

# 鲁亿通 (300423.SZ)

## 地产+新基建共促需求提升，优质成套设备厂商持续成长

牵手昇辉电子，跻身国内低压成套设备厂商第一梯队。鲁亿通成立于2003年，核心业务为中高压电气成套设备，广泛覆盖对技术有较高要求的工业领域。2018年之前，依靠内生发展公司整体营收较为稳定，2015/2016/2017年收入分别为3.14/2.33/2.65亿元。2017年，公司以20亿元收购昇辉电子100%的股权，2018年并表后公司业绩实现跨越式发展，2018/2019年营收与归母净利润分别为30.3/39.4亿元，4.5/5.9亿元，跻身成为国内规模领先的成套设备厂商。

紧握碧桂园大客户资源，昇辉电子大幅超额完成业绩承诺。昇辉电子核心业务为民用电气成套设备、节能照明、智能家居。第一大客户为碧桂园，早先主要为其提供电气成套设备，近年来相关收入占比持续成长，由2015年的55.2%提升至2019年的78.4%（上市公司合并口径），相关业务延展至LED照明与智慧社区。2018年收购完成后，利用双方产能、技术等领域的协同优势，昇辉电子2017年-2019年扣非归母净利润总计完成15.3亿元，超越业绩备考目标6.55亿元多达8.76亿元，并获得超出承诺净利润总和和部分金额的50%作为奖励（根据要求，即现金奖励不超过4亿元）。

成套设备市场空间广阔，大B放量助推公司业绩成长。伴随电力、地产、工业等下游领域用电需求的逐年增长，我们预计2019年我国配电开关控制设备行业销售收入有望超7000亿元。公司2019年高低压成套设备收入27.5亿元，行业占比小，具备充足成长空间。重要下游地产行业在上一轮销售面积增速高峰出现2016年，新开工面积增速与竣工面积增速自17年形成明显剪刀差已经两年有余，前期新开工地产也望于近期转化为竣工，并且该趋势有望持续两年之上，成套低压设备需求与竣工关系密切，结合头部房企集中度提供，碧桂园竣工可售面积持续增长，同时公司已实现万科、中铁、天鸿等地产客户的突破，公司具备持续成长潜力。电力领域，国网今年投资额有望达到4600亿元，相比年初规划4080亿投资额度提升10%，我们预计相关投资在用户侧、配电侧，比例会持续提升，电气成套设备需求同步受益。

LED照明、智慧社区趋势明确，公司相关业务已初具规模。当前我国LED照明渗透率已超80%，相关市场近3000亿元；智慧社区在4G/5G移动互联网、物联网推动下趋势明确，相关市场2020年有望超5000亿，公司LED/智慧社区业务2019年收入分别为7.9/4.1亿元，同比增长32.5%/78.3%，已初具规模。公司目前正利用同源大客户碧桂园资源，持续加码产品研发，LED方面自主研发智慧灯杆等系列产品；智慧社区方面，先后完成智能用电平台1.0、智慧公寓2.0、智慧珠宝店1.0、城中村出租屋管理平台1.0、智慧社区1.0的软件开发。我们预计LED+智慧社区未来有望延续较高增速。

投资建议：基于公司在地产、电力、工业等多个下游领域的发展，与碧桂园大客户资源的储备，同时其余地产+工业大客户陆续合作落地，预计公司2020-2022年三年收入分别为46.7/58.0/69.6亿元，归母净利润分别为7.3/9.1/11.0亿元，同比增长22.3%/25.4%/21.2%，对应公司2020年估值为7.5X。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：下游行业政策及客户集中风险；应收款项余额较大的风险；商誉减值的风险；存货余额较大的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,031	3,942	4,673	5,798	6,960
增长率yoy(%)	1048.1	30.1	18.5	24.1	20.1
归母净利润(百万元)	451	593	725	909	1,102
增长率yoy(%)	1530.3	31.6	22.3	25.4	21.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.90	1.19	1.45	1.82	2.21
净资产收益率(%)	15.6	17.1	17.5	18.3	18.3
P/E(倍)	12.1	9.2	7.5	6.0	5.0
P/B(倍)	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9

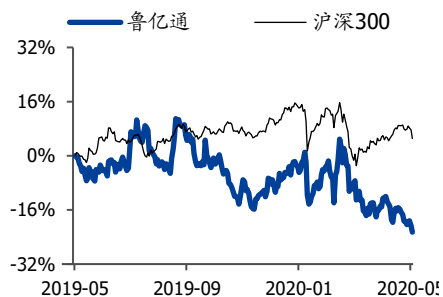
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持(首次)

#### 股票信息

行业	高低压设备
最新收盘价	10.96
总市值(百万元)	5,472.42
总股本(百万股)	499.31
其中自由流通股(%)	51.40
30日日均成交量(百万股)	1.49

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

##### 分析师 孟兴亚

执业证书编号：S0680518030005

邮箱：mengxingya@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4965	5625	6330	7745	9108
现金	839	791	701	832	961
应收票据及应收账款	2938	3398	4019	4765	5781
其他应收款	10	9	13	14	19
预付账款	31	8	25	20	39
存货	1032	1391	1544	2085	2280
其他流动资产	115	29	29	29	29
<b>非流动资产</b>	1886	2216	2425	2741	3018
长期投资	0	20	40	59	79
固定资产	180	483	637	901	1146
无形资产	71	69	76	83	87
其他非流动资产	1635	1644	1673	1698	1706
<b>资产总计</b>	6852	7841	8756	10486	12127
<b>流动负债</b>	3344	4373	4600	5490	6082
短期借款	602	965	1007	950	950
应付票据及应付账款	1881	1963	2081	3023	3245
其他流动负债	860	1445	1512	1517	1887
<b>非流动负债</b>	624	4	11	22	30
长期借款	400	0	7	17	26
其他非流动负债	224	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	3968	4377	4611	5512	6112
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	291	499	499	499	499
资本公积	1991	1834	1834	1834	1834
留存收益	662	1189	1834	2668	3655
归属母公司股东权益	2884	3464	4145	4975	6015
<b>负债和股东权益</b>	6852	7841	8756	10486	12127

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-484	-176	472	693	584
净利润	451	593	725	909	1102
折旧摊销	20	33	33	46	62
财务费用	15	88	51	84	70
投资损失	-2	-7	-6	-6	-6
营运资金变动	-1047	-906	-332	-340	-644
其他经营现金流	80	25	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-453	-218	-237	-356	-333
资本支出	109	206	189	296	257
长期投资	0	0	-20	-20	-20
其他投资现金流	-344	-12	-67	-79	-96
<b>筹资活动现金流</b>	1374	273	-383	-149	-121
短期借款	602	362	-15	0	0
长期借款	400	-400	7	11	8
普通股增加	180	208	0	0	0
资本公积增加	1744	-157	0	0	0
其他筹资现金流	-1553	260	-375	-160	-129
<b>现金净增加额</b>	437	-120	-147	188	130

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3031	3942	4673	5798	6960
营业成本	1844	2470	2992	3700	4450
营业税金及附加	21	24	30	36	44
营业费用	107	186	220	273	327
管理费用	303	313	313	394	473
研发费用	113	146	187	232	278
财务费用	15	88	51	84	70
资产减值损失	113	0	58	48	67
其他收益	0	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	7	6	6	6
资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	517	676	827	1036	1256
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	514	674	825	1034	1254
所得税	64	81	100	125	151
<b>净利润</b>	451	593	725	909	1102
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	451	593	725	909	1102
EBITDA	571	741	896	1117	1347
EPS (元/股)	0.90	1.19	1.45	1.82	2.21

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	1048.1	30.1	18.5	24.1	20.1
营业利润 (%)	1447.3	30.8	22.5	25.2	21.2
归属母公司净利润 (%)	1530.3	31.6	22.3	25.4	21.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	39.2	37.3	36.0	36.2	36.1
净利率 (%)	14.9	15.0	15.5	15.7	15.8
ROE (%)	15.6	17.1	17.5	18.3	18.3
ROIC (%)	11.8	13.2	14.7	15.8	16.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	57.9	55.8	52.7	52.6	50.4
净负债比率 (%)	13.4	13.2	7.7	2.9	0.4
流动比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1.9	1.2	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	1.8	1.3	1.5	1.5	1.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.90	1.19	1.45	1.82	2.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.97	-0.35	0.95	1.39	1.17
每股净资产 (最新摊薄)	5.78	6.94	8.30	9.96	12.05
<b>估值比率</b>					
P/E	12.1	9.2	7.5	6.0	5.0
P/B	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.3	8.0	6.5	5.0	4.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、牵手昇辉电子，跻身国内低压成套设备厂商第一梯队 .....	5
1.1 主攻工业领域的高低压成套设备商 .....	5
1.2 全资收购昇辉电子，成为国内低压成套设备领先厂商 .....	6
1.2.1 20 亿收购昇辉电子，对应估值约 9.2X .....	6
1.2.2 昇辉电子：专注民用成套设备的优质厂商，紧握碧桂园大客户资源 .....	6
1.2.3 奖励措施到位，昇辉电子大幅超额完成业绩承诺 .....	7
1.3 股权结构清晰，股权激励覆盖面广 .....	9
1.4 受益昇辉电子并表，公司业绩实现跨越式增长 .....	9
1.5 财务分析 .....	10
二、成套设备为基，LED 照明、智慧社区为翼，打造系统解决方案 .....	11
2.1 成套设备市场空间广阔，大 B 放量助推公司业绩成长 .....	11
2.1.1 交房高峰即将到来+施工投资继续上升，竣工面积望趋势性修复 .....	13
2.1.2 头部房企集中度上升，碧桂园竣工可售面积维持高位 .....	14
2.1.3 新基建加码，工业订单望加速突破 .....	15
2.2 LED 照明渗透率持续提升，公司跟随客户需求同比增长 .....	15
2.3 5G 应用加速智慧社区业务发展 .....	17
三、盈利预测及投资建议 .....	19
3.1 重点产品收入分拆预测 .....	19
3.2 可比公司估值对比 .....	20
3.3 投资建议 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 鲁亿通主要产品一览 .....	5
图表 2: 鲁亿通本部事业部划分 .....	5
图表 3: 鲁亿通 2014-2017 年营业收入 (亿) 及增速 (%) .....	6
图表 4: 鲁亿通 2014-2017 年扣非归母净利润 (亿) 及增速 (%) .....	6
图表 5: 昇辉电子收购信息 .....	6
图表 6: 昇辉电子股权结构图 .....	7
图表 7: 2015-2017Q1 昇辉电子营业收入 (亿) .....	8
图表 8: 2015-2017Q1 昇辉电子主要客户占比 .....	8
图表 9: 上市公司股权结构 .....	9
图表 10: 鲁亿通 2014-2019 年营业收入&净利润 (亿) &净利润率 (%) .....	10
图表 11: 鲁亿通 2014-2019 年毛利率 (%) .....	10
图表 12: 鲁亿通 2018 年主营收入构成 .....	10
图表 13: 鲁亿通 2019 年主营收入构成 .....	10
图表 14: 鲁亿通 2014-2019 核心财务指标一览 .....	11
图表 15: 公司高压成套设备产品 .....	12
图表 16: 公司低压成套设备产品 .....	12
图表 17: 成套设备产业链一览 .....	12
图表 18: 2012-2019 年国内配电开关行业销售收入 (亿) 及增速 (%) .....	13
图表 19: 我国商品房累计销售面积 (万平方米) 及增速 (%) .....	13

图表 20: 国内房屋竣工/新开工面积同比增速 (%)	14
图表 21: 国内房建筑工程/安装工程投资同比增速 (%)	14
图表 22: 国内房地产 CR10/20 集中度 (%)	14
图表 23: 碧桂园历年已竣工可售面积 (万m <sup>2</sup> )	14
图表 24: 我国历年国网/电网投资额 (亿元) 及增速 (%)	15
图表 25: 我国历年配网投资额 (亿元) 及增速 (%)	15
图表 26: 国内历年 LED 照明渗透率 (%)	16
图表 27: LED 产业链一览	16
图表 28: 国内 LED 产业链子市场规模 (亿元)	17
图表 28: 公司 LED 产品展示	17
图表 29: 公司 LED 产品展示	17
图表 31: 我国历年智慧社区市场规模 (亿元) 及增速 (%)	18
图表 32: 2018 年我国智慧社区产业分布格局	18
图表 33: 公司智慧社区业务内容概览	18
图表 34: 鲁亿通分产品发货预测 (百万元) 及增速 (%)	20
图表 35: 可比公司估值表	20

## 一、牵手昇辉电子，跻身国内低压成套设备厂商第一梯队

### 1.1 主攻工业领域的高低压成套设备商

鲁亿通智能电气股份有限公司成立于 2003 年，核心业务为中高压电气成套设备的研发设计、生产与销售，主要产品为 40.5kV 及以下高低压电气成套设备、智能化预装式变电站、绝缘母线槽、电缆桥架等。公司拥有多个现代化厂房，拥有日本进口具备国际先进水平的数控中心、自动喷涂处理流水线，静电粉末喷涂流水线，自动母线加工系统，激光切割机等一系列生产设备，配以研发、设计、工艺、生产工序的计算机辅助系统具有较强的技术研发与生产制造能力。

公司于 2015 年 2 月 17 日在深交所创业板成功上市。目前公司拥有石油化工事业部、电力事业部、冶金事业部、综合事业部四个事业部，广泛覆盖对电压等级有较高要求的工业领域。

图表 1: 鲁亿通主要产品一览



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

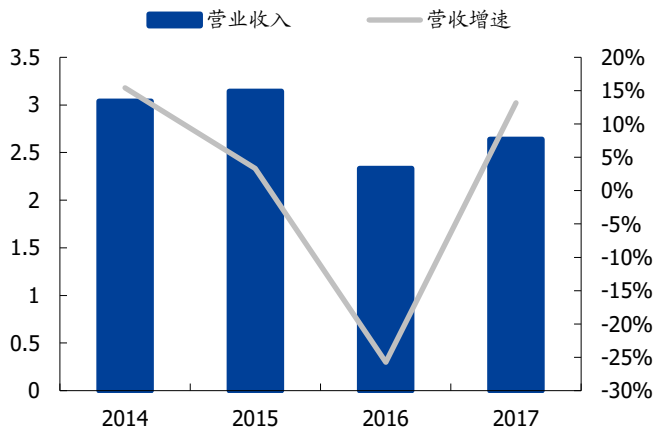
图表 2: 鲁亿通本部事业部划分



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

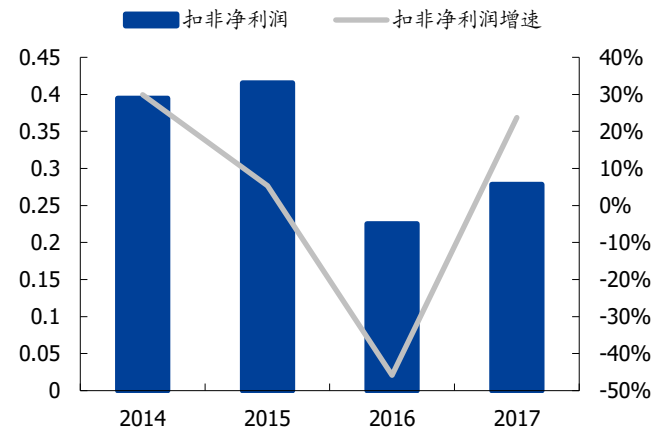
2018 年之前，依靠内生发展公司整体营收较为稳定，2015/2016/2017 年收入分别为 3.14/2.33/2.65 亿。2016 年受国内整体经济形势的影响和下游客户需求变化的影响，公司营收同比下滑 25.73%，扣非净利润同比下滑 45.84%；但公司及时调整战略，积极开拓工业客户，在 2017 年营收和扣非净利润回暖，分别实现 13.75%和 23.72%的同比上升，达 2.64 亿元和 0.28 亿元。

图表3: 鲁亿通 2014-2017 年营业收入 (亿) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 鲁亿通 2014-2017 年扣非归母净利润 (亿) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 全资收购昇辉电子, 成为国内低压成套设备领先厂商

### 1.2.1 20 亿收购昇辉电子, 对应估值约 9.2X

2017 年, 公司以发行股份和支付现金相结合的方式分别向昇辉电子股东李昭强、宋叶购买其合计持有的昇辉电子 100% 的股权。标的资产的交易价格为 20 亿元 (以 3 年业绩备考平均净利润 2.18 亿计算, 收购价对应 PE9.16 倍), 其中以发行股份的方式向交易李昭强、宋叶合计支付 14.3 亿元 (发行价格 28.92/股, 共发行约 4944.7 万股), 以现金方式合计支付 5.7 亿元。

2018 年 1 月昇辉电子 100% 的股权已过户至鲁亿通名下, 交易完成后, 公司实控人纪法清直接持股数量不变, 但由于鲁亿通总股本由 1.07 亿股增加至 1.78 亿股 (考虑配套融资), 从而导致纪法清直接和间接持有的鲁亿通股份占比被动稀释至 32.79%。考虑配套融资, 李昭强持有鲁亿通 23.13% 股份, 宋叶持股占比为 4.66%。

图表5: 昇辉电子收购信息

昇辉电子收购金额	20 亿
发行股份支付	14.3 亿
发行价格	28.92 元/股
现金支付	5.7 亿
募集配套资金	5.18 亿
募资定增价格	23.36 元/股

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

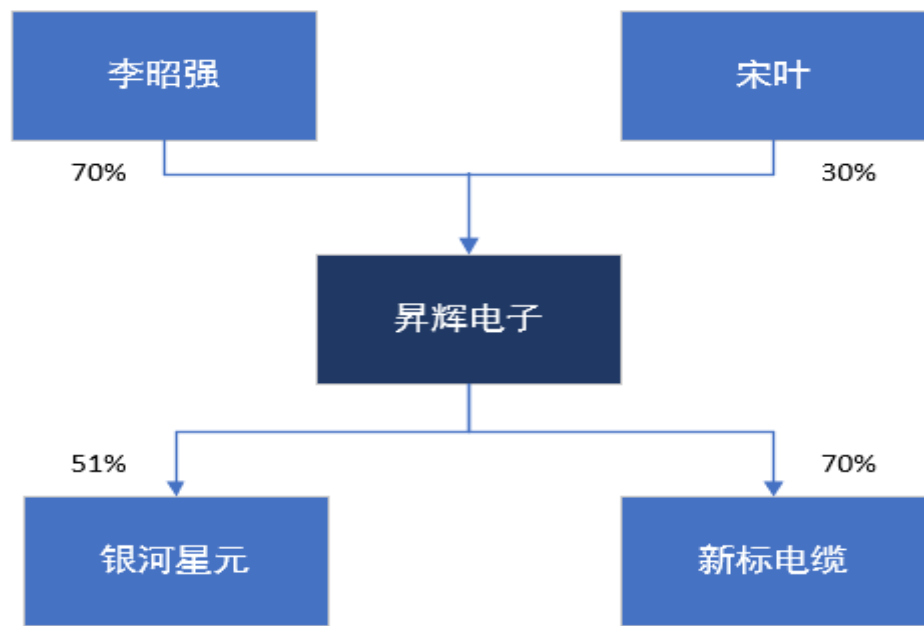
### 1.2.2 昇辉电子: 专注民用成套设备的优质厂商, 紧握碧桂园大客户资源

昇辉电子是一家专注于民用电气成套设备系统、节能照明系统、智能家居系统等领域的综合解决方案提供商, 主要收入来自于电气成套设备和 LED 照明产品。

昇辉电子于2010年9月成立，2013年原股东创源投资（碧桂园关联公司）以4500万元的交易对价（对应PE11.46X）将其所持有的股份转让给现股东李昭强（时任昇辉电子总经理）和宋叶（财务投资人），二人分别持股70%和30%（转让后与碧桂园不再具有关联关系），该股权结构一直维持至公司被收购。昇辉电子主要有银河星元（持股51%）和新标电缆（持股70%）两家子公司，前者主要做光源、灯具等；后者主营电缆。

与碧桂园解除关联关系后，昇辉电子营收快速增长。据其官网显示，昇辉电子2012年度销售额突破1.3亿元，2014年销售额突破10亿元，一跃成为国内民用电气成套设备系统、节能照明系统、智能家居系统等领域的佼佼者。

图表6：昇辉电子股权结构图

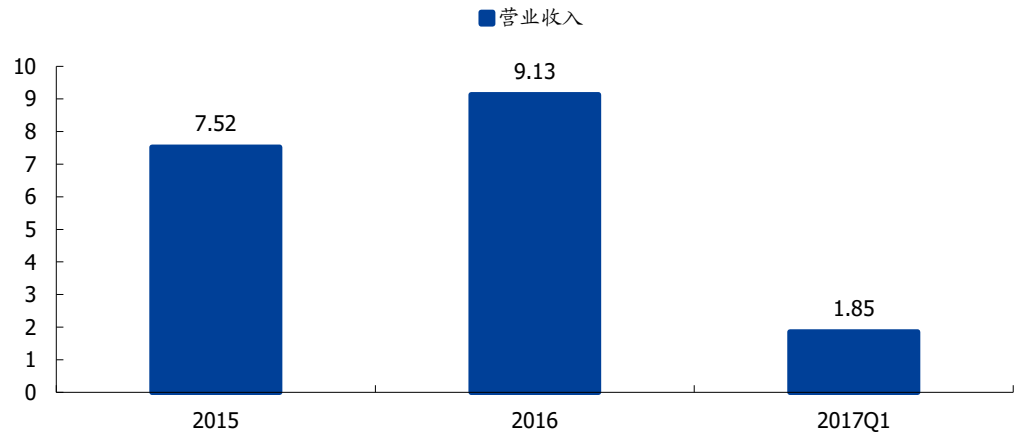


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.2.3 奖励措施到位，昇辉电子大幅超额完成业绩承诺

收购前，昇辉电子2015/2016/2017Q1营业收入分别为7.52/9.13/1.85亿元，归母净利润分别为1.25/1.59/0.26亿。根据业绩承诺，昇辉电子2017年-2019年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润分别不低于**1.8亿元、2.16亿元和2.59亿元**，总计不低于**6.55亿元**。

图表 7: 2015-2017Q1 昇辉电子营业收入 (亿)



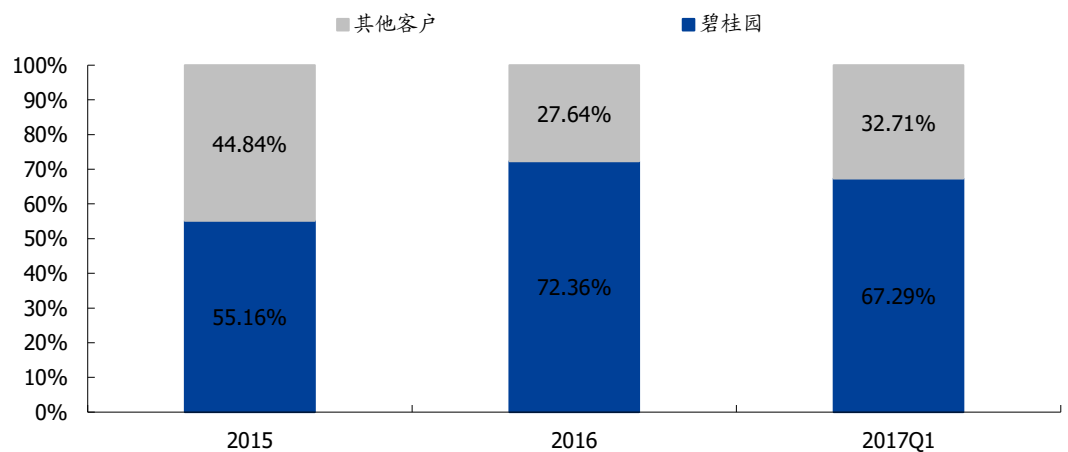
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购协议规定, 鲁亿通应于昇辉电子 2019 年度业绩承诺的专项审核意见出具后, 按照累计实现净利润超出承诺净利润总和部分金额的 50%作为奖励对价 (上述奖励金上限以交易作价的 20%为上限, 即现金奖励不超 4 亿元) 奖励给 2019 年度结束后, 仍于昇辉电子任职的核心管理团队成员。

据公告, 2017/2018/2019 扣非归母净利润分别为 2.27/6.25/6.79 亿, 合计超业绩考核 8.76 亿, 因超额部分 50%为 4.38 亿 (超过交易对价的 20%), 根据协议鲁亿通以 4 亿元按现金方式奖励给昇辉电子在职核心管理团队。

2015 年至 2017 年 1-3 月, 标的公司来自前五名客户的销售额占营业收入比重分别为 65.43%、77.27%及 82.04%, 其中, 第一大客户碧桂园集团的销售收入占比分别为 55.16%、72.36%和 67.29%。客户集中度较高, 存在一定的风险, 但是第一大客户为国内头部房企, 市场信誉度较高, 应收账款回款风险较低。

图表 8: 2015-2017Q1 昇辉电子主要客户占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

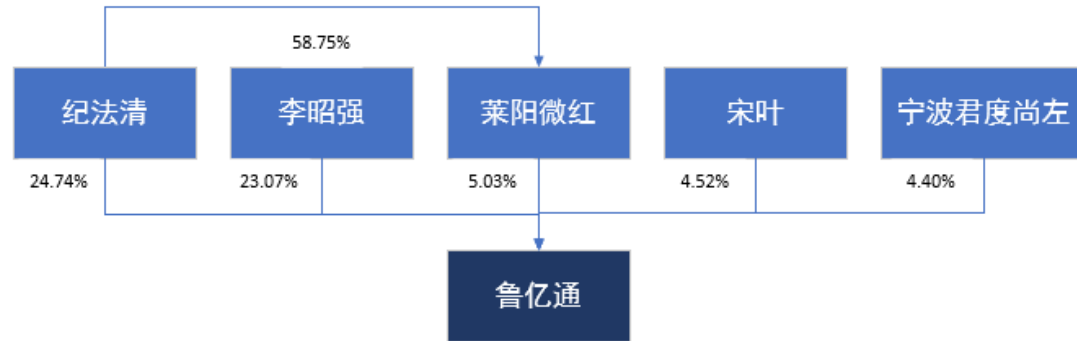
并入鲁亿通后, 上市公司 18-19 年第一大客户收入占比分别为 80.54%/78.42%, 大客户碧桂园占比仍处高位。



### 1.3 股权结构清晰，股权激励覆盖面广

公司股权结构清晰，公司实际控制人为董事长纪法清，截止至 2020 年一季报，实际控制人纪法清持股总比例为 27.70%，新引入的战略合作伙伴昇辉电子李昭强持股比例为 23.07%，宋叶持股 4.52%。

图表 9: 上市公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

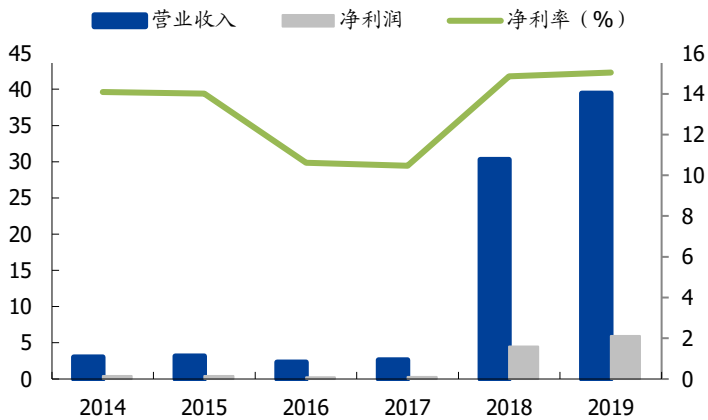
公司重视对于管理层以及员工的激励，先后共进行了 3 次股权激励计划，基本覆盖了上市公司与全资子公司昇辉电子的主要管理人员。

- 2016 年 6 月，公司以 13.62 元/股的价格向副总经理、财务经理及中层核心骨干等 25 名激励对象授予 209.74 万股；考核目标为以 2015 年净利润为基数，2016/2017/2018 净利润增长率不低于 10/20/30%。
- 2017 年 5 月，公司以 16.6 元/股的价格向总经理、董秘及中层核心骨干等 69 名对象授予 390 万股；考核目标为以 2016 年营业收入为基数，2017/2018/2019 营收增长率不低于 10/20/30%。
- 2019 年 4 月，公司以 9.15 元/股的价格向昇辉电子核心骨干等 14 名对象发行限制性股票 396.10 万股；考核目标为以昇辉电子 2018 年营业收入为基数，019/2020/021 不低于 20/30/40%。

### 1.4 受益昇辉电子并表，公司业绩实现跨越式增长

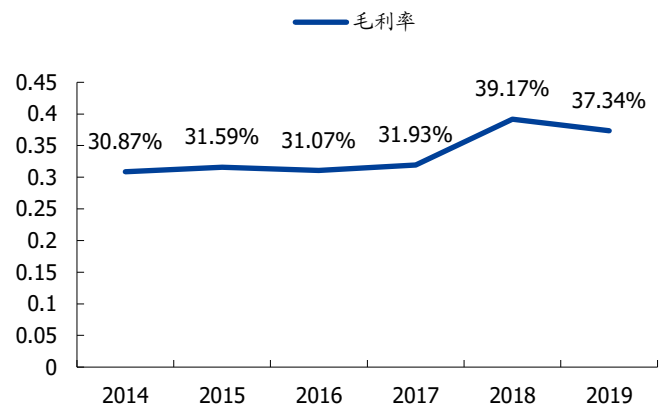
公司营收和利润在收购昇辉之前呈现较为平稳的状态，16 年业绩有所下滑（扣非净利下滑 45.8%），但 2017 年出现回暖（扣非业绩增长 23.7%）。在收购昇辉电子后的 2018/2019 年，公司营业收入和归母净利润大幅提升，分别达到 30.31/39.42 亿元和 4.51/5.93 亿元，体现了很好的协同效应。同时公司净利率也由 2017 年的 10.47% 提升至 15.04%，整体毛利率水平由 2017 年之前的 32% 左右提升至 2019 年的 37.34%，盈利能力得到了明显提升。

图表 10: 鲁亿通 2014-2019 年营业收入&净利润 (亿) &净利率率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

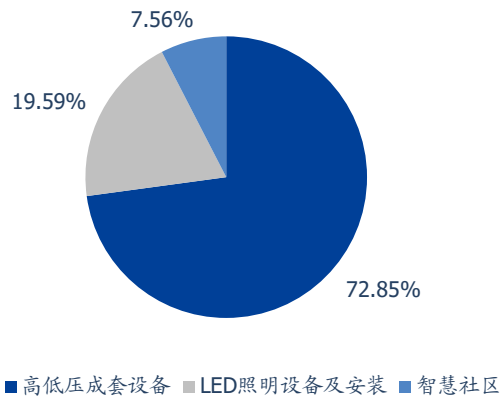
图表 11: 鲁亿通 2014-2019 年毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

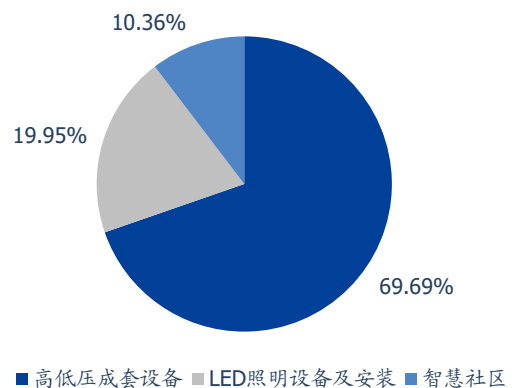
分产品来看, 2018/2019 年三大主营板块分别为高低压成套设备、LED 照明设备及安装、智慧社区, 收入占比分别为 72.85%/19.59%/7.56% 和 69.69%/19.95%/10.36%, 整体变化不大, 维持稳定状态, 主要收入来源依然是高低压成套设备。

图表 12: 鲁亿通 2018 年主营收入构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 鲁亿通 2019 年主营收入构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.5 财务分析

鲁亿通在全资子公司昇辉电子 2018 年并表后, 收入、净利润有了明显改善。毛利率与净利率也从之前 31%/10% 左右, 提升至 38%/15% 左右。

固定资产周转次数提升明显主要系公司收入规模迅速扩大, 且公司所处生产环节以组装模式为主, 在新厂房未投入使用前, 公司设备类固定资产较轻。存货周转率明显下降主要系公司收入规模扩大后, 存货相应增高; 但截至 2019 年底, 公司存货中的 92.86% 为发出商品, 公司产品均为以销定产, 资产减值风险较低。

公司 2018-2019 年, 资产负债率由 2017 的 30% 左右, 提升至 55% 左右。主要系公司经

营规模扩大后，相关资金需求上升明显。但公司 2019 年带息负债率 28.5%，尚处可控范围，我们预计后续公司负债率望保持平稳。

现金流方面，由于公司并入昇辉电子后，业务规模扩张，需要的营运资金增加，同时公司以票据结算的业务增加，故经营性现金流净额为负，但是公司将商票提前贴现后，筹资性现金流有所回升，同时公司整体经营性现金流净额在 2019 年呈现逐季改善情况。

图表 14：鲁亿通 2014-2019 核心财务指标一览

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总收入（亿）	3.04	3.14	2.33	2.64	30.31	39.42
营收增幅（%）	15.42	3.33	-25.73	13.15	1,048.1	30.06
毛利率（%）	30.87	31.59	31.07	31.93	39.17	37.34
总资产周转率（次）	0.68	0.59	0.39	0.39	0.80	0.54
固定资产周转率（次）	6.12	6.82	3.89	2.39	18.65	11.89
存货周转率（次）	7.16	10.36	11.49	10.10	3.49	2.04
三项费用率（%）	14.34	13.14	16.75	17.46	17.76	18.58
净利率（%）	14.08	14.01	10.61	10.47	14.86	15.04
扣非净利润（亿）	0.39	0.42	0.23	0.28	4.51	5.85
扣非净利增幅（%）	29.89	5.30	-45.84	23.72	1,521.0	29.67
ROE（%）	22.14	11.28	5.52	5.87	19.09	18.81
ROIC（%）	14.87	11.10	5.19	5.44	21.50	15.46
资产负债率（%）	54.71	24.87	26.03	33.20	57.91	55.82
应收账款周转率（次）	1.46	1.28	0.94	1.05	3.55	3.08
经营活动现金净额/净利润	-20%	55%	214%	89%	-107%	-30%

资料来源：wind，国盛证券研究所

## 二、成套设备为基，LED 照明、智慧社区为翼，打造系统解决方案

公司以优势业务成套设备为突破口，不断扩大客户资源，提升客户粘性。基于多年积累，公司已储备一批优质客户（如碧桂园、中铁、万科、融创、天鸿、阳光城等），当前公司正利用同源客户，加速推广 LED 照明与智慧社区等相关业务，形成**集成成套设备+LED 照明+智慧社区多维度覆盖的系统解决方案**，为客户提供优质、高效的一站式配套服务。多领域业务的布局，也为公司业绩持续成长打开空间。

### 2.1 成套设备市场空间广阔，大 B 放量助推公司业绩成长

**电气成套设备**在输配电系统中起电能的控制、保护、测量、转换和分配作用，产品主要包括高、中、低压开关柜、环网柜、箱式变电站等。目前成套设备制作运行过程中，将计算机技术、现代传感技术等技术整合于一体，可以实现自我诊断、自动控制、无人值守等智能化功能。

在收购昇辉之前，公司的成套设备主要应用于石油、石化、电力、冶金等对技术有较高要求的工业领域；收购昇辉之后，公司的成套设备领域得到了扩展，增加了应用在住宅

小区、商业地产等民用领域。

图表 15: 公司高压成套设备产品



**KYN-40.5系列**

该系列产品适用于户内三相交流50Hz，额定电压40.5kV，主母线额定电流可达2500A的单母线及单母线分段电力系统中，目前技术参数处于国内领先水平。



图表 16: 公司低压成套设备产品



**ZGS11-Z组合式变压器**

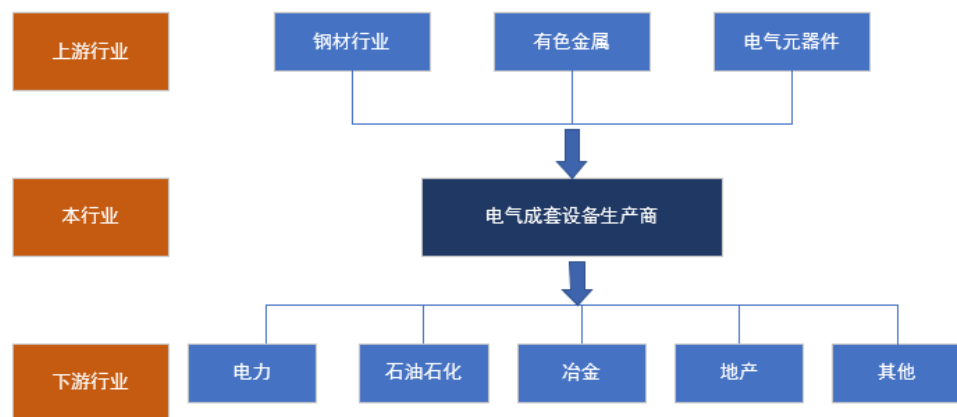
ZGS11-Z组合式变压器，适用于12kV环网供电、双电源供电或终端供电系统中，作为新建小区、绿化带公园、车站、码头、宾馆、工地、机场等场所变电、配电、计量、补偿、控制和保护装置。  
本产品符合GB/T17467《高压/低压预装式变电站》、IEC601330《高压/低压预装式变电站》。

资料来源：鲁亿通官网，国盛证券研究所

资料来源：昇辉电子官网，国盛证券研究所

电气成套设备主要原材料包括**电气元器件**、**铜材**、**钢材**等，其中电气元器件种类繁多，包括断路器、熔断器、分断器、铜排、智能仪表等。公司生产流程主要包括产品的开发设计、定制化技术方案的输出、产品部件的采购与装配以及产品的检测与调试。

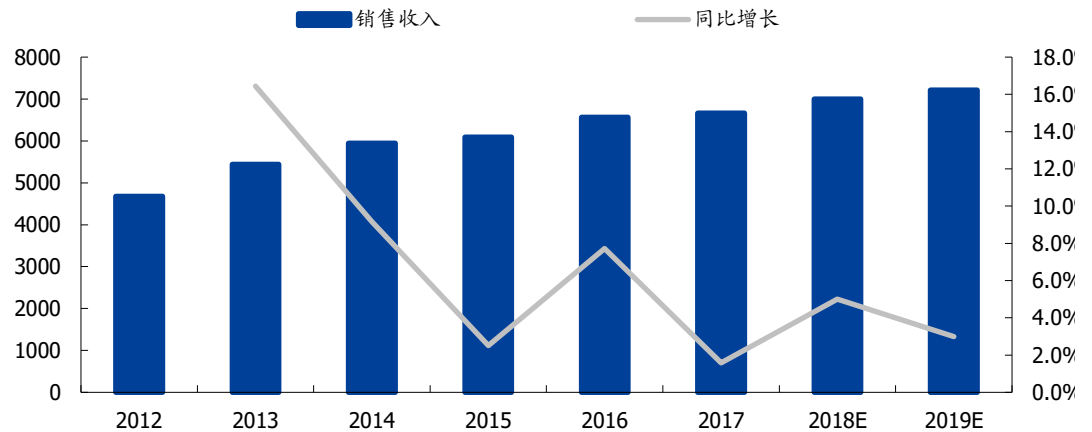
图表 17: 成套设备产业链一览



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

伴随电力、地产、工业等下游领域用电需求的逐年增长，相关成套设备投资持续扩大。根据前瞻研究院数据统计，2012年是我国配电开关控制设备行业销售收入约4674亿元，2017年相关销售收入已达6665亿元，结合近两年社会用电增速与电网投资稳中有升，我们预计2019年我国配电开关控制设备行业销售收入望超7000亿元。公司2019年高低压成套设备收入27.5亿元，行业占比还很小，具备充足成长空间。

图表 18: 2012-2019 年国内配电开关行业销售收入 (亿) 及增速 (%)



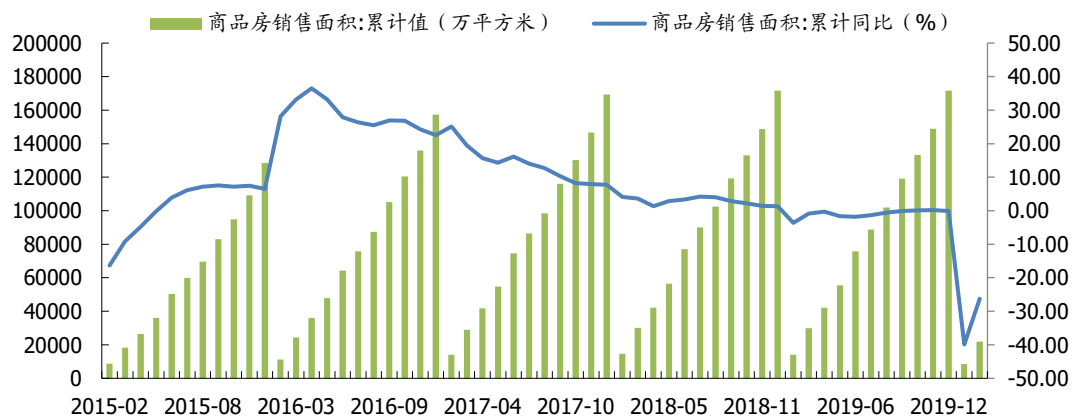
资料来源: 前瞻研究院, 国盛证券研究所

### 2.1.1 交房高峰即将到来+施工投资继续上升, 竣工面积望趋势性修复

成套设备在地产竣工前半年左右开始进行交付, 因此地产行业竣工面积的增长与低压电器地产侧出货有很高相关度。

我国上一轮销售面积增速高峰出现在 2016 年 5 月, 累计同比增速达 33%, 距今已经 4 年左右, 即使考虑到交房周期拉长等, 竣工面积修复的方向也是较为确定。另一方面, 新开工面积增速与竣工面积增速自 17 年形成明显剪刀差已经两年有余, 前期新开工地产也望于近期转化为竣工, 并且该趋势有望持续两年之上。

图表 19: 我国商品房累计销售面积 (万平方米) 及增速 (%)



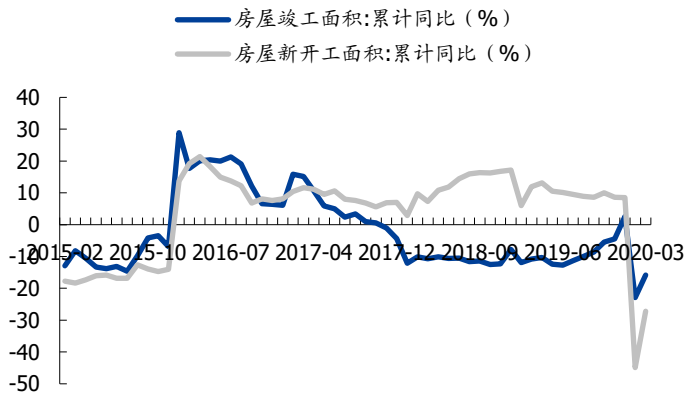
资料来源: wind, 国盛证券研究所

同时根据一般的项目开发流程, 施工计划往往根据竣工日期进行倒排, 而施工投资又往往在项目的后半段强度较大, 基于目前我国仍保持较高施工投资增速, 我们预期今年房地产竣工增速将由负转正, 望拉动低压成套设备需求。

今年 1-4 月房屋竣工面积为 19286 万平方米, 同比降低 14.5%, 降幅收窄 1.3 个百分点; 4 月竣工面积为 3728.8 万平方米, 同比-8.83%, 环比降低 37%, 降幅收窄 1.5 个百分点。从数据看, 竣工仍处于受疫情影响的修复过程之中,

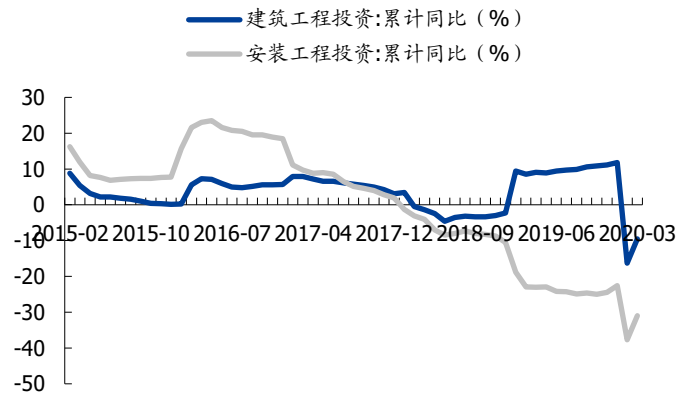
而3月竣工数据看似“已经修复”只是由于因为历年2月竣工面积绝对值都远超3月，历年3月基数较低，同时今年2月竣工有递延所致。但2016-2018年的销售大年和销售合同约定的交房日期来看，我们预计今年仍是竣工大年。房企可以通过后期加快施工，保证交房进度不受疫情影响。

图表 20: 国内房屋竣工/新开工面积同比增速 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 国内房建筑工程/安装工程投资同比增速 (%)



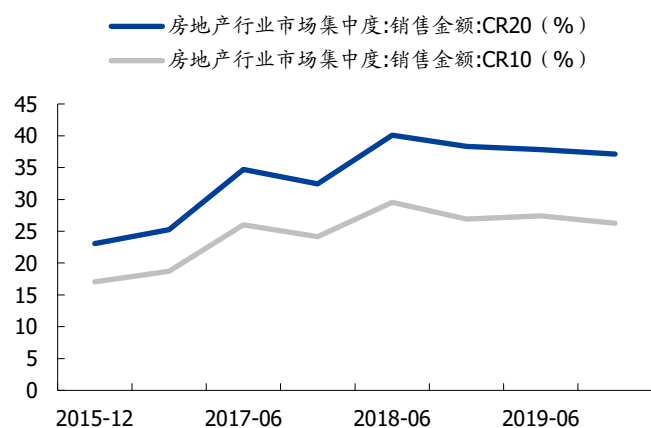
资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2 头部房企集中度上升，碧桂园竣工可售面积维持高位

近年来我国房地产头部企业销售份额集中趋势明显，CR10/CR20 房企份额分别从 2015 年的 17.05%/23.06%，提升至 2019 年的 26.28%/37.14%，以碧桂园、万科等为代表的头部企业销售增速大于行业平均。

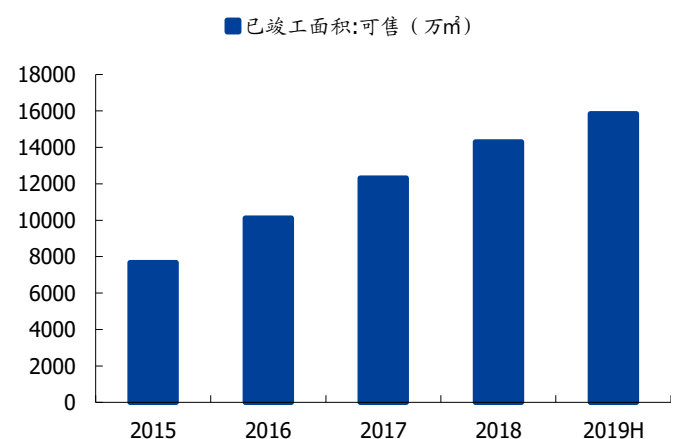
从碧桂园已竣工可销售面积看，2015 年约 7667 万 m<sup>2</sup>，2019 年中达 15851 万 m<sup>2</sup> 逐年提升，伴随竣工面积的提升，对相关电气成套设备的采购需求亦有扩容。

图表 22: 国内房地产 CR10/20 集中度 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 碧桂园历年已竣工可售面积 (万 m<sup>2</sup>)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

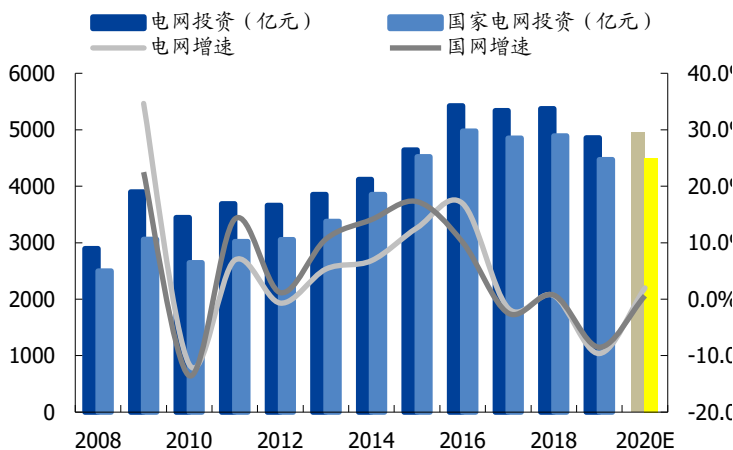
据年报显示，公司 2019 年与碧桂园的相关收入约 27 亿元，其中包含成套设备、LED 照明、智慧社区等不同业务，当前成套设备占碧桂园总体采购额仍较小（我们预估占比约

20%)，未来伴随公司深耕大客户战略的推进结合公司自身产能的扩充，我们认为公司在碧桂园这样的大B客户中仍有明显成长空间。

### 2.1.3 新基建加码，工业订单望加速突破

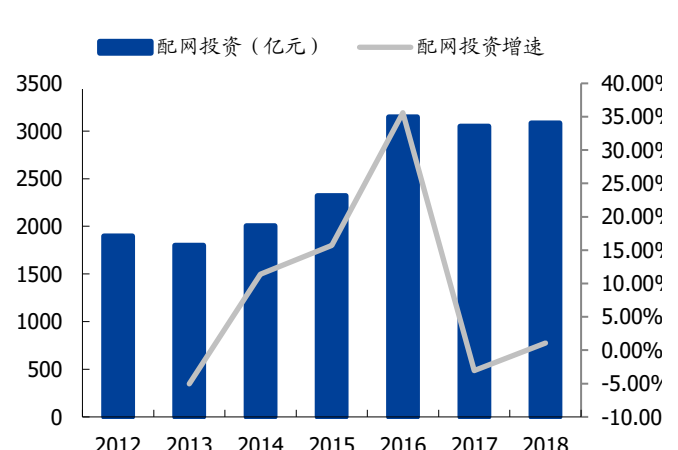
电力领域是成套设备的重要下游之一，行业需求与电网相关投资密不可分。今年开年以来，受新冠疫情影响我国宏观经济承受巨大压力，**电网投资逆周期调节加大投资的趋势愈发明显**。近期，国家电网相关负责人表示，**国家电网今年投资额有望达到4600亿元，相比年初规划4080亿投资额度提升10%，预期扭转**。若再考虑南方电网等其他公司投资，2020年电网投资规模有望重回5000亿元。

图表 24: 我国历年国网/电网投资额 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: sgcc, 国盛证券研究所

图表 25: 我国历年配网投资额 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

展望未来，随着我国工业化和城镇化的持续推进以及“新基建”、“国家电网”等相关支持政策持续推动，未来电网的投资重点应该在用户侧、配电侧，比例会持续提升，电气成套设备需求持续提升。

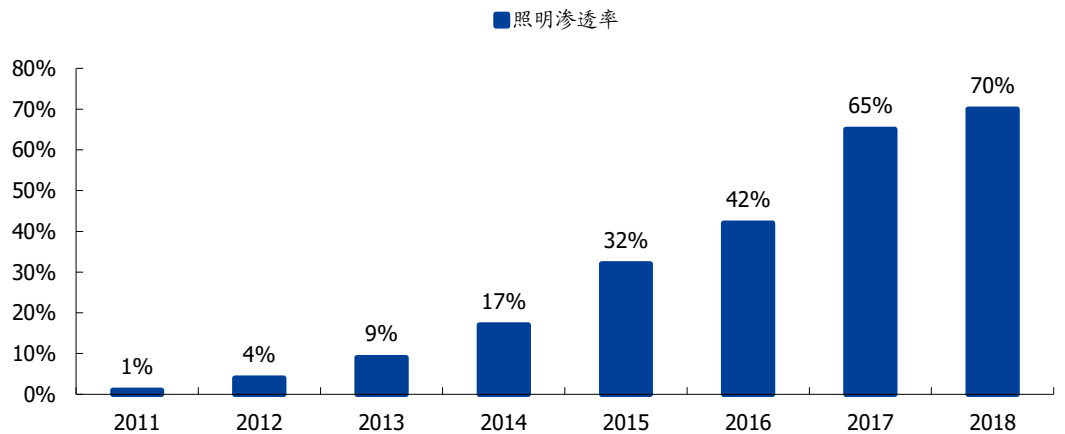
2019年公司扩建厂房已投入使用，昇辉电子新建综合楼也于2020年1月正式启用，公司产能储备较为充足，为业绩持续提升打下基础。

### 2.2 LED 照明渗透率持续提升，公司跟随客户需求同比增长

LED 半导体照明是一种新型的固态光源，它利用半导体芯片作为发光材料，直接将电能转换为光能，核心部件“发光二极管”，是一种可以将电能转化为光能的半导体器件。

LED 照明产品现已取代传统照明产品，成为当下照明行业的主流。基于 LED 照明技术的日渐成熟，以及 LED 灯特有的体积小、环保、节能、寿命长等特点，LED 照明在中国照明市场的渗透率已经从2011年的1%发展至2018年的70%，年均复合增速达83.48%。

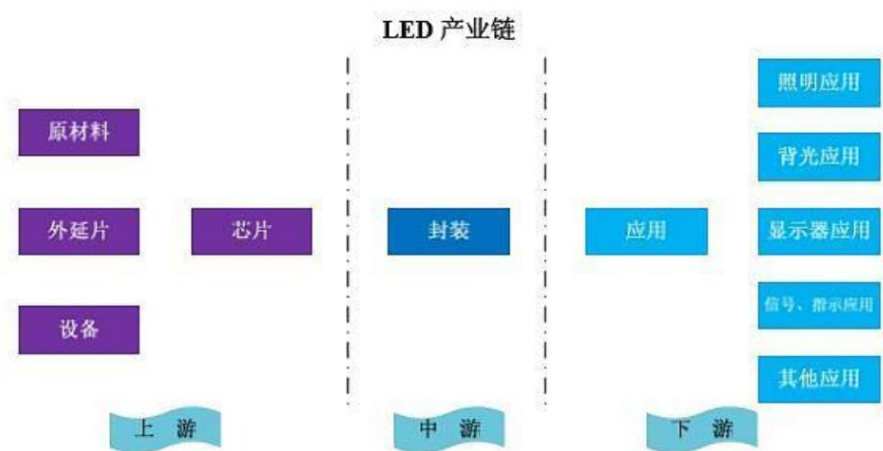
图表 26: 国内历年 LED 照明渗透率 (%)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

根据产业链划分, 整个 LED 照明市场可分为上游的芯片研发生产端, 中游的芯片封装端, 以及下游的照明应用端三部分。上游产业主要包括单晶合成、衬底材料生产、外延片加工以及 LED 芯片制作等主要环节, 中游主要指芯片封装环节, 用以制备光源, 灯具, 灯用电器附件等照明器具。下游照明应用市场主要可分为通用照明和特殊照明两类, 通用照明包括家居、景观、工业、办公和商店照明等不同应用场景, 特殊照明则可细分为汽车照明、背光照明和应急照明三种类型。

图表 27: LED 产业链一览



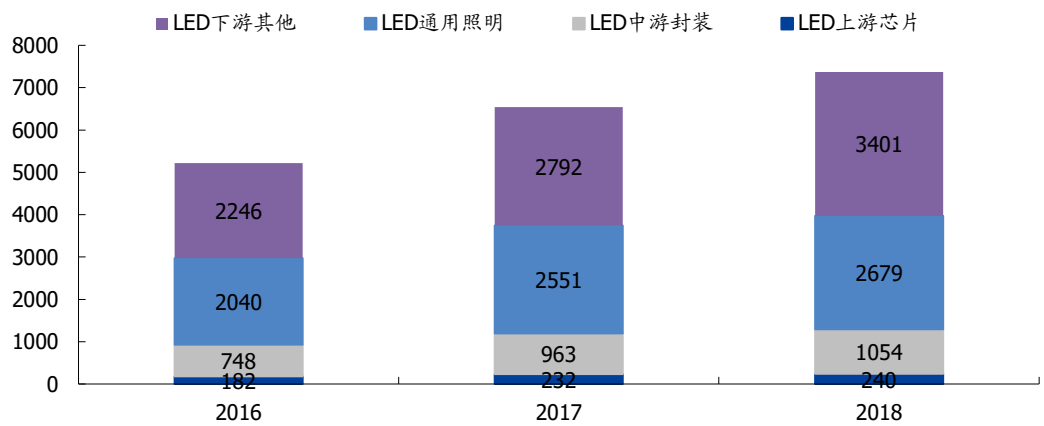
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司全资子公司昇辉电子 LED 业务主要集中于 LED 产业链下游, 主打通用照明系列产品, 主要应用于商业、办公、家居、道路和城市光造景照明等领域。

据统计, 2018 年 LED 产业链总产值高达 7343 亿元, 其中通用照明市场 2679 亿元, 占比 36.5%, 公司 2019 年 LED 分业务收入仅 7.86 亿元, 市场占比低, 但是近年保持较快增长, 相关业务收入 2015/2016 年仅 2.3/1.9 亿元, 2018/2019 年提升至 5.9/7.9 亿元; 毛利率方面, 2015/2016 年约 33.4%/38.1%, 2018/2019 年提升至 39.9%/40.0%。



图表 28: 国内 LED 产业链子市场规模 (亿元)



资料来源: CSA research, 国盛证券研究所

公司目前围绕住宅地产需求, 自主研发红外/雷达感应系列产品, 包括 T8 一体化支架、庭院灯、吸顶灯, 为社区公共照明区域的车库、公共走道、户外园林提供优质的节能照明方案。家居照明系列产品全新升级, 采用线性驱动技术方案、高压 SMD 光源解决方案, 优化结构设计和二次光学设计, 性能和成本大幅优化。景观亮化系列产品采用家族式外观设计风格和新型防水技术, 自主开发洗墙灯、硬灯条、投光灯共计 5 个系列的新产品。

伴随 LED 照明渗透率的持续提升, 公司将利用现有成套设备同源客户资源, 继续扩大 LED 业务规模, 未来业绩望持续增长。

图表 29: 公司 LED 产品展示



资料来源: 昇辉电子官网, 国盛证券研究所

图表 30: 公司 LED 产品展示



资料来源: 昇辉电子官网, 国盛证券研究所

### 2.3 5G 应用加速智慧社区业务发展

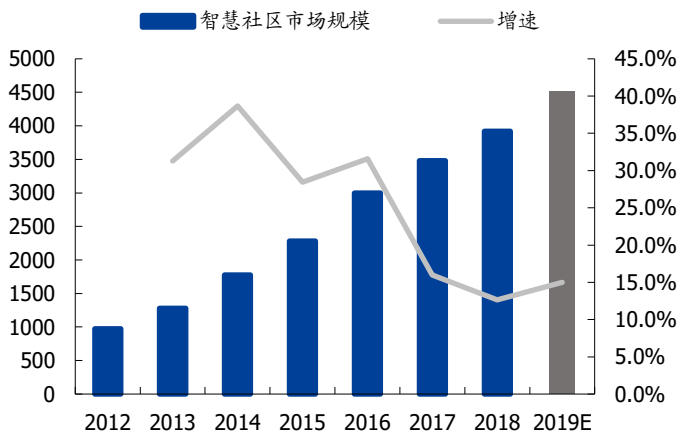
智慧社区的发展是一个持续过程, 历经智能化、数字化、智慧化的变迁。产品与技术从非可视楼宇对讲开始逐步向网络化、信息化、社区服务化方向发展, 服务范围也从楼宇、家居扩展到周边商圈。

智慧社区充分利用 4G/5G 移动互联网、物联网、云计算、大数据和人工智能等新一代信息技术, 为社区主体提供安全、舒适、便利、智能的多功能生产、生活环境, 从而形成

基于信息化、智慧化的社会管理和公共服务的新形态、新模式。

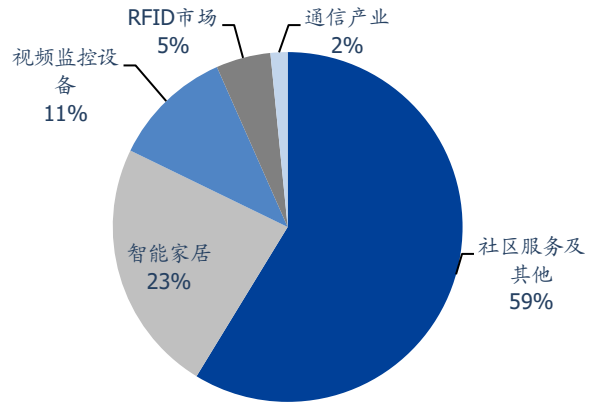
根据智研咨询统计，国内智慧社区规模 2018 年市场规模达 3920 亿，智能家居与视频监控设备占比分别为 23.5%/11.2%，我们预计伴随 5G 通信技术的推广，智慧社区的发展有望更上台阶，至 2020 年有望超 5000 亿元。

图表 31: 我国历年智慧社区市场规模 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 32: 2018 年我国智慧社区产业分布格局



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

公司智慧社区产品主要根据客户个性化需求，通过方案设计、软件平台开发、集成安装实施、设备调试、后期系统运行维护等主要流程，为城市、社区、酒店、商业楼宇、普通家庭等客户提供智能化解决方案和相关产品。

图表 33: 公司智慧社区业务内容概览



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

全资子公司昇辉电子全面布局智慧社区、智慧安防、智慧城市相关领域的物联网软件平台的研发, 先后完成智能用电平台 1.0、智慧公寓 2.0、智慧珠宝店 1.0、城中村出租屋管理平台 1.0、智慧社区 1.0 的软件开发。目前昇辉电子正在整合各软件平台, 打造基于云计算和大数据的物联网通用平台 2.0, 对下能接入多种行业终端设备 (云监控、可视

对讲、梯控等), 对上支持多种行业应用。

2019年昇辉电子与中国移动签订5G战略合作协议, 公司产品智慧灯杆从1.0到4.0, 成为可以集智慧照明、视频监控、交通管理、环境监测、无线通信、信息交互、应急求助、智慧充电桩等多功能于一体的公共基础设施, 是建设智慧城市的最佳入口。

公司智慧社区业务近年增速迅猛, 相关业务收入 2015/2016 年仅 0.98/1.37 亿元, 2018/2019 年提升至 2.29/4.09 亿元; 毛利率方面, 2015/2016 年约 23.1%/24.0%, 2018/2019 年提升至 28.2%/32.3%。我们预计伴随 5G 技术推广, 与智慧社区需求提升, 公司相关业务望继续保持高速增长。

### 三、盈利预测及投资建议

#### 3.1 重点产品收入分拆预测

1) 受益于地产竣工增速转正预期及碧桂园业务仍有需求提升空间, 预计成套设备业务 2020 年增速 15%: 我们预期今年房地产竣工增速将由负转正, 望拉动低压成套设备需求, 公司子公司昇辉电子紧握碧桂园大客户资源, 结合房地产头部集中趋势, 我们认为相关业务收入望实现约 15% 增长。

2) LED 照明渗透率持续提升, 公司伴随客户需求同比增长, 预计 LED 照明业务 2020 年增势 25%: 国内 LED 照明渗透率已超 80%, 相关照明市场近 3000 亿, 公司 2019 年 LED 分业务收入仅 7.86 亿元, 市场占比低, 公司望凭借产品+同源客户资源保持 LED 照明业务较快增长, 预计 2020 年相关业务增速约 25%。

3) 智慧社区预计 2020 年 60% 增速: 根据智研咨询统计, 国内智慧社区规模 2018 年市场规模达 3920 亿, 公司 2019 年相关业务收入占比仅 4.09 亿, 市场占比小, 成长空间大。基于智慧社区趋势明确, 子公司昇辉电子正在整合各软件平台, 打造基于云计算和大数据的物联网通用平台 2.0, 对下能接入多种行业终端设备(云监控、可视对讲、梯控等), 对上支持多种行业应用。我们预计该业务将保持快速增长, 预计 2020 年相关业务增速约 60%。

图表 34: 鲁亿通分产品发货预测 (百万元) 及增速 (%)

百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>高低压成套设备</b>	213	241	2,191	2,747	3,077	3,692	4,246
收入增速		14%	808%	25%	12%	20%	15%
毛利率	31.7%	32.2%	40.1%	37.4%	36.5%	37.0%	37.0%
<b>LED 照明设备及安装</b>			591	786	983	1,278	1,597
收入增速				33%	25%	30%	25%
毛利率			39.9%	39.95%	38.00%	37.80%	37.80%
<b>智慧社区</b>			229	409	613	827	1,117
收入增速				78%	50%	35%	35%
毛利率			28.2%	32.3%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>其他业务</b>	20.7	22.6	20.3				
收入增速							
毛利率	100.0%	100.0%	40.0%				
<b>总收入</b>	233	264	3031	3942	4673	5798	6960
收入增速		13%	1048%	30%	19%	24%	20%
<b>总毛利</b>	88.09	100.33	1187.23	1474.65	1680.46	2097.40	2509.96
毛利率	37.8%	38.0%	39.2%	37.4%	36.0%	36.2%	36.1%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2 可比公司估值对比

鲁亿通 2019 年成套电力设备收入占比约 70%，所以我们以主营电力成套设备或核心元器件低压电器设备的企业作为估值可比公司。

思源电气、良信电器、正泰电器 2020 年对应估值均值约 19.9X，鲁亿通目前 2020 年估值为 7.5X，对标可比公司有安全边际较明显。

图表 35: 可比公司估值表

	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
归母净利润 (百万元)				PE		
思源电气	557.6	788	969.9	24.9	17.6	14.3
良信电器	273.1	360.7	467.8	39.1	29.6	22.8
正泰电器	3761.8	4295.6	5008.8	14.1	12.4	10.6
平均值				26.1	19.9	15.9
鲁亿通	593	728	854	9.2	7.5	6.4

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (\*注: 思源电气、良信电器、正泰电器盈利预测采用 wind 一致预期)

### 3.3 投资建议

基于公司在地产、电力、工业等多个下游领域的发展，与碧桂园大客户资源的储备，同时其余地产+工业大客户陆续合作落地（如万科，融创，中铁等），我们看好公司业绩持

续成长。成套设备市场空间大，公司 2019 年产能完成了扩容，也为公司今年的业绩拓展打下了基础。

我们预计公司 2020-2022 年三年收入分别为 46.7/58.0/69.6 亿元，归母净利润分别为 7.3/9.1/11.0 亿元，同比增长 22.3%/25.4%/21.2%，对应公司 2020 年估值为 7.5X。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

## 风险提示

### 1、下游行业政策及客户集中风险

公司主要客户集中在房地产行业（近年第一大客户-碧桂园收入占比超 70%），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。房地产行业是典型的周期性传统行业，较容易受到国家宏观调控的影响，宏观调控趋势一旦趋紧，则房地产行业交易量下滑，投资和新建设楼盘速度将会下降，则会影响公司对下游客户的销售情况。房地产行业受城市化进程、宏观政策调控等较多因素影响，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，造成公司主要客户的业绩增速放缓，则将会对公司的经营业绩产生不利影响。

### 2、应收款项余额较大的风险

随着业务规模的不断扩大，公司应收款项金额较大，其中大部分应收款项账龄在一年以内，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，但大额应收款项影响公司资金回笼速度，给公司带来一定的资金压力。

### 3、商誉减值的风险

昇辉电子在 2017 年度至 2019 年度期间的业绩承诺净利润分别不低于 18,000 万元、21,600 万元以及 25,900 万元，2017 年至 2019 年度净利润累积不低于 65,500 万元，虽然 2019 年度昇辉电子已超额完成了业绩承诺，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。

### 4、存货余额较大的风险

截至 2019 年末，公司存货余额 13.91 亿元，占公司总资产的比例为 17.74%，若公司不能加强存货管理，加快存货周转，存货较高将占用公司流动资金，可能造成存货周转率下降，并影响公司的盈利能力。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com