

业绩稳步增长，收购提升空间

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年年度报告，报告期内营收约为 14.5 亿元，同比增长 18.5%；归母净利润约 2.1 亿元，同比增长 29.6%。同时公司发布分红预案，计划每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），另每 10 股转增 5 股。
- **业绩增长稳定，产品推广效果显著。**在电压电器市场竞争激烈的环境下，公司的配电电器及控制电器产品营收同比增速均达到 20%，体现出公司强大的竞争力。建筑配电行业新签二十余家战略客户，连续成为万科、绿地等企业优秀供应商；新能源及工控领域同样发展喜人，光伏及新能源汽车产品推进效果显著；能源与基础设施领域与 BAT 取得有效进展，中移动项目成功落地。
- **下游领域广泛，三大产品均有机遇。**随着下游领域的新发展机遇出现，公司三大类产品均有发展空间。**终端电器：**2017 年营收同比增长 14.7%，且在原材料价格上涨的情况下毛利率提升至 41%，随着建筑行业的持续复苏，以及巨大存量面临的更换需求，未来发展稳中有进。**配电电器：**2017 年营收约 6.5 亿元，同比增长 20.3%，毛利率同样提升至约 40%，电改政策的不断完善，新能源并网的增多以及我国电力向配用电侧部分倾斜，配电电器将面临巨大市场需求。**控制电器：**工业互联网及智能设备在不断发展，无论产品还是产线均处于自动化升级阶段，从而进一步带动对控制电器的需求。
- **加大收购力度拓宽产业链布局。**公司于 2018 年 3 月 16 日公告，拟以现金方式分别购买深圳市正弦电气股份有限公司和上海艾临科智能科技有限公司 51% 股权。正弦电气在工业自动化领域具备解决方案能力，其变频器、伺服系统覆盖 1 万余家客户；艾临科专注于在智能电网领域发展，从事电能质量、配电安全等产品及方案。此次收购显示出公司在工业自动化和智能配电领域开拓的决心，有利于公司拓展客户、把握新能源发展及工业互联网双机遇，并进一步提高公司的研发实力和制造能力，总体提升公司行业竞争力。
- **盈利预测与评级。**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.50 元、0.61 元和 0.73 元，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍和 15 倍。公司具有多年高端低压电器研发经验及优秀的客户群体，给予公司 2018 年 30 倍估值，对应股价 15 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**下游行业发展或不景气的风险、收购进程或不顺利的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1452.05	1707.32	2054.06	2475.55
增长率	18.46%	17.58%	20.31%	20.52%
归属母公司净利润（百万元）	210.20	263.82	321.35	381.23
增长率	29.60%	25.51%	21.81%	18.63%
每股收益 EPS（元）	0.40	0.50	0.61	0.73
净资产收益率 ROE	12.44%	13.51%	14.13%	14.36%
PE	28	22	18	15
PB	3.46	2.99	2.57	2.20

数据来源：Wind，西南证券

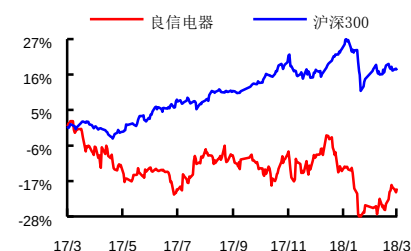
西南证券研究发展中心

分析师：谭菁
 执业证号：S1250517090002
 电话：010-57631196
 邮箱：tanj@swsc.com.cn

联系人：李志虹
 电话：021-68415929
 邮箱：lzh@swsc.com.cn

联系人：陈瑶
 电话：0755-23914886
 邮箱：cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.24
流通 A 股(亿股)	3.67
52 周内股价区间(元)	9.97-28.4
总市值(亿元)	58.38
总资产(亿元)	20.34
每股净资产(元)	3.22

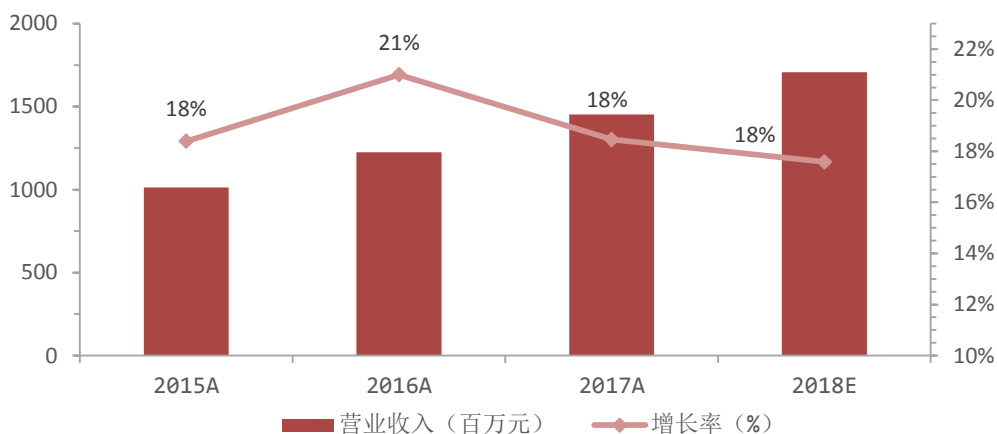
相关研究

1. 良信电器 (002706)：加强研发深耕低压市场，新能源爆发充分受益 (2017-03-26)

1 业绩稳定，符合预期

良信电器是国内低压电器行业高端市场的领先公司之一，主要专注高端市场的产品研发、销售、以及系统解决方案。公司目前主要业务分为终端电器、配电电器、控制电器三大板块。广泛应用于电信、新能源、电力等各个领域。公司 2017 年实现营业收入约 14.5 亿元，归属于上市公司股东的净利润 2.1 亿元，同比增长分别是 18.5%、29.6%。2017 年公司秉承以客户为中心的服务模式，进行区域专业化分工，新签 20 余家战略合作，且公司紧跟国家政策导向在光伏领域加大投入建设，以及在新能源汽车的充电、用电、储能环节深入拓展。取得初步成效，随着国家政策对新能源行业的大力扶持，以及低压电器行业的稳健发展，预计公司业绩未来将继续稳健增长。

图 1：公司近年来营业收入及增速情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 主营业务稳定增长，发展持续向好

终端电器业务保持稳定增长：房地产行业是终端电器和配电电器大量集中使用的行业，房地产投资主要分住宅楼和商业办公楼投资，随着中国经济高速增长和城镇化速度的加快，近 10 年办公楼和营业用房的需求量大幅增加。且房地产市场累计存量巨大，未来终端电器将会面临较大更换需求。

配电电器增长潜力巨大：近年来随着新电改政策的实施，配网的投资规模不断加速，“十三五”期间计划配网投资建设额达 2 万亿元，从长期看我国配电网容量和质量两方面都有较大的提升空间。未来几年我国电网的建设中心将向配用电侧进一步转移。公司的配电电器业务发展相对稳定。而未来几年将出现新能源并网量快速提升、增量配网建设快速推进的局面，公司配电电器的发展增速可期。

控制电器紧随工业自动化发展：2016 年自动化行业受产能过剩和产业结构调整的影响，工业控制行业整体不景气，但是跌幅仍然要小于 2015 年预测的 8%，且 2016 年下半年，PMI 指标保持在 50 以上，标志着制造业加速回暖趋势的来临，会带动工业领域投资，从而利好低压电器的需求。公司 2017 年控制电器的营业收入约为 1.1 亿元，同比增长 20.7%。预计

未来随着时代和社会对现代化工业智能控制的需求，将倒逼工业自动化加速升级，越来越多的智能设备将大量涌现，从而带动控制电器的大幅度增长。

国内低压电器产品同质化严重，高端市场国外垄断，开拓中、高端市场，发挥进口替代优势。低压电器经过多年发展，从技术角度有四代产品，现在第四代产品已经在发达国家生产、投产、使用，而我国尚不具有掌握自主研发第四代产品的能力，只有为数不多的几家企业处于跟随研发者的地位。国内绝大数电器企业规模较小，研发投入不足，不具备自主研发能力，低档次产品重复生产。在国外第四代产品日趋成为主流的同时，我国第二代产品的市场占有率为 45%，第三代产品的市场占有率为 40%，产品更新换代迫在眉睫。公司在上述背景之下，通过自身的发展、客户的推进保证了产品毛利率的稳定，且进行外延并购，进一步增强公司实力。

3 加大收购力度，拓宽产业链布局

公司于 2018 年 3 月 16 日公告，拟以现金方式分别购买深圳市正弦电气股份有限公司和上海艾临科智能科技有限公司 51% 股权。目的在于完善产业链、提升公司竞争力、积极在工业自动化和智能配电领域进行产业链布局。

正弦电气专注电气自动化产品的研发、生产和销售，主要产品为新能源汽车驱动器、通用/专用变频器、一体化专机、伺服系统、电梯驱动控制器、专用电源等产品。2016 年公司营收 1.48 亿，同比增长 16.4%。净利润约 1800 万元，同比增长 366%；2017 年上半年，公司营收约 0.8 亿元，同比增长 20.1%，净利润约 1200 万。本次收购能够增强公司在工业自动化领域的研发水平，进一步拉动业绩的提升。

艾临科是一家创新型高新技术企业，主要从事为客户提供可靠的电能质量、配电安全、智能系统集成及其相关的各类产品的设计、研发、生产和销售服务。我们认为公司收购艾临科，可以对配电智能领域形成战略布局。有望将低压电器更好的应用到智能配电、智能家居等领域。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：公司的低压电器产品广泛应用于电信、建筑、工控、电力等诸多领域，经过多年发展已建立了稳定的客户群体。预计公司终端电器产品销售量将跟随行业综合发展维持稳定的增速，2018-2020 年年均销量增加约 15%；而配电电器、控制电器产品因 2019 年起将随着风电光伏等新能源建设量增大、5G 建设起步而实现快速增长；

假设 2：2017 年原材料价格上涨给公司造成不小压力，但公司管控成本能力优异，且产品趋于高端具备一定议价能力，所以毛利率不降反升。我们预计 2018 年起公司产品的高毛利率将继续维持，终端电器约 42%，配电电器约 40%，控制电器因工业智能化需求提升而科技含量增加，2018 年毛利率重新回到 23%，随后年均增加 1 个百分点；

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
终端电气	收入	680.73	782.84	900.27	1035.31
	增速	14.69%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	41.05%	42.00%	42.00%	42.00%
配电电器	收入	651.08	781.30	976.62	1220.78
	增速	20.25%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	39.55%	40.00%	40.00%	40.00%
控制电器	收入	109.25	131.10	163.88	204.85
	增速	20.70%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	17.01%	23.00%	24.00%	25.00%
其他	收入	10.98	12.08	13.29	14.62
	增速	3686.56%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	48.57%	50%	50%	50%
合计	收入	1452.05	1707.32	2054.06	2475.55
	增速	18.46%	17.58%	20.31%	20.52%
	毛利率	38.62%	39.68%	39.66%	39.65%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.50 元、0.61 元和 0.73 元，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍和 15 倍。参考行业内同样定位为高端电器产品的宏发股份目前 32 倍 PE，公司具有多年高端低压电器研发经验及优秀的客户群体，30 倍估值较为合理，对应股价 15 元，上调至“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1452.05	1707.32	2054.06	2475.55	净利润	210.20	263.82	321.35	381.23
营业成本	891.21	1029.82	1239.32	1493.89	折旧与摊销	43.40	42.58	66.71	85.98
营业税金及附加	7.23	8.57	10.40	12.46	财务费用	-0.31	0.31	4.11	7.31
销售费用	182.46	204.88	246.49	297.07	资产减值损失	-1.50	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	178.53	196.34	225.95	272.31	经营营运资本变动	-135.65	-119.82	-216.19	-263.13
财务费用	-0.31	0.31	4.11	7.31	其他	55.15	-16.72	-24.37	-29.19
资产减值损失	-1.50	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	171.30	169.17	150.61	181.20
投资收益	24.51	20.00	25.00	30.00	资本支出	-71.24	-240.00	-240.00	-240.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-105.84	20.00	25.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-177.08	-220.00	-215.00	-210.00
营业利润	219.89	288.40	353.80	423.51	短期借款	0.00	96.37	103.18	78.26
其他非经营损益	24.31	20.07	21.39	21.44	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	244.20	308.47	375.19	444.94	股权融资	54.92	0.00	0.00	0.00
所得税	34.00	44.65	53.84	63.72	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	210.20	263.82	321.35	381.23	其他	-119.40	-0.31	-4.11	-7.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-64.48	96.06	99.07	70.95
归属母公司股东净利润	210.20	263.82	321.35	381.23	现金流量净额	-71.06	45.23	34.67	42.15
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	125.50	170.73	205.41	247.56	成长能力				
应收和预付款项	384.33	448.96	538.95	650.98	销售收入增长率	18.46%	17.58%	20.31%	20.52%
存货	188.70	215.76	260.50	314.59	营业利润增长率	28.67%	31.16%	22.67%	19.70%
其他流动资产	679.41	798.85	961.08	1158.30	净利润增长率	29.60%	25.51%	21.81%	18.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.39%	25.97%	28.17%	21.71%
投资性房地产	39.41	39.41	39.41	39.41	获利能力				
固定资产和在建工程	470.63	595.26	704.31	802.64	毛利率	38.62%	39.68%	39.66%	39.65%
无形资产和开发支出	83.79	159.53	226.71	285.35	三费率	24.84%	23.52%	23.20%	23.30%
其他非流动资产	61.80	58.86	55.91	52.97	净利率	14.48%	15.45%	15.64%	15.40%
资产总计	2033.58	2487.37	2992.28	3551.80	ROE	12.44%	13.51%	14.13%	14.36%
短期借款	0.00	96.37	199.55	277.81	ROA	10.34%	10.61%	10.74%	10.73%
应付和预收款项	295.26	382.13	452.36	540.03	ROIC	12.41%	13.65%	13.97%	13.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.11%	19.40%	20.67%	20.88%
其他负债	49.16	55.89	66.05	78.40	营运能力				
负债合计	344.42	534.39	717.95	896.24	总资产周转率	0.74	0.76	0.75	0.76
股本	524.28	524.02	524.02	524.02	固定资产周转率	5.94	4.40	3.42	3.42
资本公积	628.85	629.11	629.11	629.11	应收账款周转率	15.86	15.17	15.55	15.56
留存收益	575.71	839.52	1160.87	1542.10	存货周转率	5.14	5.06	5.16	5.16
归属母公司股东权益	1689.16	1952.98	2274.33	2655.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.38%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1689.16	1952.98	2274.33	2655.56	资产负债率	16.94%	21.48%	23.99%	25.23%
负债和股东权益合计	2033.58	2487.37	2992.28	3551.80	带息债务/总负债	0.00%	18.03%	27.79%	31.00%
					流动比率	4.07	3.09	2.76	2.66
					速动比率	3.51	2.68	2.40	2.31
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.50	0.61	0.73
					每股净资产	3.22	3.73	4.34	5.07
					每股经营现金	0.33	0.32	0.29	0.35
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	262.99	331.30	424.62	516.80					
PE	27.77	22.13	18.17	15.31					
PB	3.46	2.99	2.57	2.20					
PS	4.02	3.42	2.84	2.36					
EV/EBITDA	21.16	16.94	13.38	11.06					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn