

良信电器 (002706.SZ)

输配电及控制行业

评级：买入 维持评级

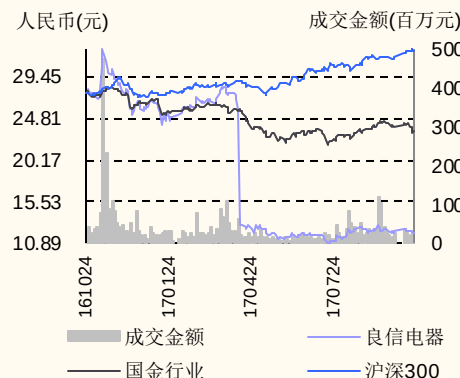
公司点评

市场价格(人民币): 12.00 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) 6,291.33
年内股价最高最低(元) 32.42/10.89
沪深 300 指数 3926.85
深证成指 11238.88



相关报告

- 1.《良信电器中报点评-新晋白马业绩大超预期, 营收高增长印证行业变...》, 2017.8.7
- 2.《良信电器深度研究报告-业绩确定领跑行业增速, 外资替代打造新晋...》, 2017.6.7

邓伟

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

姚遥

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

毛利率创新高助业绩持续高增长, 全资收购智能电工开启外延之门

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	0.433	0.572	0.752
每股净资产(元)	7.90	6.00	3.08	3.32	3.74
每股经营性现金流(元)	1.36	0.82	0.28	0.41	0.50
市盈率(倍)	54.34	41.45	27.71	20.97	15.95
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%	39.97%	32.18%	31.41%
净资产收益率(%)	13.73%	10.44%	14.22%	17.48%	20.35%
总股本(百万股)	115.26	258.79	524.28	524.28	524.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

■ 公司于 2017 年 10 月 21 日发布三季度报告

前三季度营业收入为 11.09 亿, 同比增长 21.54%; 归属上市公司的净利润 1.83 亿, 同比增长 39.18%; 毛利率达到 39.45%, 同比增加 1.43 个百分点; ROE 为 10.91%, 同比增长 2.02 个百分点; 前三季度实现 EPS 0.35 元。同时公司发布全年业绩预告, 预计全年净利润 1.95-2.43 亿, 同比增长 20-50%。

点评

■ 业绩符合预期: 营收和归母净利润维持较快增长势头

公司 1-9 月份收入和归母净利润同比增长分别达到 21.54% 和 39.18%, 净利润同比增幅高出收入同比增幅 17.63%, 一方面原因是公司整体规模效应日趋明显; 另一方面主要反映在产品毛利率的持续提升, 三季度公司销售毛利率达到历史新高 41.09%, 超出财务可考范围内单季度最高毛利率 1.74pct。

■ 业务分析: 新能源等新行业订单实现较大幅增长, 公司全资收购智能电工进军智能电工及家居领域

1) 在存量行业方面, 建筑配电为公司最大下游行业, 占比超过 40%, 在该领域公司业务正逐步从商业、住宅向工业建筑和公共建筑延伸, 公用建筑和公共建筑其配电房大多由业主直接进行招标, 工业建筑和公共建筑项目会大幅提升配电房中配电电器等高价价值量产品的销售量, 拉动公司收入规模和毛利率增长。

2) 同时公司今年以来加大了新能源、充电桩、数据中心等快速增长产业的布局力度。今年光伏装机容量大幅提升, 公司在新能源领域订单出现了较大幅度地增长, 公司积极布局这类型之前并未重点覆盖的高增长行业, 非常有利于公司提升行业覆盖面, 打开公司中长期营收增长空间。

3) 另外公司于 8 月初以自有资 3120 万收购上海良信智能电工有限公司 65% 股权正式进军智能电工和家居行业。国家出台了一系列政策鼓励智能家居的推广应用, 同时近年来互联网和智能手机的普及也为智能电工和家居的发展创造了便利的条件。我们认为当前智能家居产业正处于行业培育期, 未来市场发展前景极为乐观。良信在建筑房地产发展态势良好, 已经和万科、绿地、万达等国内房地产巨头保持了长期业务和战略合作关系, 标的

资产的产智能电工和家居产品可以通过公司的建筑销售平台快速导入到客户端，从而实现与公司产品的优势互补。标的资产近年来亏损额不断降低，公司合并后将标的资产营销网络进行整合，扩充其销售市场份额，预计2017-2019年标的公司净利润分别能达到200万、500万、1000万。

■ **财务分析：毛利率再创历史新高；公司不断提升组织管理能力，管理效率提升明显。**

毛利率：公司前三季度毛利率达到39.45%，同比去年提升1.43pct。其中三季度毛利率更是达到了历史新高的41.09%，2017年三个季度毛利率分别为38.04%、38.88%、41.09%，呈现加速上涨的趋势。我们判断公司毛利率的持续提升主要来自于两个方面：1) 规模效应带来的单位人工成本下降以及改进的机器、流水线对效率的大幅提升。2) 公司近两年来配电电器毛利率持续提升以及配电电器收入占比的持续提升。近年来经济形势较差导致新增工程开工较少，为了获取有限的订单，包括外资企业在内的低压电器生产商不惜牺牲毛利率大幅下降项目投标价格，全行业毛利率面临较大下行压力，公司会主动放弃一些价格压力较大的项目，虽然短期内订单增长会适当减慢，但是对公司维持高端品牌形象以及毛利率的稳定至关重要。

存货方面：公司存货金额1.97亿，占总资产比例为9.5%，占三季度销售收入50%，去年同期存货金额仅为1.54亿，同比增长32.2%。因为低压电器整体从订单到交货的供应链周期较短，除了会备一些简单的生产加工基础件外，不太备有太多的原材料加工件库存，我们判断公司存货继续保持高位，主要是成品因为没有达到收入确认条件，这些库存在公司四季度收入上会有相当的体现。

费用方面：前三季度公司财务费用由去年的-332.97万增长为-27.88万，主要是公司应收账款的现金折扣大幅提升；前三季度管理费用1.23亿，同比增长23.26%，三季度来看管理费用4384.33万，单季度同比增长仅为15.56%，大幅低于第一季度和第二季度的31.81%、24.83%，也普遍低于过去几年的单季度管理费用同比增长，从今年的趋势来看，公司单季度管理费用同比增长逐步降低，表明公司正在不断提升组织管理能力，经营效率正在稳步提升。

现金流：前三季度公司经营活动产生的现金流1.6亿，较去年同期增长13%，但是第三季度经营活动产生现金流仅为972万元，主要反映在虽然三季度销售商品、提供劳务收到的现金环比仍在增长，但是购买商品、接收劳务支付的现金环比增长更大。

投资建议

- 受益于中高端低压电器国产化趋势不断推进以及公司下游新行业开发进度加快，我们对公司全年业绩保持，预计公司2017到2019年净利润分别为2.27亿、3.00亿、3.94亿，EPS为0.44、0.58、0.76元，三年净利润复合增速34.3%，我们给予2018年27倍估值，对应目标价15.7元，维持买入评级。

风险提示

- 固定资产投资、房地产新增投资不达预期；低压电器行业市场竞争加剧。

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	1,545	1,972	2,540
增长率		18.4%	21.0%	26.0%	27.6%	28.9%
主营业务成本	-549	-640	-766	-950	-1,201	-1,538
% 销售收入	64.1%	63.1%	62.5%	61.5%	60.9%	60.6%
毛利	307	373	459	595	771	1,002
% 销售收入	35.9%	36.9%	37.5%	38.5%	39.1%	39.4%
营业税金及附加	-4	-5	-7	-8	-11	-14
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-106	-114	-148	-187	-239	-312
% 销售收入	12.4%	11.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.3%
管理费用	-88	-116	-141	-178	-227	-292
% 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	222	295	384
% 销售收入	12.7%	13.8%	13.3%	14.4%	14.9%	15.1%
财务费用	1	3	3	0	-5	-4
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-5	-8	-8	-8	-10	-11
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%	7.7%	8.6%	9.1%
营业利润	111	140	171	235	312	413
营业利润率	12.9%	13.8%	13.9%	15.2%	15.8%	16.3%
营业外收支	9	8	20	31	40	50
税前利润	119	148	190	266	352	463
利润率	14.0%	14.6%	15.5%	17.3%	17.9%	18.2%
所得税	-19	-23	-28	-39	-52	-68
所得税率	16.0%	15.4%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	100	125	162	227	300	394
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	227	300	394
净利率	11.7%	12.4%	13.2%	14.7%	15.2%	15.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	100	125	162	227	300	394
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	24	34	34	36	38
非经营收益	-4	-5	-17	-49	-63	-85
营运资金变动	-39	13	32	-69	-63	-90
经营活动现金净流	76	156	212	142	210	257
资本开支	-83	-199	-142	-96	-47	-64
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	-76	-17	-22
股权募资	416	5	495	23	30	39
债权募资	-35	0	0	126	26	-33
其他	-70	-30	-64	-211	-219	-221
筹资活动现金净流	312	-24	431	-62	-163	-215
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	406	511	652
存货	108	159	154	193	244	313
其他流动资产	142	92	636	641	651	662
流动资产	760	754	1,313	1,440	1,636	1,877
% 总资产	73.2%	61.2%	69.4%	67.8%	68.7%	69.2%
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%	24.6%	24.4%	24.4%
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%	32.2%	31.3%	30.8%
资产总计	1,039	1,232	1,892	2,122	2,381	2,711
短期借款	0	0	0	126	152	118
应付款项	140	248	277	321	412	524
其他流动负债	83	45	61	79	100	130
流动负债	223	293	338	526	664	771
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	526	664	772
普通股股东权益	787	911	1,553	1,596	1,717	1,938
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	2,122	2,381	2,711

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.134	1.086	0.627	0.433	0.572	0.752
每股净资产	8.894	7.905	6.003	3.084	3.317	3.745
每股经营现金净流	0.859	1.356	0.818	0.275	0.406	0.497
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%	14.22%	17.48%	20.35%
总资产收益率	9.65%	10.15%	8.57%	10.70%	12.60%	14.55%
投入资本收益率	11.63%	12.93%	8.97%	10.97%	13.44%	15.89%
增长率						
主营业务收入增长	25.13%	18.39%	21.00%	26.01%	27.65%	28.85%
EBIT 增长率	18.62%	27.87%	17.40%	35.60%	32.89%	30.19%
净利润增长率	23.74%	24.79%	29.62%	39.97%	32.18%	31.41%
总资产增长率	69.58%	18.63%	53.50%	12.19%	12.20%	13.85%
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	53.4	38.6	27.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.85%	-23.88%	-12.62%	-4.62%	-4.55%	-6.78%
EBIT 利息保障倍	-76.0	-45.1	-47.6	4,812.1	62.9	97.9
资产负债率	24.26%	26.06%	17.87%	24.78%	27.90%	28.50%

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	1	2	4	4
增持	0	1	2	5	5
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.80	1.70	1.70

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	2017-06-07	买入	11.72	15.70~15.70
2	2017-08-07	买入	11.60	15.70~15.70

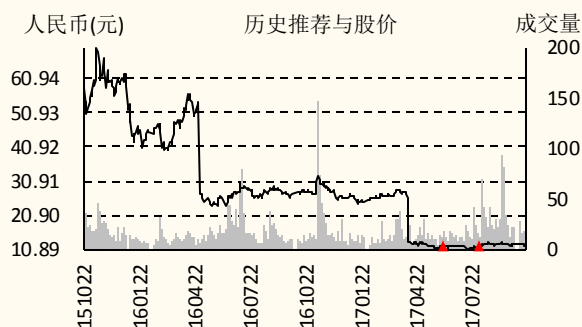
来源：国金证券研究所

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


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为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。

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