

专注高端，良品立信

——良信电器首次覆盖报告

首次覆盖报告

开文明(分析师) 李远山(联系人)
 021-68865582 010-83561326
 kaiwenming@xsdzq.cn liyuanshan@xsdzq.cn
 证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116100017

● 专注低压电器二十载，成为中高端市场领军企业：

公司专注于低压电器高端市场，2017年实现营业收入14.52亿元，同比增长18.46%，归母净利润2.1亿元，同比增长29.60%。近五年公司实现营业收入符合增速20.71%，归母净利润符合增长26.91%。2018年一季度公司营收同比增长13.82%，净利润增长29.65%，公司专注大客户细分市场，注重研发投入，2017年研发费用达到1.05亿元，同比增长28.18%，占营收的7.25%，创造新高。综合毛利率水平达到38.62%，处在行业领先水平。

● 高端市场存在巨大替代空间，公司未来份额将稳定提升：

中国低压电器在2017年市场规模超过800亿元，低压电器行业增速与GDP和社会固定资产投资水平有很大的相关性。我们预测未来行业增速将保持8%左右的增长。目前我国高端市场还是有海外企业所占据，国内品牌从产品结构上来看，公司专注于S2的高端市场，产品附加值高，已经接近S1市场，成为我国中高端低压电器的领跑者，正在实现进口替代。

● 下游需求向好，公司将持续收益：

公司下游主要分为电力、建筑、电信和工控板块。公司占到四大继保采购份额的60%，未来三年配网投资符合增速有望达到24%，同时公司在新能源行业中与多个龙头企业深度绑定，公司电力板块有望保持20%的增长；智能楼宇行业中，公司与万科已经稳定合作10年，与全国前10的地产商签约7家，开始进入快速进口替代的时期，预计万科在未来三年营收符合增速达到25%，公司建筑板块有望与其同步；电信行业在2012年开始竞争加剧，公司主动放弃了一些低毛利率的产品，现在主要绑定华为、中移动、中国联通、中兴等优质大客户。未来公司电信板块有望与行业10%-15%增速持平。

● 看好公司高研发投入和优秀客户群，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年净利润分别为2.57、3.19和3.98亿元，对应EPS分别为0.33、0.41、和0.51元。当前股价对应18-20年分别为21、17和14倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：宏观经济不及预期，下游需求不景气，行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

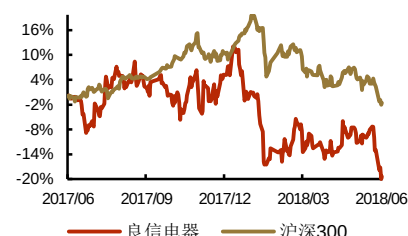
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1226	1,452	1,722	2,063	2,475
增长率(%)	21.0	18.5	18.6	19.8	20.0
净利润(百万元)	162.2	210	257	319	398
增长率(%)	29.6	29.6	22.3	24.1	24.7
毛利率(%)	37.5	38.6	39.0	39.1	39.2
净利率(%)	13.2	14.5	14.9	15.5	16.1
ROE(%)	10.4	12.4	14.2	16.5	18.6
EPS(摊薄/元)	0.21	0.27	0.33	0.41	0.51
P/E(倍)	34.12	26.3	21.5	17.3	13.9
P/B(倍)	3.56	3.3	3.0	2.9	2.6

推荐(首次评级)

市场数据 时间 2018.06.22

收盘价(元): 6.27
 一年最低/最高(元): 6.15/13.48
 总股本(亿股): 7.86
 总市值(亿元): 49.28
 流通股本(亿股): 5.47
 流通市值(亿元): 34.32
 近3月换手率: 30.66%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.18	-3.31	-20.39
绝对	-12.8	-13.55	-19.88

相关报告

目 录

1、 专注低压电器二十载，成为中高端市场领军企业.....	4
1.1、 稳扎稳打，业绩保持两位数增长，产品附加值高.....	4
1.2、 大力投入研发，技术是核心竞争力.....	5
1.3、 专注大客户的高端低压电器方案解决领先者.....	7
1.4、 收购虽然暂停，公司外延扩张的规划不会动摇.....	8
2、 高端市场存在巨大替代空间，公司未来份额将稳定提升.....	9
2.1、 低压电器与固定资产投资相关，未来将保持 8% 左右的增长.....	9
2.2、 中高端市场有巨大的进口替代空间，公司市场份额稳步提高.....	10
3、 下游需求向好，公司将持续收益.....	12
3.1、 配网投资力度加大，新能源快速发展，公司电力板块有望保持 20% 的增速.....	12
3.1.1、 配网投资力度加大，2018-2020 符合增速有望达到 24%，利好公司继保产品.....	13
3.1.2、 新能源快速发展，公司已经成为大客户的核心供货商.....	14
3.2、 智能楼宇行业，与万科深度合作 10 年，未来增速有望达到 25%.....	15
3.3、 向互联网强国迈进，带动高端低压电器行业增长.....	16
4、 首次覆盖给予“推荐”评级.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 公司营业收入情况.....	4
图 2： 公司归母净利润情况.....	4
图 3： 2017 年公司营收结构.....	5
图 4： 近 5 年公司产品毛利率情况.....	5
图 5： 公司研发费用占比.....	5
图 6： 同行研发占比对比.....	6
图 7： 同行产品毛利率对比.....	6
图 8： 公司全球顶级低压电器实验室.....	6
图 9： 公司战略客户.....	8
图 10： 历年全社会固定资产投资和低压电器市场增速比较.....	9
图 11： 低压电器市场空间预测.....	10
图 12： 低压电器竞争格局分散.....	11
图 13： 不同市场的竞争格局.....	11
图 14： 2017 年公司各子行业销售收入占比.....	12
图 15： 2011 年公司各子行业销售收入占比.....	12
图 16： 公司历年电力板块收入和占比情况.....	12
图 17： 2018-2020 年配网投资复合增速有望达到 24%.....	13
图 18： 2010-2020 全球光伏装机容量.....	14
图 19： 2010-2020 全球风电装机容量.....	14
图 20： 2008-2020 阳光电源营业收入.....	14
图 21： 我国新开工面积累计值变化情况.....	15
图 22： 我国房屋施工面积累计值变化情况.....	15
图 23： 万科 2008 年-2020 年营收及预测.....	16
图 24： 公司地产业务收入及占比.....	16
图 25： 公司历年电信板块营收及占比情况.....	17

表 1: 公司销售模式.....	7
表 2: 我国低压电器行业三类企业代表分析	10
表 3: 不同档次产品的销售单价范围	11
表 4: 未来网络更新替代需求.....	17

1、专注低压电器二十载，成为中高端市场领军企业

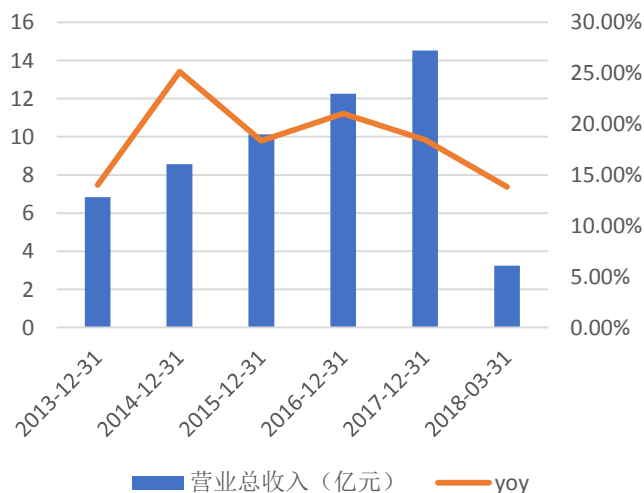
上海良信电器股份有限公司是一家专注低压电器高端市场的领先公司，最早成立于 1999 年，2014 年在深圳证券交易所挂牌上市（SZ.002706），主要从事终端电器、配电电器、控制电器、智能家居电气等产品的研发、生产和销售。经过近 20 年的发展，公司已经成为国内中高端低压电器的领军企业。

良信电器以客户需求驱动产品研发，投入研发的费用不低于年销售额 6%；企业技术中心被认定为“国家企业技术中心”，实验室通过国家 CNAS 认可及美国 UL 认证；公司被评为“上海市高新技术企业”、“上海市科技小巨人企业”、“上海市专利工作示范企业”，目前累计申请国内外各项专利超过 537 项，并领衔、参与了多项行业标准的制订和修订。良信电器以高端低压电气系统解决方案专家为品牌定位，以解决客户的压力和挑战为己任，为客户创造价值。公司以上海总部为依托，在电力电源、电力及基础设施、工控、新能源、信息通讯、智能楼宇等行业与维谛、华为、阳光电源、三菱电梯、中国移动、中国联通、万科、绿地等企业形成了持续稳定的合作关系。

1.1、稳扎稳打，业绩保持两位数增长，产品附加值高

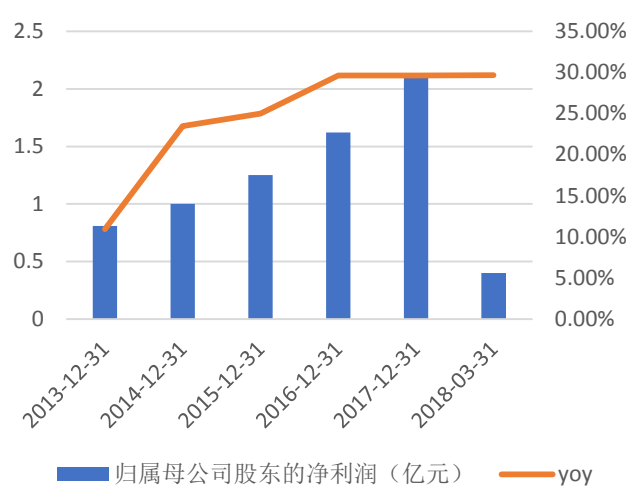
公司目前从事终端电器、配电电器、控制电器等三大类低压电器产品的研发、生产和销售，低压电器产品作为用电负载的前端设备，广泛应用于电信、建筑、新能源、电力、机床、起重、石化、冶金、铁路、轨交等国民经济的各个领域。公司经营稳健，2017 年实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 18.46%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 29.60%。近五年公司实现营业收入符合增速 20.71%，归母净利润符合增长 26.91%。

图1：公司营业收入情况



资料来源：wind、新时代证券研究所

图2：公司归母净利润情况



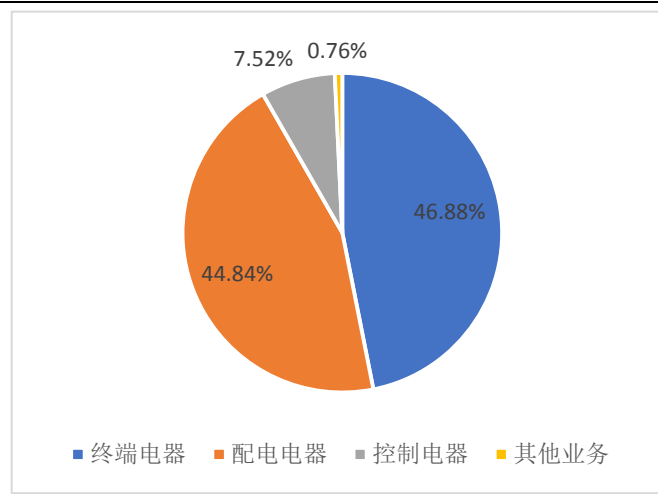
资料来源：wind、新时代证券研究所

2018 年一季度公司营收同比增长 13.82%，净利润增长 29.65%。公司将继续围绕主营业务，进一步开发和维护核心战略客户，加大行业开发力度，加强营销管理，实现海外战略精准落地。通过不断提升组织管理能力、运营效率，加快技术升级以及新产品研制，保持业绩持续稳健的增长。预计 2018 年 1-6 月归母净利润同比增长 10%-30%。公司经营依然稳健。

公司专注于终端电器、配电电器、控制电器三个子行业，其中终端电器和配电

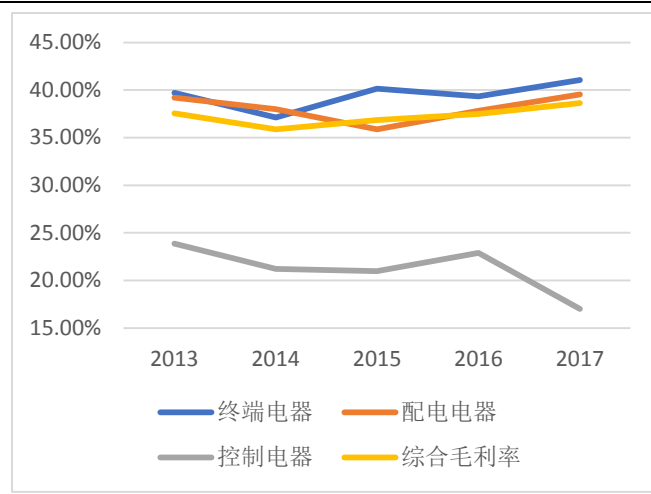
电器占到公司营业收入的 90%。2017 年公司综合毛利率达到 38.62%，创造近几年的新高，可看到公司综合毛利率在近几年呈上升趋势，这与公司重视研发投入和产品方案快速响应能力有很大关系。

图3： 2017 年公司营收结构



资料来源：wind、新时代证券研究所

图4： 近 5 年公司产品毛利率情况

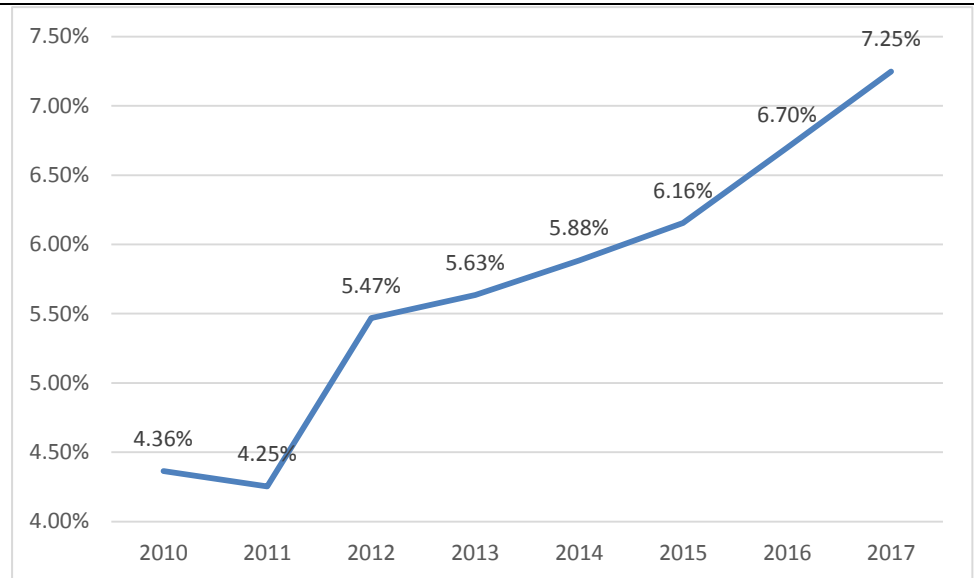


资料来源：wind、新时代证券研究所

1.2、大力投入研发，技术是核心竞争力

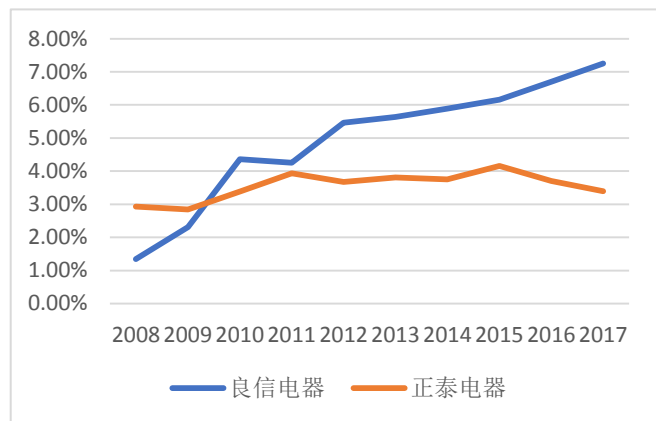
公司管理层高度重视研发投入，认为产品可靠性的 70%来源于研发。2017 年研发费用达到 1.05 亿元，同比增长 28.18%，占营收的 7.25%，创造新高。主要是由于公司已经顺利导入并不断完善 IPD 集成产品开发体系，编制了近五年的产品战略规划，确定了六个产品线产品项目路标，初步形成了未来五年的产品格局，使得研发支出较上年有较大增长。

图5： 公司研发费用占比

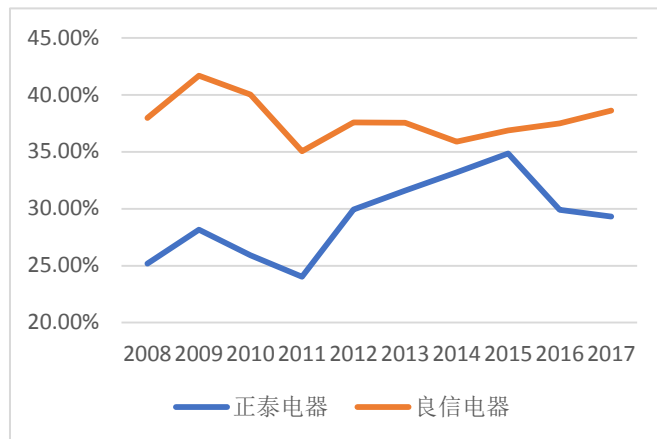


资料来源：wind、新时代证券研究所

公司从一开始从事低压电器行业，就定位于高端市场，因此近 10 年的经营中，重视技术研发投入，10 年间研发费用占比稳步提升，公司的高投入，也收获较高的产品毛利率。尤其是从 2014 年开始公司毛利率水平稳步提升。这与公司深耕研发有密不可分的关系。

图6: 同行研发占比对比

资料来源: wind、新时代证券研究所

图7: 同行产品毛利率对比

资料来源: wind、新时代证券研究所

公司目前已经完成 IPD 集成产品开发体系, IPD 是一套产品开发的模式、理念与方法, 最早在 IBM 和华为成功应用, 支撑 4000 人-70000 人的研发团队。公司研发的理念认为: 产品开发时投资行为, 基于平台的异步开发模式和重用策略, 基于市场的创新, 技术开发与产品开发相分离。公司的预研及仿真平台使得新产品可靠性从 60% 提升至 99.74%。2017 年公司共申请专利 111 项(其中发明专利 36 项), 获得授权共计 61 项; 截止 2017 年底, 累计申请专利 537 项(其中发明专利 162 项), 累计获得授权 350 项; 专利获证数量的大幅增长, 进一步稳固了公司自主创新能力以及公司在行业内的高新技术地位。

图8: 公司全球顶级低压电器实验室

资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

公司经过多年的沉淀, 建立完善了全球顶级认证的实验室, 可以覆盖低压电器所有实验项目, 是全球少有的同时具备 CNAS 国家实验室, UL 美国认证, 德国莱茵集团合作实验室, 南德 TUV 合作实验室认证的大型实验平台。

同时公司也建立了具备国际认证的数字化制造平台, 目前拥有 26 条自动检测线, 配电、终端、工控、电子、中试、点焊 6 大认证车间, 产能为 7000 万台/年。

1.3、专注大客户的高端低压电器方案解决领先者

公司拥有顾问式专家的专业营销团队，该团队能够将大客户的个性化需求及时、准确的反馈给公司管理层及研发团队；应对该个性化需求，公司能够快速研制并生产出为其量身定制的产品。经过多年的合作，这些优质客户对公司已经形成了较高的忠诚度和依赖度。

低压电器产品的中、高端客户，不仅对产品功能、性能、质量有较高的要求，还要求供应商能够提供快速的专业化服务、提供配套解决方案，或完成个性化产品的定制。公司致力于低压电器中、高端产品的研究与开发，对目标行业客户的需求进行深入的沟通和了解，能够及时跟进目标行业的发展动向，了解并引领客户的潜在需求。公司能够充分发挥其快速响应能力，对客户的个性化需求提供快速的专业服务，满足客户的定制式需求。公司建立了快速响应机制，一方面，公司根据客户的个性化需求组建由市场、技术、制造、采购等相关部门骨干人员组成的矩阵式项目攻关团队，充分发挥公司的内外资源，以较快速度满足客户的定制需求；另一方面，公司的快速响应还体现在标准化产品的快速交付及相关的配套服务。公司采用分销和直销的销售模式。

表1：公司销售模式

销售模式	客户群体	采用该销售模式的原因	权利与义务
直销	大客户、ODM 客户	客户技术服务要求高，且单次采购金额较大。	产品的配送和相关服务直接与公司发生业务关系
分销	经销商	单批次采购金额较小；技术服务要求较高；降低公司资金占用；利用经销商当地市场开拓能力。	主要实行买断式分销，以分销协议确定各自承担的责任、义务与风险

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

在大客户的开拓方面公司具备技术和营销的双重优势。以华为技术为例，作为电信行业中的标杆客户，公司与其进行了近 5 年的磨合，最后才进入了华为的核心供应链。

2004 年，与华为技术开始接洽；

2006 年，华为技术专家团正式对良信电器生产现场进行了审核；

2007 年 3 月，公司正式成为华为技术合格供应商并签署了框架采购协议；

2007 年 4 月，公司小型断路器产品取得了华为技术的正式采购编码，并开始对其小批量供应；

2008 年 2 月，公司设备用（油阻尼液压）断路器产品取得了华为技术的正式采购编码，并开始对其小批量供应；

2008 年 6 月，华为技术开始对公司小型断路器和设备用（油阻尼液压）断路器产品正式开始批量采购；

2009 年至今，公司主导产品被华为技术逐步纳入其采购优选库；

2018 年公司已经与华为合作了 12 年，并先后获得华为给供应商颁发的质量协作奖、质量提升奖、最佳供应商保障奖、最佳客户服务奖等。凸显了公司技术和服务的品质。

公司始终专注于细分行业中的大客户方案解决。经营多年，取得优秀的成果。2017年，公司以客户成功为核心，推动区域化专业分工，继续深化营销组织变革。成立行业研究及大客户业务部，全国销售部下属7个大区，68个办事处，海外销售部下属4个海外办事处。在建筑配电行业，继续保持品牌的领先地位，新签二十余家战略合作，连续成为万科、绿地等优秀供应商；在新能源及工控行业，光伏EPC品牌认可度大幅度提高，集中式逆变器市场占有率行业领先；新能源汽车行业从充电、用电到储能全方位推进效果显著。在能源与基础设施行业，中移动项目成功落地，天津、上海等数据中心实现成功采购，BAT三大公司的开发取得了有效进展，预付费产品在南网广东省成功中标并实现批量供货，同时，中国黄金、中国有色成功入围。

图9： 公司战略客户



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

1.4、收购虽然暂停，公司外延扩张的规划不会动摇

2018年3月17日，公司发布公告称已签署《收购意向协议》，拟收购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各51%的股权。虽然在5月29日公司再次发布公告，宣布终止《收购意向协议》。虽然本次收购终止，但是也能体现出公司外延扩张的规划。

上海艾临科是智能配电设备的生产厂商，产品主要包括电能质量、配电安全、智能系统集成等产品及相关服务；深圳市正弦电气股份有限公司是工业自动化产品及解决方案供应商，专注于电气传动自动化产品的研发、生产和销售，服务于设备制造商和系统集成商，产品主要包括电动汽车驱动器、通用变频器、专用变频器、一体化专机、伺服系统、电梯驱动控制器、专用电源等交流传动自动化产品。

可以看到公司所选收购标的为智能电网和工控自动化方向，产品均属于高端制造业。我们预计公司未来还会继续外延业务板块，提高整体竞争力。

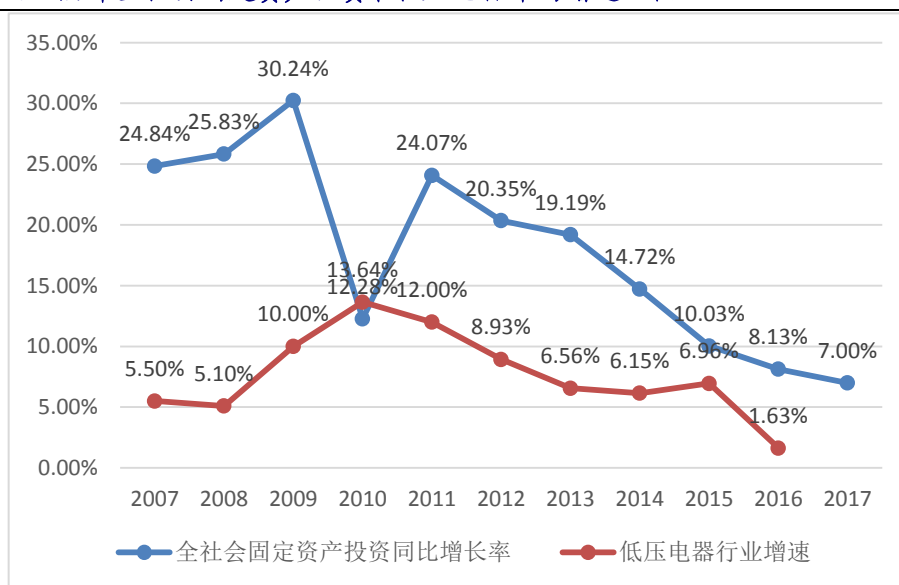
2、高端市场存在巨大替代空间，公司未来份额将稳定提升

2.1、低压电器与固定资产投资相关，未来将保持 8% 左右的增长

低压电器主要应用于低压电网的电能输送、分配，市场空间超过 700 亿元人民币。低压电器对低压电网的电能输送、分配和使用起着接通、分断、保护、控制、调节、检测和显示等作用，根据其在电气线路中所处的地位和作用可分为配电电器和控制电器两大类，包括万能式断路器、塑料外壳式断路器、小型断路器、交流接触器、热继电器、漏电断路器等产品。低压电器目前在新能源领域的拓展主要集中在以下三个市场：电动汽车充电设备，风电行业及太阳能光伏行业。

中国低压电器在 2017 年市场规模超过 800 亿元，随着新能源持续发展，低压电器将迎来黄金发展期，市场空间进一步打开。低压电器景气度与电网基建、建筑行业 and 制造业紧密相关，行业增速与 GDP 和社会固定资产投资水平有很大的相关性。根据统计局数据，2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元同比增长 7.0%，2018 年 1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）44626 亿元，同比增长 7.9%，增速比 2017 年全年提高 0.7 个百分点。根据中国科学院预测科学研究中心发布的《2018 年中国固定资产投资预测》预测报告。报告称，2017 年以来，中国固定资产投资累计增速稳中趋缓，投资结构继续优化。预计 2018 年固定资产投资增长从 1 季度开始有望呈现止降回稳走势，全年增长约 6.4%，较 2017 年下降 0.7-0.8 个百分点，但投资结构将继续改善。2018 年主要投资指标预测如下：（全口径）基础设施投资增长 14%-15%，略低于 2017 年；制造业投资增长在 4% 左右，大体保持平稳运行；民间投资增长 6% 左右，略高于 2017 年；投资到位资金增长 5% 左右，仍处于历史较低水平。

图 10： 历年全社会固定资产投资和低压电器市场增速比较

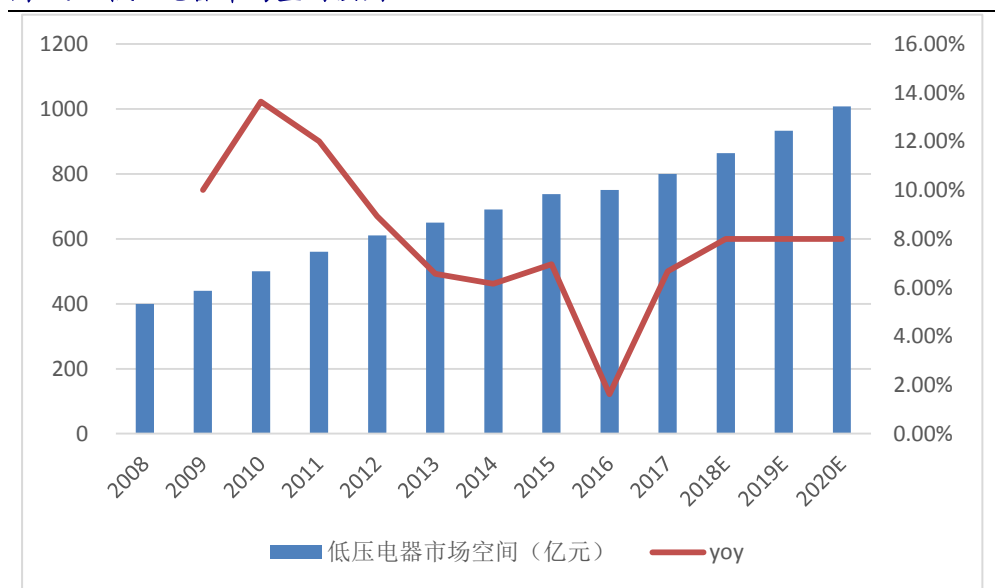


资料来源：国家统计局、中国产业信息、新时代证券研究所

从历史情况来看，除了 2010 年，低压电器增长率与全社会固定资产投资同比增长率成正相关。2011-2016 年国家固定资产投资增速下降明显，2017 年增速为 7%，2018 年预计为 6.5%，可见增速已经企稳，未来不太出现大幅下降的可能性。2015-2016 年低压电器明显进入谷底，1.6% 的增速明显低于固定资产投资增速。因此我们也是预测 2017 年行业会触底反弹，有望达到 8%-10% 的增速。同时下游建筑、配网、工控和电信行业都有较好的景气度，因此我们认为 2018-2020 年低压电

器行业有望保持 8%-10% 的增长。

图 11: 低压电器市场空间预测



资料来源：中国产业信息、新时代证券研究所测算

2.2、中高端市场有巨大的进口替代空间，公司市场份额稳步提高

低压电器行业由高、中、低端产品构成，市场容量呈“菱形”结构，中端、中高端产品需求量最大，极高端和低端产品市场空间较小。行业利润分配呈现“金字塔”形态，中低端市场产品同质化严重，产生相对较低的利润，大部分利润集中在高端、中高端市场上。中、高端低压电器产品客户主要集中在电信、电力、冶金、石化、工控、高端房产等行业，我国“十三五”期间，智能电网、能源互联网、中国制造 2025 的快速发展，将使中高端市场需求稳定增加，同时国产品牌开始逐步掌握新一代低压电器的核心技术，开始在中高端市场中逐步替代国外品牌。

我国低压电器行业按照技术水平和市场定位主要分为三类。第一类是国外厂商施耐德、ABB、西门子等，这些企业多属于国际知名品牌，掌握了高端产品技术，占据高端市场，产品附加值较高，毛利率水平行业最高；第二类是定位中端子行业的国内厂商，如良信电器、人民电器、常熟开关等，这类企业多专注于一两个子行业，销售对象主要是 B 端客户；第三类是面向于批发零售市场的国内厂商如正泰电器、德力西等，它们的产品覆盖面较广泛，也是市场规模最大的一个版块，同时竞争也是最严峻的，很大程度依赖经销商的规模。

表 2: 我国低压电器行业三类企业代表分析

类型	市场容量和特点	代表企业
高端市场	市场规模约：250 亿元	施耐德 ABB 西门子
	应用在航天航空、核电、等高端技术领域或高端写字楼、大型工业建筑、重要市政设施中	
	产品附加值高，利润水平最高	
专注子行业	市场规模约：200 亿元	良信电器 常熟开关 人民电器
	定位在一两个子行业的中端市场，销售对象为 B 端用户，较多应用在工业领域	
	产品有一定的差异性，毛利率水平有一定保障	
面对零售商	市场规模约：350 亿元	正泰电器 德力西
	以中端、中低端产品为主，产品覆盖面广有一定的同质性，	

类型	市场容量和特点	代表企业
	直接面对经销商，对销售渠道有很高的要求。	
	产品同质化，竞争激烈，毛利率水平差异很大	

资料来源：wind、中国产业信息网、彭博财经、新时代证券研究所

低压电器行业是电器行业的重要组成部分，我国低压电器产品从技术发展角度而言，可以划分为四代产品：

第一代 20 世纪 60-70 年代，是国内低压电器产业的形成阶段。国内企业在模仿苏联产品的基础上，设计开发出第一代统一设计的低压电器产品。第一代低压电器产品的结构尺寸大，材料消耗多，性能指标不理想，品种规格不齐全；

第二代 1978-1990 年，国内企业更新换代和引进国外先进技术，制造了第二代产品。产品技术指标明显提高，保护特性较完善，产品体积缩小，结构上适应成套装置要求；

第三代 1990-2005 年，国内企业相继自行开发试制了智能化的第三代产品，其性能优良、工作可靠、体积小，具有电子化、智能化、组合化、模块化和多功能化等特征。第三代产品较之第二代产品有三个突出的特点：高性能、小型化和智能化。电磁技术与芯片技术的应用使得低压电器产品开始具有智能化的功能；

第四代随着现场总线技术的发展与应用及微机处理器在低压电器领域的大量应用，网络化、可通信已成为国外第四代产品的最主要特征之一，此外，第四代产品还具有高性能、智能化、小型化、功能扩展与提高、高可靠性、方便用户使用等特征。

目前第一代产品已经被国家强制淘汰，第二代产品尚有少量生产，第三代产品是国内低压电器主流产品，第四代产品先进国家已有生产，国内企业尚未批量生产，国内不少企业正在进行技术攻关，研发试制第四代产品。

根据产品技术性能指标及其他一些指标，低压电器产品可以分为高、中、低端三类。在价格上高、中、低端产品有较大差异，一般高端产品比低端产品价格高出 50%-100%。

表3： 不同档次产品的销售单价范围

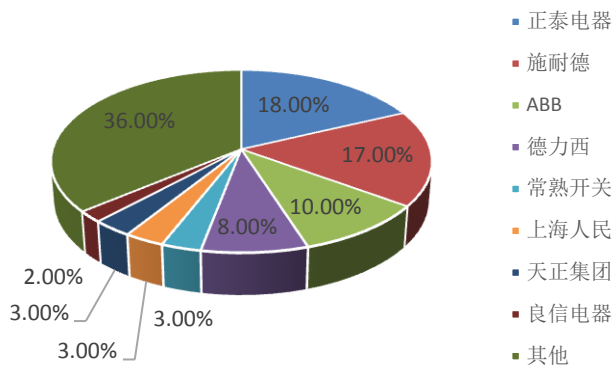
产品档次	产品代别	销售单价范围		
		小型断路器 MCB Icu=10KA (元/极)	塑壳断路器 MCCB (以 In=100A Icu=35KA)为例(元 /台)	框架断路器 ACB (以 In=2,000A 的 DW45)为例 (元/台)
高	第四代产品、部分第三代产品	≥ 15	≥ 300	≥ 18,000
中	主要第三代，部分第二代产品	8-15	200-300	10,000-18,000
低	主要第二代，部分第三代产品	<8	<200	<10,000

资料来源：公司招股说明书、新时代证券研究所

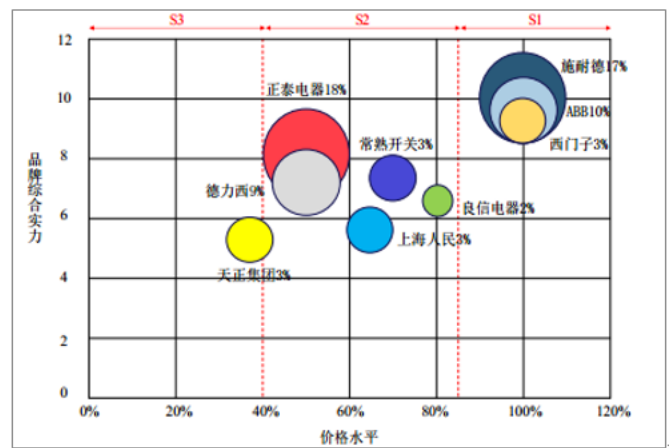
高、中、低端（或称 S1、S2、S3）市场规模比重分别为 20%、30%和 50%，但是随着消费升级和环保门槛的提高，用户对低压产品品质提出更高的要求，中高端的市场规模将会进一步提高，市场将由原来的梯形结构变为菱形结构（中高端占比提高，极高端和极低端的市场规模会很小）。

图12： 低压电器竞争格局分散

图13： 不同市场的竞争格局



资料来源：中国产业信息网、新时代证券研究所



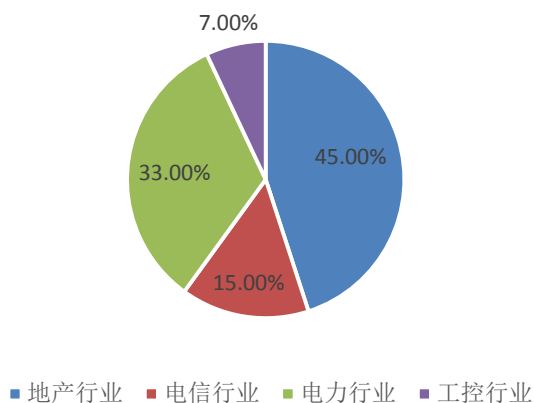
资料来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

目前我国低压电器的高端市场还是由海外企业所占据，施耐德、西门子和 ABB 等海外公司第三代高端产品的主要生产商，也是第四代产品的技术领导者。国内从产品结构上来讲，良信电器专注于 S2 的高端市场，产品附加值高，已经接近 S1 市场，成为我国中高端低压电器的领跑者。未来有望迅速进入 S1 市场，实现我国高端低压电器的进口替代。下游需求向好，公司将持续收益。

3、下游需求向好，公司将持续收益

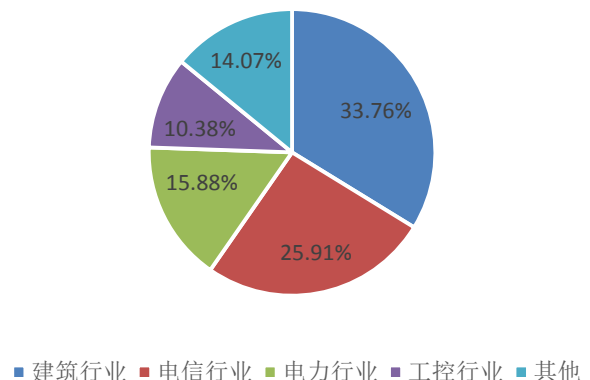
低压电器应用极其广泛，公司专注于终端电器、配电电器（营收占比超过 90%）。下游主要应用在新能源、电力电源、电力及基础设施、信息通讯、工控行业和智能楼宇等。公司在这些子行业中深耕多年，绑定高端大客户，未来行业需求向好，公司将持续收益。

图14： 2017 年公司各子行业销售收入占比



资料来源：wind、新时代证券研究所测算

图15： 2011 年公司各子行业销售收入占比

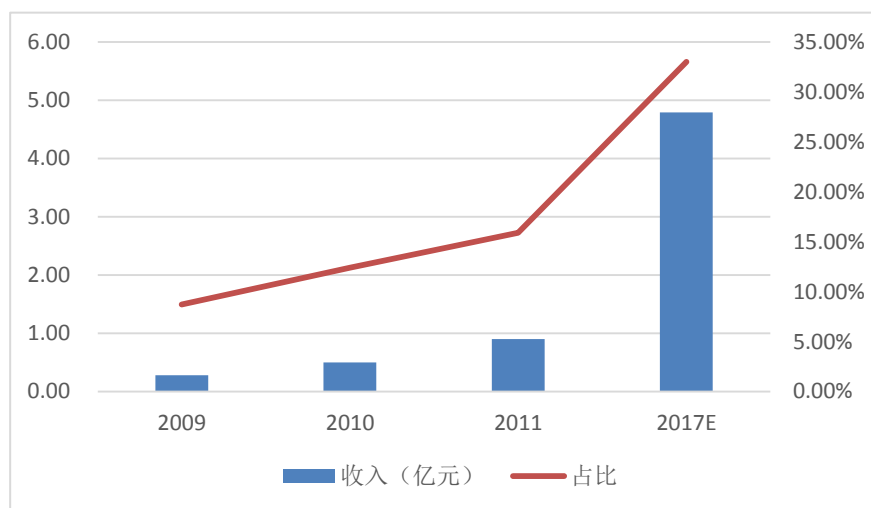


资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

3.1、配网投资力度加大，新能源快速发展，公司电力板块有望保持 20% 的增速

2009 年公司电力板块收入 2794 万元，2017 年预计电力板块收入为 4.79 亿元，销售占比由 8.72%，增长到 33%。可见公司在电力行业的深度发展，未来随着配网投资力度加大和新能源稳定发展。公司电力板块有望保持 20% 的增长。

图16： 公司历年电力板块收入和占比情况



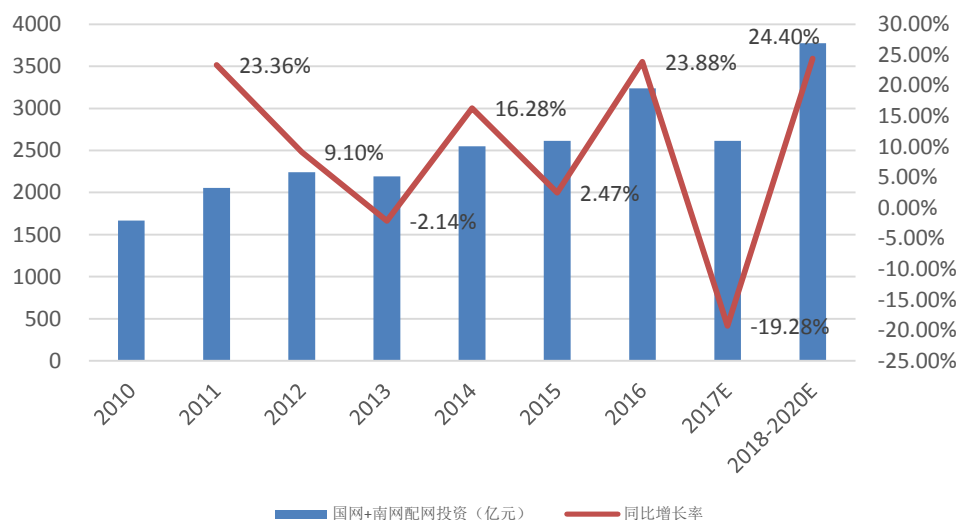
资料来源: wind、招股说明书、新时代证券研究所测算

3.1.1、配网投资力度加大，2018-2020 符合增速有望达到 24%，利好公司继保产品

低压电器广泛应用在配电侧和用户侧，是保障用电者能够高效和稳定地使用电能的重要一环节。2015 年 7 月 31 日，国家能源局下发《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》，提出 2015-2020 年配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中，2015 年投资不低于 3000 亿元，2016-2020 年累计投资不低于 1.7 万亿元。2018-2020 年配网投资仍有万亿空间、年均投资 3733 亿元，同比市场预期的年均 3000 亿元投资仍有 24%以上增速。

我国人均用电量依然存在非常大的提升空间，这就对配网和用电侧电气设备的容量和质量提出了非常高的要求，配电电器和终端电器的新装量以及巨大的更新换代需求将会持续利好低压电器特别是中高端低压电器的高增长。

图17： 2018-2020 年配网投资复合增速有望达到 24%



资料来源: 国家电网、南方电网、中国产业信息网、新时代证券研究所测算

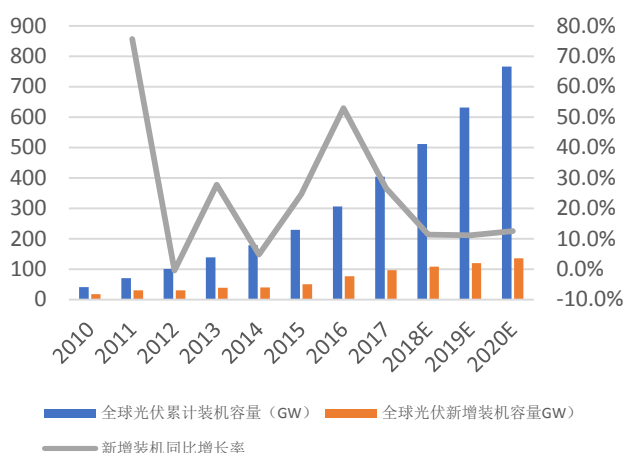
公司在电力电源行业中与国电南瑞、许继电气、国电南自、中国西电、国家核电等企业建立了长期合作关系，其中继电保护的行业集中度很高，前四大厂商占到行业份额的 80%，良信电器占到四大继保公司采购的 60%。公司电力行业销售收入

占比自 2009 年开始逐年提高,预计 2017 年电力行业低压电器的收入占比达到 33%。是各个板块中增速最快的部分。

3.1.2、新能源快速发展,公司已经成为大客户的核心供货商

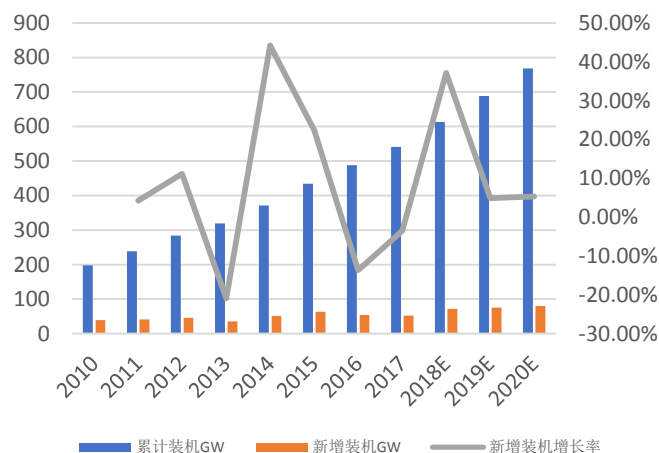
公司深耕新能源行业,在风电、光伏行业与行业龙头阳光电源、华为、金风科技、特变电工等建立了稳定的合作关系。并为行业中多个重点典型项目提供低压电器:青海锡铁山 100MW 光伏项目是全国第一个海拔 3000 米以上的光伏发电项目,采用了公司 NDM5Z DC1200V 塑壳断路器、NDC1 系列接触器、NDB2 系列微型断路器等产品;龙源酒泉瓜州风场项目是世界最大风电场,千万千瓦级风电项目,采用了公司 NDW1-2000 框架、NDC1-1600 接触器等产品。显示了公司在行业中的竞争力。

图18: 2010-2020 全球光伏装机容量



资料来源: wind、新时代证券研究所测算

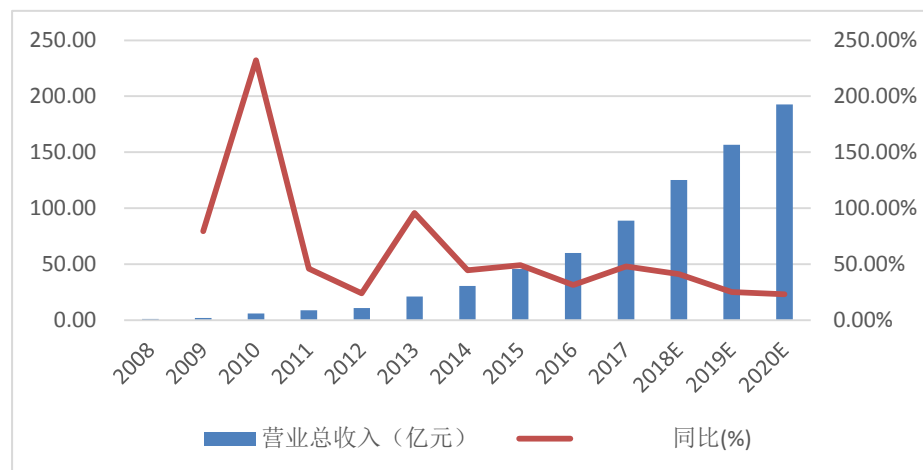
图19: 2010-2020 全球风电装机容量



资料来源: wind、新时代证券研究所测算

全球正在能源结构转型,光伏和风电作为新能源的代表正在快速发展,随着度电成本的进一步降低,风光有望在全球大部分地区实现平价上网,届时行业将迎来新一轮的高速成长。公司与行业内的龙头公司深度绑定,以逆变器龙头阳光电源为例,公司在 2016-2017 年分别获得阳光电源颁发的优秀供应商奖和技术创新奖。阳光电源在过去的 10 年营收高速增长,未来阳光将拓展海外业务,2018 年一季度收入增速达到 36.76%,已经 2018-2020 年可以保持 25%-40%的较高增长。

图20: 2008-2020 阳光电源营业收入

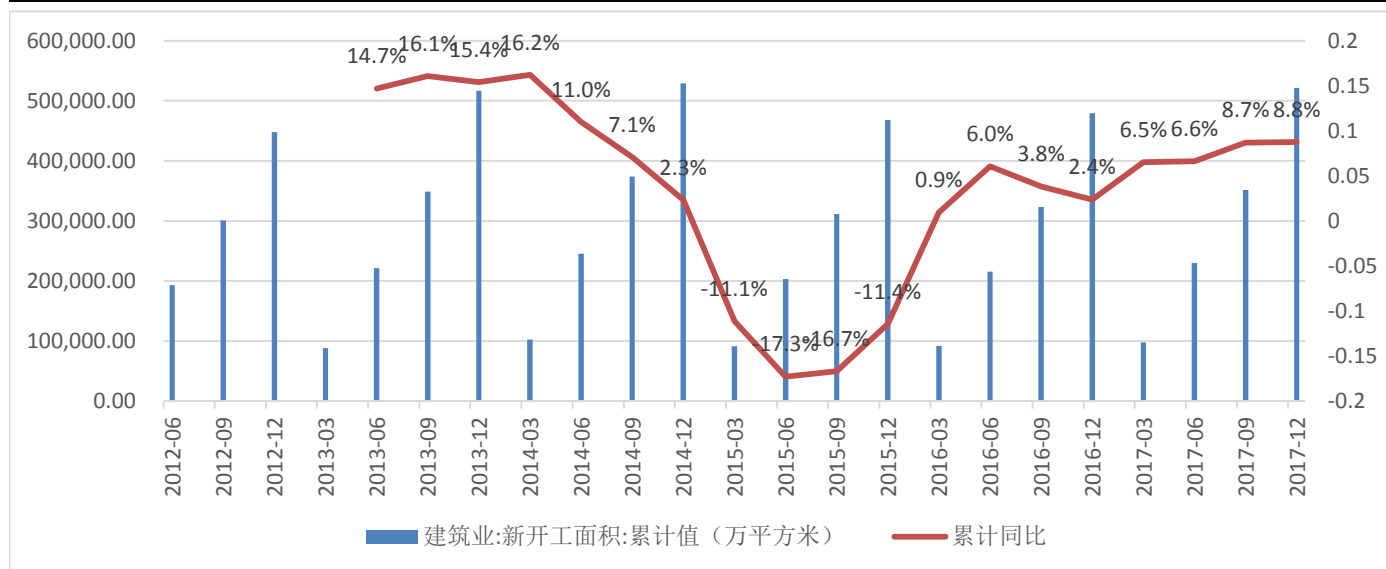


资料来源: wind、新时代证券研究所测算

3.2、智能楼宇行业，与万科深度合作 10 年，未来增速有望达到 25%

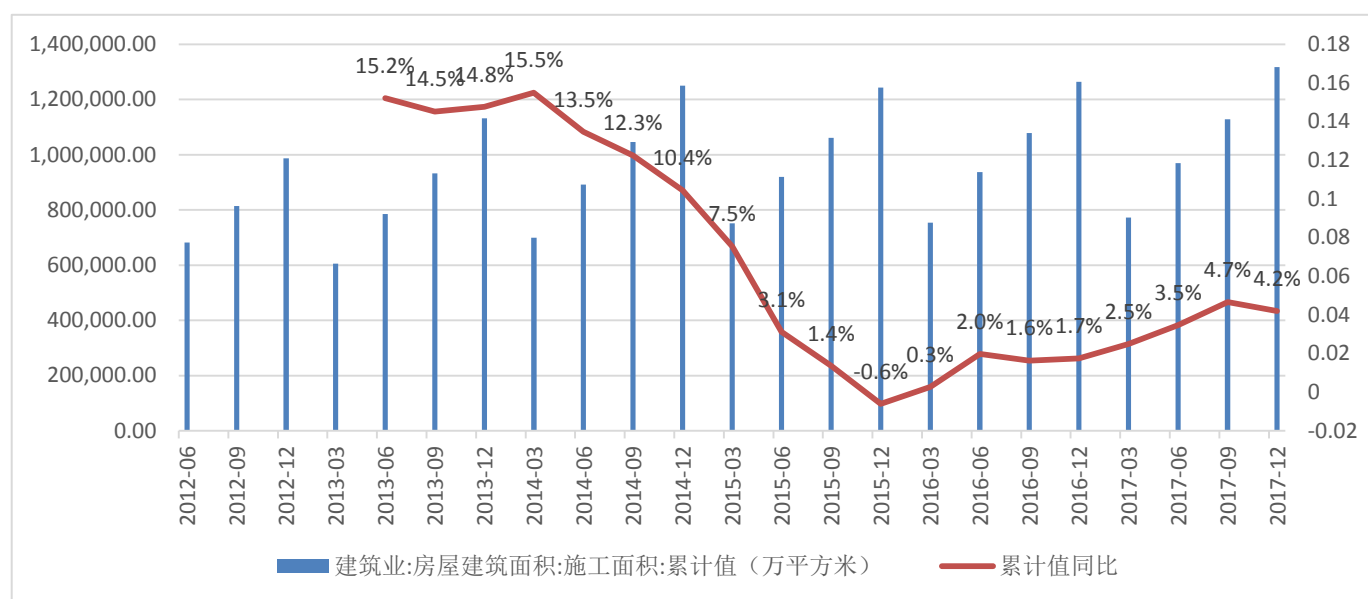
公司与万科合作已经有 10 年的时间，2015 年成为万科的 A 级供应商，目前公司已经与全国前 10 的地产商签约 7 家，前 30 的签约 20 家。我国房地产从 2009 年开始进入高速增长期，在 2015 年接近谷底，2016 年开始房地产行业开始明显回暖。

图21： 我国新开工面积累计值变化情况



资料来源：wind、新时代证券研究所

图22： 我国房屋施工面积累计值变化情况



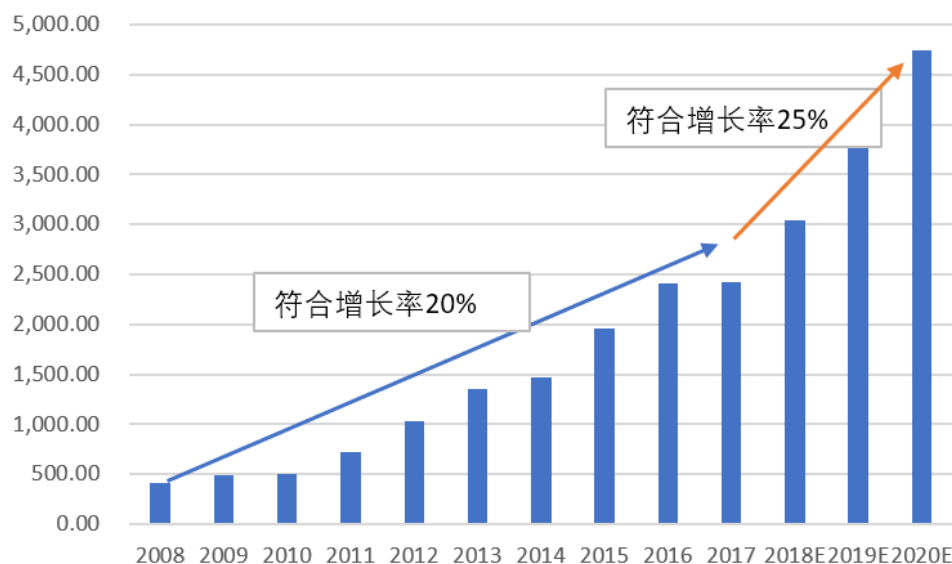
资料来源：wind、新时代证券研究所

房地产这几年呈现了一个增速放缓趋势，但是考虑到未来依旧巨大的刚性需求，巨大的存量市场也面临一个非常强的更换需求。所以认为房地产对低压电器的需求依旧非常明显。同时伴随着全社会对于终端用电设备安全性要求越来越高，中高端低压电器市场会越来越旺盛。

良信与万科09年合作至今，为全国65个城市，近100万套用户提供安全保障。万科战略合作成套厂50余家，万科地产低压元器件供应占比达95%。万科2008年营收409亿元，2017年营收2429亿元，10年的符合增速接近20%。2018年5

月万科 A 实现合同销售金额 428.8 亿元，同比上升 19.5%，增速较上月提高 19.5 个百分点，合同销售面积 279.7 万方，同比上升 15.6%，增速较上月提高 26.7 个百分点。万科业绩明显回暖，未来房地产行业集中度将继续提升，万科作为龙头企业，未来 3 年收入符合增速有望达到 25%。

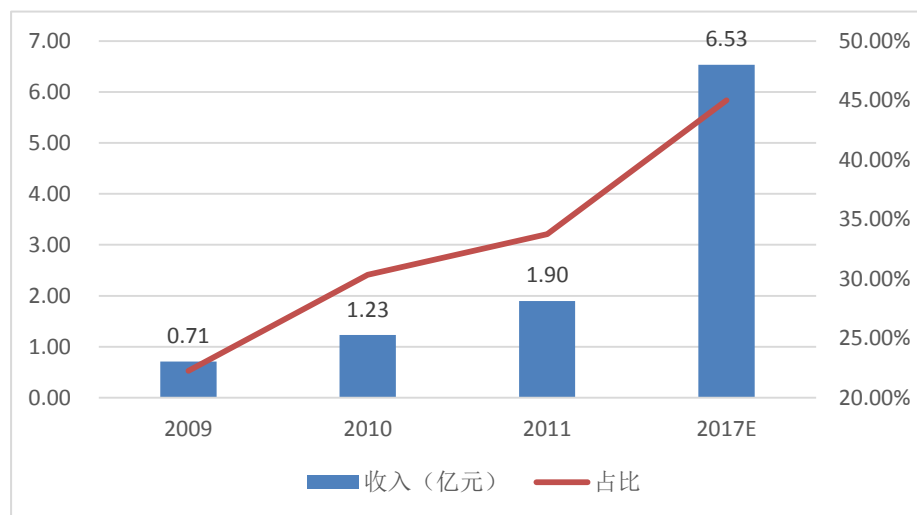
图23： 万科 2008 年-2020 年营收及预测



资料来源：wind、新时代证券研究所测算

良信电器作为国产品品牌的代表，以过硬的产品质量和优秀的性价比成为更多房地产开发商的首选。我们认为未来房地产中低压电器市场进口替代的过程将会加速。公司会持续收益，在这个子行业业务高速发展。公司与万科合作的 10 年时间，也是公司地产业务高速发展的 10 年，自 2009 年至 2017 年公司地产板块业务复合增速接近 28%。业务占比也稳定提升。未来预计公司该板块能够保持 25% 的增速。

图24： 公司地产业务收入及占比



资料来源：wind、招股说明书、新时代证券研究所

3.3、向互联网强国迈进，带动高端低压电器行业增长

电信行业以其巨大的投资额是低压电器中、高端产品使用最为广泛的领域之一。由于电信行业关系到人民生活中的方方面面，往往对低压电器的稳定性、可靠性有

很高的要求，并且制定了比较严格的供应商产品采购标准和流程。近年来随着我国金融、电力、能源、工业领域信息化建设的不断推进。随着国家“宽带中国”战略、促进“信息消费”、推进 5G 建设等一系列政策的深入实施，以及大数据、云计算、物联网等新业务新技术的普及应用，我国电信产业面临更为广阔的发展空间。无论是运营商大规模基站建设还是社会整体 IDC 数据机房市场规模的不断提升，都将大幅提升高端低压电器的使用量。

公司是国内最早开始布局电信行业的低压电器厂商，已经与华为合作超过 12 年，与维谛（原艾默生网络能源）合作超过 15 年。并与联通、电信、移动和中兴等大客户有稳定的战略合作关系。

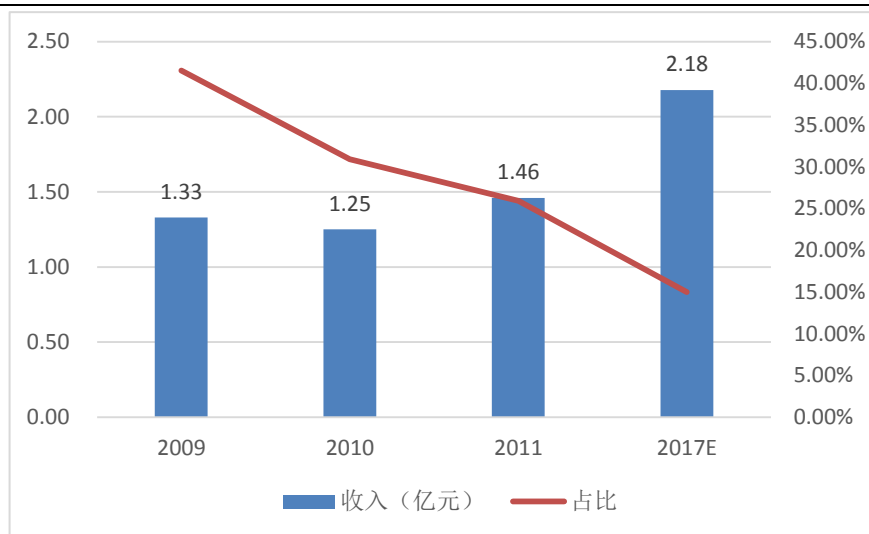
表4：未来网络更新替代需求

项目	需求	备注
基站	4G	6G/10G 为主向 10G/25G 为主升级
	非 4G	2.5G 向 6G/10G 升级
接入网	有线	光纤到户继续提升覆盖率
	无线	继续扩大基站数量
传输网	城域网	100G 规模化建设
	骨干网	400G 建设
数据中心	电信	<10G/10-40G 向 40-100G/>100G 升级
	互联网	25G 验证阶段

资料来源：中国产业信息、新时代证券研究所

结合目前我国网络建设整体情况和《信息通信行业发展规划(2016-2020 年)》，提升基础设施建设仍是重中之重。发改委和工信部在 2016 年底印发《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》，2016-2018 年信息基础设施建设共需投资 1.2 万亿元，并拟重点推进骨干网、城域网、固定宽带接入网、移动宽带接入网、国际通信网和应用基础设施建设项目 92 项，设计总投资 9022 亿元。我国正在从互联网大国，向互联网强国迈进，通信基站和 IDC 数据机房市场未来都会保持较高的增长，基站建设速度将保持在 20%-30%，数据中心数量将保持 40% 的增长。将对高端低压电器市场形成有力支撑。

图25：公司历年电信板块营收及占比情况



资料来源：公司年报、招股说明书、新时代证券研究所

电信行业在 2012 年开始竞争加剧，公司主动放弃了一些低毛利率的产品，现

在主要绑定华为、中移动、中国联通、中兴等优质大客户。未来公司电信板块有望与行业增速保持一致，达到 10%-15% 的稳定增长。

4、首次覆盖给予“推荐”评级

看好公司高研发投入和优秀客户群，未来进口替代空间较大。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.57、3.19 和 3.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.41 和 0.51 元。当前股价对应 18-20 年分别为 21、17 和 14 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1313	1378	1560	1648	1893	营业收入	1226	1452	1722	2063	2475
现金	196	126	205	150	240	营业成本	766	891	1051	1257	1505
应收账款	78	105	113	148	165	营业税金及附加	7	7	9	10	12
其他应收款	4	6	6	8	8	营业费用	148	182	207	248	297
预付账款	1	1	1	1	2	管理费用	141	179	207	227	248
存货	154	189	215	268	311	财务费用	-3	-0	-1	-0	0
其他流动资产	880	953	1021	1074	1168	资产减值损失	8	-1	0	0	0
非流动资产	579	656	703	760	847	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	4	0	0	0	0	投资净收益	12	25	25	25	25
固定资产	244	245	317	393	477	营业利润	171	220	274	346	438
无形资产	59	60	67	67	66	营业外收入	20	25	25	25	25
其他非流动资产	272	350	319	301	303	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	1892	2034	2263	2409	2740	利润总额	190	244	299	371	462
流动负债	338	338	442	465	595	所得税	28	34	42	52	64
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	162	210	257	319	398
应付账款	239	210	320	313	445	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	99	129	122	152	150	归属母公司净利润	162	210	257	319	398
非流动负债	0	6	6	6	6	EBITDA	222	284	333	415	506
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.21	0.27	0.33	0.41	0.51
其他非流动负债	0	6	6	6	6						
负债合计	338	344	448	471	601	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	259	524	786	786	786	营业收入(%)	21.0	18.5	18.6	19.8	20.0
资本公积	839	629	367	367	367	营业利润(%)	22.5	28.7	24.8	26.3	26.4
留存收益	469	576	672	793	942	归属于母公司净利润(%)	29.6	29.6	22.3	24.1	24.7
归属母公司股东权益	1553	1689	1815	1938	2139	获利能力					
负债和股东权益	1892	2034	2263	2409	2740	毛利率(%)	37.5	38.6	39.0	39.1	39.2
						净利率(%)	13.2	14.5	14.9	15.5	16.1
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	10.4	12.4	14.2	16.5	18.6
经营活动现金流	222	171	272	224	398	ROIC(%)	10.1	12.2	13.9	16.2	18.3
净利润	162	210	257	319	398	偿债能力					
折旧摊销	37	43	40	49	49	资产负债率(%)	17.9	16.9	19.8	19.5	21.9
财务费用	-3	-0	-1	-0	0	净负债比率(%)	-12.6	(7.4)	(11.3)	(7.7)	-11.2
投资损失	-12	-25	-25	-25	-25	流动比率	3.9	4.1	3.5	3.5	3.2
营运资金变动	26	-72	0	-120	-25	速动比率	3.4	3.5	3.0	3.0	2.7
其他经营现金流	12	14	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-676	-177	-62	-82	-111	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
资本支出	157	130	47	57	87	应收账款周转率	15.4	15.9	15.9	15.9	15.9
长期投资	-2	0	0	1	0	应付账款周转率	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0
其他投资现金流	-521	-47	-15	-24	-25	每股指标(元)					
筹资活动现金流	430	-64	-130	-196	-197	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.27	0.33	0.41	0.51
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.45	0.12	0.35	0.28	0.51
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.15	2.31	2.47	2.72
普通股增加	144	265	262	0	0	估值比率					
资本公积增加	386	-211	-262	0	0	P/E	34.12	26.33	21.52	17.34	13.91
其他筹资现金流	-99	-119	-130	-196	-197	P/B	3.56	3.28	3.05	2.86	2.59
现金净增加额	-22	-71	79	-55	90	EV/EBITDA	24.06	19.1	16.0	13.0	10.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>