光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

业务协同助发展，产能突破迎新机

——鲁亿通（300423.SZ）首次覆盖报告

公司动态

◆并购昇辉电子，开启新篇章

鲁亿通原主要产品为工业用电气成套设备，2018 年公司成功并购昇辉电子，其核心产品为民用电气成套设备，同时涉及 LED 照明及智慧社区领域。双方在产品、应用领域等多方面具有明显协同性，收购完成后，昇辉电子成为公司主要利润来源，公司实力和规模大幅提升。

◆深度绑定碧桂园，大发展可期

昇辉电子自创立之初即进入碧桂园的供应商体系，与碧桂园建立了稳固的战略合作关系，签订了长期合作框架协议。2015 年至 2017 年 1-6 月、2018 年昇辉电子向碧桂园的销售额占总营业收入的比例分别为 55.16%、72.36%、78.09%、80.54%（合并报表口径）。碧桂园每年的配电工程设备需求大，而昇辉电子当前占比较小，仍有较大增长空间。

◆三大业务协同，产能突破推进新发展

目前公司三大业务：电气成套设备板块、LED 照明板块和智慧社区板块，2018 年收入占比分别为 72.85%、19.59%和 7.56%。1）高低压成套设备业务：主要核心产品。“打造国内规模最大的电气设备生产基地”列入了公司未来战略规划。并购前昇辉电子产能利用率已基本饱和。并购完成后，双方产能共享。公司通过新建和扩建厂房，引进智能化生产设备，逐步扩大产能，同时公司 IPO 募投项目改造完成，昇辉电子产能制约进一步缓解。2）LED 照明业务：目前占比较小，除碧桂园外，正逐步与其他知名房企及市政亮化工程进行业务接触。3）智慧社区业务：收入占比逐年提升，为业绩潜在增长点。

◆看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级

昇辉电子与碧桂园合作关系稳固，同时随着公司产能制约的缓解，公司收入及业绩将迎来中高速增长。我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.15 元、1.41 元和 1.67 元，参考可比公司估值，给予公司 19 年 17 倍 PE，对应目标价 19.55 元，看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示：下游行业及客户集中风险、商誉减值风险、应收账款及应收票据余额较大的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	264	3,031	3,682	4,411	5,234
营业收入增长率	13.15%	1048.13%	21.48%	19.79%	18.67%
净利润（百万元）	28	451	573	702	831
净利润增长率	11.59%	1530.25%	27.20%	22.51%	18.42%
EPS（元）	0.06	0.90	1.15	1.41	1.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.70%	15.62%	16.73%	17.62%	17.73%
P/E	246	15	12	10	8
P/B	14.0	2.4	2.0	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 25 日

买入（首次）

当前价/目标价：13.53/19.55 元

分析师

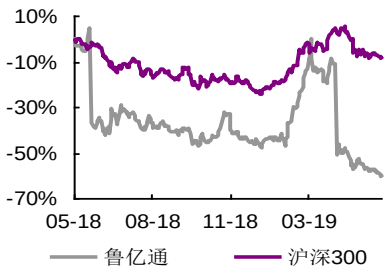
刘 晓波 (执业证书编号：S0930512080003)
021-52523800
liuxb@ebscn.com

王琦 (执业证书编号：S0930517120001)
021-52523836
wangqi16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 4.99
总市值(亿元)：68.71
一年最低/最高(元)：9.84/19.17
近 3 月换手率：55.56%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.98	-16.80	12.35
绝对	-2.00	-16.84	17.81

资料来源：Wind

目 录

1、 携手昇辉，开启新篇章.....4
1.1、 公司概况.....4
1.2、 并购昇辉电子，实力大增.....4
2、 深度绑定碧桂园，潜力巨大.....6
3、 三大业务协同，产能突破迎新机.....6
3.1、 电气配套设备业务：强强联合，打破产能制约.....7
3.2、 LED 照明业务：稳发展，积极开拓新市场.....10
3.3、 智慧社区：规模小增长快，潜力突破点.....11
4、 关键假设及盈利预测.....13
5、 估值与投资评级.....14
5.1、 估值.....14
5.2、 投资评级.....14
6、 风险分析.....15

图表目录

图 1：截止至 2019 年一季度末，鲁亿通股权结构示意图 4
图 2：2018 年完成对昇辉电子并购后，鲁亿通营收及利润大幅提升 5
图 3：昇辉电子净利润快速增长 5
图 4：2018 年公司营业收入构成 7
图 5：2012-2017 年我国配电开关控制设备行业销售收入 8
图 6：我国 2010 -2017 年 LED 通用照明应用产值 10
图 7：2010 年-2016 年我国 LED 照明市场渗透率 10
图 8：昇辉电子 LED 照明业务收入情况 11
图 9：2013-2018 年我国智能建筑在新建建筑中的比例预测（单位：%） 12
图 10：智慧社区产品示例 12
图 11：昇辉电子智慧社区业务收入逐步增长 13

表 1：昇辉电子和碧桂园合作的各领域情况 6
表 2：鲁亿通与昇辉电子协同之处 9
表 3：昇辉电子产能利用率情况 9
表 4：主要业务拆分及预测 14
表 5：电气成套设备相关上市公司盈利预测及估值 14

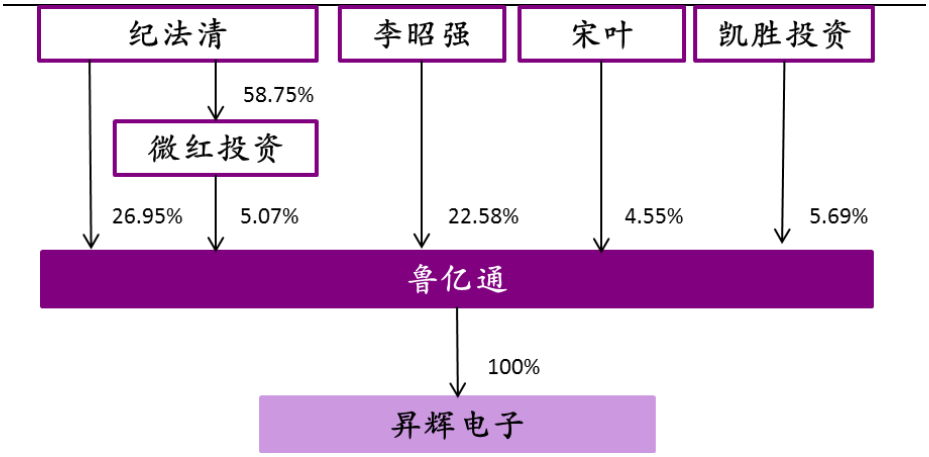
1、携手昇辉，开启新篇章

1.1、公司概况

鲁亿通成立于 2003 年，是专业从事电气成套设备研发、设计、生产和销售的高新技术企业。2018 年公司成功并购昇辉电子，公司业务拓展至 LED 照明及智慧社区领域。通过强强联合，公司加强了生产技术、产品结构、销售渠道、业务区域等方面的协同效应，充分实现产品升级、优势互补。

2018 年 1 月 15 日，昇辉电子资产过户完成、非公开发行股份购买资产及非公开发行股份募集配套资金分别于 2018 年 2 月 1 日及 2018 年 4 月 18 日上市流通。重大资产重组实施完成后，鲁亿通大股东、实际控制人未发生变化，仍为纪法清，其直接持股鲁亿通 26.95%，同时通过微红投资间接持股 5.07%。昇辉电子原有实际控制人李昭强成为第二大股东，持股 22.58%，并承诺六十个月内不谋求控股股东地位，保证了公司股权结构的稳定。

图 1：截止至 2019 年一季度末，鲁亿通股权结构示意图



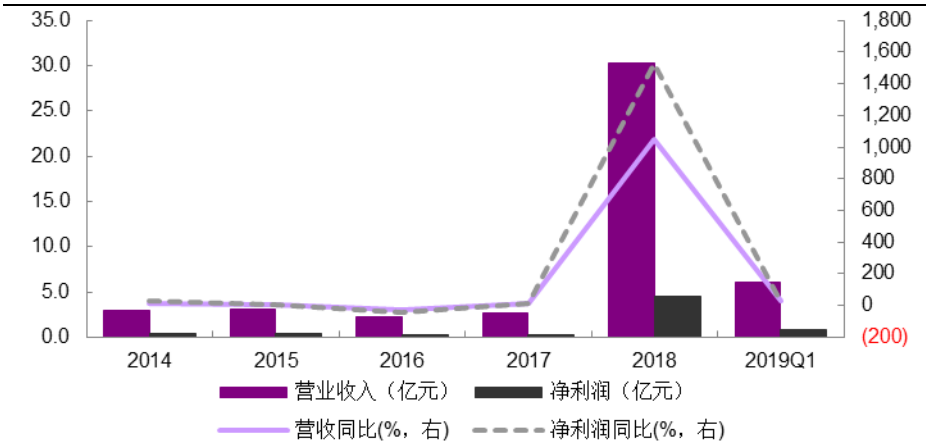
资料来源：wind，光大证券研究所

1.2、并购昇辉电子，实力大增

2018 年 1 月公司成功并购昇辉电子。昇辉电子主要从事民用电气成套设备、LED 照明产品、智慧社区等的研发、设计、制造、销售、安装及技术咨询服务等一体化服务，主要服务于国内大中型房地产企业客户，在设计研发、团队组成、客户积累等方面具有明显优势。

并购昇辉电子极大提高了公司规模与竞争力。收购完成后，2018 年昇辉电子实现收入 28.05 亿、净利润 4.34 亿，昇辉电子成为上市公司主要收入及利润来源。受益于昇辉电子并表，2018 年公司收入及利润大幅增长。

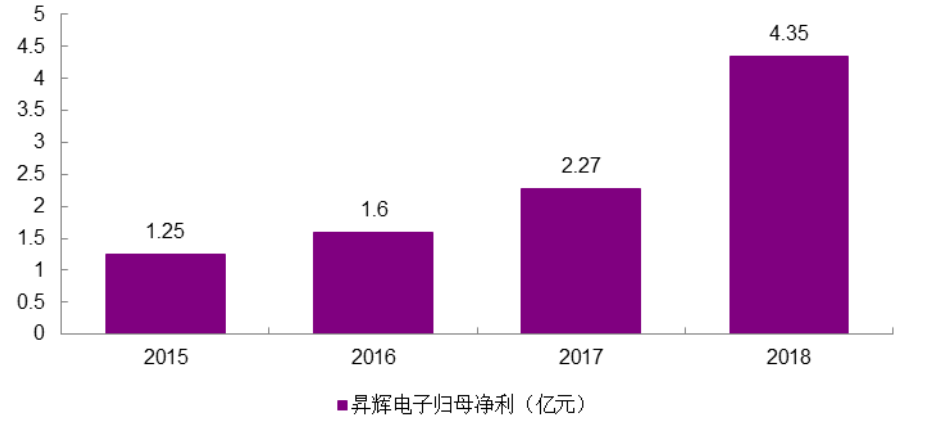
图 2：2018 年完成对昇辉电子并购后，鲁亿通营收及利润大幅提升



资料来源：wind，光大证券研究所

昇辉电子大幅超额完成业绩承诺。根据业绩承诺，昇辉电子 2017 -2019 年度经扣非后归母净利润分别不低于 1.8 亿元、2.16 亿元和 2.59 亿元，总计不低于 6.55 亿元。2017 年度及 2018 年度，昇辉电子均超额完成了业绩承诺。尤其是 2018 年大幅超过业绩承诺，公司在计提超额业绩奖励之前，实现扣非后归母净利 6.25 亿元。由于大幅超额完成业绩承诺，2018 年公司给予昇辉电子管理层约 1.91 亿的奖励，计提超额业绩奖励后，昇辉电子实现的扣非后利润为 4.34 亿元。预计 2019 年昇辉电子仍将维持较快增长，超额完成业绩承诺可期。

图 3：昇辉电子净利润快速增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

核心人员留任，保障业绩。为了保证昇辉电子的稳定性及规范性，其在运营管理、销售管理等方面维持一定独立性，组织架构、经营管理团队及技术人员不做重大调整。昇辉电子原有控股股东李昭强，依然在昇辉电子任职董事长，主持日常经营，并承诺自股权交割完成日起，仍需至少在昇辉电子任职六十个月，并与之签订相等期限的附带保密协议和竞业禁止责任的《劳动合同》。同时部分核心技术人员亦已签署了《关于任职的承诺函》。

在保持昇辉电子现有的经营管理团队和技术团队的稳定性的基础上，加强对高素质人才的引荐和培养，提升企业的管理水平，公司及昇辉电子截止 2018 年年报披露时已拥有 260 余人的专业化技术研发团队，致力于新产品和新技术的自主研发和创新。

2、深度绑定碧桂园，潜力巨大

昇辉电子与碧桂园合作时间久远、关系稳固。昇辉电子成立于 2010 年，自 2011 年起进入碧桂园的供应商体系，通过良好的产品质量和高效的资源服务配合客户，在众多碧桂园重点大型项目中的合作中发挥了高效服务和快速响应的优势，确保项目的顺利推进，得到了客户的高度认可。昇辉电子已与碧桂园建立了深入的战略合作关系，签订了长期合作的框架协议。在与碧桂园的合作过程中，昇辉电子还获得了碧桂园授予的包括“2017—2020 年战略合作伙伴”、“2016 年战略合作奖”、“优秀供应商”等含金量较高的奖项，对昇辉电子的产品及服务质量给予高度认可。

表 1：昇辉电子和碧桂园合作的各领域情况

产品	与碧桂园的合作情况
高低压成套设备	昇辉电子目前是碧桂园在广东地区最大的设备供应商。
LED 照明产品、亮化工程	昇辉电子针对碧桂园的楼盘特点，在深入了解碧桂园需求的基础上，设计制造了多款符合客户项目理念的照明产品，协助碧桂园在全国范围内打造了多个标志性楼盘的亮化设施，在楼盘销售宣传和提升客户形象方面达到了较好效果。
智慧社区	昇辉电子与碧桂园深入合作，基于其自主研发的智慧社区集中管理平台，联合打造碧桂园“智慧家”智慧社区生活品牌，目前已实现在碧桂园部分高端地产项目、酒店项目中进行批量化安装和运用。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

碧桂园为昇辉电子最大客户，且仍有提升空间。2015 年至 2017 年 1-6 月、2018 年昇辉电子向碧桂园的销售额占总营业收入的比例分别为 55.16%、72.36%、78.09%、87.0%。公司 2018 年对碧桂园销售额仅 24.4 亿，占碧桂园总采购额的比例很低。故公司对碧桂园的销售规模上仍有较大增长空间。随着与碧桂园合作的进一步加深，以及公司产能的进一步拓展，预计对公司收入将保持较快增长。

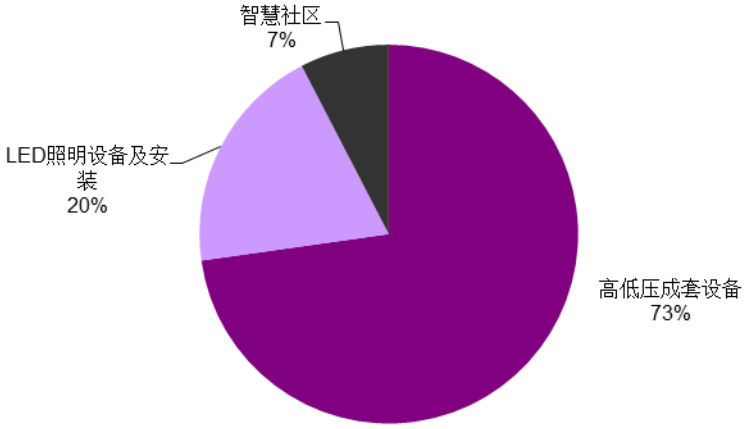
积极推进客户多元化。目前除保持与碧桂园的战略合作关系外，公司也在逐步与全国各地区知名房地产企业进行业务接触，已与万达、融创、华润、五矿地产、中铁、大发地产等房地产企业建立了业务合作关系。

在 LED 照明和亮化工程领域，昇辉电子已与包括佛山市顺德区环境运输和城市管理局陈村分局、佛山市顺德区盈海投资有限公司、广州市海族电子有限公司、广州市正佳海洋世界生物馆有限公司等客户达成了良好的合作关系，为其供应 LED 照明设备和亮化工程设计安装等服务。

3、三大业务协同，产能突破迎新机

并购昇辉电子后，目前主要有三大业务板块：电气成套设备板块、LED 照明板块和智慧社区板块。按照 2018 年公司并表后收入计算，三者收入占比分别为 72.85%、19.59%和 7.56%。

图 4：2018 年公司营业收入构成



资料来源：wind，公司公告

3.1、电气配套设备业务：强强联合，打破产能制约

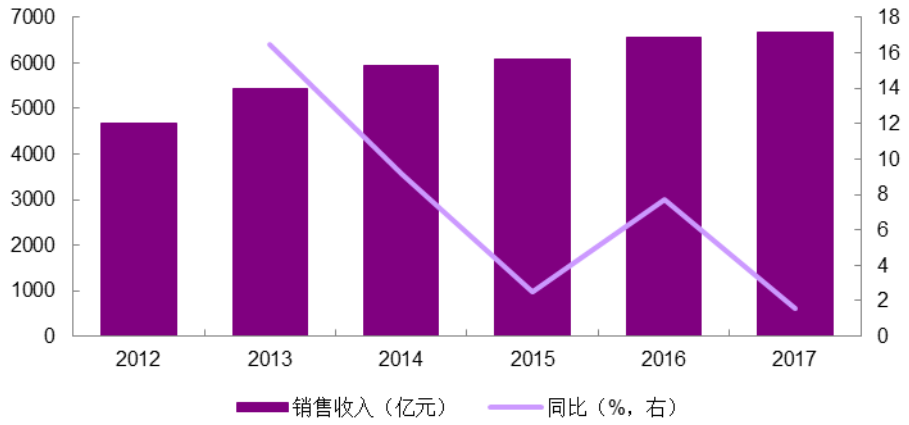
公司自设立以来，致力于电气成套设备的研发设计、生产与销售，产品应用于发电、输配电及下游用电的多个领域，当前公司产品主要应用于房地产、石油、石化、电力、冶金、轨道交通、公共建筑、民用建筑、节能环保等领域。2018 年并入的昇辉电子则进一步增强了公司在电气成套设备领域的竞争力，公司该业务的应用领域在民用方面得到进一步拓展。

3.1.1、行业规模大，增长稳

高低压电气成套产品主要包括高、中、低压开关柜、环网柜、箱式变电站等，以及断路器、熔断器、分断器等元器件，是电力系统中必不可少的控制、保护、分配设备，不同电压等级的开关控制设备应用领域也不同。其中，中、低压配电开关控制设备广泛应用于各行各业数量众多的终端电力用户配电设备、电网公司配电网、发电企业电网建设等领域，因此具有“面广量大”的显著特点；高压配电开关控制设备则主要应用于电网公司输电网。

2009 年以来，我国每年累计投资在电力工程建设上的资金均维持在 7300 亿元以上。我国大规模的电力建设，尤其是电网投资有效拉动了电气成套设备行业的持续发展。其中，2010-2014 年我国配电开关设备行业市场规模由 3568.94 亿元增长至 6060.37 亿元，年均复合增长率为 14.15%，维持较快增长。2014 年后，市场进入稳健发展，2015-2017 年的行业规模增速分别为：2.5%、7.7%和 1.6%。

图 5：2012-2017 年我国配电开关控制设备行业销售收入



资料来源：wind

电网、发电、通讯、交通、石油石化等下游行业将有望持续扩张，有力地带动了电气成套设备的市场需求；智能电网及电气成套设备更新换代也带动了下游民用电气设备市场的市场拓展。根据国家能源局 2015 年 7 月印发的《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，规划 2015-2020 年间，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元；预计到 2020 年城乡供电可靠率、综合电压合格率、配电自动化覆盖率、配电通信网覆盖率等关键指标均有较大提升。因此，“十三五”期间，我国配电网的大规模建设改造将有效拉动行业市场需求的持续扩大。

截至 2018 年底，我国规模以上配电开关控制设备行业企业数量为 2928 家，行业企业数量多，市场集中度较低。智能电网建设对高低压开关及成套设备提出了新的技术要求，要求设备能够实现智能化、小型化、信息化，使行业内一些具有技术创新能力的生产企业在竞争中处于优势地位，而缺少新产品研发能力、从事简单生产复制的厂家将逐步被淘汰。随着市场规范，未来行业集中度有望进一步提高，龙头企业份额将持续提升。

3.1.2、强强联合，协同发展

公司原服务客户多为石油、化工等大型工业用户，昇辉电子在房地产、市政工程等客户资源有明显优势，两者结合，形成了明显的协同效应：

1）从产品角度看：两者在高低压成套设备产品方面重合度较高，已做到 0.4kV-40.5kV 范围内高、中、低压产品全覆盖，产品具有智能化、小型化、大容量、高可靠性、易于维护、节能环保等特点，公司的核心技术主要涵盖高电压技术、机械制造及自动化、电子信息工程、电力系统及其自动化、电机与电器、电气控制技术、LED 照明、智能家居等多个领域。截止 2018 年年报，公司及子公司共拥有专利 131 项，软件著作权 2 项。

2）从应用领域来看：公司原有电气成套设备主要为工业电气，主要应用于石油、石化、电力、冶金、轨道交通、节能环保等领域。而并购昇辉电子后，拓展至民用领域，包括房地产、市政工程等领域。

3）从业务区域来看：鲁亿通立足山东，产品主要销往华东、华西地区。昇辉电子产品和服务以珠三角为主。目前公司已覆盖全国 29 个省、自治区、直辖市，产品应用遍及东南亚、澳洲、欧洲、南美洲等地。公司通过遍布全

国的销售网络和售后服务体系，可以对客户的需求和意见迅速响应并及时反馈，也能够及时了解客户新的需求，及时对产品进行改进和完善，保证了公司产品能够稳定安全运行，赢得了客户的持续信赖。

表 2：鲁亿通与昇辉电子协同之处

项目	鲁亿通传统主业	昇辉电子	协同之处
所处行业	电气机械及器材制造业	电气机械及器材制造业	同产业并购
产品结构	工业用智能成套电气设备，主要应用于石油化工、电力电网、轨道交通、冶金等一、二级用电负荷市场	民用箱式变电站、中置柜、环网柜、小型化固定柜、电缆分接箱及低压三箱产品等，产品主要应用于办公楼、居民小区等民用建筑市场	优化公司产品结构，实现产品互补
技术水平及竞争优势	公司是行业内较早将智能技术应用于电气成套设备领域的企业，在高压电气设备领域技术优势明显	多年来服务于大中型房地产企业，对房地产企业客户的需求、响应速度等具有深刻理解，对民用电气设备行业理解深刻	提升技术水平，发挥各自竞争优势，增强公司核心竞争力
客户资源	主要集中在电力、石油、石化、冶金等行业	主要集中在房地产行业	丰富公司客户类型，提高市场占有率和抗风险能力
业务区域	主要生产在山东地区，经营范围在华东、西北等地区	主要生产经营在珠三角地区	降低公司物流成本及营销成本，拓展业务链条，增强影响力
议价能力	搭建统一的供应商平台，提升议价能力		

资料来源：公司公告

3.1.3、资源共享，积极稳妥拓产能

昇辉电子产能瓶颈亟待突破。业务规模快速扩大，昇辉电子现有高低压成套设备产品及 LED 照明设备产能利用率基本饱和。其中高低压成套设备产品方面产能受限较为严峻，昇辉电子需统一对产品进行组装整合、调试及检测，目前的生产设备已基本满负荷。因而解决高低压成套设备产品业务的产能限制是关键。（LED 的组装测试工序相对较短，其弹性较大，LED 业务无需增加相关设备即可完成最大预测的产值。）

表 3：昇辉电子产能利用率情况

期间	产品	产能利用率
2017 年 1-6 月	高低压成套设备产品	98.88%
	LED 照明产品	89.57%
2016 年	高低压成套设备产品	100.56%
	LED 照明产品	87.21%
2015 年	高低压成套设备产品	100.38%
	LED 照明产品	85.23%

资料来源：公司公告

并购完成后，双方实现产能共享，一定程度缓解了产能压力。同时为尽快解决产能瓶颈，当前鲁亿通山东母公司和昇辉电子子公司均在积极拓展产能：

1）子公司昇辉电子：通过增加资本开支拓展产能，2018 年定制二条半自动生产线、增加四条简单生产线，目前还在进一步拓展产能中。

2）母公司方面：一方面将 IPO 募投项目中“智能电气成套设备建设项目”进行了战略整合调整，使其更适合公司新的发展状况。预计该项目已于

2018 年底达产，将从 2019 年起逐步达到其预期经济效益。另一方面，公司还在通过自有资金在积极推进新的产能建设。

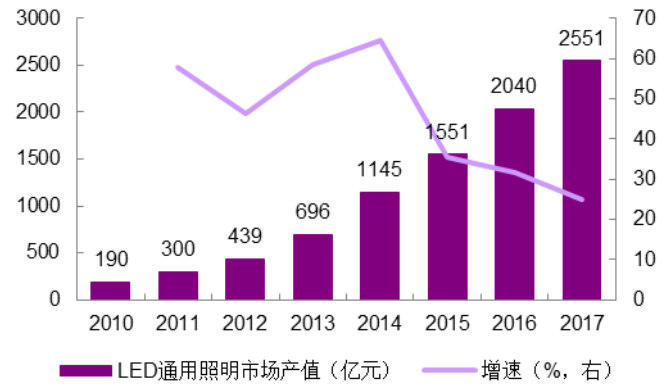
3.2、LED 照明业务：稳发展，积极开拓新市场

3.2.1、行业渗透率快速提升

由于 LED 照明产品在能耗、使用寿命等方面相比其他光源具备明显的优势，发光效率显著高于传统白炽灯、卤素灯、节能荧光灯等传统光源，且随着发光效率的不断提升、原材料成本下降、规模效应驱使灯具整体成本的持续下降，未来 10 年 LED 照明将成为主流照明光源。

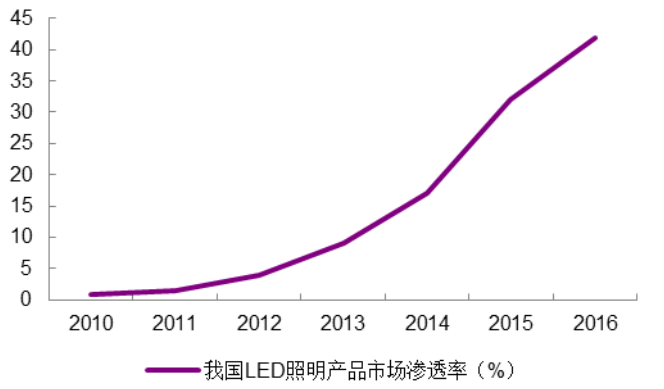
根据国家半导体照明工程研发及产业联盟于 2016 年 12 月发布的《2016 年中国半导体照明产业发展白皮书》显示，2017 年我国 LED 通用照明市场产值已达到约 2551 亿元，市场渗透率达到 42%，2010 年至 2017 年期间 LED 照明市场产值的年复合增长率为 44.9%。2010-2014 年为我国 LED 照明行业高速发展时期，随着渗透率提升，2015 年-2017 年增速有所下降，但年均增速仍在 25%以上。

图 6：我国 2010 -2017 年 LED 通用照明应用产值



资料来源：公司公告

图 7：2010 年-2016 年我国 LED 照明市场渗透率



资料来源：公司公告

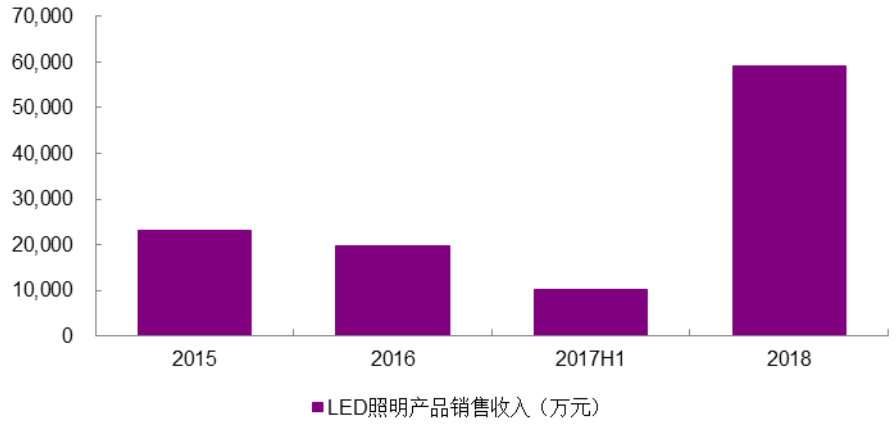
随着国内 2016 年淘汰白炽灯计划的推进（2016 年 10 月 1 日起，15 瓦以上普通照明用白炽灯在中国全面退市）、LED 照明产品价格的下降以及消费者认知度的提高，未来 3-5 年 LED 商用、民用照明市场巨大，渗透率将会快速提升。

3.2.2、积极开拓新市场

公司的 LED 照明系列产品主要应用于商业、办公、家居、社区、道路和城市光造景照明等领域。公司专注于 LED 照明产品的设计研发与销售环节，在产品生产环节中，对于工艺要求较高产品的定型、组装与测试等工序由标的公司自主完成，其余技术成熟、标准统一的产品及组件采取外协加工为主的生产模式。

昇辉电子的 LED 照明板块业务以传统的 LED 灯具生产及为住宅项目、商业地产等进行配套和亮化设计为主。未来，昇辉电子将向以 LED 灯具研发、设计为主导方向逐步转型，逐步实现生产外包和管理标准输出。

图 8：昇辉电子 LED 照明业务收入情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

与碧桂园合作密切。昇辉电子的 LED 产品主要销往碧桂园，2015、2016 和 2017 年上半年，销往碧桂园的 LED 产品的收入占其 LED 产品总收入的比例分别为：97.19%、96.01%、93.97%。

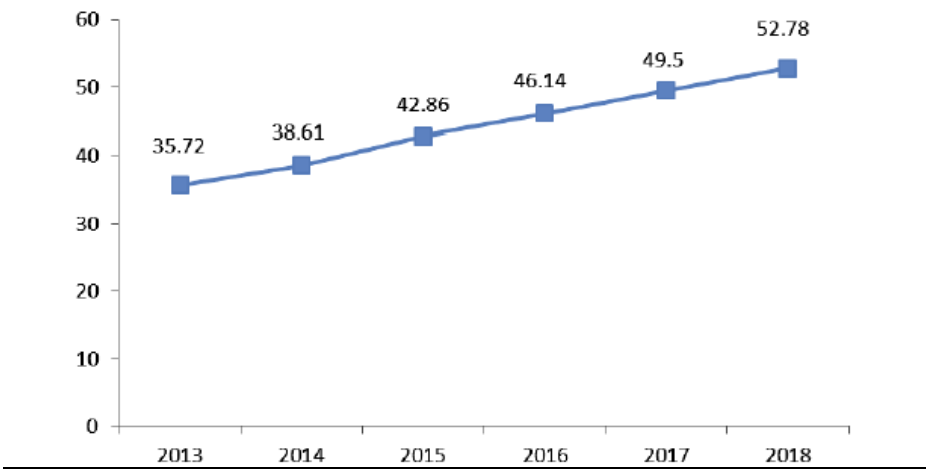
积极开拓其他客户。昇辉电子目前正在逐步与全国各地区知名房地产企业进行业务接触，产品最终用于五矿地产、华润地产、云南子元、奥园地产、广东建行、美的集团等各大企业的楼盘项目的灯具供应和亮化工程，同时继续开拓国内其他大中型房地产项目以及各地新开星级酒店、市政亮化等项目的 LED 照明的灯具供应和亮化工程。

3.3、智慧社区：规模小增长快，潜力突破点

根据中投顾问发布的《2016-2020 年中国智能家居市场投资分析及前景预测报告》预计，2016 年我国智能家居产业市场规模将达到 593 亿元，未来五年（2016-2020）年均复合增长率约为 48.26%，2020 年市场规模将达到 2865 亿元。随着智能家居中智能电视、智能路由器等智能单品的销量上升，多个智能家居单品已经进入到普通用户的家庭，而智能家居平台的建立，使得智能家居系统日益完善，伴随着家居生活中智能产品的增多，智能家居市场规模由单品销量上升向系统化方向发展，未来智能家居市场规模将进一步扩大。

智能家居设备主要应用在智能建筑之中。根据《中国智能家居设备行业发展前景预测与投资机会分析报告》显示，美国智能建筑占新建建筑的比例为 70%，日本为 60%。到 2018 年，我国智能建筑在新建建筑中的比例有望达到 53%左右。

图 9：2013-2018 年我国智能建筑在新建建筑中的比例预测（单位：%）



资料来源：公司公告

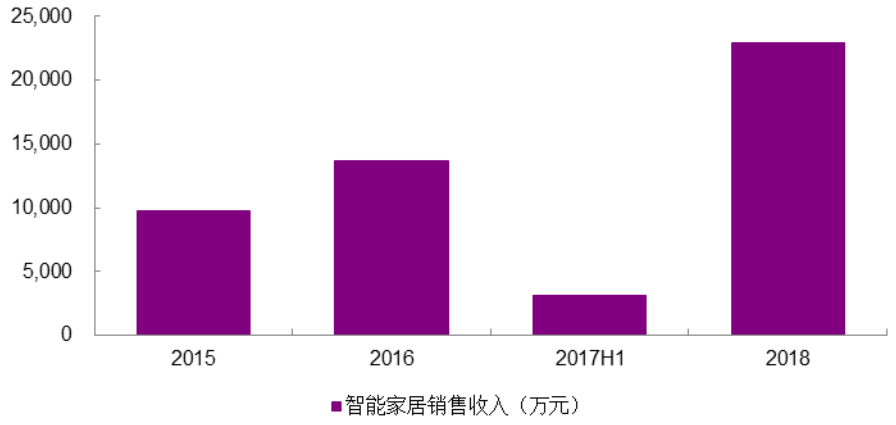
昇辉电子主要从事智能化业务的方案设计、智能化系统集成、综合布线、系统安装调试及验收检测等。从应用场景上，主要分为智慧社区、智能家居、智慧酒店及智能车库等产品。

图 10：智慧社区产品示例

资料来源：公司公告

2015 年-2017 年 1-6 月，昇辉电子智慧社区板块营收占比分别为 13.01%、15.00%和 5.88%，2018 年合并报表口径智慧社区收入占比为 7.56%。昇辉电子公司将研发各板块产品的新技术和新应用，并考虑到智能家居等将是未来家居的发展趋势，公司未来将提高智慧社区的业务比重。

图 11：昇辉电子智慧社区业务收入逐步增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、关键假设及盈利预测

2018 年鲁亿通成功并购昇辉电子，昇辉电子与碧桂园合作关系稳固，目前对碧桂园销售额占比较低，仍有巨大提升空间。随着昇辉电子纳入上市公司体系，双方实现产能共享以及随着上市公司 IPO 募投项目的逐步放量，昇辉电子的产能制约将得以缓解，助力其收入及业绩快速增长。

1）电气配套设备业务：公司已做到 40.5kV、12kV、0.4kV 等高、中、低压产品全覆盖。产能不足是限制昇辉电子电气配套设备业务发展的关键瓶颈。并购完成后，双方实现了产能共享，同时随着 IPO 募投项目的放量，预计公司该业务将维持中高速发展。我们预计公司高低压成套设备业务收入 2019-2021 年的收入增速分别为：25%、22%和 20%，毛利率分别为 40%、39.80%和 39.50%。

2）LED 照明业务：LED 照明行业渗透率已相对较高，行业进入稳步发展期。公司积极拓展客户，除碧桂园外，正逐步与其他知名房企及市政亮化工程进行业务接触。我们预计公司 LED 照明业务 2019-2021 年的收入增速维持在 5%左右，毛利率分别为：40%、39.5%和 39%。

3）智慧社区业务：昇辉电子依靠与各地产商建立长期的战略合作伙伴关系，凭借强大的开发能力，做性价比最高的高低压成套设备和 LED 照明产品和提供最优的照明、智慧社区总体解决方案。公司未来将提高智慧社区业务比重。故我们预计公司智慧社区将维持较高增速，预计 2019-2021 年其收入增速均为 30%左右，毛利率 28%。

表 4：主要业务拆分及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
高低压成套设备				
收入（亿元）	22.08	27.6	33.7	40.4
同比（%）		25.0	22.0	20.0
毛利率(%)	40.10	40.00	39.80	39.50
LED 照明设备及安装				
收入（亿元）	5.9	6.2	6.5	6.9
同比（%）		5.0	5.0	5.0
毛利率(%)	39.89	40.00	39.50	39.00
智慧社区				
收入（亿元）	2.3	3.0	3.9	5.1
同比（%）		30.0	30.0	30.0
毛利率(%)	28.23	28.00	28.00	28.00

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2019-2020 年的营业收入分别为 36.8 亿、44.1 亿和 52.3 亿，同比增速分别为：21.46%、19.77%和 18.65%；实现的归母净利润分别为 5.73 亿、7.02 亿和 8.31 亿，同比增速分别为：27.22%、22.46%和 18.46%；对应的 EPS 分别为 1.15 元、1.41 元和 1.67 元。

5、估值与投资评级

5.1、估值

电气配套设备业务为公司核心业务，收入及毛利占比超过 70%，且公司 LED 照明业务、智慧社区业务均与电气配套设备业务紧密相连，故我们选取电气配套设备行业的公司为可比公司。

我们选取森源电气、思源电气、金冠股份、平高电气和许继电气作为可比公司，五者 2019、2020 年的平均估值分别为：17 倍、14 倍。参考可比公司公司，我们认为鲁亿通 19 年合理估值应为 17 倍。

表 5：电气成套设备相关上市公司盈利预测及估值

代码	公司	市值（亿元）	收盘价（元/股）	EPS（元/股）			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002358.SZ	森源电气	93	9.97	0.30	0.68	0.81	33	15	12
002028.SZ	思源电气	76	10.02	0.39	0.47	0.53	26	21	19
300510.SZ	金冠股份	54	10.38	0.38	0.61	0.77	27	17	13
600312.SH	平高电气	104	7.63	0.21	0.43	0.59	36	18	13
000400.SZ	许继电气	92	9.14	0.20	0.55	0.76	46	17	12
平均							34	17	14
300423.SZ	鲁亿通	67	13.48	0.9	1.15	1.41	15	12	10

资料来源：wind，光大证券研究所整理，股价时间为 2019 年 6 月 25 日

注：鲁亿通 19-20 年 EPS 为光大证券研究所预测，其余公司 19-20 年 EPS 为 wind 一致预期。

5.2、投资评级

公司 2018 年成功并购昇辉电子，其与碧桂园合作关系稳固，仍有巨大提升空间。并购完成后，双方可实现产能共享以及随着 IPO 募投项目的逐步放量，昇辉电子的产能制约将得以缓解，助力公司收入及业绩快速增长。我

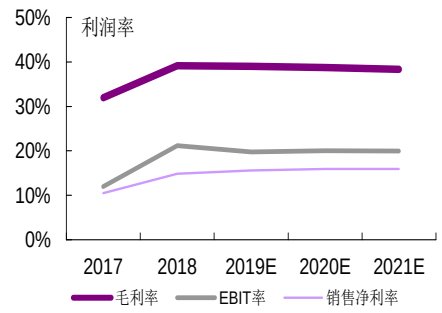
们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.15 元、1.41 元和 1.67 元，参考可比公司估值，给予公司 19 年 17 倍 PE，对应目标价 19.55 元，看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

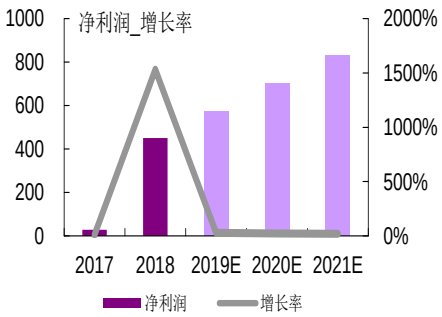
6、风险分析

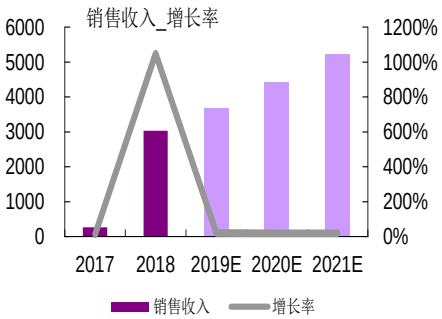
下游行业及客户集中风险：公司主要客户集中在房地产行业，房地产行业的发展状况会对公司的经营业绩产生一定程度的影响。碧桂园为公司最大客户，对公司收入及利润贡献大，若公司与碧桂园合作发生变化，或碧桂园经营发生变化，则会对公司产生较大影响。

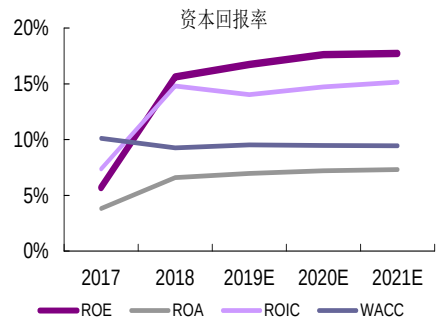
商誉减值风险：昇辉电子未来盈利的实现受宏观经济、市场环境、监管政策等因素影响。业绩承诺期内，如以上因素发生较大变化，则昇辉电子存在业绩承诺无法实现的风险，可能导致上述业绩承诺与未来实际经营情况存在差异。根据《会计准则》规定，公司并购昇辉电子交易形成的商誉不作摊销处理，但需在未来每年年度终了进行减值测试。如果未来宏观经济、市场环境、监管政策变化或者其他因素导致其未来经营状况未达预期，则公司存在商誉减值的风险，从而对公司当期损益造成不利影响。

应收账款及应收票据余额较大的风险：公司应收账款金额较大且周转率较低，大部分应收账款账龄在一年以内，且主要为应收碧桂园货款，虽然碧桂园信用良好，未曾发生过不能收取货款的情况，但大额应收账款影响公司资金回笼速度，给公司带来一定的资金压力。如果国家对房地产行业的宏观调控造成房地产行业增速放缓，将会导致公司主要客户经营发生困难，进而推迟付款进度或付款能力受到影响，公司应收账款余额有进一步增大的风险。









利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**264**	**3031**	**3682**	**4411**	**5234**
营业成本	180	1844	2245	2703	3228
折旧和摊销	7	20	22	26	30
营业税费	5	21	26	31	37
销售费用	13	107	158	184	220
管理费用	34	303	409	485	583
财务费用	-1	15	70	81	88
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	3	3
营业利润	**33**	**517**	**659**	**805**	**958**
利润总额	33	514	657	803	956
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**28**	**451**	**573**	**702**	**831**

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	**726**	**6852**	**8249**	**9756**	**11358**
流动资产	525	4965	6277	7705	9293
货币资金	188	839	921	1103	1309
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	254	1455	1792	2162	2565
应收票据	53	1483	2025	2536	3062
其他应收款	3	10	11	13	16
存货	25	1032	1342	1666	2083
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	145	180	234	299	317
无形资产	51	71	68	64	61
总负债	**241**	**3968**	**4822**	**5771**	**6668**
无息负债	241	2965	3729	4508	5367
有息负债	0	1002	1093	1263	1301
股东权益	**485**	**2884**	**3426**	**3985**	**4690**
股本	111	291	499	499	499
公积金	270	2017	2106	2177	2260
未分配利润	188	636	881	1370	1992
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**24**	**-484**	**124**	**261**	**336**
净利润	28	451	573	702	831
折旧摊销	7	20	22	26	30
净营运资金增加	-63	1980	695	722	812
其他	53	-2934	-1165	-1189	-1337
投资活动产生现金流	**-27**	**-453**	**-98**	**-97**	**-37**
净资本支出	-27	-109	-100	-100	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-344	2	3	3
融资活动现金流	**21**	**1374**	**55**	**18**	**-93**
股本变化	3	180	208	0	0
债务净变化	-30	1002	91	170	39
无息负债变化	110	2724	764	779	859
净现金流	**18**	**437**	**81**	**182**	**206**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	13.15%	1048.13%	21.48%	19.79%	18.67%
净利润增长率	11.59%	1530.25%	27.20%	22.51%	18.42%
EBITDA 增长率	20.28%	1613.73%	13.15%	21.46%	17.92%
EBIT 增长率	20.65%	1934.09%	13.24%	21.46%	18.02%
估值指标					
PE	246	15	12	10	8
PB	14	2	2	2	1
EV/EBITDA	36	7	11	9	8
EV/EBIT	44	8	11	9	8
EV/NOPLAT	52	9	12	10	9
EV/Sales	5	2	2	2	2
EV/IC	4	1	2	2	1
盈利能力（%）					
毛利率	31.93%	39.17%	39.02%	38.71%	38.32%
EBITDA 率	14.63%	21.84%	20.34%	20.63%	20.50%
EBIT 率	11.96%	21.19%	19.76%	20.03%	19.92%
税前净利润率	12.38%	16.96%	17.85%	18.21%	18.26%
税后净利润率（归属母公司）	10.47%	14.86%	15.56%	15.92%	15.88%
ROA	3.81%	6.58%	6.95%	7.20%	7.32%
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.70%	15.62%	16.73%	17.62%	17.73%
经营性 ROIC	7.35%	14.80%	14.04%	14.71%	15.14%
偿债能力					
流动比率	2.18	1.49	1.56	1.60	1.66
速动比率	2.08	1.18	1.22	1.25	1.29
归属母公司权益/有息债务	-	2.88	3.13	3.16	3.60
有形资产/有息债务	-	5.17	6.01	6.40	7.44
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.06	0.90	1.15	1.41	1.67
每股红利	0.00	0.13	0.29	0.25	0.33
每股经营现金流	0.05	-0.97	0.25	0.52	0.67
每股自由现金流(FCFF)	0.14	-2.79	-0.04	0.20	0.42
每股净资产	0.97	5.78	6.86	7.98	9.39
每股销售收入	0.53	6.07	7.37	8.83	10.48

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

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曾与，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。

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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼