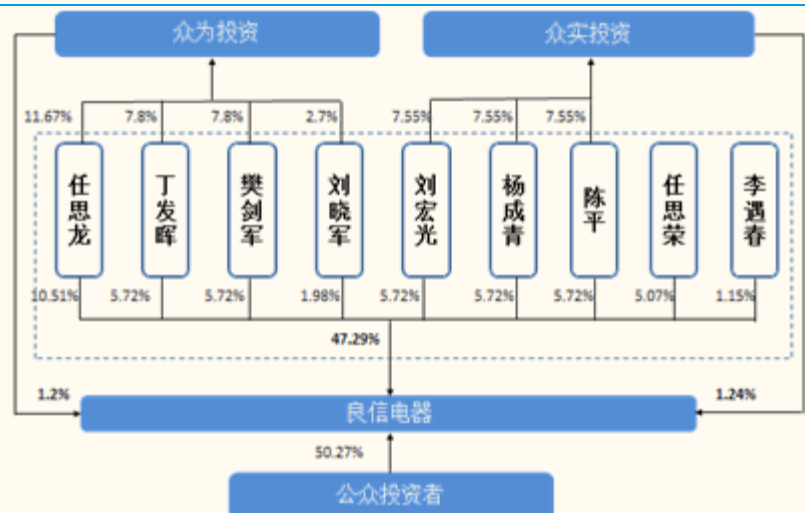
图表 2：公司配电电器、终端电器、控制电器产品介绍

分类	主要产品	图示	使用场合	图示
终端电器	小型断路器 MCB		配电箱、控制柜、入户箱	
配电电器	框架断路器 ACB		低压开关柜	
	塑壳断路器 MCCB		低压开关柜 抽屉馈线柜、JP 柜	
	双电源		双电源配电柜 (箱)	
控制电器	接触器		控制柜	
	设备用断路器		设备、OEM	

来源：国金证券研究所

2014 年上市前，公司注册资本 6460 万元，实际控制人为任思龙，上市公司公开发行新股 2,154 万股，占发行后总股本的 25.006%，任思龙、杨成青、樊剑军、丁发晖、陈平、任思荣六位签订了一致行动协议的自然人直接持有公司 38.46% 的股权，并间接持有公司部分股权。截止 2017 年 5 月，公司董事长、实际控制人任总持有公司直接持有公司 10.51%，通过众为投资间接持有公司 0.14% 的股权，公司 9 名创始人团队持股较平均，共享公司发展红利。

图表 3：良信电器股权结构

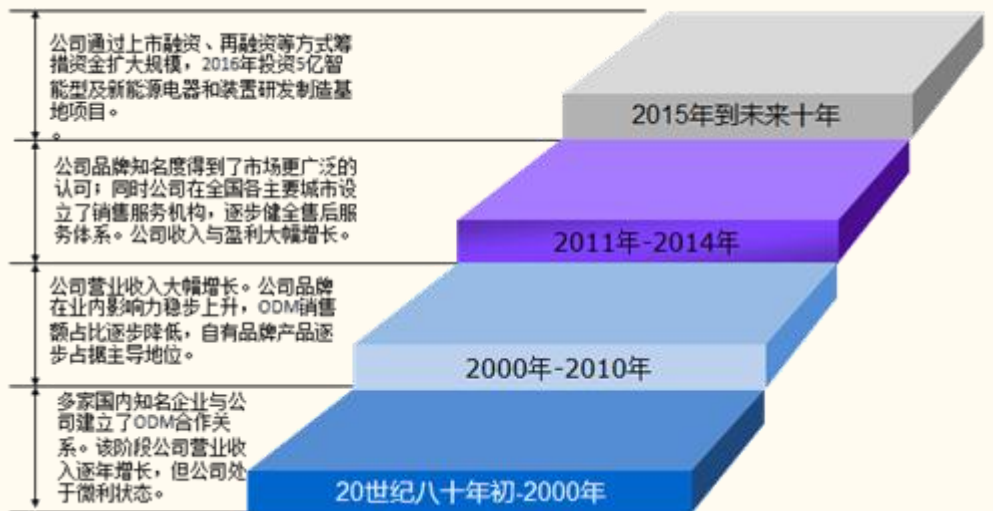


来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 公司业绩稳步增长，增速领跑国内低压电器市场

公司从创立以来，大致经历了四个发展阶段，在每个阶段公司均抓住了良好的发展契机，从而在众多低压电器厂商中脱颖而出，最终完成上市、参与国家低压电器相关标准的制定、确立中高端低压电器市场领导品牌等成就。

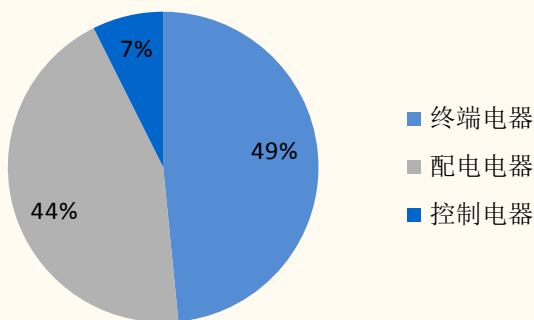
图表 4：公司关键发展节点



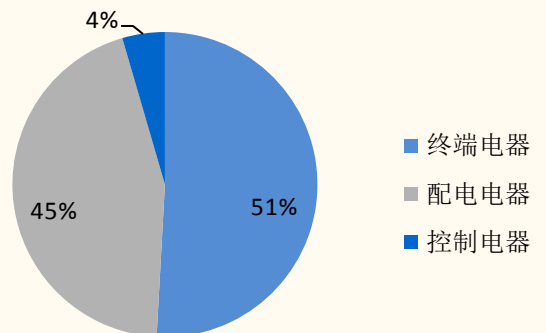
来源：公司公告、国金证券研究所

公司从创立之初，考虑到产品应用的广泛程度，最早选择进入的是终端电器市场，随着业务量的不断提升，公司逐步将业务进一步扩展至配电电器和控制电器。2016年，从公司的收入结构上看，终端电器的收入占比49%为最大，其次是配电电器，收入占比为44%，过去呈不断上涨的趋势，未来有望超过终端电器；控制电器由于应用范围比较小，收入占比仅为7%。公司终端电器和配电电器毛利率水平相当大致分别为39.4%、37.8%，控制电器毛利率为22.9%。

图表 5：2016 年分产品类型收入



图表 6：2016 年分产品类型毛利

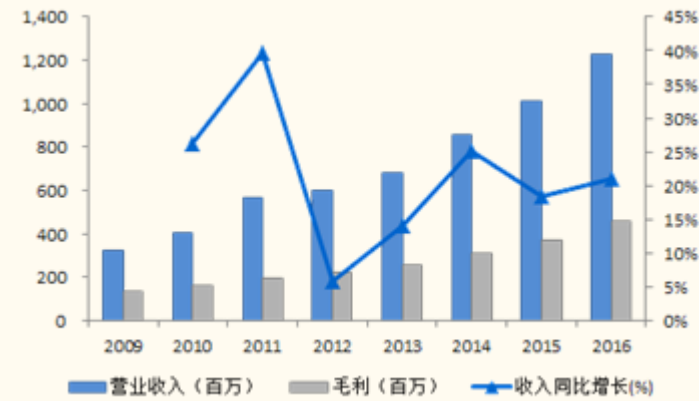


来源：公司年报、国金证券研究所

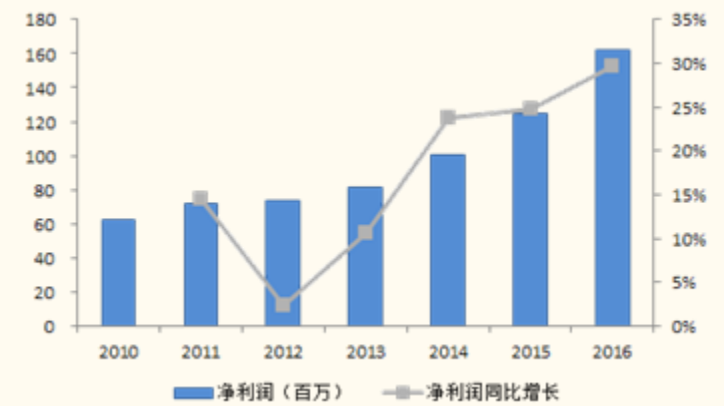
来源：公司年报、国金证券研究所

公司 2007 年改制后第一年，营收为 2.03 亿，净利润 757.76 万，扣非净利润 651.35 万，公司 2016 年营收 12.26 亿人民币，净利润 1.62 亿，扣非净利润 1.35 亿。在业绩可考的情况下，公司营业收入和扣非净利润连续十年增长，经营能力非常稳健，增长率在低压电器行业遥遥领先。2007 年到 2016 年营业收入年化增长 22.1%，受益于规模效益的显著提升，净利润和扣非净利润年化增长 40.7%、40.1%。

图表 7：2009 年到 2016 年公司收入和毛利变化



图表 8：2009 年到 2016 年公司净利润变化



来源：公司年报、国金证券研究所

来源：公司年报、国金证券研究所

1.3 专注中高端专业市场，在下游四大支柱行业竞争力日趋提升

根据市场权威统计，低压电器行业企业超万家，规模以上企业 2000 多家，绝大多数以生产低端产品为主，各个公司的产品档次、质量良莠不齐，整个行业整体处于红海市场。公司作为这个市场唯一一家专注于中高端市场也是纯粹经营低压电器产品的上市公司，从创始之初就坚持“良品制造”，注重产品研发和供应链质量管控。

低压电器运用领域较广，可以认为任何基础建设都需要低压电器进行配套。所以低压电器广泛用于电信、建筑、工业、新能源、轨道交通、港口码头、OEM 等行业。公司作为该行业为数不多的专注中高端专业市场的低压配电公司拥有一大批合作稳固的下游行业知名终端客户。经过 10 多年深耕细作，良信电气以其优质的产品质量和出色的解决方案，在低压电器中、高端客户群体中树立了非常良好的口碑，逐步打造了“可靠、专业、环保”的良信名片。

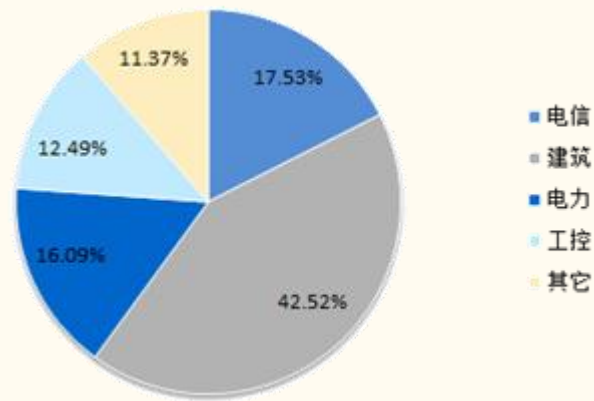
我们按照电信、建筑、工业、电力四个行业对公司客户进行归纳。

图表 9：公司各行业知名客户图谱



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 10：上市前（2013 年 1-6 月）分行业收入



来源：公司公告、国金证券研究所

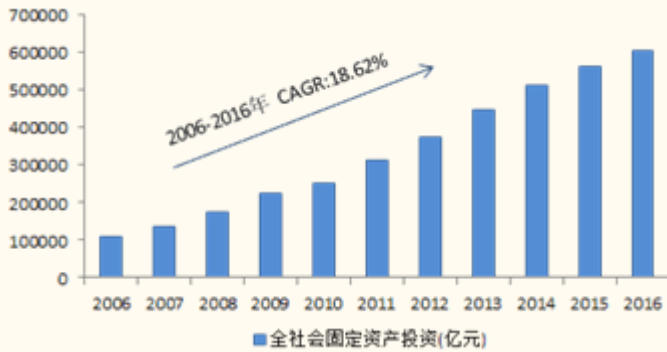
公司近年来在地产行业的资源投入不断增加，已经和越来越多的地产公司开展了集采、战略合作业务，建筑业务收入占比有一定提升；同时随着近年来 4G 业务的大力普及，公司和几大主要合作伙伴业务往来不断加深，电信业务收入占比也有所提升；电力、工控业务近年来则发展则相对平稳。我们估算，2016 年公司建筑业务收入占比在 45-50%之间，电信业务收入占比在 20%左右，电力工控业务保持原有份额，合计占比 30%左右，ODM 业务收入占比 5-6%。

2、电网投资向配网及用户侧倾斜，低压电器市场有望重新快速增长

2.1 经济逐步企稳并持续向好有利于低压电器行业健康发展

低压电器产品广泛用于国民经济各个行业，其需求受各行业投资驱动，但与全社会固定投资最为相关。因为任何固定投资都需要电力能源的保障，从而促进低压电力设备的需求，进而拉动低压配电电器的销售。所以一般而言全社会固定资产投资决定了低压电器的市场规模。

图表 11：2006-2016 年全社会固定资产投资金额



图表 12：2006-2016 年低压电器市场规模

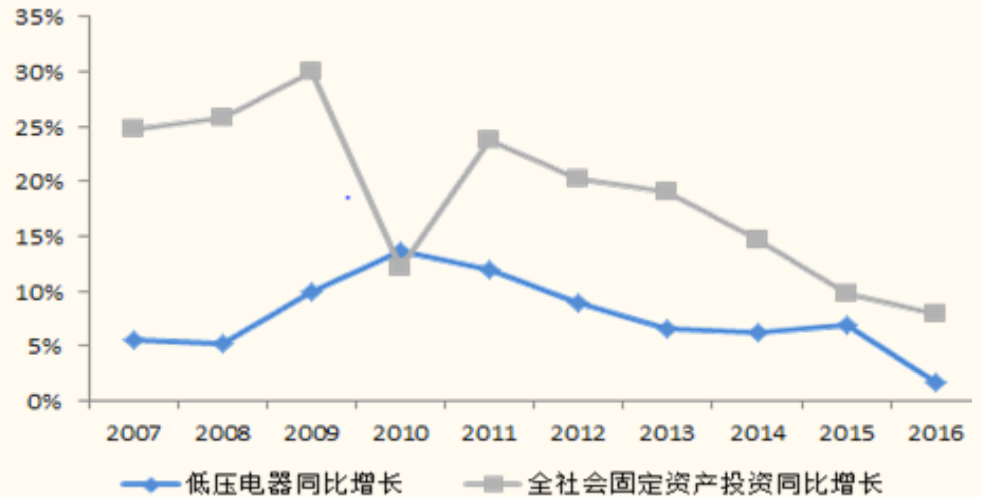


来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：中国电器工业年鉴、国金证券研究所

在过去的十年里，全社会固定资产投资实现了年均复合增长 18.62%，在固定投资的带动下，低压电器市场保持了一个非常稳定的增长，年复合增长率达到 7.62%。从图表 13 我们可以看到除了 2010 年外，低压电器同比增长率和社会固定资产投资同比增长呈现了一个非常强的相关性。

图表 13：低压电器市场规模增长和全社会固定资产投资增长对比



来源：国家统计局、国金证券研究所

在经历了经济高速发展的十年，我国主动改变经济发展方式，GDP 增速连续减慢，进入了“新常态”发展阶段，2015 年我国 GDP 增速第一次跌破 7%，2016 年以来我国经济开始逐步企稳，GDP 增长率连续稳定在 6.5% 以上，并持续好于预期。发改委预测 2017 年我国固定资产投资为 650000 亿，在 2016 年 60.6 亿的巨大投资规模基础上依旧保持了 7 个百分点以上快速增长。逐步企稳并持续向好的经济发展环境和稳定的固定资产投资有利于低压电器健康发展。

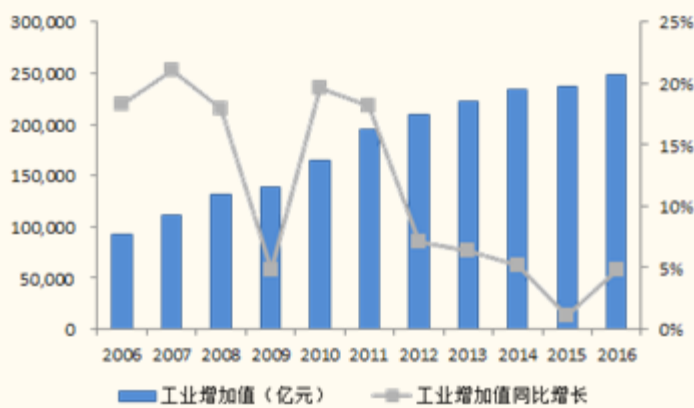
2.2 下游行业需求复苏将带动低压配电行业重启快速增长之路

1) 工业领域

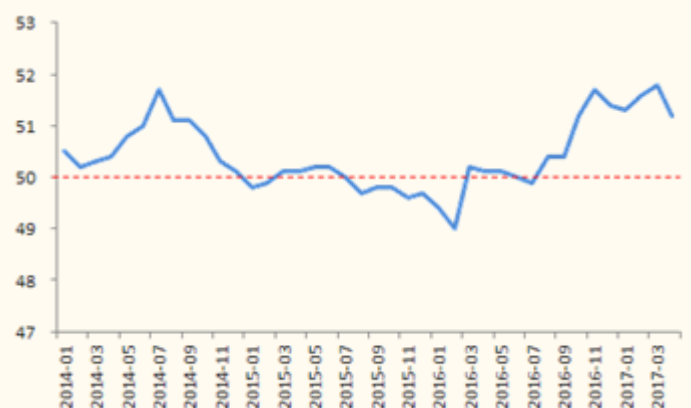
工业领域是低压电器中高端产品使用最为广泛也是最为重要的领域之一。我国工业一直保持了一个非常好的发展势头。2016 年我国工业增加值达到 24.8 万亿，是 2006 年工业增加值的 269%，可谓增长迅速。2016 年 8 月份以来，反应制造业景气指数的 PMI 指数已经连续 9 个月站在荣枯线 50 以上。反映了我国工业制造业有加速回暖的趋势，工业领域回暖，会带动工业企业固定资产投资增速，利好配电和终端电器。

随着时代的发展和社会的进步，我国现有的工业自动化水平已无法满足现代化的工业智能控制的需求，这就要求我们对其进行一场技术变革，伴随着我国工业自动化升级的加快，越来越多的自动化生产流水线和智能设备将会大量出现，将有效带动控制电器的需求增速。

图表 14：2006 年到 2016 年中国工业增加值变化



图表 15：2014 年至今 PMI 指数变化



来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

2) 地产领域

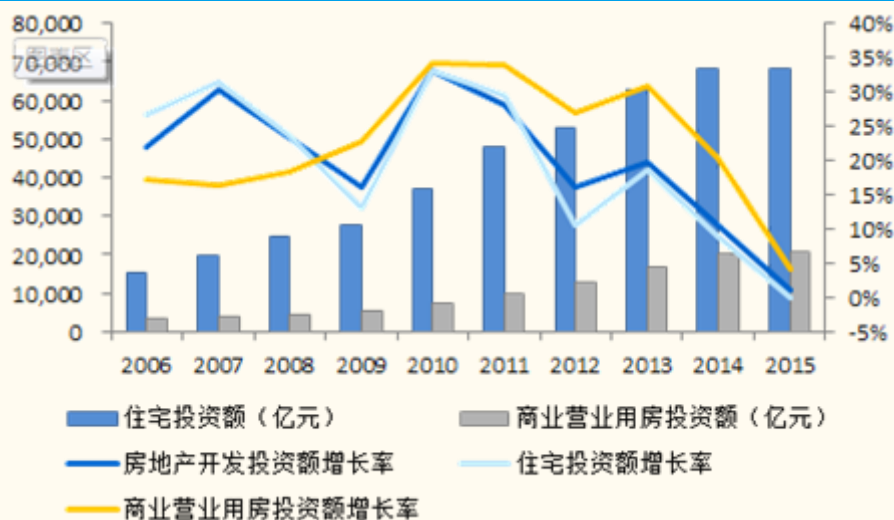
地产行业是终端电器和配电电器集中使用的行业，中国房地产投资主要包括住宅投资和办公楼及商业营业用房投资两个部分，在过去的 20 年内，我国房地产行业迎来了一波高速发展。2006 年到 2015 年十年间我国房地产年投资额从 1.9 万亿增加至 9.6 万亿，年均增幅高达 19.4%，可谓开创了一个房地产发展奇迹。

我国居民住宅额发展主要受益于过去城镇化进程。2000 年初我国城镇人口为占比 36%，2016 年这一数字升为 57%，城镇常住人口为 7.9 亿人。根据发改委预测，未来几年我国城镇人口比例有望突破 60%。即 2017 年到 2020 年每年我国每年依然有 1000 万人从农村进入城镇生活。

办公楼及营业用房通常和企业的经营活动息息相关，伴随着中国经济的高速增长，我国企业法人数量从 651 万家升至 2015 年 1259 万家。越来越多企业对办公楼及营业用房投资有着强烈的需求，所以我们可以看到近十年来办公楼和营业用房投资规模一直保持了两位数的高速增长。其占房地产投资额占比从 2006 年的 16.9% 升至 2015 年的 21.7%。特别在 2010 年后，商业房地产投资额增速总体明显快于住宅投资增速。可以预见的是，未来商业地产增速依旧会高于住宅增速。

房地产这几年呈现了一个增速放缓趋势，但是考虑到未来依旧巨大的刚性需求，巨大的存量市场也面临一个非常强的更换需求。所以我们认为房地产对低压电器的需求依旧非常明显。同时伴随着全社会对于终端用电设备安全性要求越来越高，中高端低压电器市场会越来越旺盛。

图表 16: 2006 年到 2016 年房地产投资变化



来源: 国家统计局、国金证券研究所

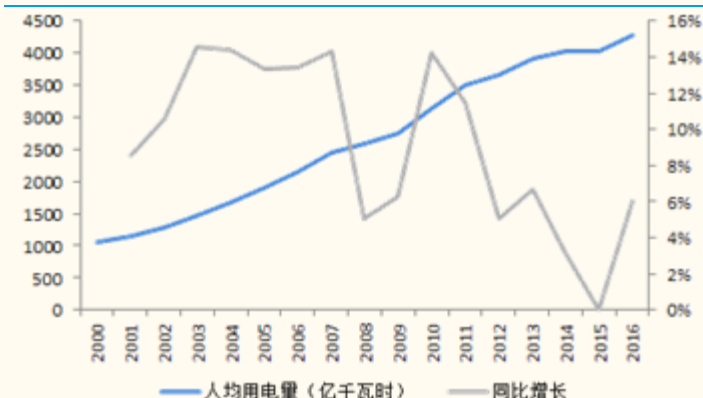
3) 电力领域

低压电器广泛用于配电网和用电侧，作为电能最后分配给用电侧的最后一公里，为保障用电者能够高效和稳定地使用电能发挥了非常关键的作用。

近年来，国家经济逐步由工业向第三产业转型，不断淘汰落后产能，逐步打造新经济，加上整体 GDP 逐步回归个位数增长，全社会用电量增速急速放缓，另外国家已经明确提出 2020 年后限制新建火电厂，大部分电源供给已经日趋饱和，输电线路骨架也逐步完善，过去十年中国电网投资中，投向配网的比例越来越高，2015 年配网投资占到整体电网投资的 60%。未来可以很清晰的预见，我国电网建设投资的重心逐步由之前的主干网向配电网、用电侧转移，这种趋势也是和发达国家过去几十年的电力发展阶段完全吻合。低压电器大多用在配网低压侧和用电侧，将会很大程度受益于这种电力投资转移。

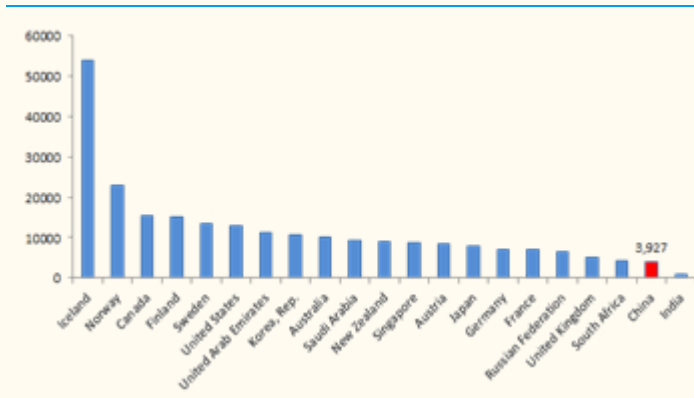
2016 年全社会用电量达到 59198 亿度，同比增速 6.7%，创下近三年最高增速。我国人均用电量已经从 2000 年的 1067 度上升至 2016 年的 4406 度。但总体上依旧大大落后于世界主要发达国家用电量，我国人均用电量依然存在非常大的提升空间，这就对配网和用电侧电气设备的容量和质量提出了非常高的要求，配电电器和终端电器的新装量以及巨大的更新换代需求将会持续利好低压电器特别是中高端低压电器的高增长。

图表 17: 2000 年到 2016 年中国人均用电量变化



来源: 国家能源局、国家统计局、国金证券研究所

图表 18: 2014 年中国和部分国家人均用电量对比



来源: 世界银行、国金证券研究所

4) 电信行业

电信行业以其巨大的投资额是低压电器中、高端产品使用最为广泛的领域之一。由于电信行业关系到人民生活中的方方面面，往往对低压电器的稳定性、

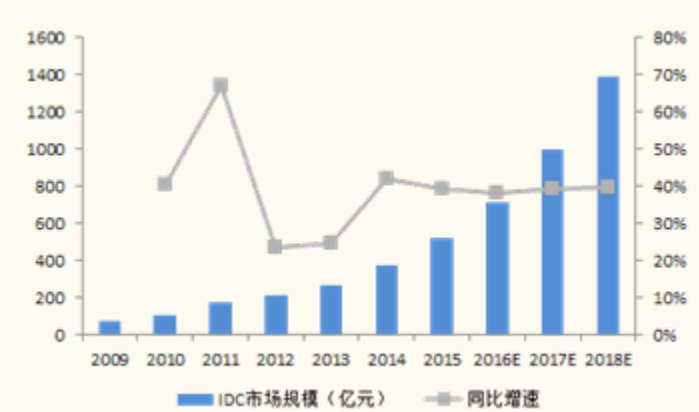
可靠性有很高的要求，并且制定了比较严格的供应商产品采购标准和流程。

近年来随着我国金融、电力、能源、工业领域信息化建设的不断推进。随着国家“宽带中国”战略、促进“信息消费”、推进4G建设等一系列政策的深入实施，以及大数据、云计算、物联网等新业务新技术的普及应用，我国电信产业面临更为广阔的发展空间。无论是运营商大规模基站建设还是社会整体IDC数据机房市场规模的不断提升，都将大幅提升高端低压电器的使用量。

图表 19：2010 年到 2016 年通信基站数量



图表 20：2009 年到 2019 年 IDC 数据机房市场规模



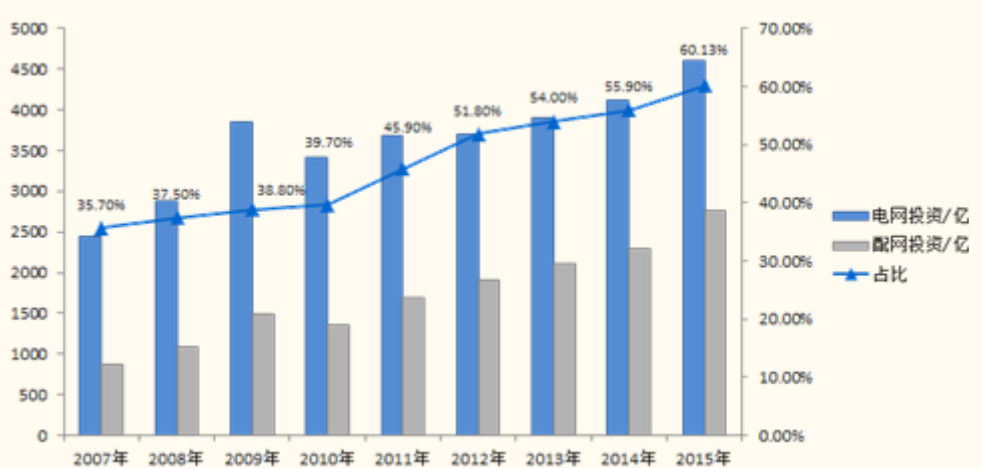
来源：通信运营统计公报、国金证券研究所

来源：IDC 图、国金证券研究所

2.3 增量配网放开保障 2 万亿配网投资成功兑现

2015 年《配电网建设改造计划》和《关于加快配电网建设改造的指导意见》中明确指出国家将在 2015 年至 2020 年十三五期间投资 2 万亿，其中 2015 年投资不低于 3000 亿。实际 2015 年当年共完成城网投资 1140 亿，农网改造投资 1628 亿，一共总投资 2768 亿，第一年的配网投资低于之前预期。针对 2015 年配网投资低于预期的表现，我们并不感到悲观，相反我们认为 2016 年后配网投资将加速，十三五期间国家的 2 万亿配网投资还是有极大的可能能够最终兑现。

图表 21：2007 年到 2015 年电网投资和配网投资额



来源：全国电力工业统计数据、国金证券研究所

第一个理由：从投资规模角度来看，虽然近年来我国配网投资比例逐步上升，但是 2007 年到 2015 年我国输电网和配电网新增投资总规模分别为 17000 万亿和 15500 万亿，另外考虑到 2007 年前输电网投资远高于配电网投资，我国配网建设总规模依旧大大落后于输电网建设总规模。从配网建设水平来看，我国现有配网基础设施依旧薄弱，《配网改造行动计划 2015 -2020》指出至 2020 年，中心城市（区）智能化建设和应用水平大幅提高，供电可靠率达到了

99.99%，用户年均停电时间不超过 1 小时，供电质量达到国际先进水平；城镇地区供电能力及供电安全水平显著提升，供电可靠率达到 99.88%以上，用户年均停电时间不超过 10 小时。所以我国配网在中长期看依旧是未来我国电力工业发展不可或缺的一块重要内容，配网容量、配网质量两方面提升空间都非常巨大。

第二个理由：2016 年十月份，电改重量级配套文件《有序放开配电网业务管理办法》鼓励社会资本投资、建设、运营增量配电网；同时鼓励电网企业与社会资本通过股权合作等方式成立产权多元化公司经营配电网。这样一来解决了电网资金历来投资配电网能动性不高的问题，二来使得社会资本在投资运营增量配电网的同时获取经济回报，完全可能成为一种新型的投资分析逻辑。

所以基于以上两个理由，我们认为未来配网投资将加速，十三五期间国家的 2 万亿配网投资还是有极大的可能能够最终兑现。公司的配电产品销售业绩将一定程度上受益于国家配网投资。

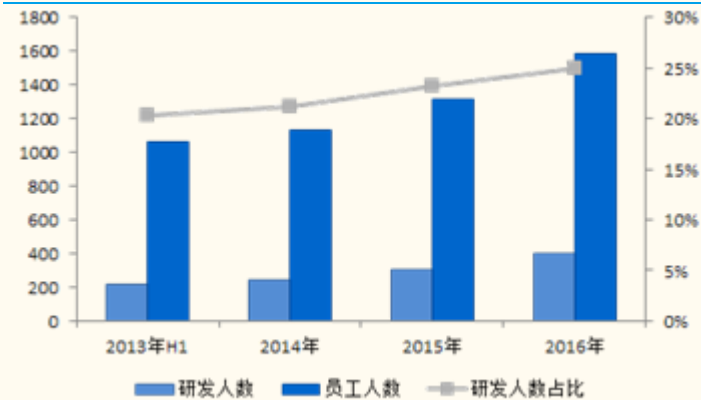
3、工程师企业技术沉淀深厚，收益质量位居市场前列

3.1 市场定位中高端，凭借优良的研发和质控实力建立行业壁垒

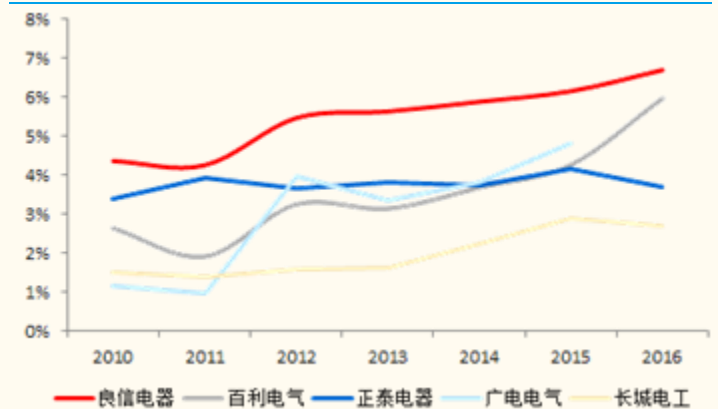
公司自建立之初就非常注重研发工作，拥有较为完整的研发体系，建立了以行业内知名专家为核心的一支技术过硬的队伍，拥有较为完善的技术创新研究手段和较为先进研发实验室和检测中心。除此之外公司一贯注重构建以企业为主的“产、学、研”合作开发体系并一直加强与政府机构和国内科研机构合作。创始人团队最早更是出身技术，对低压配电技术以及行业发展方向有着深刻的理解。

公司 2016 年研发支出营收占比为 6.7%，近年来一直高于其它低压配电同行。正是在研发方面巨大的投入，不断提升了公司在低压电器行业的技术领先性和稳定性，不断铸就了公司在中、高端低压电器市场的品牌形象和领先地位。

图表 22：2013 到 2016 年公司研发人员数量及占比



图表 23：2010 年到 2016 年低压电器公司研发营收占比



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 24：公司在技术研发和产品创新方面的荣誉

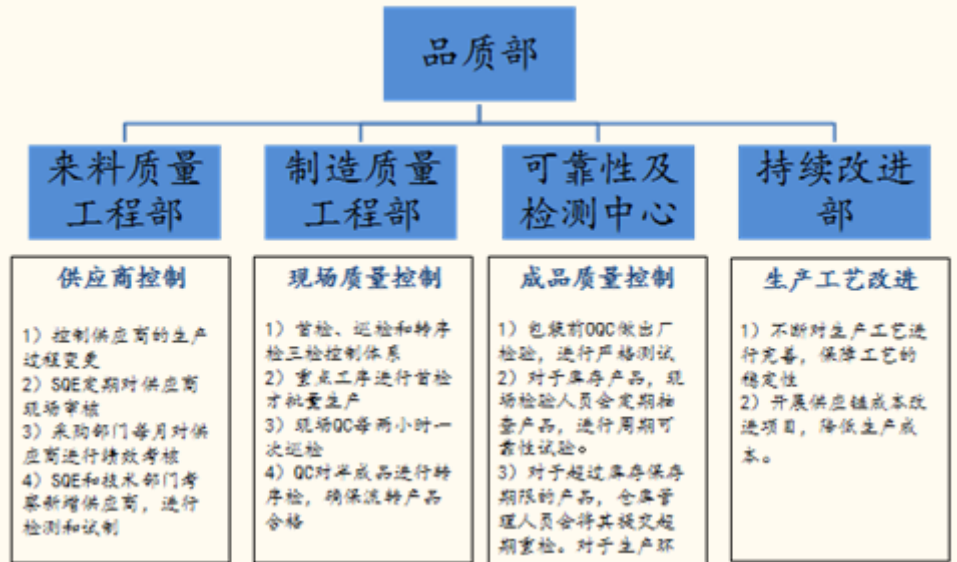
荣誉	授予单位	授予时间
公司被认定为“高新技术企业”上海市科学技术委员会 2005 年，2007 年通过复审	上海市科学技术委员会	2005 年，2007 年通过复审
公司的断路器产品连续 8 年被评为“上海电器行业名优产品”	上海电器行业协会	2004-2011 年
公司被评为“通用低压电器分会常务理事单位”	中国电器工业协会通用低压电器分会	2006 年 4 月至 2015 年 12 月
公司的断路器、交流接触器被评为“品牌产品”	上海市中小企业品牌建设推进委员会	2006 年 11 月
公司的小型断路器、塑壳断路器被评选为“上海名牌产品”	上海市名牌产品推荐委员会	2007 年 5 月
公司被评为“上海市科技小巨人企业”	上海市科学技术委员会	2008 年 11 月
公司被评为“2012 年度十大电气创新企业”	中国电工技术学会《电气技术》杂志社	2012 年 8 月
公司被评为“创新型企业”	上海市科学技术委员会、上海市国有资产监督管理委员会、上海市总工会、上海市知识产权局	2012 年
公司被评为“上海市设计创新示范企业”	上海市经济和信息化委员会	2012 年 8 月

来源：公司公告、国金证券研究所

公司凭借出色的研发体系和巨大的研发投入，在技术研发和产品创新方面取得了非常多荣誉。截至 2016 年年底，公司拥有有效专利 292 项，其中发明专利 40 项，实用新型专利 198 项，外观设计专利 54 项。

从供应链模式来讲，除了一些公司因为历史原因形成的全链条的生产模式外，低压电器行业已经形成了较为齐全的专业分工。公司主抓研发和装配、测试两端，工厂负责点焊等关键装配工艺加工技术。金属件、塑料件等零部件进行外委生产，公司会按照设计让供应商进行定制件供应。品质工程师会定期去他们厂去检查，以确保供应链零件的质量。

图表 25：公司优秀的供应链质量控制措施



来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 营销体系日趋壮大，公司在下游核心行业的影响率和签约率步步提升

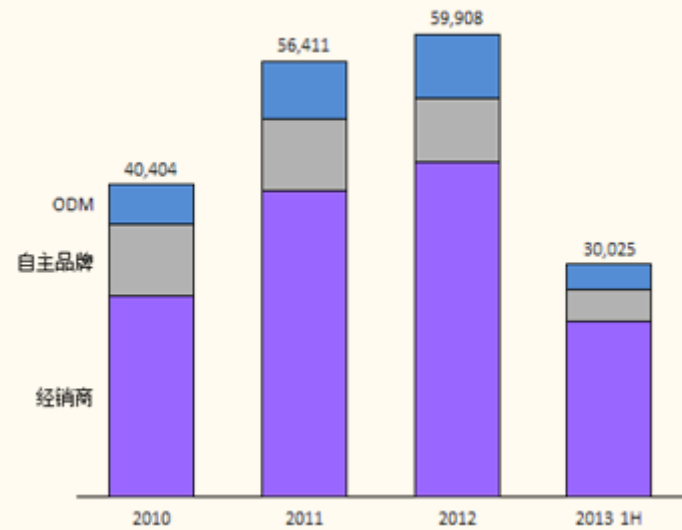
成立 10 余年来，公司建立了布局合理、覆盖面广的营销网络，定位为中高端低压电气系统解决方案专家，以 B2B 营销模式为主，大部分产品销售给公司客户，不进行低压配电产品零售业务，在这一点上和低压配电龙头企业正泰电器和德力西还是存在较大的差异。在具体的销售方式上公司采用分销和直销的模式。

图表 26：公司销售方式

销售方式	客户群体	模式特征	权利和义务
直销	大客户、ODM客户	客户技术服务要求高，且单次采购金额较大，且客户关系比较稳定，供应商模式为主	产品的配送和相关服务与公司发生直接业务关系
分销	经销商	单批次采购金额较小，经销商负责资金问题，公司资金利用率高，会利用代理商当地市场开拓能力	主要采用买断式分销，以分销协议确定各自的承担的

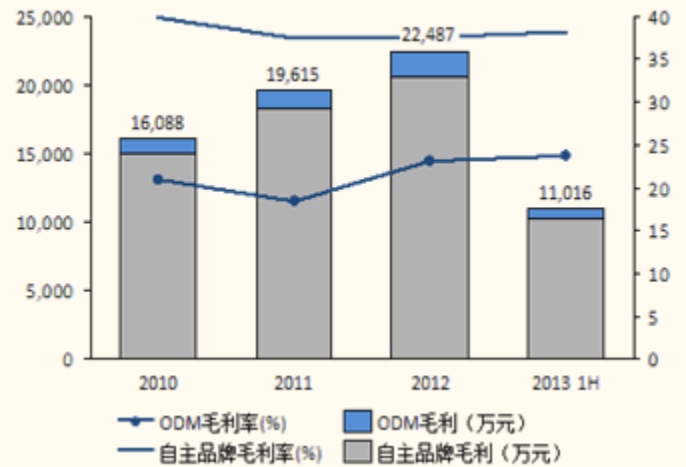
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

图表 27: 2010 到 2013 年不同销售方式销售额 (万元)



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

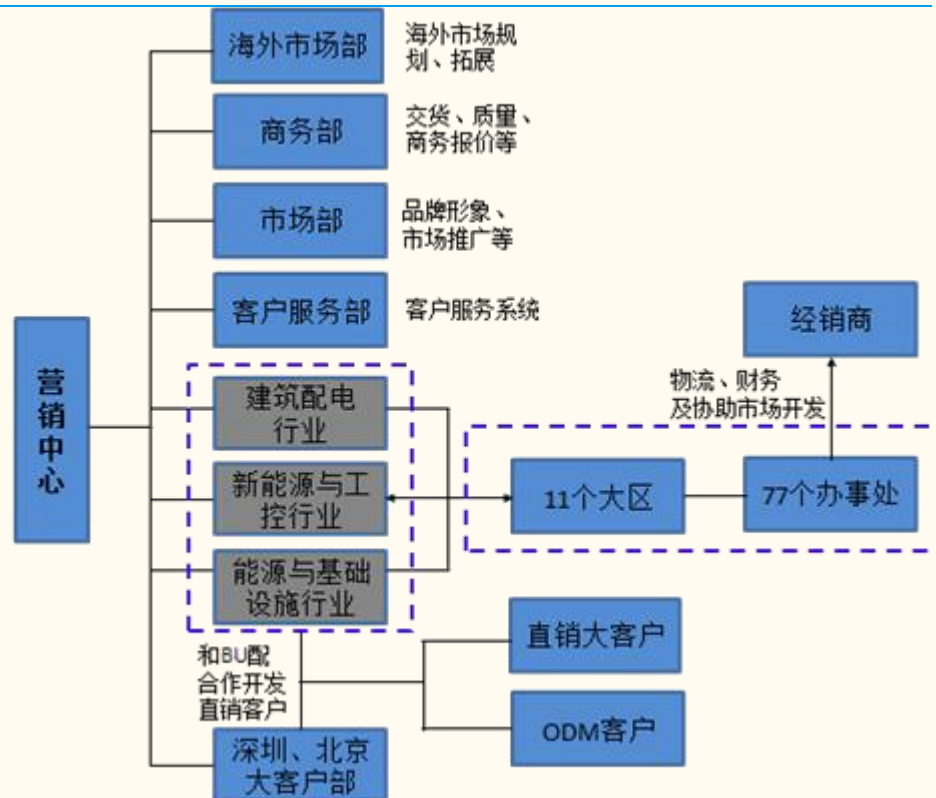
图表 28: 2010 到 2013 年不同销售方式毛利情况



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

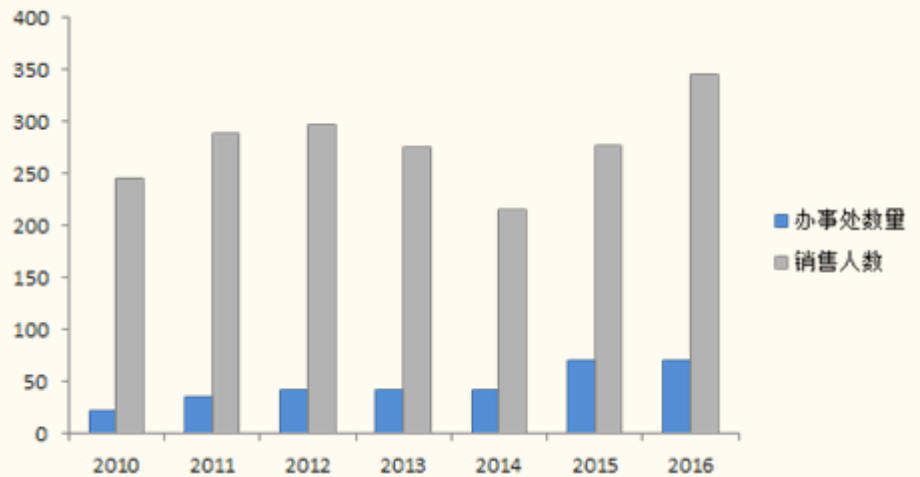
近年来公司销售网络不断扩大和优化,已经在全国设立了 11 个大区,共计 77 个办事处,并在去年形成了建筑配电行业、新能源与工控行业、能源与基础设施行业三大业务 BU。另外公司成立了北京和深圳两个大客户部,北京大客户部侧重于与设计院的沟通,深圳大客户部主要负责电信行业的几个大客户。整个营销网络形成了业务 BU 和地域的矩阵式结构。过去一个区域,办事处的销售虽有行业侧重但是可以开展全行业的销售工作,现在 BU 的划分使得销售人员的专业性更强,一来更容易在不同区域复制这个行业的营销经验,二来销售能够更好地理解客户的需求,客户关系会更深。

图表 29: 公司矩阵式营销体系



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 30：公司办事处规模和销售人员



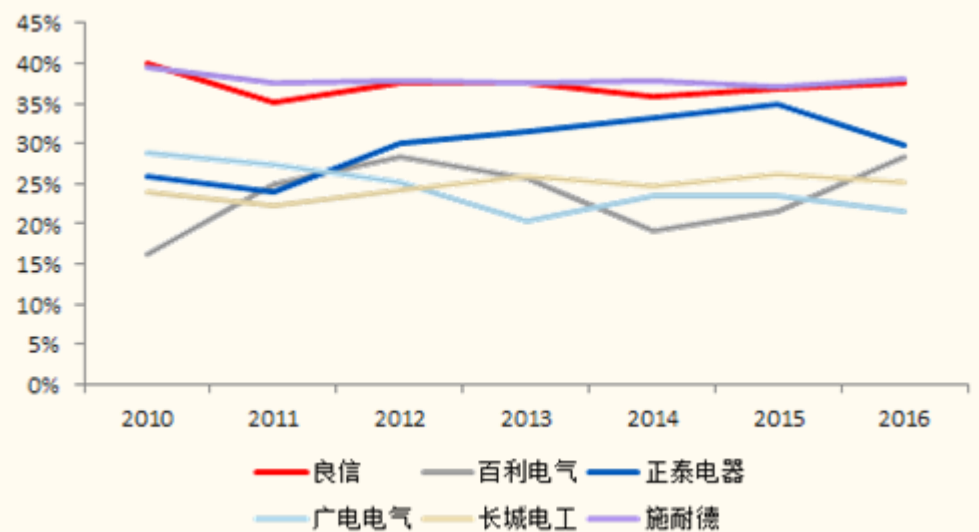
来源：公司公告、国金证券研究所

公司最初在 2004 年和华为技术接洽，2007 年 3 月成为华为合格供应商并签署了框架协议，同时公司和中兴、艾默生等公司也达成了良好的合作关系。自此公司确认了在电信市场的领先优势，近年来公司借助完善的营销网络逐步完成了在电力、工控、冶金、石化特别是建筑行业的突破，在各个行业都形成了良好的口碑，签约率和影响率不提升。另外公司也在大力拓展海外市场，准备在瑞典、印尼、美国设立办事处。

3.3 公司高效的营运能力和毛利水平，成就出色的投资回报率

低压电器行业是一个充分竞争行业，全行业公司接近万家，大部分企业年产值在 1000 万以下，公司大量的研发投入保障了较高的技术水准和产品质量，加之公司逐年推出一些附加值非常高端的产品，所以公司毛利率保持了一个非常高的水准。近年来由于经济增速放缓，下游基建项目投资放缓，价格战频出，全行业包括施耐德、西门子、ABB 在内的外资巨头在中国低压市场的毛利率都普遍降低，特别是原材料铜价在 2016 年上涨超过 20%，公司毛利润却逆势上涨，2014-2016 年毛利率 35.89%、36.86%、37.48%，比肩低压电器全球巨头施耐德 2016 年毛利率 38.03%。

图表 31：可比公司毛利率对比

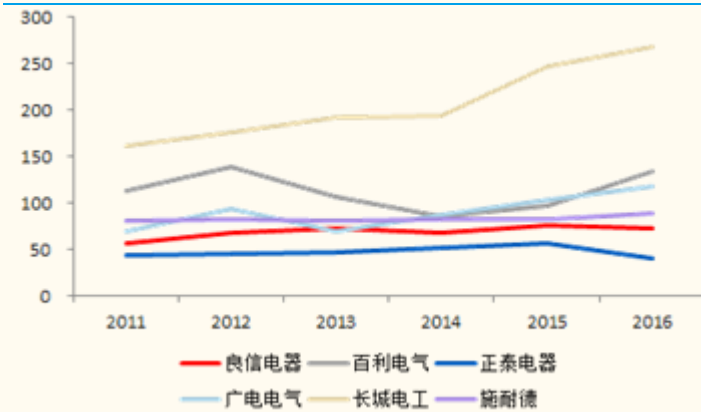


来源：公司公告、国金证券研究所

公司下游多为行业内优质客户，回款情况良好，加之近年来经销商网络的不断扩大，经销商在预付款和货款结算等环节大大提升了公司的资金回笼能力，公司赊销比例逐年降低，近年来的应收账款周转天数维持在 40 天之内且逐年下降，2016 年公司应收账款周转天数达到 23.3 天，对应应收账款周转率 15.4 次，应收账款周转水平优于国内同类型可比公司。

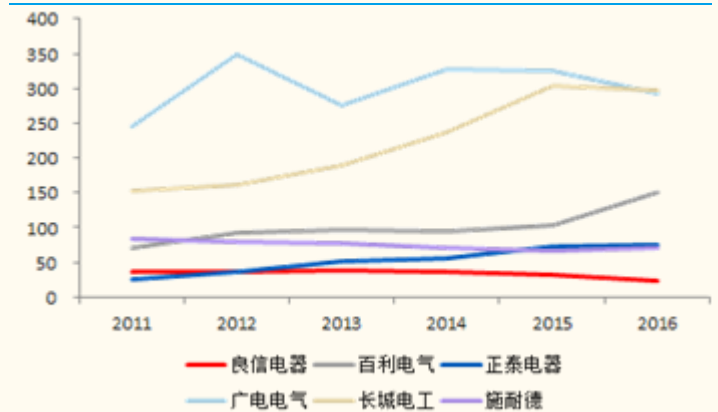
同时公司对下一阶段订单额以及销售额的预测等供应链管理能力的增强，近年来存货天数稳定在一个非常健康的范围内，2016 年公司存货天数达到 73.34 天，对应存货周转率 4.9 次，存货周转天数低于国内同类型可比公司平均值。在此需要指出的是正泰电器的存货天数仅为 41.01 天，其中主要差距在于良信以 B2B 项目销售模式为主，而施耐德零售模式和 B2B 模式均有，广阔的代理商和分销门店网络因为从事大量的零售业务需要储备大量的库存，从而降低了正泰公司的库存储备。

图表 32：可比公司存货周转天数



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 33：可比公司应收账款周转天数

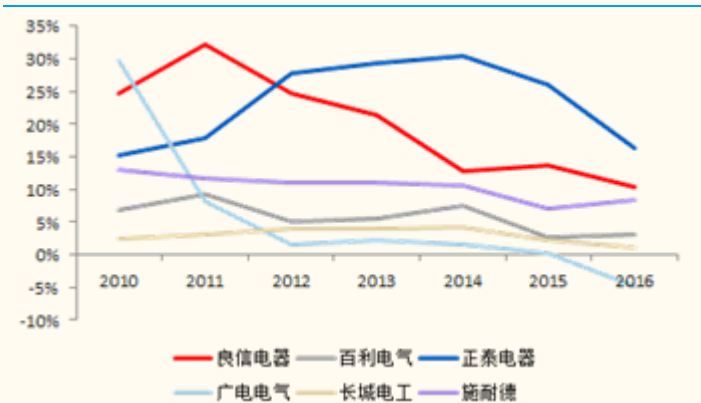


来源：公司公告、国金证券研究所

正是得益于公司高效的营运能力和较高的毛利水平使得公司 2016 年 ROE、ROIC 分别为 10.44%、13.15%，盈利能力和收益质量依旧领先于其它低压电器公司。公司的 ROE 和正泰的差距已经逐年降低，2016 年 ROIC 已经实现对正泰的超越。

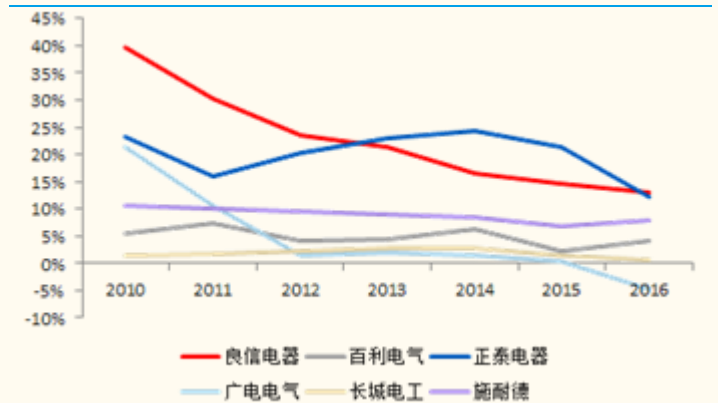
施耐德电气作为一家有着 180 多年发展历史的全球电力与控制标杆企业，在全球低压电器领域处于绝对龙头地位。良信公司毛利率比肩施耐德，并在上述关键营运能力、盈利能力与收益质量都接近国际先进水平，侧面证明了公司强大的综合实力。

图表 34：可比公司净资产回报率对比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 35：可比公司投入资本回报率对比



来源：公司公告、国金证券研究所

4、公司定位契合行业高端国产化趋势，业绩增速将大幅领先行业平均水平

4.1 低端市场仍然占据半壁江山，外资企业高端形象有所改变

低压电器行业是一个相对而言比较传统的领域，经过半个世纪的发展，我国低压电器从技术角度而言，可以分为四代：

图表 36：我国低压电器经历的四个发展阶段

产品代际	开发年代	技术水平	主要特征
第一代	60年代-70年代初	模仿苏联产品的基础，设计开发的第一代统一设计的低压电器	结构尺寸大，材料消耗多，性能指标不理想，规格不齐全
第二代	70年代末-80年代末	国内企业技术更新换代，自主开发的低压电器	产品尺寸缩小，指数指标明显提高，保护特性比较完善
第三代	90年代初-2005年	国内企业自行开发的智能化产品，少数技术实力强的企业已经掌握核心技术	性能优良，工作可靠体积小、电子化、智能化、组合化、多功能化、模块化
第四代	2005年至今	国内企业自行开发的智能化产品，基本达到国外21世纪初的技术水平	网络化、可通信，采用高性能的触头灭弧系统，模组化结构、具备电子脱扣器与现场总线通信技术

来源：国金证券研究所

按照不同企业的技术水平，我国低压电器可以分为三个梯队。目前已经研发出的第四代技术主要掌握在以施耐德、ABB、西门子为代表的外资企业。第一梯队企业现阶段所有产品都已经在第三代以上，且掌握了第三代产品最新技术。良信、常熟、人民等本土领先企业列为第二梯队，已掌握了第三代技术中的核心技术，并集中力量进行第三代最先进技术和第四代技术的研发。除此之外，我国最广大的低压电器技术同质化严重，通常面对的是低端低价市场，这类型企业掌握的是第二代和最低端的第三代技术，列为第三梯队。

按照产品性能及其他一些指标，低压电器基本可以划分为高、中、低端三类产品，划分高中低端产品主要依据产品的技术性能，如开断能力、机械寿命，电气寿命、功能、体积等指标。现阶段我国低端产品比例大致在 50%，主要以第二代产品和部分第三代产品，中端主要以第三产品和部分第二代产品，这部分产品比例大致为 40%；高端产品为部分第三代产品和第四代产品，比例大致为 10%。

图表 37：低压电器技术和研发水平分级

代表企业	第一代产品	第二代产品	第三代产品			第四代产品
			低配	中配	高配	
技术水平划分	低端	低端/小部分中端	中端	中端	高端	高端
施耐德、ABB、西门子等外资	无	无	无	部分制造者	主要制造者	主要研发制造者
常熟开关、良信电器、人民电器等	无	无	无	主要制造者	研发制造者	跟进研发制造者
大多数研发能力差、产品同质化的企业	主要制造者	主要制造者	主要制造者	无	无	无

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

目前中高端市场主要由外资品牌和部分国产品牌占有，施耐德、ABB、西门子在外资品牌中间已经确立了领导地位。而中高端市场国产品牌并没有哪家企业拥有较大的领先优势，公司发展目标是在国产中高端市场确立领导地位。

上世纪末，外资企业进入中国，系列较少，产品档次往往定位较高，高端市场很快被施耐德、ABB、西门子、GE、伊顿、罗格朗为代表的外资厂商垄断。随着外资在高端市场增长出现瓶颈，低压电器领域以施耐德等企业为代表的外资企业也开始布局中端市场，并推出了一系列针对民营中、高端品牌的产品系列。

图表 38：施耐德低压配电产品档次介绍

产品代际	高端型系列	经济型系列
框架断路器	MT	MTE/MMS
塑壳断路器	NSX	CVS/EZD
微型断路器	A9	E9
双电源开关	WOTPC	WTS-D

来源：施耐德官网、国金证券研究所

图表 39：低压开关柜和低压元器件市场应用场景

低压柜类别	低压元器件品牌	低压元器件档次	市场	市场特征	说明
外资品牌柜	施耐德、ABB、西门子等外资品牌	高端	航空等高级工业 超高档写字楼 迪士尼等高级园区	品牌优先 质量优秀	外资品牌柜由外资直接供应，元器件
外资授权柜	施耐德、ABB、西门子等外资品牌	高端	高档写字楼、高档酒店	追求品牌 关心价格	外资授权成套厂必须采购外资元器件
国产柜配外资元器件	施耐德、ABB、西门子等外资品牌	高端、中端	重要公用设施、住宅、发电等重工业	品牌优先 价格敏感	
国产柜配中高端国产元器件	常熟、良信、人民等	中端、少部分高端	公建设施、重要工业、城网、市政	质量可靠 性价比高	中高端国产元器件也能对标一般外资品牌
国产柜配低端国产元器件	大多数研发能力差、产品同质化	低端	低端住宅、农网、普通工业、普通商业	价格优先	

来源：国金证券研究所

4.2 低压电器逐步走向中高端，行业面临兼并重组潮

随着低压电器的快速发展，我国低压电器厂商过万家，所以导致我国低压电器生产能力过剩，加上大部分企业处于第三梯队，缺乏技术创新能力、产品同质化程度非常高，发展后劲较差。低压电器工业协会统计了我国低压电器产值排行情况，产值在 10 亿元以上企业 10 家，产值在 5 亿到 10 亿的企业 10 家，产值 1 亿元到 5 亿元的企业有 30 家左右。良信电器凭借 2016 年的 12 亿元的销售收入挤入了 10 亿元俱乐部。

图表 40：低压电器产值排行情况

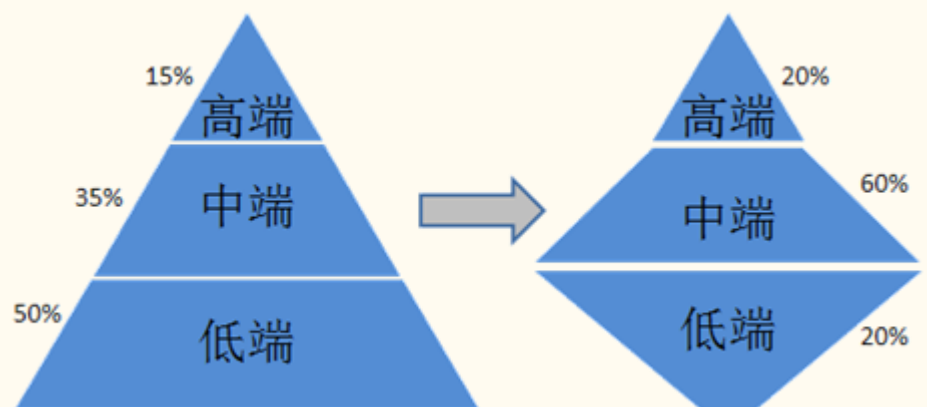
10亿元以上企业	5到10亿元企业	部分1到5亿元企业
施耐德万高（天津）电气设备有限公司	环宇集团有限公司	江苏大全凯帆电器有限公司
厦门 ABB 低压电器设备有限公司	天水二一三电器有限公司	西蒙电气（中国）有限公司
常熟开关制造有限公司	北京 ABB 低压电器有限公司	厦门士林电机有限公司
德力西电器有限公司	杭申集团有限公司	法泰电气（江苏）股份有限公司
正泰电器股份有限公司	天津百利特精电器股份有限公司	巨邦电器有限公司
浙江天正电器股份有限公司	华通机电集团有限公司	上海一开电器集团有限公司
苏州西门子电器有限公司	长城电器集团有限公司	沈阳斯沃电器有限公司
上海电器股份有限公司人民电器厂	常安集团有限公司	遵义长征电器开关设备有限责任公司
人民电器集团有限公司	罗格朗低压电器（无锡）有限公司	北京人民电器厂有限公司
上海良信电器股份有限公司		上海天逸电器有限公司

来源：低压电器工业协会、国金证券研究所

由于低压电器大规模使用在用电侧和配电侧，近年来由于电气产品质量引发的火宅以及各类安全隐患频发，各行各业的消费者对于用电侧和配电侧的低压电器产品质量要求越来越高，低端市场正在日益萎缩，于是那些技术水平低下、质量不可靠的低端低压产品越来越少。取而代之的是中高端市场将不断扩大，质量低下的低压电器生产商将面临大范围的兼并收购。

另外伴随着第一代和第二代产品逐步进入大规模的更换周期，退出历史舞台，这部分低端产品将进一步向着中高端产品方向演变。我们预计未来 3 到 5 年内低端产品的比例将从现在的 50%降低到 20%左右，而中高端产品份额将提升至 80%。

图表 41：低压电器未来发展趋势



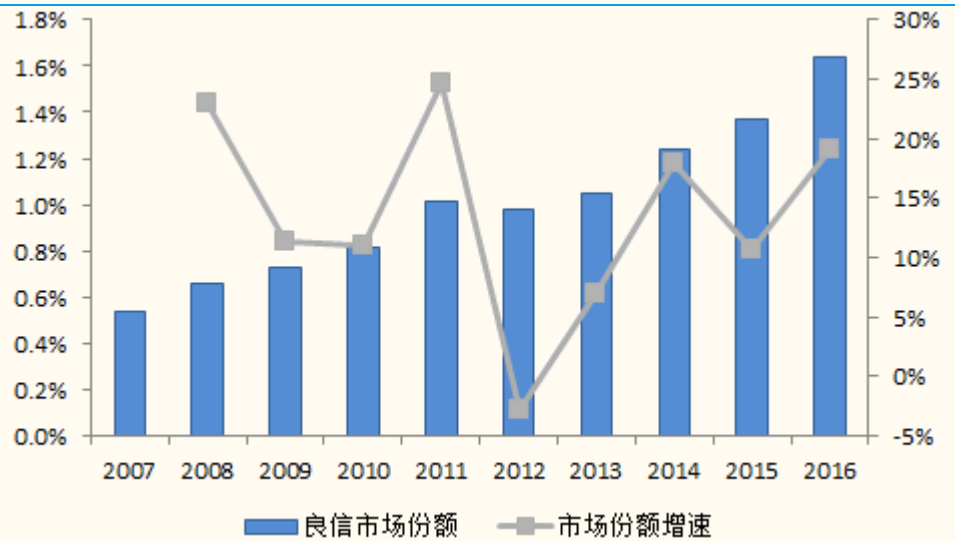
来源：国金证券研究所

4.3 外资公司业绩增长乏力，中高端市场国产化趋势势不可挡

中高端产品集中使用在电力、石化、冶金、电信、港口、高端商用建筑、工控等领域以及其他重点工程中。随着近年来我国低压电器产品质量大幅上升，

在中高端市场上，常熟电器、良信电器、人民电器以其过硬的质量和性价比开始逐步蚕食外资企业的份额。2012 年到 2016 年市场份额增速呈现加速势头，公司未来业绩增速仍将大幅领先低压电器行业平均水平。

图表 42：2007-2016 年良信市场份额及增速



来源：国金证券研究所

我们认为未来中高端市场国产化趋势会非常明显。为了更好地理解这种趋势，我们首先对低压电器营销进行一个简单介绍。

从营销链条来看，低压电器直接下游一般是成套厂和各类集成商，但终端电器和控制电器下游同时也有五金零售店、维保店、电子商务网站等。在整个项目过程中，也涉及电力设计院和电力工程总包等单位。电力设计院和电力工程总包一般由甲方招标决定，电力设计院主要工作职责是项目图纸绘制和技术标准撰写，电力工程总包的主要职责则是相关电气设备的采购以及电气设备的基建安装。

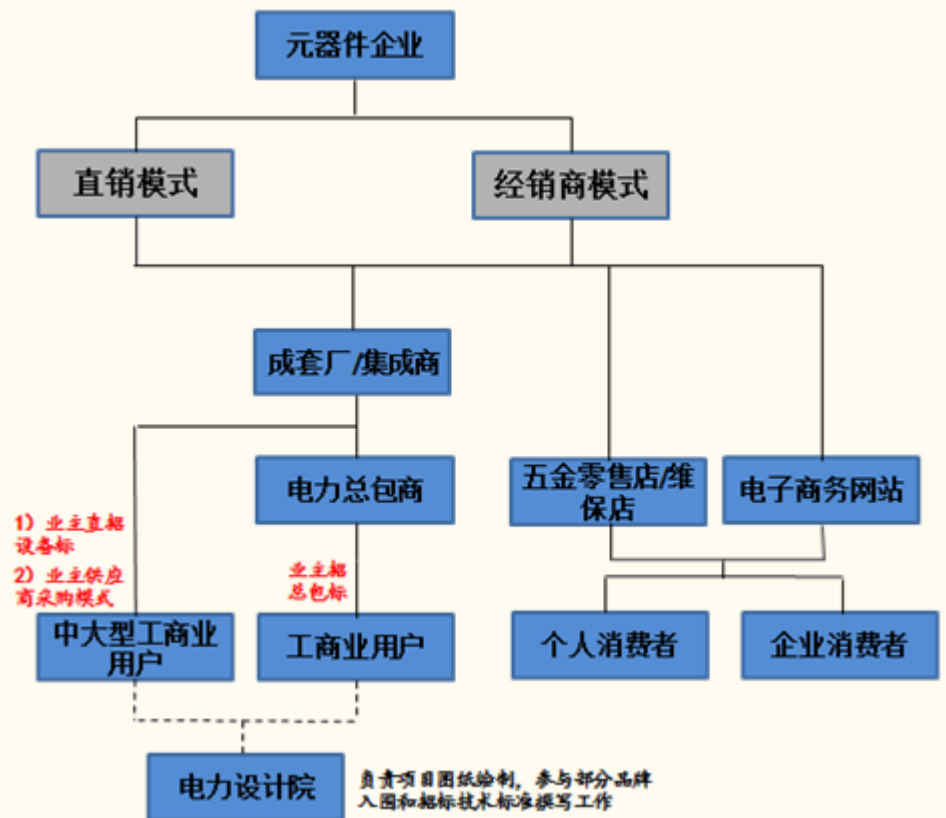
从采购模式来看，低压电器存在供应商采购型和项目招标型两种模式。

1) 电信、工控、房地产为代表的企业倾向于采用供应商采购型这种模式，一般都建立了较为严格的供应商筛选体系和筛选标准，一般从彼此之间的最初接触到建立稳定的合作伙伴关系需要长达 2-5 年的时间，产品一旦进入客户供应商名录，在合同执行周期里订单大多以采购模式完成，由于供应商体系同类产品有至少两个以上品牌，单一品牌采购量的多少取决于产品的性价比和客户关系。

2) 电力、公建为代表的企业则倾向于通过项目招标来确定供应商，即公司入围短名单后，公司通过招标形式确定单一项目的供应商，业主招标过程分为招总包标和直招设备标两种模式。业主招总包标模式，总包是项目的直接投标方，总包对外购电气设备、基建和人力等成本进行审核，加上一定利润后确定投标价，所以电力总包、成套厂对于入围元器件品牌的选择，首先考虑品牌的经济性。业主直招设备模式。无论是哪种交易模式，业主作为甲方和出资方，在低压元件品牌的选择上有着最大的话语权，对于总包和成套厂选择元器件品牌有非常大的影响能力。

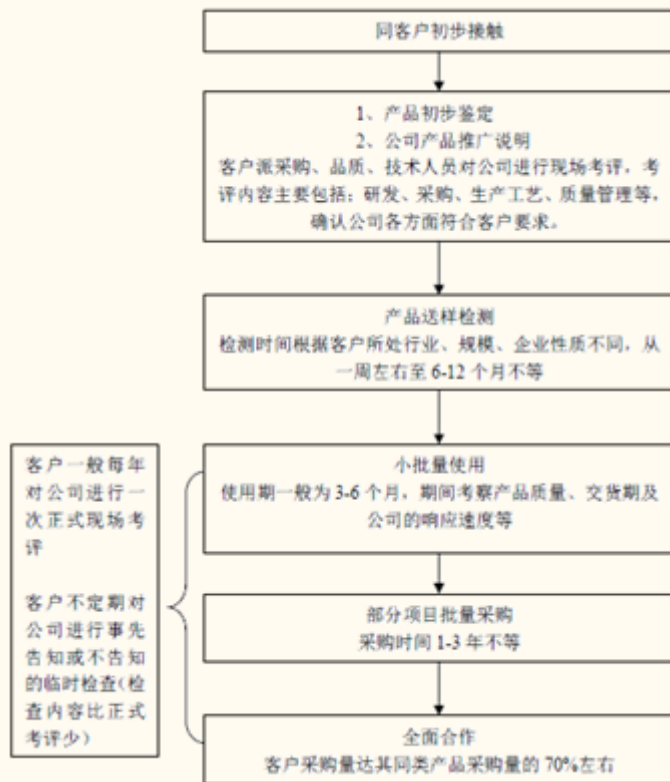
良信主要依靠自身销售团队开发市场和维护客户关系，同时在经销商的协助下，营销取得了较大的成功。

图表 43：低压电器营销链分析



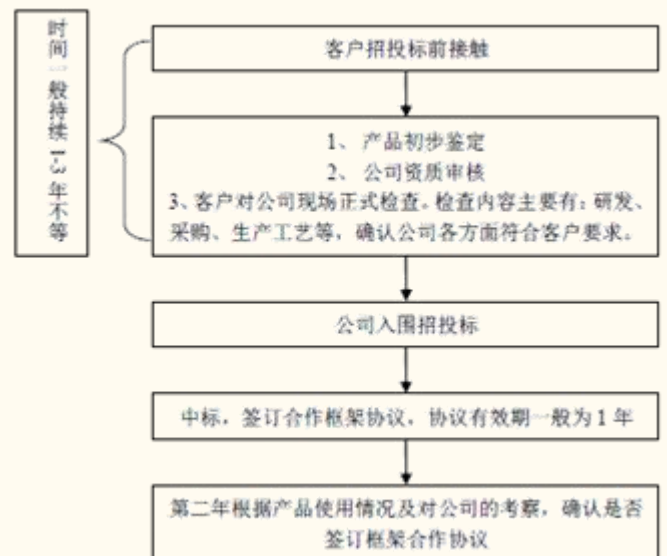
来源：国金证券研究所

图表 44：工业企业中高端客户选择低压电器供应商流程



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

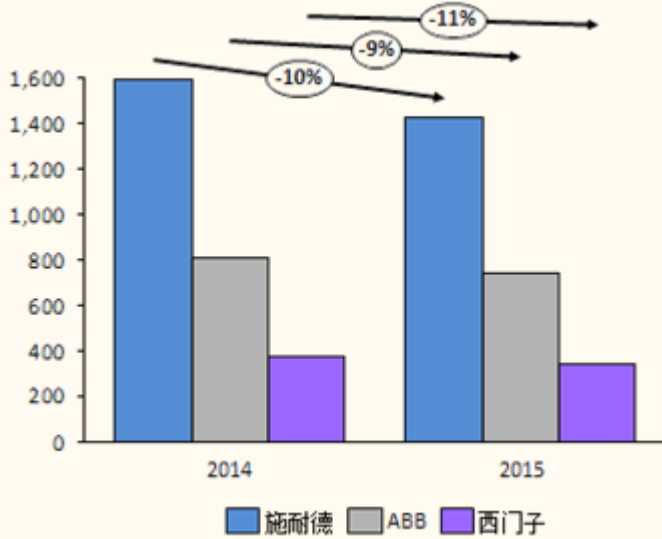
图表 45：房产企业中高端客户选择低压电器供应商流程



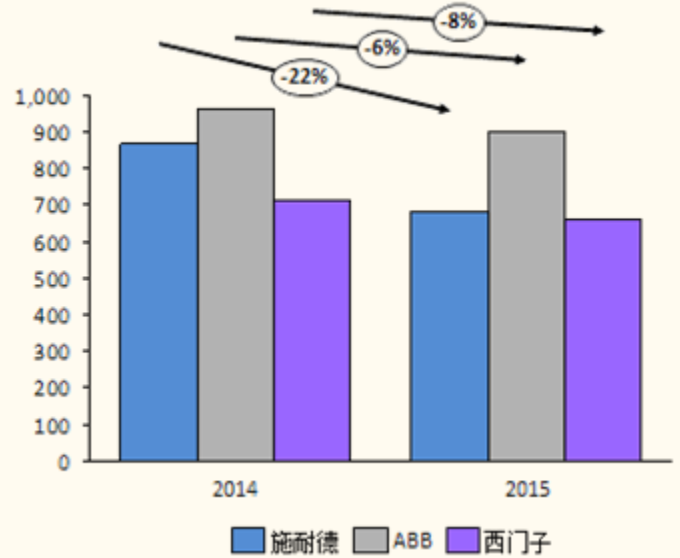
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

外资配电巨头们大都在 80 年代进入中国，总结他们在中国的成功主要在以下几个方面：强大的品牌效应、优秀的质量及工艺、广泛的产品线和全面的解决方案、第三方（设计院）对品牌选择的巨大影响。而过去的三十年也正是中国经济高速发展、基础设施建设最快的三十年，因此外资配电巨头在中国的业务特别是中高端业务蒸蒸日上。但是近年来本土品牌的快速提升，以及中国基础设施投资放缓，外资配电巨头在 2015 年首次遭遇了一个巨大的业绩下滑，无论是元器件（中、低压）还是品牌成套柜都出现较大的跌幅。

图表 46：外资巨头 2015 年元器件销售业绩（百万\$）



图表 47：外资巨头 2015 年成套柜销售业绩（百万\$）



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

1) 民营品牌在核心技术的突破以及日趋优良的性能是外资替代的基础

过去中国低压电器起步较晚，整体行业技术水平差，研发水平弱，产品质量等各个方面很难和外资媲美，与中高端应用领域的性能和品质要求相去甚远，所以在很多中高端应用领域只能采用外资品牌，外资品牌牢牢把控了中高端市场，具有非常高的市场份额。

近年来以良信、常熟和人民电器为代表的国产中高端低压电器厂商已经掌握了第三代核心技术，并开始了第四代低压电器技术的研发，在部分性能上能够做到不逊于甚至高于外资品牌。正是这种核心技术的突破和生产工艺的不断改善使得民营品牌在中高端市场取代外资品牌成为可能。

2) 甲方对低压电器的决定权不断提升，第三方的影响力在下降

改革开放初期到 21 世纪前几年，中国企业普遍没有配备电气工程专业人才，所以对各类电气产品几乎没有任何概念，所以设计院等第三方机构在电气系统的设计、标书的编写、入围品牌的制定、甚至品牌的建议上有非常大的影响力。一方面，低压电器外资公司特别是施耐德针对全国各种类型的设计院有专门的销售进行跟踪服务；另一方面，设计院出于项目安全性的考虑也会选择外资品牌这种性能、质量、稳定性俱佳的产品。可以说，设计院在过去对于品牌选择巨大的影响力帮助外资公司在过去 20 年取得了极大地成功。

近年来随着中国企业管理能力的提升以及对电气产品的重视，工业企业、房地产公司等甲方企业都配有专业的电气工程人才，甲方企业对低压电器的理解也不断加深，在大多数项目里低压电器品牌的最终决定权大都集中在甲方手中，设计院等第三方的影响力已经明显降低。我们预计，未来这种趋势将越发明显。

3) 国有企业集采趋势下，经济性考虑成为推动中高端国产品牌的巨大力量

电网企业、电信企业等大型国有企业一直以来都是中高端低压电器的主要消费者。大型国有企业实力雄厚，购买力强，外资产品凭借知名的品牌影响力和优质的产品性能自然成为其首选目标。另一方面，由于安全事故等问责机制，选择更为保险的外资品牌成为其必然选择。

近年来，国家电网、南方电网、中国移动、中国电信等大型国企纷纷启动省内或者全国范围内的集中采购，由于单个包数量金额大，价格竞争日趋激烈，中标价格越来越低，所以越来越多的成套厂开始选择中高端民营品牌进行投标，招标单位也正在逐年降低产品档次。以居民小区配电室配电工程项目招标为例，居民配电工程大都由省、市级电力公司集中采购，房地产开发商只需要按照当地标准向电力公司缴纳配套费即可。过去很长一段时间，配电间低压电器例如框架断路器、塑壳断路器都是采用施耐德、ABB、西门子等外资品牌，现在除了江苏、浙江、上海、北京等少数几个省外，绝大多数地区质量较为优异的知名民营品牌已经进入投标品牌表。由于民营品牌相对外资品牌较大的价格优势，这个市场毫无疑问已经实现国产化并且国产化趋势将进一步持续和加强。

4) “新常态”经济大环境下，大型民企不再盲目追求外资品牌

中高端低压配电设备广泛用于通信设备机柜、地产终端配电箱，以华为、万科为代表的大型民企最早大都采购施耐德等外资品牌，一方面外资品牌质量可靠有保证，另一方面外资品牌光环彰显了设备档次和地产项目品质。

近年来国产中高端品牌质量和企业形象大幅提升，并且伴随着中国经济步入“新常态”、“L型”发展阶段，大型民营企业出于经济性考虑，不再一味迷信外资品牌，越来越关注产品性价比，同时建立了一整套严格的供应链筛选标准。以良信为代表的中高端低压电器品牌越来越普遍地进入了以华为、万科为代表的中国大型民企的供应链体系。

5、融资加码智能型和新能源低压电器，继续提升内生能力

良信电器非公开发行人于 2016 年 2 月 14 日获批，增发股份于 2016 年 4 月 7 日上市流通。公司增发价格为 35.97 元/股，发行数量 14178480 股，总计募资 509,999,925.60 元，发行对象 9 名，其中公司董事长认购 2,502,085 股，金额达到 9000 万元。

图表 48：公司非公开募资投向

项目名称	投资总额	拟投入募集资金	项目备案号
智能型及新能源电器装置研发制造基地项目	56,360 万元	51660 万元	沪浦发改张备(2015) 74 号

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 49：公司非公开募资项目基本情况

项目名称	智能型及新能源电器和装置研发制造基地项目	
项目实施主体	上海良信电器股份有限公司	
项目实施地点	上海浦东康桥工业区	
投资总额	56,360 万元	
其中：建筑工程费用	26,660 万元	
设备购置费用	23,700 万元	
软件及知识产权费	1000 万元	
铺底流动资金	5,000 万元	
使用募集金额	51,660 万元	51,600 万元
建设周期	36 个月	
主要经济指标		
项目达产后每年新增收入	150,000 万元	
项目达产后每年新增净利润	21,791.98 万元	
投资回收期（含建设期、税后）	5.30 年	
项目内部收益率（税后）	33.60%	

来源：公司公告、国金证券研究所

公司通过本次增发大力布局智能型和新能源低压电器研发，正是看到了未来低压电器智能化发展以及专业化低压电器在新能源应用巨大的市场机会。同时扩充产品线将继续保持和扩大公司在中高端市场的份额，使公司保持在本行业的领先水平，增强综合竞争能力。我们积极看好本次增发给公司带来的巨大业绩增长空间。

1) 第四代智能低压电器将是未来低压电器行业发展的主流方向。

国家发展改革委、国家能源局于 2015 年 7 月 6 日发布了《关于促进智能电网发展的指导意见》（发改运行[2015]1518 号），意见指出到 2020 年，我国初步建成安全可靠、开放兼容、双向互动、高效经济、清洁环保的智能电网体系，满足电源开发和用户需求，全面支撑现代能源体系建设，推动我国能源生产和消费革命；带动战略性新兴产业发展，形成有国际竞争力的智能电网装备体系。2011 年到 2020 年将是我国智能电网建设的主要时期，智能电网总投资规模预计接近 4 万亿元。

电力系统 80% 以上的电能通过用户端配电网传递给各类电能用户，低压电器作为用户端配电网起到控制和保护的核心电气设备，其典型特点是数量多且处于离用户最近的电网末端，是构建智能电网的重要组成部分。要打造智能电网首先必须实现用户端低压电器的智能化。网络化、可通信，采用高性能的触头灭弧系统，模块化结构、具备电子脱扣器与现场总线通信技术的第四代智

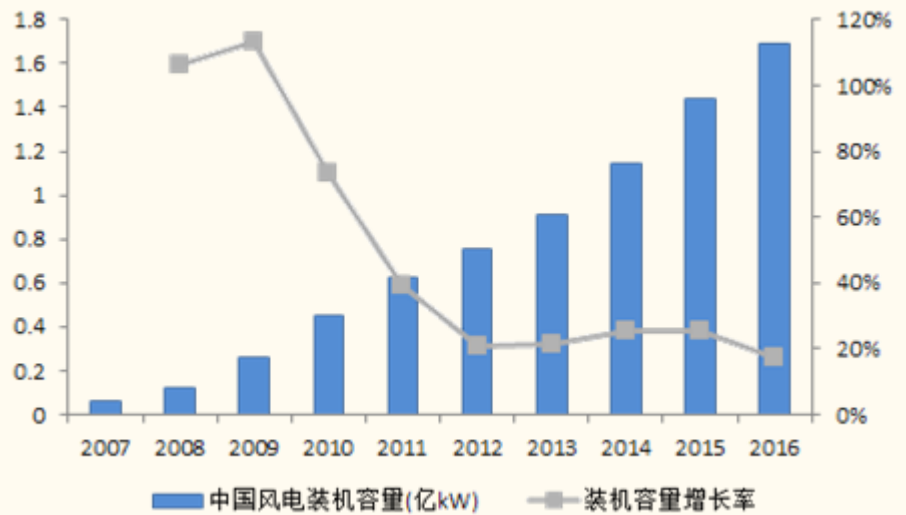
能低压电器将是未来低压电器行业发展的主流方向。随着智能电网进入全面建设的重要阶段和我国城镇化建设的进一步推进，城乡配电网的智能化建设将全面拉开，智能电网及智能成套设备、智能配电、控制系统将迎来黄金发展期。

2) 新能源行业的蓬勃发展将成为低压电器行业的新增长点

未来，以新能源为重要改革方向的能源转型成为当前我国能源发展的新趋势，国家战略明确提出大力发展新能源。《电力发展“十三五”规划》指出：大力发展新能源，优化调整开发布局。按照集中开发与分散开发并举、就近消纳为主的原则优化风电布局，统筹开发与市场消纳，有序开发风电光电。2020年，全国风电装机达到2.1亿千瓦以上，其中海上风电500万千瓦左右。按照分散开发、就近消纳为主的原则布局光伏电站。2020年，太阳能发电装机达到1.1亿千瓦以上，其中分布式光伏6000万千瓦以上、光热发电500万千瓦。

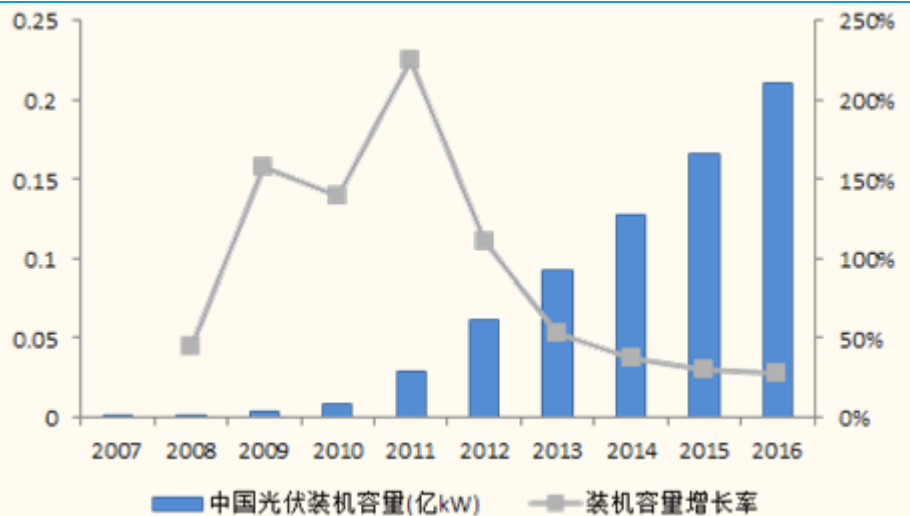
风电和光伏从发电到汇流、到逆变、到并网，以及各段的控制、保护，都离不开技术性能与之匹配的低压电器，风力发电和光伏发电的逆变控制系统和并网技术等一批核心、关键技术的突破，对低压电器可靠性，耐高压性能、复杂气候条件的适应性提出了更高要求。

图表 50: 2007 到 2016 年中国风电装机容量变化



来源：前瞻网、国金证券研究所

图表 51: 2007 到 2016 年中国光伏装机容量变化



来源：前瞻网、国金证券研究所

6、盈利预测与估值

公司始终专注于低压电器领域，我们在此基础上做出以下假设：

- 1) 随着经济逐步企稳，未来我国 GDP 和固定资产投资仍将稳定增长，预测 2017 年到 2019 年，低压电器行业规模增速为 6.5%、8.3%、9.75%。
- 2) 未来电网的投资会继续向配网侧、用电侧转移。公司的配电和终端产品将继续受益于城市配网以及用电侧的投资。
- 3) 2018 年三大电信运营商将开始投入 5G 的建设，三大运营商、华为中兴是公司重要的客户，5G 的建设对公司配电产品的销售业绩有较大的拉动效应。
- 4) 2016 年铜、铁等原材料价格上涨超过 20%并处于历史高位，公司 2016 年毛利率却有小幅提升，如果未来原材料价格下降，将有效提升公司毛利率。另外公司客户群体优良，毛利率较高的配电电器占到销售收入比例将持续增加，我们认为公司的毛利率仍有一定的提升空间。预计 2017 年到 2019 年公司综合毛利率将达到 37.94%、38.3%、38.92%。

图表 52：公司盈利预测表（万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
终端电器					
营业收入	52,611.97	59,351.79	67,661.04	76,998.26	87,393.03
收入增长率	11.09%	12.81%	14.00%	13.80%	13.50%
毛利率	40.13%	39.35%	39.33%	39.31%	39.25%
配电电器					
营业收入	39,844.01	54,145.13	74,178.83	99,770.52	135,089.29
收入增长率	33.08%	35.89%	37.00%	34.50%	35.40%
毛利率	35.87%	37.84%	38.50%	38.95%	39.80%
控制电器					
营业收入	8,637.12	9,051.21	9,503.77	9,959.95	10,258.75
收入增长率	4.56%	4.79%	5.00%	4.80%	3.00%
毛利率	20.98%	22.88%	23.45%	23.90%	24.30%
合计					
营业收入	101,304.92	122,577.14	151,378.45	186,770.51	232,789.95
收入增长率	18.39%	21.00%	23.50%	23.38%	24.64%
毛利率	36.86%	37.48%	37.94%	38.30%	38.92%

来源：国金证券研究所

公司是国内中高端低压电器龙头，未来业绩将继续保持快速增长，预计 2017-2019 年净利润分别为 2.1 亿、2.7 亿、3.5 亿，EPS 为 0.41、0.53、0.68 元。对应当前股价分别为 29、22、17 倍。

我们选取了几家可比的低压电器公司进行对比，由于广电电气估值过高，在计算 PE 的平均估值时予以剔除，剔除后 2017-2020 年行业可比公司平均估值为 55、47、41 倍。

图表 53：可比公司估值水平一览

代码	名称	市值(亿)	EPS				PE			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002706	良信电器	60.6	0.63	0.41	0.53	0.68	41	28	22	17
600468	百利电气	52.9	0.10	0.15	0.18	0.21	132	88	73	63
601877	正泰电器	400.9	1.02	1.28	1.50	1.74	17	15	13	11
601616	广电电气	41.3	-0.12	0.01	0.03	0.04	-54	551	174	131
600192	长城电工	32.1	0.05	0.08	0.09	0.10	173	90	81	73
PE 平均值							91	55	47	41

来源：wind、国金证券研究所

鉴于公司技术研发水平领先于同行业，且未来几年业绩年均增长 30% 确定性强，综合比较行业可比公司估值水平，我们给予良信电器 2018 年 30 倍估值，对应目标价 15.7 元，较当前股价仍有 35% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

7、风险提示

- 1) 固定资产投资增速以及配网投资不达预期；
- 2) 低压电器行业市场竞争加剧。
- 3) 2016 年 4 月公司非公开发行部分股份解除限售，本次解除限售的股份数量为 2168.4734 万股，占公司股本总额的 8.38%，于 4 月 10 日上市流通。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	856	1,013	1,226	1,514	1,882	2,349
增长率		18.4%	21.0%	23.5%	24.3%	24.8%
主营业务成本	-549	-640	-766	-940	-1,161	-1,435
%销售收入	64.1%	63.1%	62.5%	62.1%	61.7%	61.1%
毛利	307	373	459	574	721	914
%销售收入	35.9%	36.9%	37.5%	37.9%	38.3%	38.9%
营业税金及附加	-4	-5	-7	-8	-10	-13
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-106	-114	-148	-183	-228	-289
%销售收入	12.4%	11.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.3%
管理费用	-88	-116	-141	-174	-216	-270
%销售收入	10.3%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	109	139	164	209	267	342
%销售收入	12.7%	13.8%	13.3%	13.8%	14.2%	14.6%
财务费用	1	3	3	0	-6	-7
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-5	-8	-8	-8	-9	-9
公允价值变动收益	0	0	0	2	2	2
投资收益	5	5	12	21	30	42
%税前利润	4.5%	3.2%	6.2%	8.3%	9.5%	10.2%
营业利润	111	140	171	222	283	369
营业利润率	12.9%	13.8%	13.9%	14.7%	15.0%	15.7%
营业外收支	9	8	20	25	36	44
税前利润	119	148	190	247	319	413
利润率	14.0%	14.6%	15.5%	16.3%	16.9%	17.6%
所得税	-19	-23	-28	-37	-47	-61
所得税率	16.0%	15.4%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	100	125	162	211	272	352
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	100	125	162	211	272	352
净利率	11.7%	12.4%	13.2%	13.9%	14.4%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	100	125	162	211	272	352
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	24	34	34	35	37
非经营收益	-4	-5	-17	-43	-57	-76
营运资金变动	-39	13	32	-64	-54	-76
经营活动现金净流	76	156	212	138	196	237
资本开支	-83	-199	-142	-102	-52	-70
投资	-2	-1	-2	-2	-2	-2
其他	-135	56	-531	22	32	44
投资活动现金净流	-219	-145	-676	-82	-22	-28
股权募资	416	5	495	21	27	35
债权募资	-35	0	0	139	49	1
其他	-70	-30	-64	-212	-220	-225
筹资活动现金净流	312	-24	431	-52	-144	-188
现金净流量	168	-13	-33	4	30	20

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	219	218	196	200	230	250
应收款项	291	286	327	398	487	603
存货	108	159	154	191	236	292
其他流动资产	142	92	636	641	651	661
流动资产	760	754	1,313	1,429	1,605	1,806
%总资产	73.2%	61.2%	69.4%	67.7%	68.3%	68.4%
长期投资	2	2	46	47	49	50
固定资产	172	356	425	522	580	663
%总资产	16.6%	28.9%	22.5%	24.7%	24.7%	25.1%
无形资产	86	84	83	84	85	87
非流动资产	279	478	579	682	745	834
%总资产	26.8%	38.8%	30.6%	32.3%	31.7%	31.6%
资产总计	1,039	1,232	1,892	2,112	2,350	2,640
短期借款	0	0	0	139	188	188
应付款项	140	248	277	317	398	489
其他流动负债	83	45	61	78	96	121
流动负债	223	293	338	534	682	797
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	29	29	0	0	0	0
负债	252	321	338	534	682	798
普通股股东权益	787	911	1,553	1,578	1,667	1,842
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,039	1,232	1,892	2,112	2,350	2,640

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.134	1.086	0.627	0.407	0.525	0.680
每股净资产	8.894	7.905	6.003	3.049	3.222	3.560
每股经营现金净流	0.859	1.356	0.818	0.266	0.379	0.457
每股股利	0.000	0.350	0.500	0.400	0.405	0.410
回报率						
净资产收益率	12.75%	13.73%	10.44%	13.35%	16.29%	19.11%
总资产收益率	9.65%	10.15%	8.57%	9.98%	11.56%	13.33%
投入资本收益率	11.63%	12.93%	8.97%	10.36%	12.25%	14.35%
增长率						
主营业务收入增长	25.13%	18.39%	21.00%	23.50%	24.33%	24.81%
EBIT 增长率	18.62%	27.87%	17.40%	27.70%	27.66%	28.33%
净利润增长率	23.74%	24.79%	29.62%	29.92%	28.88%	29.61%
总资产增长率	69.58%	18.63%	53.50%	11.65%	11.26%	12.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.6	31.4	23.6	23.5	23.5	23.5
存货周转天数	68.7	76.1	74.4	74.2	74.2	74.2
应付账款周转天数	84.9	94.3	104.7	105.0	107.0	106.0
固定资产周转天数	38.9	90.4	72.5	54.5	40.5	29.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.85%	-23.88%	-12.62%	-3.88%	-2.54%	-3.33%
EBIT 利息保障倍数	-76.0	-45.1	-47.6	456.1	42.5	46.3
资产负债率	24.26%	26.06%	17.87%	25.27%	29.03%	30.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD