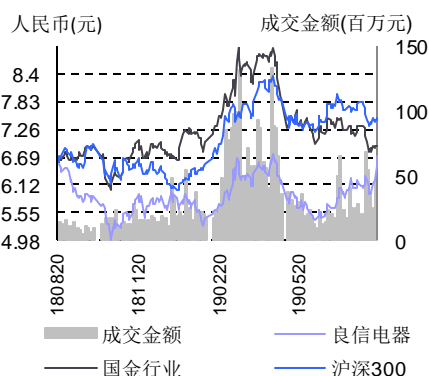


良信电器 (002706.SZ) 买入 (维持评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 6.73 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	585.84
总市值(百万元)	5,284.74
年内股价最高最低(元)	6.73/5.94
沪深 300 指数	3710.54
中小板综	8543.47

**相关报告**

1. 《良信电器中报点评-毛利率逐季连续回升, 业绩已现转折点》, 2019.8.2
2. 《良信电器一季报点评-智能楼宇受益于基建和地产加快, 新兴业务迎...》, 2019.4.21
3. 《良信电器年报点评-加大新产品研发力度, 加快新行业产品上量》, 2019.3.25
4. 《良信电器三季度点评-短期不利因素影响不可持续, 毛利率再创新高》, 2018.10.22

三大专业领域增势可喜, 业绩迎来重要转折点**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.401	0.283	0.370	0.485	0.616
每股净资产(元)	3.22	2.24	2.40	2.63	2.96
每股经营性现金流(元)	0.33	0.33	0.29	0.41	0.51
市盈率(倍)	31.30	21.83	18.18	13.88	10.92
净利润增长率(%)	29.60%	5.60%	30.94%	31.00%	27.08%
净资产收益率(%)	12.44%	12.61%	15.43%	18.43%	20.82%
总股本(百万股)	524.28	785.25	785.25	785.25	785.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **地产竣工迎来转折点, 行业集中度提升加快催生公司地产板块业绩增长。**公司在下游地产行业销售占比接近 55%, 主要专注地产大客户开拓, 前一百大地产商签约率超过 70%, 户内箱、非标箱在前十大地产商份额约为 20%-25%, 仅次于全球低压电器龙头施耐德, 最大客户万科年供货额超过 2 亿, 份额超过 90%。中短期: 年初建安投资迎来增速拐点, 7 月当月地产竣工结束今年以来快速下跌态势, 昭示地产竣工正在加快, 地产应用有望改善, 同时公司去年新增碧桂园、中海等大客户今年出货额将大幅提升; 中长期: 公司业绩更将受益于地产龙头份额加速集中趋势, 地产龙头“灯塔”效应将充分发挥, 智能家居将发挥客户协同优势, 有望成为地产延伸战略重要一环。
- **5G 风起, 领先的小型直流断路器技术将带来巨大机会。**5G 基站实现开关电源柜和机柜壁挂一体化, 将为行业趋势, 公司抓住机柜体积空间有限这一痛点进行前瞻布局, 与长期战略合作伙伴华为在 5G 领域联合研发超过 2 年, 率先在全市场推出小型 1U 直流微断, 以首创颠覆式创新高度完美解决了这一核心诉求, 全年将有望实现营收 8000 万。国内 5G 全生命建设周期将带来预计 27.6 亿左右小型直流断路器市场容量, 在较大的先发优势下, 国内 5G 投资有望带给良信 13.4 亿直流断路器和 3.4 亿交流断路器需求。
- **光伏降本增效促进国产品牌外资替代加速, 公司龙头优势有望加强。**上半年国内装机受政策落地迟影响同比下降, 公司快速增长主要来自于海外配套。下半年新增装机规模将超过 28GW, 同比增长 52.8%, 全年呈现明显的前低后高局面。下半年国内市场竞价项目启动叠加海外市场持续增长, 公司光伏板块营收有望同比增长 50% 达到 1.8 亿元以上。2019-2025 年国内光伏新增装机有望接近 400GW, 将释放约 51 亿低压电器市场需求。公司当前主打集中式逆变器配套方案, 阳光电源为其单一最大客户, 目前市占率达到 25-30%, 公司正加大分布式系统技术研发和大客户拓展力度, 有望持续通过外资替代和技术引领两大策略提升在光伏领域的市占率。

盈利预测与投资建议

- 公司客户包含各领域领军企业, 近年来持续在 5G、光伏、IDC 等成长领域加大研发和客户开拓力度, 预计 2019-2021 归母净利润分别为 2.9 亿/3.8 亿/4.8 亿。下半年公司智能楼宇、5G 基站、光伏板块营收环比提速且未来三年业绩复合增速较高, 给予六个月目标价 9.2 元, 对应 2019 年 EPS 25x。

风险提示

- 地产竣工不达预期; 5G 投资进度不达预期; 光伏新增装机不达预期;

邓伟

分析师 SAC 执业编号: S1130519070002
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

1、地产竣工加速、行业集中度提升加快催生公司地产板块业绩增长.....	4
1.1 中短期：建安投资增速迎来拐点预示地产竣工加快利好低压产业链.....	4
1.2 中长期：房地产行业龙头份额集中及智能家居布局铸造强抗周期能力 ...	6
1.2.1 房地产行业龙头份额集中效应有助于公司对抗周期下行压力.....	6
1.2.2 智能家居版块将构筑公司地产延伸战略关键一环.....	8
2、5G 基站投资建设或将带动低压断路器 24.7 亿增量市场空间.....	10
2.1 公司作为华为战略供应商受益于 5G 试商用建设，预计 2019 年将是 5G 业绩高增开局之年	10
2.2 5G 建设周期将带来 27.6 亿直流断路器市场容量，公司凭借 1U 断路器取得先发优势	11
3、光伏开启平价时代国内市场迎来全新局面，降本增效促进国产品牌外资替代加速	14
3.1 光伏平价时代下产业链将迎来爆发性成长	14
3.2 分布式系统未来可期，组串并网或成主流，配套低压电器价值量更大 ..	15
3.3 出口成上半年公司在光伏市场主要驱动力，通过国产替代进一步提升份额.....	17
4、投资建议及盈利预测	19
5、风险提示	19

图表目录

图表 1：房地产新开工、竣工和销售面积累计同比增速.....	4
图表 2：近两年来房屋新开工面积和房屋竣工面积剪刀差较大但有收敛趋势 ...	4
图表 3：建安投资与房屋竣工面积累计同比增速呈现较高相关度.....	5
图表 4：万科 2019 年 Q1 竣工面积迎来拐点.....	6
图表 5：2016 年以来万科竣工大幅落后开工（万平米）	6
图表 6：公司 2018 年下游行业应用大致分布.....	6
图表 7：2017-2018 年房地产商按流量金额排名.....	7
图表 8：2017-2018 年房地产商按流量金额排名.....	7
图表 9：2017-2018 年房地产商按销售面积排名.....	7
图表 10：按销售金额测算地产百强市占率.....	7
图表 11：按销售面积测算地产百强市占率.....	7
图表 12：2014-2019E 中国智能家居市场规模	8
图表 13：良信电器智能家居产品.....	9
图表 14：良信电器智慧家居大数据系统.....	9
图表 15：三大运营商 5G 建设节奏	10
图表 16：5G 基站分类及对应基站电源.....	11
图表 17：宏基站与小基站精细化覆盖配合应用场景.....	11

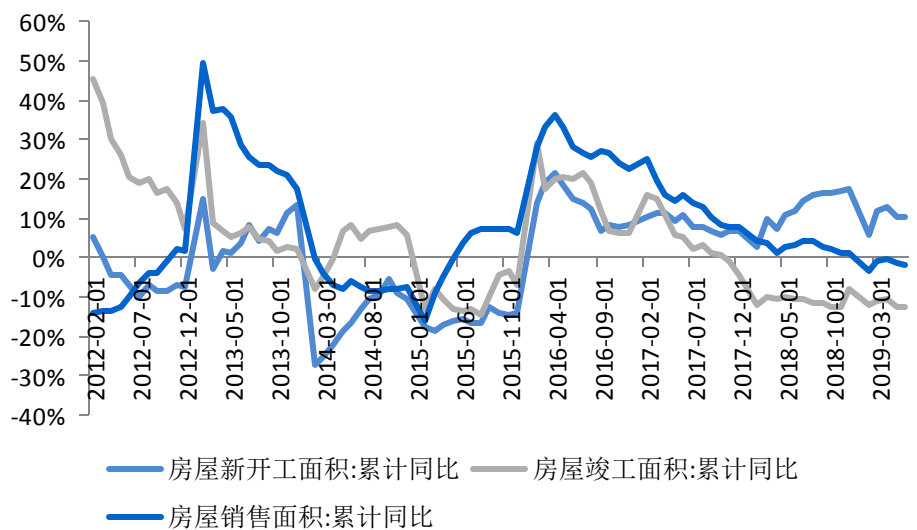
图表 18: 动力源通信基站电源方案.....	11
图表 19: 5G 基站及断路器用量测算.....	12
图表 20: 传统微断和“1U”微断对比.....	13
图表 21: 公司油阻尼断路器.....	13
图表 22: 2014-2025E 中国光伏新增装机量预测.....	14
图表 23: 2018 年光伏领跑者项目中标电价.....	15
图表 24: 集中式并网解决方案.....	15
图表 25: 组串式并网解决方案.....	16
图表 26: 光伏新增装机容量中分布式占比.....	16
图表 27: 2019-2025 低压电器光伏领域应用市场空间测算.....	17
图表 28: 全球光伏新增装机容量及增速.....	17
图表 29: 公司客户中包含大多数行业领军企业.....	19

1、地产竣工加速、行业集中度提升加快催生公司地产板块业绩增长

1.1 中短期：建安投资增速迎来拐点预示地产竣工加快利好低压产业链

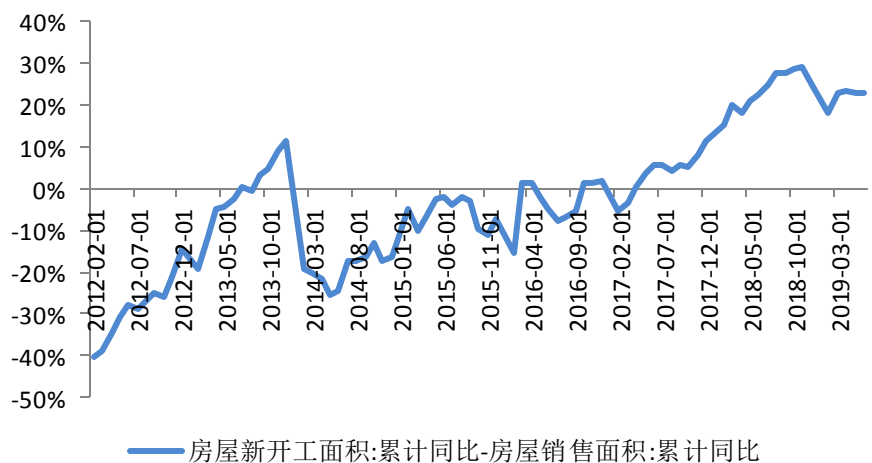
新开工和竣工数据持续产生背离，但“剪刀差”有望缩窄。回首 2018：2018 年房屋新开工情况延续了自 2016 年初的高景气，全年房屋新开工面积增速达到 17.2%，并呈现了前低后高局面，但全年房屋竣工增速却大幅下滑了 7.8%，巨大的新开工面积和竣工面积增速分化并不正常，主要由于在去杠杆、信贷收缩大背景下房地产企业融资能力受到影响，企业投入建安资金大幅减少，施工慢继而导致竣工速度有所减缓，与此同时房地产企业大多加大了期房和现房促销力度加快回款，以改善现金流。2019 年现状：今年以来，房屋销售面积仍在持续走低，房地产竣工意愿确实没有明显加强，上半年房屋竣工面积同比下滑 12.7%，同时上半年房屋新开工面积同比增长 10.1%，相比去年也有一定下滑。

图表 1：房地产新开工、竣工和销售面积累计同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：近两年来房屋新开工面积和房屋竣工面积剪刀差较大但有收敛趋势

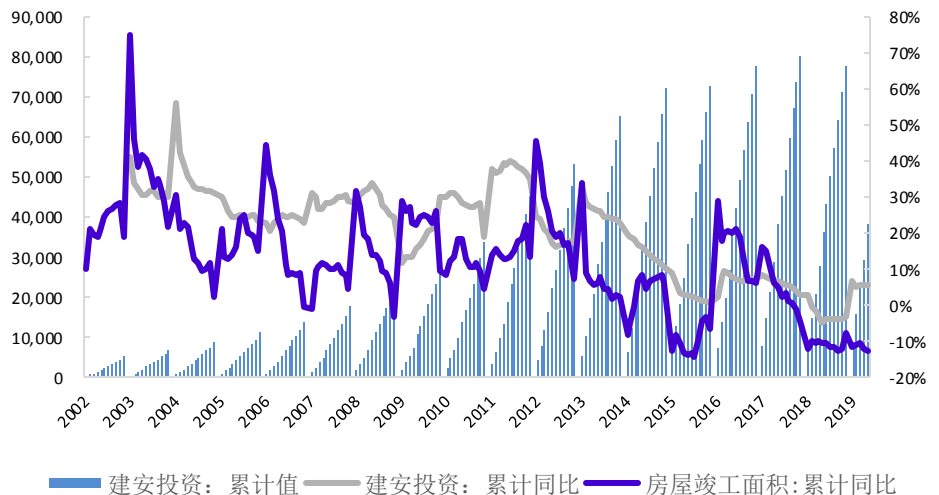


来源：Wind、国金证券研究所

建安投资作为竣工先行指标，年初同比已转正昭示竣工有望加快；7 月当月竣工增速出现明显好转，开启竣工累计同比增长转折点。一般来说，房地产

开发投资额减去土地购置费基本等于建安投资，我们把房地产投资建筑工程+房地产投资安装工程+房地产投资设备工器具购置定义为建安投资，今年年初建安投资累计同比增长已经结束了连续 9 个月负增长，出现拐点，半年度建安投资累计同比增速达到 5.7%。我们认为在今年信贷政策边际放松的大背景下，房地产商现金流有所改善，因为预售期房的结转交房具有一定刚性（一般来说 1-3 年不等），2016-2017 年房市复苏以来期房销售后大量房陆续开工，累计交付压力正在加大，这些正在施工的项目将有望加快进度，有望在下半年率先看到竣工拐点，且房屋竣工面积累计增速将逐步上行，根据最新数据，7 月当月房屋竣工面积同比增速为-0.6%，结束了今年以来单月同比增速持续的快速下降趋势。

图表 3：建安投资与房屋竣工面积累计同比增速呈现较高相关度



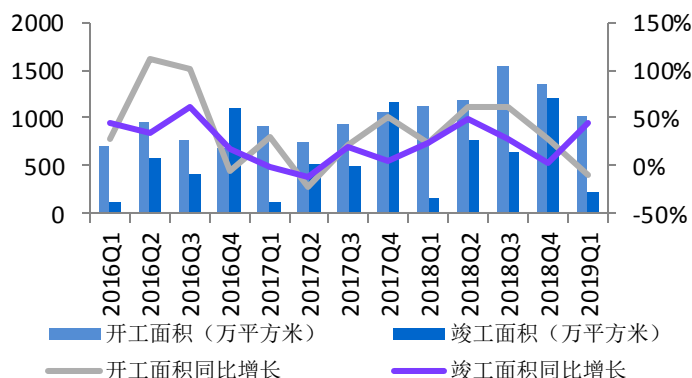
来源：Wind、国金证券研究所 注：我们把房地产投资：建筑工程+房地产投资：安装工程+房地产投资：设备工器具购置定义为建安投资

地产行业低压电器交付安装与房屋竣工基本同步，公司将受益于地产竣工加速。我们在前期的各类报告中，率先市场提出地产新开工领先低压需求大致一年，和地产竣工时点基本一致（一般来说破土动槽到封底一年，房屋快封底时启动低压招标，不排除去年特殊情况），如果下半年房屋竣工出现明显的回暖，将有望刺激低压需求。2018 年，公司智能楼宇（住宅+商建+公用建筑）业务占主营业务营收比重约为 55%。在智能楼宇应用方面：终端电器主要指微型断路器、电磁式断路器及浪涌保护，其主要应用于家庭入户箱、部分居民电表箱（电网招标，一般算入电力行业应用）。而配电电器主要包括框架断路器、塑壳断路器、双电源转换开关及隔离开关，框架断路器和双电源转换开关主要应用于进线柜、双电源柜、电容柜、馈线柜等市电引入端，塑壳断路器等主要在楼层小三箱等场所。根据产业常识，公司低压电器集中交付施工基本在竣工前夕，交房前 1 个季度到 2 个季度左右。其中户内箱、非标箱与楼盘总户数直接相关，因而可合理测算，每万方住宅楼竣工面积对应低压电器总价值量在 8-10 万元左右。据此判断，若未来地产竣工面积增速出现明确拐头向上趋势，将极大促进低压在地产行业应用。

近两年公司地产应用依然持续保持 20%+ 增长，2019 年开始智能家居快速上量将支撑三年复合增长 25% 以上。公司半年度地产营收增长约在 25% 以上，主要有几方面原因：1) 公司智能楼宇单一最大客户万科地产上半年竣工增速大幅加快，Q1 万科竣工面积达到 222.8 万平方米，同比增速高达 44.2%。2) 公司智能家居产品：智能门锁、智能窗帘、插排等硬件及配套软件上半年在万科等客户出货同比高增，半年出货额接近 4000 万，已经超过去年出货额。展望今明两年，公司地产营收保持 25% 增长，有以下两个有利因素：1) 根据上文论述观点，地产竣工有望在下半年逐步回暖。以万科为例，2016 年地产复苏周期以来新开工面积累计达到 1.3 万亿平方米，而累计竣工面积则为 7518 万平方米，两者差值已经达到 5487 万平方米，且万科开工面积-竣工面积累计值在 2019 年 Q1 仍然在刷新高点，巨大的剪刀差有望在未来两年内逐步缩小。2)

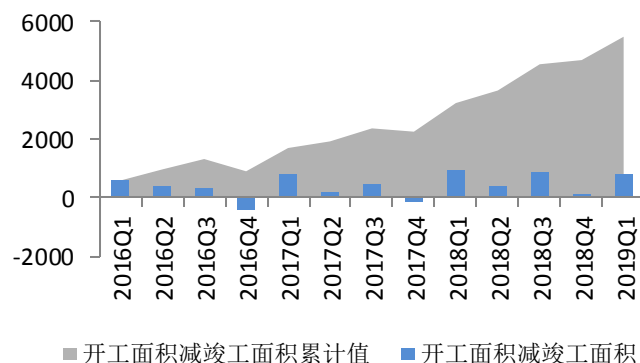
公司去年成功开拓了碧桂园、中海两大地产客户，这两家客户去年出货额及份额占比都较低，今明两年出货和份额将持续上行，拉动公司智能楼宇营收增长。

图表 4：万科 2019 年 Q1 竣工面积迎来拐点



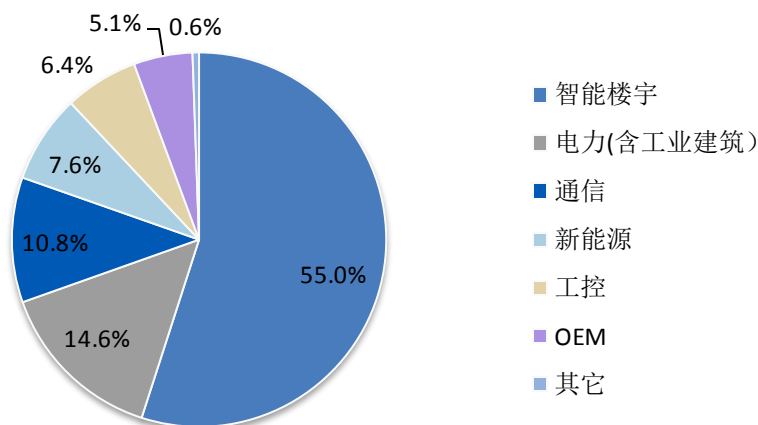
来源：公开资料、公司官网、国金证券研究所

图表 5：2016 年以来万科竣工大幅落后开工（万平方米）



来源：公开资料、公司官网、国金证券研究所

图表 6：公司 2018 年下游行业应用大致分布



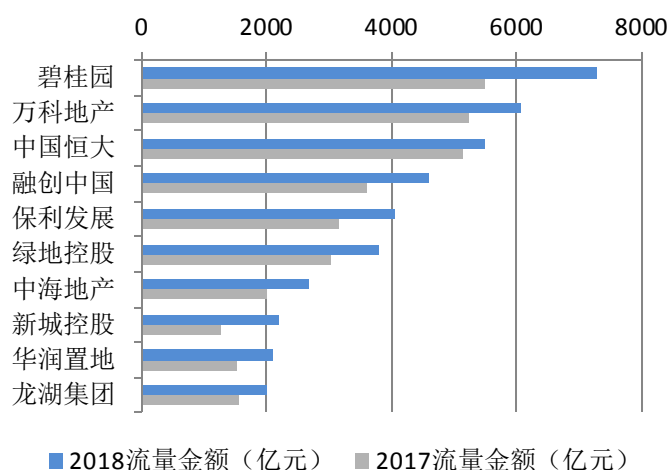
来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 中长期：房地产行业龙头份额集中及智能家居布局铸造强抗周期能力

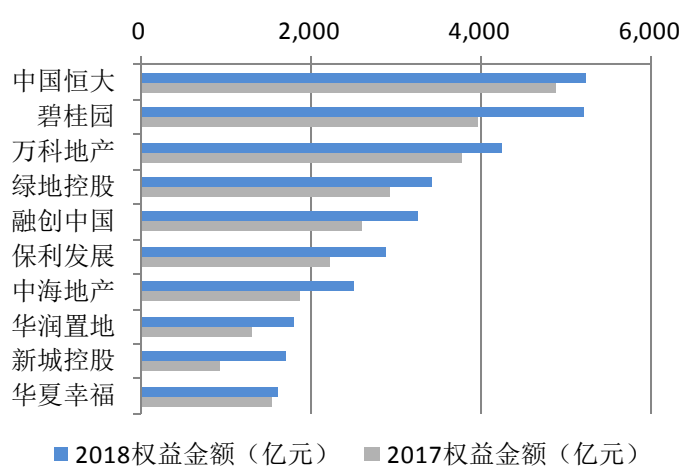
1.2.1 房地产行业龙头份额集中效应有助于公司对抗周期下行压力

公司服务房地产龙头，行业集中度持续明显利好公司。公司目前已经在前十大地产商实现了八家签约，前一百大地产商已经实现了 70-80 家战略客户签约。公司在智能楼宇领域，供货额在千万级别以上、相对较大的有万科、碧桂园、恒大、中海、绿地、万达、华夏幸福等，其中万科、碧桂园、恒大、中海等多家客户今年出货有望超 5000 万。2018 年前十大地产商竣工面积大约在 2.3 万亿平方米，对应的户内箱、非标箱的需求规模在 20 亿左右，估算公司此类产品目前在前十大地产商份额为 20%-25% 之间，仅次于全球低压电器龙头施耐德。因而公司业绩表现将直接受下游地产龙头表现影响，到目前为止前十大地产商中八家是公司签约客户。2015 年至 2018 年，房地产行业集中度提升，按销售金额测算，TOP3、TOP4-10、TOP11-20、TOP21-50 市占率分别由 7.7%、9.4%、6.0%、9.0% 提升至 12.6%、14.3%、10.6%、17.7%。按销售面积测算，TOP3、TOP4-10、TOP11-20、TOP21-50 市占率分别由 5.4%、6.0%、3.4%、5.4% 提升至 9.9%、9.2%、6.7%、10.7%。我们分析这背后的主要驱动力来自：1) 在收紧的融资环境中，大型房企拿地、投资资金相对充裕；2) 伴随市场区域分化加剧，布局全国的大型房企抗风险能力较强；3) 大房企资金周转快，规模效应导致对供应商有较强的议价能力，费用控制能力强。

图表 7: 2017-2018 年房地产商按流量金额排名



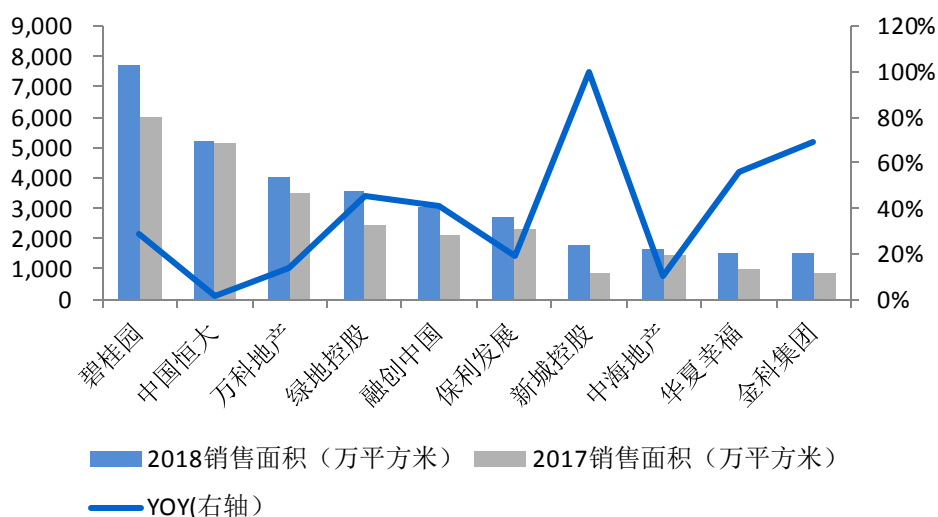
图表 8: 2017-2018 年房地产商按权益金额排名



来源: 克而瑞、Wind、国金证券研究所

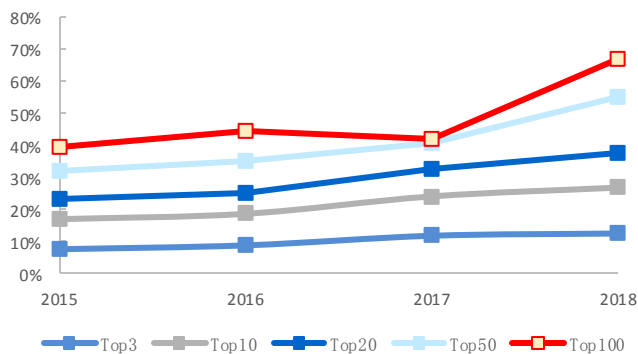
来源: 克而瑞、Wind、国金证券研究所

图表 9: 2017-2018 年房地产商按销售面积排名



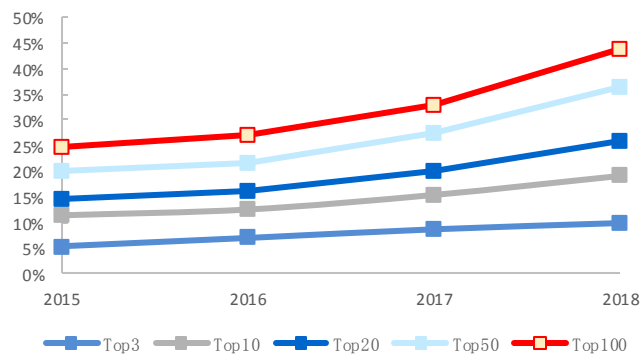
来源: 克而瑞、Wind、国金证券研究所

图表 10: 按销售金额测算地产百强市占率



来源: 克而瑞、Wind、国金证券研究所

图表 11: 按销售面积测算地产百强市占率



来源: 克而瑞、Wind、国金证券研究所

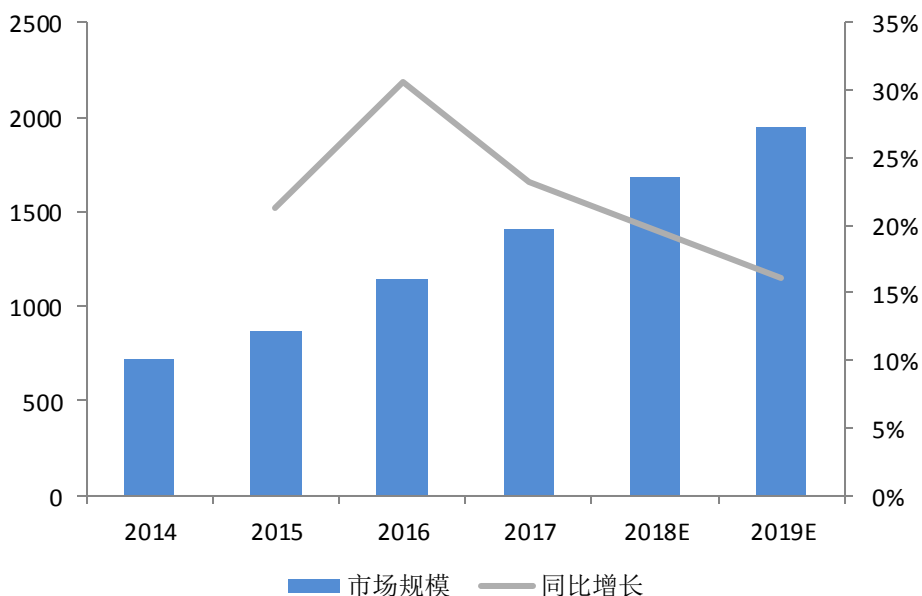
预计未来地产龙头企业持续领跑，带动公司抗周期性提升。最近两年，我国房市宏观调控的基调定在“稳”，“稳地价、稳房价、稳预期”，控制房地产信贷过快增长。在宏观大环境不发生剧烈变化的前提下，预计大型房企特别是排名前十的房企仍将保持其融资成本较低优势，在土地购置方面保持优势，凭借杰出的品牌形象实现更好的房屋动销和销售单价，从而在全国商品住宅销售面积增速趋缓，行业景气度平稳的背景下取得相对于中小型房企更好的销售业绩。对公司而言，这意味着中长期来看，受益于龙头房企市场份额提升，公司智能楼宇版块有望保持持续较快增长。

1.2.2 智能家居版块将构筑公司地产延伸战略关键一环

公司于 2014 年 7 月投资上海良信智能电工子公司，占比 35%，2017 年 7 月继续重组资源并购其余 65% 股权，实现全资控股。近年来，公司正在持续加大相关产品的研发进度、打磨相关产品性能，相关产品已实现在地产大客户端的供货，并在近年来持续获得高速增长。预计 2019 年中国智能家居行业接近 2000 亿，行业增速达到 16%，虽然该市场竞争对手较多，市场份额比较分散，同时公司目前规模体量较小，但是其仍然有其独特优势：智能家居产品和智能家居产品的客户均为地产商，公司具备在智能家居客户的巨大协同优势。

公司智能家居产品采用语音识别控制、云计算技术、移动终端监控等先进物联网技术。除了简单的智能插排、面板开关、网关、智能门锁、智能窗帘、火灾报警等硬件产品外，公司通过 ICT 技术将所有硬件设备采集的数据进行统筹分析，开发了以良信云为计算核心的一系列智能系统平台：灯光控制系统、安防报警系统、家庭娱乐系统、环境监测系统、室温控制系统等等，真正实现了智能家居的“数、智”。

图表 12：2014-2019E 中国智能家居市场规模



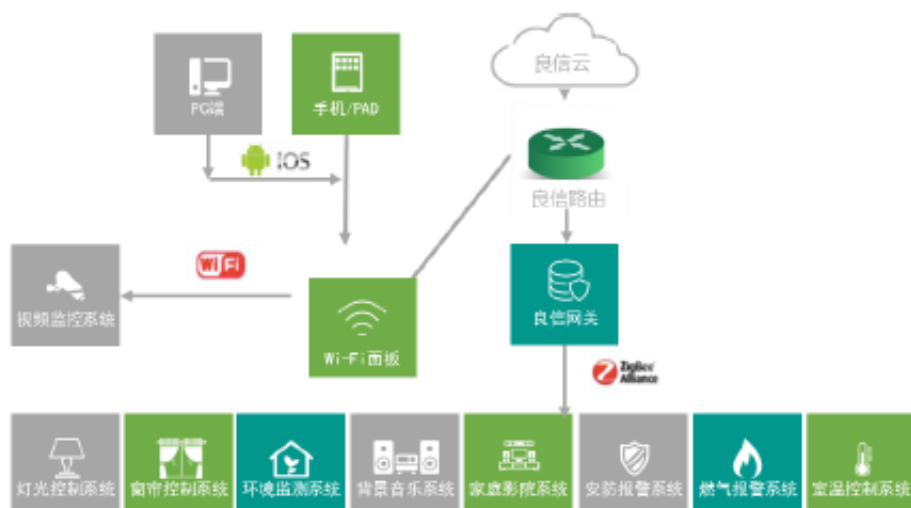
来源：速途研究院、国金证券研究所

图表 13：良信电器智能家居产品



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 14：良信电器智慧家居大数据系统



来源：公司公告、国金证券研究所

2、5G 基站投资建设或将带动低压断路器 24.7 亿增量市场空间

2.1 公司作为华为战略供应商受益于 5G 试商用建设，预计 2019 年将是 5G 业绩高增开局之年

5G 正式商用近在咫尺，将带来低压电器新需求。截止 2019 年 6 月，三大运营商中国电信、中国移动、中国联通均获得工信部颁发的 5G 商用牌照，代表我国正式进入 5G 商用元年。按照 IMT-2020 推进组与三大运营商发布的公开信息，2020 年将实现 5G 正式规模商用，实施重点城市重点区域部署。而在组网标准上，三大运营商均选择独立组网（SA）作为主要技术路线，这意味着，所有 5G 基站和基础设施将采用全新建设而非在 4G 基站上升级改造（NSA 非独立组网）。其优势在于 SA 组网能够全面实现 5G 大带宽、低延时、多连接的优势，但其建设周期相较 NSA 非独立组网较长。而对于低压电器等配套产业链来说，采用 SA 组网意味着 5G 基站建设投资规模较大，5G 设备制造商及其供应商将充分受益。

华为在 5G 试商业阶段已奠定龙头地位，良信和华为携手合作长达 13 年。作为 5G 领域的先行者，华为已经成长为全球 5G 商用领域的全球龙头企业，目前已经在全球获得 50 份 5G 合同，已实现 15 万+基站发货，根据中国移动 6 月 6 日公布的《2019 年核心网支持 5G NSA 功能升级改造设备集中采购单一来源采购信息公告》显示，共计 1131 套 5G 设备中，华为中标 588 套，份额达到 52%，确立明显龙头。良信和华为在通信基站、IDC 等多领域携手合作 13 年，十余年来华为一直是良信电器最大客户之一，良信连续多年获得华为质量协作奖、质量提升奖、最佳供应商保障奖、最佳客户服务奖。

图表 15：三大运营商 5G 建设节奏



来源：公开资料、国金证券研究所

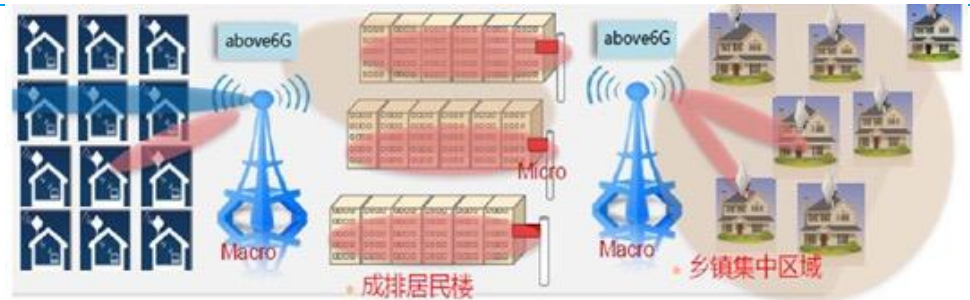
5G 将采用宏基站+小基站实现深度广域全覆盖，对配套低压电器提出新要求。从技术上来说，由于 5G 频段宽、频率高、速度快，相应其发射波长较短，其覆盖能力也将随之削弱。为减轻覆盖成本压力，5G 组网的一突出特点是将采用小、微基站作为大型宏基站的补充，覆盖部分城市盲区及室内。按照覆盖面积与发射功率由可以将小微基站分为微基站、皮基站、飞基站，满足不同场合需要。为实现城乡所有区域连续覆盖，预计需要 250 万中频宏基站+490 万小基站。商用初期（2019 年下半年至 2020 年上半年），三大运营商预计在重点城市高流量热点地区部署总计 30 万宏基站。商用中期，至 2023 年上半年，预期三大运营合计已实现 5G 连续全覆盖，该时间区间内建设速度加快，需新建 220 万宏基站。商用后期，运营商主要布局填补盲点、扩大拥挤超忙区域覆盖能力的小、微基站。预计总共需要 190 万微基站覆盖大城市中心地区及商业区等复杂通信场景、300 万皮、飞基站覆盖住宅楼、商业楼等室内信号质量较差区域。而这一发展趋势对于通信电源也提出新的挑战。基站电源电路保护作为低压电器在通信领域主要应用场景，需配合基站轻量化、小型化趋势。

图表 16: 5G 基站分类及对应基站电源

名称	发射功率	覆盖面积	安装区域	电源
宏基站	12.6W 以上	100 米以上	铁塔上	基站电源柜安置于机房内, 分为室外室内两种
微基站	500mW-12.6W	50-100 米	城市热点、盲点地区	无机房, 强调电源轻量化、高转化、高能效
皮基站	100mW-500mW	20-50 米	室内	
飞基站	100mW 以下	0-20 米	室内	

来源: 中国移动、国金证券研究所

图表 17: 宏基站与小基站精细化覆盖配合应用场景

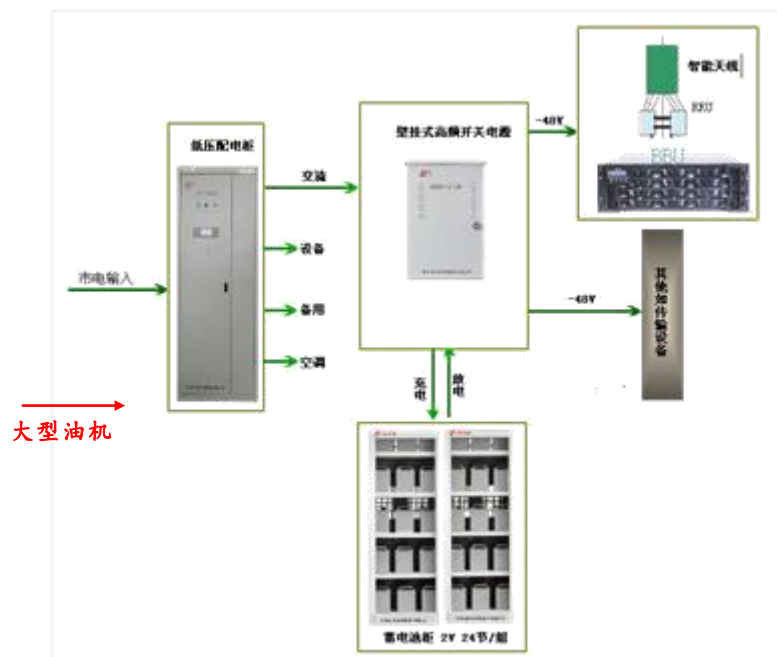


来源: 《华为 5G 无线网络规划解决方案白皮书》、国金证券研究所

2.2 5G 建设周期将带来 27.6 亿直流断路器市场容量, 公司凭借 1U 断路器取得先发优势

预计 5G 基站建设投资将带动 27.6 亿左右小型直流断路器增量市场空间。参考动力源解决方案, 一般而言一个宏基站供电电源系统分为交流低压配电柜和高压开关电源柜, 交流低压配电柜需要实现基站照明、空调等系统的供电以及高压开关电源柜的交流电输入。高压开关电源柜实现 AC/DC 转换, 同时带有若干路 DC/DC 直流分配单元, 直流分配单元下面将带有若干路 AAU (有源天线单元)、RRU (射频单元)、BBU (基带处理单元) 等通信设备。目前来看三大运营商会单独建设自有基站, 同时中国铁塔公司也会建设带有多运营商通信设备的共有基站, 所以不同的场景将会产生不同数量的直流微断需求。

图表 18: 动力源通信基站电源方案



来源: 动力源官网、国金证券研究所

1) 计算直流微断需求: 根据产业调研, 假设每个宏基站需使用 20 台开关电源及 12 路直流配电保护, 每台开关电源和直流保护线路均使用 1 个直流微断, 宏基站建设将需要 7520 万个直流微断。按照单个断路器 29.15 元估算 (已考虑不同客户供货价异同), 合计价值量约在 21.9 亿。商用后期, 小、微基站由于基站本身发出功率小, 系统复杂度相对较低, 对断路器需求相对较小, 假设 1 个小、微基站带有 4 个直流微断, 合计需 1960 万个断路器, 对应 5.7 亿的市场空间。则 5G 合计将带来 9480 万个直流微断需求, 市场规模总计 27.6 亿元。

2) 计算交流断路器需求: 通常而言, 为了保证供电可靠性, 交流低压开关柜会有市电和备用油机两路进电, ATS (双电源开关) 用于两路电源的接入转换, 假设宏基站交流配电柜带有 1 个塑壳总开关和 14 个小型微断, 小、微基站交流配电柜带有一个小型 ATS 和 8 个微断, 假设单个宏基站和小微基站交流断路器分别为 2716 元、450 元, 则交流断路器市场空间将达到 85 亿元以上。

图表 19: 5G 基站及断路器用量测算

5G 基站数量 (万)						
	前期		中期			后期
	2019	2020	2021	2022	2023H	2023 -
中频宏基站	15	70	85	70	10	
微基站						190
小基站						300
5G 基站断路器市场(万个)						
中频宏基站	480	1600	2560	1760	1120	
微基站						760
小基站						1200
宏基站合计	7520					
总体合计	9480					
5G 基站断路器市场(亿元)						
中频宏基站	1.4	4.7	7.5	5.1	3.3	
微基站						2.2
小基站						3.5
宏基站合计	21.9					
总体合计	27.6					

来源: 产业调研、国金证券研究所

联合华为历时两年多研发 1U 直流微断解决空间限制痛点, 2019 年为步入 5G 业绩高增阶段的开局之年。5G 时代宏基站的机柜和开关电源柜将大量采用壁挂式, 为了减轻杆塔负重以及降低线路冗余度, 开关电源柜和机柜并为一体将成为趋势之一, 由于机柜含有较多的锂电储能和通信设备, 机柜体积空间受限则成为痛点, 良信为配合这一技术方案趋势, 和华为联合研发, 已率先推出全市场第一款 5G 市场专用 1U 微断器, 其所占空间高度从 2U (8.89cm) 降至 1U, 意味着机柜空间中更多部分可以留给储能电池等其他设备, 符合 5G 时代通信电源高密趋势。在小型直流断路器已经取得一定的先发优势, 目前公司 1U 微型断路器从今年六月起已经实现在华为的批量供货, 全年所有客户的出货额有望达到 8000 万以上。与此同时公司正抓紧开发油阻断路器等其他通信新型产品, 强化在通信领域的产品全面性和技术前沿性。

国内 5G 全生命建设周期需求将带给良信 16.8 亿元交直流断路器需求。华为作为良信 1U 直流微断联合研发方和长期优势战略合作伙伴, 在其可控制的开关电源柜中应基本全部采购良信的 1U 断路器。假设华为在国内 5G 基站份额达到 45%, 并全部采用良信电器直流断路器, 良信直流断路器在其他 5G 供应商份额为 40%, 则总计将带给良信 16.7 亿元直流断路器需求。因为交流断路器供应商技术能力趋同且建设方和开关柜厂商对价格更为敏感, 所以假设良信在交流断路器的份额为 5%, 则交流断路器将带给良信合计 4.3 亿订单。考虑竞争对手小型直流微断研发和产品化进程可能明显加快的潜在可能性以及 1U 产品

价格的下降，在交直流合计 21 亿的基础上乘 80%，则 5G 全生命周期良信将有望获得 16.8 亿断路器订单。

图表 20：传统微断和“1U”微断对比



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 21：公司油阻尼断路器



来源：克而瑞、Wind、国金证券研究所

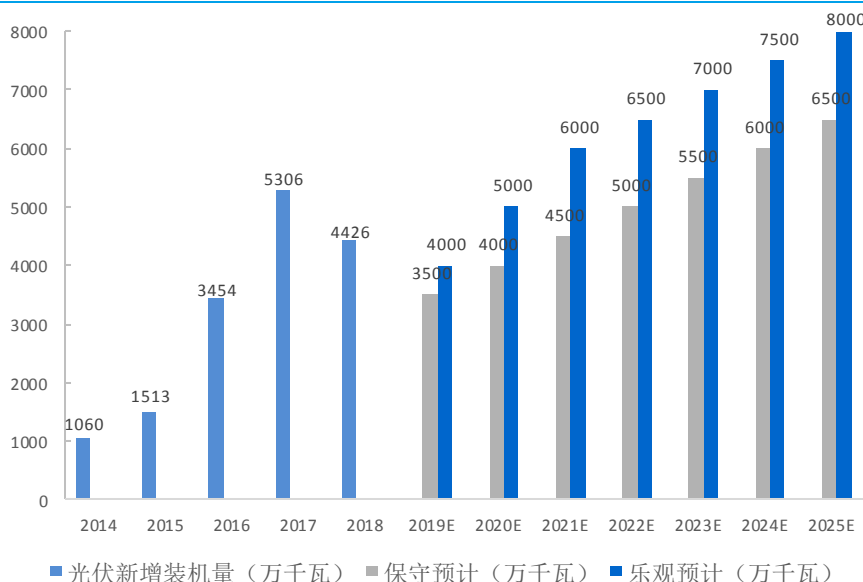
取电多样化、供电升级化、运维智能化是 5G 能源发展三大趋势，行业仍有进一步扩容空间。5G 时代，基站站点功耗增加，对市电引入、配电、备电提出新挑战。趋势一，从全球范围看，不少国家选择先行引入 NSA 组网，即在已有 4G 基站叠加 5G 通信模块，而目前部分站点的市电容量不满足 5G 部署要求，存在市电扩容需求。这部分改建扩建工程将带动低压电器新需求；趋势二，5G 供电有可能选择拉远供电方式，线缆过长导致压降损耗显著，因而存在高压直流供电可能性。在此场景下，按照华为公布方案，单频供电至少需要 2 路 100A(或 4 路 32A+3 路 63A)接入回路，对高电流高配置断路器需求增加；趋势三，随着 5G 站点建设数量激增，相应配套运营维护成本将会上升。因而如果能够实现从部件、整体站点到全面网络的智能化监测、诊断、管理、将极大降低运营商 OPEX。

3、光伏开启平价时代国内市场迎来全新局面，降本增效促进国产品牌外资替代加速

3.1 光伏平价时代下产业链将迎来爆发性成长

2019 光伏政策“稳中有进”，下半年竞价项目需求释放，预期全年装机量在 40GW 以上。2019 年前 5 个月，因政策指标尚未下放，全国新增光伏装机量 8.02GW，同比下跌 47.17%。2019 年 5 月 30 日，国家能源局正式下发《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设工作方案》与《2019 年光伏发电项目建设工作方案》。政策明确，将优先推进平价上网项目建设，再考虑竞争配置补贴，平稳从补贴时代过度到平价时代。随政策正式落地，国内光伏市场将即刻启动。预期 2019 年下半年，随往年延期建设项目不占指标的扶贫项目、不需补贴的平价项目、各类特高压、示范项目等基地型项目、以及 30 亿补贴内的户用+集中式+工商业分布式项目逐渐开工落地，下半年新增装机规模将超过 28GW，同比增长 52.8%，全年呈现明显的前低后高局面。今年政策机制大幅变化导致竞价申报启动时间晚、时间紧，造成申报规模低于预期，补贴未足额用完，预计明年情况将有明显改善，我们认为 2020 年国内新增光伏将达到 45-50GW。

图表 22：2014-2025E 中国光伏新增装机量预测

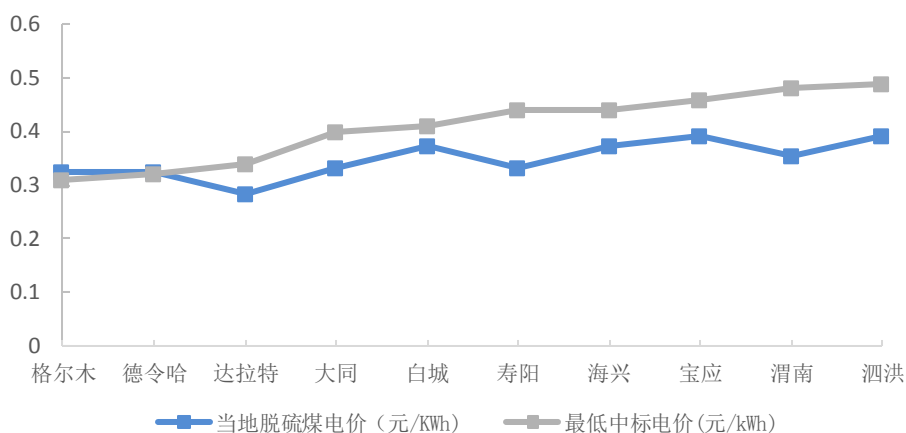


来源：国家能源局、CPIA、国金证券研究所

光伏平价上网时代开启，我国光伏新增装机量将逐年提升。2018 年第三批光伏领跑者项目中，青海格尔木最低中标电价已低于当地脱硫煤电电价，代表光伏平价时代启动。据中国光伏行业协会预测，2025 年新增装机量在保守情况下可达 65GW，在乐观情况下可达 80GW。该增长主要受以下因素驱动：一，随光伏发电成本逐年下降，未来新建火电厂经济性将低于新建光伏电站，导致光伏发电装机比重持续提升；二，伴随我国居民生活电气化水平提高、电能替代煤、油趋势持续、整体社会用电需求逐年上升。

国产品牌正在加速实施国产替代，良信电器成为该领域龙头企业。在发电小时数难以大幅提升的情况下，光伏上网电价快速下跌最直接的方式就是降低系统成本，这将压缩上游制造、中下游 EPC 等全产业链各环节利润空间，EPC 及部分电气配套厂商企业选择将成本压力向上传导。目前光伏领域隔离开关、断路器全球市场龙头包括 ABB、施耐德、伊顿等主流电气厂商以及 SANTON 等光伏专用低压厂商，但在巨大的系统降本压力下，它们在华为、阳光电源等国内主流光伏逆变器厂商份额正在持续下降，目前已经失去主导地位。与此同时，低压电器国产品牌外资替代趋势正在明显加速，良信凭借在光伏领域长期的技术积累以及卓越的性价比，已经在光伏行业脱颖而出，光伏领域市占率达到 25-30%（具体见下文行业规模测算）。

图表 23：2018 年光伏领跑者项目中标电价

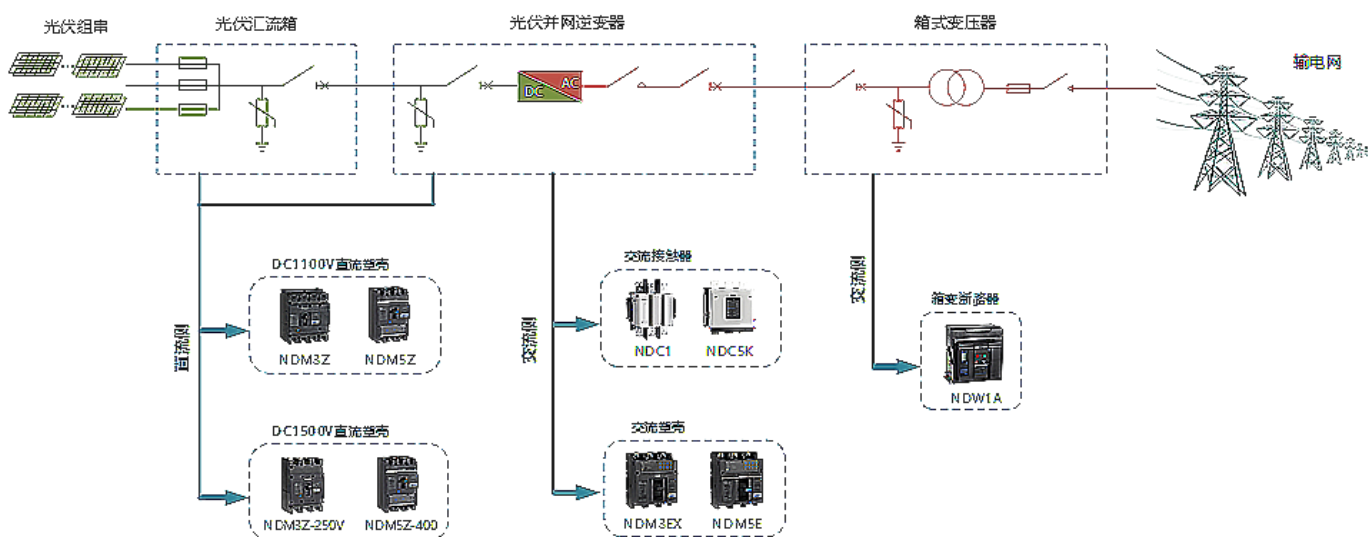


来源：国家能源局、国金证券研究所

3.2 分布式系统未来可期，组串并网或成主流，配套低压电器价值量更大

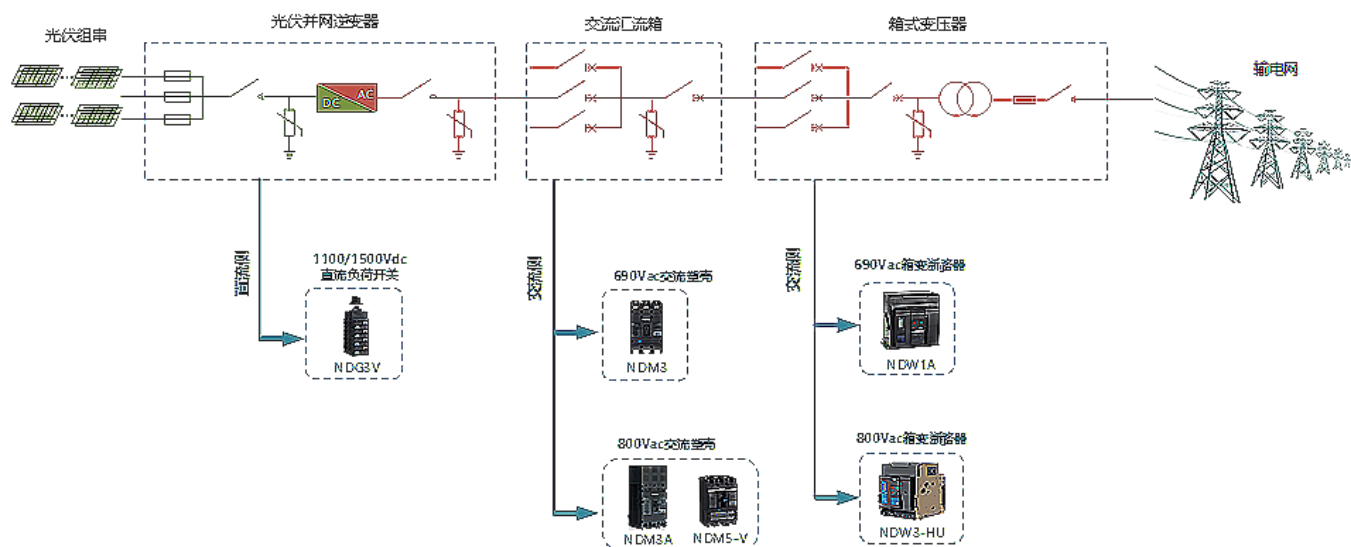
随分布式光伏发电占比提升，组串式并网方案采用度将提升。集中式与组串式并网方案的主要区别在于，组串式采用先逆变再以交流电形式进行汇流、升压、并网；集中式则采用先以直流电形式进行汇流，再统一逆变、升压、并网。目前来看，大型地面光伏电站普遍采用集中式逆变器解决方案，其元器件数量少、可靠性高、且成本较低；组串式逆变器则广泛应用于中小型分布式光伏发电系统居多，通常体积小、重量轻、而其模块化设计使得光伏组件较少受到阴影遮挡影响得以增加发电量。2015 年至 2018 年，每年新增装机量中分布式占比单调递增，然而截止 2018 年底，我国分布式光伏占累计装机量比重比仅 29.1%，相较 IRENA 公布的截止 2017 年全球分布式系统接近 40%的装机量占比还有一定的差距，分布式光伏未来可期，同时将带动组串式并网普及度进一步提升。

图表 24：集中式并网解决方案



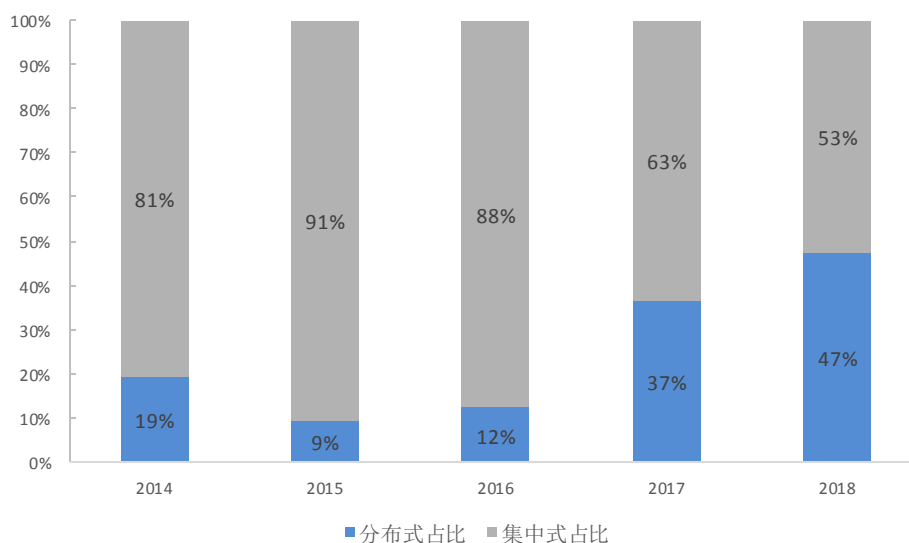
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 25：组串式并网解决方案



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 26：光伏新增装机容量中分布式占比



来源：国家能源局、国金证券研究所

组串技术方案低压电器用量相对较高，预测 2019 年至 2025 年光伏新增装机将给配套低压电器带来 50.9 亿市场空间。按照良信官方给出的组串式及集中式逆变器配套解决方案，假定在集中式方案下 1GW 电站需 2000 台 500kW 并网逆变器，组串式方案下需 40000 台 25kW 并网逆变器，进行合理测算，集中式方案下断路器、隔离开关等低压电器设备用量在 1200 万左右，组串式方案下同类设备用量在 1800 万左右。据此测算，光伏领域 2019 年至 2025 年还将释放 50.94 亿低压电器市场空间。

图表 27: 2019-2025 低压电器光伏领域应用市场空间测算

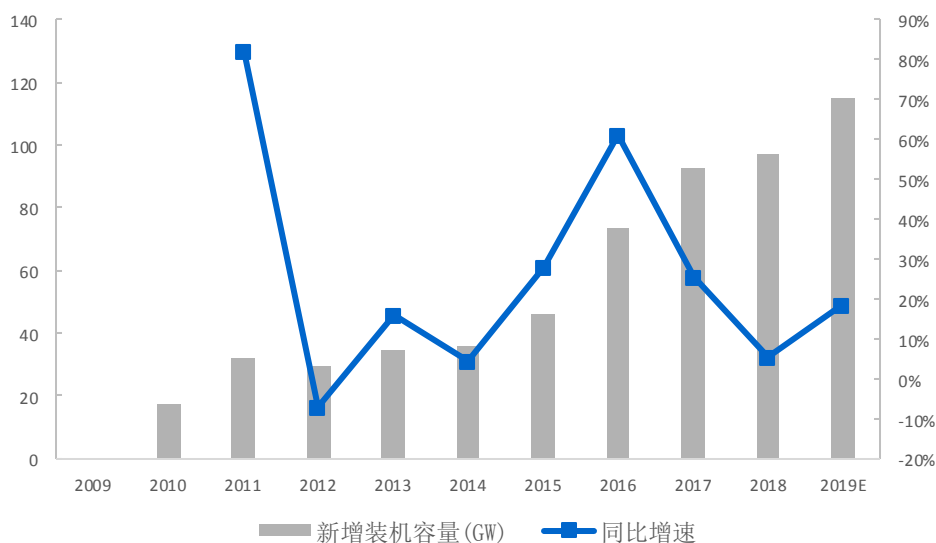
光伏新增装机量 (万千瓦)							
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
分布式(万千瓦)	937.5	2000	2250	2400	2585	2700	2925
分布式占比	25.0%	50.0%	50.0%	48.0%	47.0%	45.0%	45.0%
集中式(万千瓦)	2812.5	2000	2250	2600	2915	3300	3575
集中式占比	75.0%	50.0%	50.0%	52.0%	53.0%	55.0%	55.0%
光伏新增装机量中位数 (万千瓦)	3750	4500	5250	5750	6250	6750	7250
保守预计 (万千瓦)	3500	4000	4500	5000	5500	6000	6500
乐观预计 (万千瓦)	4000	5000	6000	6500	7000	7500	8000
对应低压电器价值量 (亿元)							
分布式	1.60	3.42	3.85	4.10	4.42	4.62	5.00
集中式	3.46	2.46	2.77	3.20	3.59	4.06	4.40
总计	5.06	5.88	6.62	7.30	8.01	8.68	9.40
总体市场容量							50.94

来源: CPIA、国金证券研究所

3.3 出口成上半年公司在光伏市场主要驱动力, 通过国产替代进一步提升份额

发达国家市场需求复苏强劲, 新兴市场多点开花, 全球光伏市场良好表现助推公司全年营收有望增长超 50%。2019 年一季度, 由于 ICT 于年底退坡, 美国市场出现抢装, 一季度新增装机量 2.7GW, 同比增长 10%; 欧洲市场多国进入全面平价时代, 最低限价机制 MIP 结束意味着高性价比中国产品市占率将进一步提高, 带动整体市场价格下跌, 促进光伏需求快速增长; 澳大利亚在州政府出台的家用太阳能计划 (Solar Homes Program) 促进下, 一季度分布式光伏装机量达 480MW, 同比增加 48%; 中东市场截止至 2018 年底在建及拟建项目合计 12.29GW, 项目储备充沛, 增长确定性较高。据 IRENA, 2019 年全球光伏装机量有望达到 115GW, 实现接近 20% 增长, 即海外装机将达到 75GW 左右, 同比增长超过 40%。今年上半年, 由于国内光伏政策迟迟未能落地导致新增光伏装机量同比大幅下降, 国内包括逆变器制造商及其上游低压电器供应商的主要增长动力来源于出口业务。预计下半年国内市场竞争项目启动叠加国际市场持续增长, 公司光伏板块有望走出亮眼业绩表现。全年营收有望在去年 1.2 亿基础上, 增长 50% 达到 1.8 亿以上。

图表 28: 全球光伏新增装机容量及增速



来源: IRENA、国金证券研究所

公司正在加大在组串式并网解决方案技术和市场推进力度，加速外资替代，市占率或将进一步提升。相较集中式并网方案，组串式并网方案采用逆变器功率较小，相应对低压电器技术要求、参数标准、质量稳定性等各方面相较而言要求较低，成为国内低压电器厂商重点突破口，但是国内组串式逆变器龙头厂商华为核心供应商却为荷兰 SANTON。良信目前在集中式光伏系统从汇流箱、逆变器到箱变拥有完整低压电器解决方案，阳光电源为公司最大单一客户，公司在阳光电源份额大约一半。为了更好地拓展组串式方案市场，公司于 2018 年推出针对分布式系统的光伏专用直流负荷开关，积极快速响应大客户需求，有望逐渐蚕食外资品牌所占市场份额，持续提升在光伏领域的市场份额。

4、投资建议及盈利预测

公司作为国内中高端低压电器领导者，多年深耕细作，与各下游行业领军企业维持紧密合作关系，随着未来地产竣工加速、地产龙头份额集中效应，5G投资大周期开启，光伏国内市场启动，将使得公司在智能楼宇、通信及新能源板块迎来较大发展机遇，相关营收和业绩继续保持较快增长。预计公司 2019-2021 营收分别为 19.8 亿/25.4 亿/32.2 亿，复合增速 26.9%，归母净利润分别为 2.9 亿/3.8 亿/4.8 亿，复合增速 29.6%。鉴于未来三年公司智能楼宇、5G 基站、光伏板块均处于扩张阶段且具备较高业绩持续增长能力，给予六个月目标价 9.2 元，对应 2019 年 EPS 25x，买入评级。

图表 29：公司客户中包含大多数行业领军企业



来源：公司官网、公开资料整理、国金证券研究所

5、风险提示

- 1) 地产竣工进度如果不及预期，公司智能楼宇板块业务营收将直接受此影响。
- 2) 5G 基站投资建设进度或者投资规模不及预期，公司直流终端产品销售预期将受到较大影响。
- 3) 光伏政策如果发生重大变化，国内光伏项目开工延期，新增装机量不及预期，公司新能源业务将受到负面影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,226	1,452	1,574	1,975	2,544	3,218
增长率		18.5%	8.4%	25.5%	28.8%	26.5%
主营业务成本	-766	-891	-931	-1,168	-1,527	-1,938
%销售收入	62.5%	61.4%	59.2%	59.2%	60.0%	60.2%
毛利	459	561	643	807	1,017	1,280
%销售收入	37.5%	38.6%	40.8%	40.8%	40.0%	39.8%
营业税金及附加	-7	-7	-7	-8	-11	-14
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-148	-182	-204	-256	-305	-386
%销售收入	12.1%	12.6%	12.9%	13.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-141	-179	-81	-89	-109	-132
%销售收入	11.5%	12.3%	5.1%	4.5%	4.3%	4.1%
研发费用	0.00	0.00	-139	-170	-211	-257
%销售收入	0.0%	0.0%	8.8%	8.6%	8.3%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	164	193	212	284	381	491
%销售收入	13.3%	13.3%	13.5%	14.4%	15.0%	15.2%
财务费用	3	0	3	4	1	0
%销售收入	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-8	1	-11	-10	-14	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	25	19	24	30	35
%税前利润	6.2%	10.0%	7.7%	7.3%	6.9%	6.4%
营业利润	171	220	227	301	398	508
营业利润率	13.9%	15.1%	14.4%	15.2%	15.6%	15.8%
营业外收支	20	24	26	30	35	42
税前利润	190	244	253	331	433	550
利润率	15.5%	16.8%	16.1%	16.8%	17.0%	17.1%
所得税	-28	-34	-31	-40	-52	-66
所得税率	14.8%	13.9%	12.2%	12.2%	12.0%	12.0%
净利润	162	210	222	291	381	484
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	162	210	222	291	381	484
净利率	13.2%	14.5%	14.1%	14.7%	15.0%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	162	210	222	291	381	484
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	42	60	71	79	89
非经营收益	-17	-25	-20	-54	-60	-70
营运资金变动	32	-56	0	-80	-76	-102
经营活动现金净流	222	171	262	228	324	401
资本开支	-142	-130	-248	-86	-97	-95
投资	-2	-30	0	98	-102	-2
其他	-531	-17	194	24	30	35
投资活动现金净流	-676	-177	-54	36	-169	-62
股权募资	495	40	0	29	38	48
债权募资	0	0	0	10	121	-46
其他	-64	-105	-183	-198	-241	-282
筹资活动现金净流	431	-65	-183	-159	-81	-280
现金净流量	-22	-71	25	105	74	59

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	196	126	151	257	330	389
应收款项	327	384	409	490	623	780
存货	154	189	228	262	344	437
其他流动资产	636	680	522	444	535	541
流动资产	1,313	1,378	1,310	1,452	1,832	2,148
%总资产	69.4%	67.8%	60.5%	61.4%	65.1%	67.1%
长期投资	46	39	37	39	41	43
固定资产	425	471	657	703	760	817
%总资产	22.5%	23.1%	30.3%	29.7%	27.0%	25.5%
无形资产	83	113	112	118	122	127
非流动资产	579	656	856	914	983	1,051
%总资产	30.6%	32.2%	39.5%	38.6%	34.9%	32.9%
资产总计	1,892	2,034	2,166	2,366	2,815	3,198
短期借款	0	0	0	15	136	90
应付款项	277	272	342	390	513	659
其他流动负债	61	66	60	77	99	125
流动负债	338	338	401	483	748	874
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	6	5	0	0	0
负债	338	344	407	483	749	874
普通股股东权益	1,553	1,689	1,760	1,883	2,066	2,324
其中股本	259	524	785	785	785	785
未分配利润	399	485	552	647	792	1,001
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,892	2,034	2,166	2,366	2,815	3,198

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.627	0.401	0.283	0.370	0.485	0.616
每股净资产	6.003	3.222	2.241	2.398	2.631	2.959
每股经营现金净流	0.860	0.327	0.334	0.290	0.413	0.511
每股股利	0.400	0.250	0.250	0.250	0.300	0.350
回报率						
净资产收益率	10.44%	12.44%	12.61%	15.43%	18.43%	20.82%
总资产收益率	8.57%	10.34%	10.25%	12.28%	13.53%	15.13%
投入资本收益率	8.97%	9.81%	10.59%	13.12%	15.21%	17.88%
增长率						
主营业务收入增长率	21.00%	18.46%	8.38%	25.48%	28.82%	26.50%
EBIT 增长率	17.40%	17.78%	10.25%	33.54%	34.29%	28.81%
净利润增长率	29.62%	29.60%	5.60%	30.94%	31.00%	27.08%
总资产增长率	53.50%	7.51%	6.53%	9.21%	18.97%	13.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.6	23.0	23.7	23.8	24.0	24.0
存货周转天数	74.4	70.1	81.7	82.0	82.2	82.2
应付账款周转天数	104.7	91.9	98.2	98.6	99.0	99.5
固定资产周转天数	72.5	61.7	150.6	122.1	96.5	77.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.62%	-7.43%	-8.60%	-12.83%	-9.39%	-12.87%
EBIT 利息保障倍数	-47.6	-625.7	-71.7	-76.2	-347.4	-121.978
资产负债率	17.87%	16.94%	18.77%	20.41%	26.60%	27.34%

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	5	5	5	16
增持	0	1	1	1	5
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.43	1.43	1.43	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-02-28	买入	10.06	N/A
2	2018-03-18	买入	11.20	13.64~13.64
3	2018-04-20	买入	10.38	N/A
4	2018-08-06	买入	6.67	8.50~8.50
5	2018-10-22	买入	5.22	8.50~8.50
6	2019-03-25	买入	6.57	N/A
7	2019-04-21	买入	7.02	N/A
8	2019-08-02	买入	6.12	9.20~9.20

来源：国金证券研究所

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



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH