

专注中高端市场、深耕大客户需求

2018.12.09

潘永乐(分析师)

电话: 020-88832354

邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518070002

核心观点:

● 专注中高端市场，稳步发展

公司始终专注于国内低压电器中、高端市场，实际控制人均属于创始人团队，以技术型人才为主，整体股权结构稳定。经营模式上公司主抓研发和产品测试，除关键部件和关键工艺之外大部分标准件都外包生产。2018Q3 公司实现营业收入 12.26 亿元 (YoY+12.53%)；实现归母净利 2.19 亿元 (YoY+20.1%)。

● 需求端：需求稳定增长，与固定资产投资高度相关

低压电器行业需求与房地产业、电力基础设施建设、制造业和新能源等息息相关，行业增速也与全社会固定资产投资有很大的相关性。公司下游行业占比中建筑业高达 56%，其次是电力 (17%)、电信 (10%)、新能源 (8%)。对于公司来说，由于“建筑+电力+电信”三大行业占比合计高达 83%，这使得公司营业收入总体呈现出与固定资产投资增速高度相关的特征。从未来的弹性来看，受到 5G 建设需求和新能源发电、新能源汽车装机需求的增长，我们认为未来电信和新能源领域是公司增速较快的市场。

● 供给端：行业梯队明显，公司回到大区制销售主导

低压电器行业梯队划分明显，在 S1+S2 市场更多是以“技术+市场”竞争为主。在 S1+S2 市场中目前以施耐德、ABB 为代表的外资企业依旧占据了较大的领先地位，国产替代较为缓慢。目前公司在全市场份额约 2% 左右，在 S1+S2 市场份额约 4% 左右，与施耐德 (30%)、ABB (16%)、西门子 (7%) 比较，进口替代空间依旧较大。公司今年从 BU 制回归到大区制，主要是由于之前的 BU 制由于拉长了销售层级，在执行过程中出现了一些降低效率的情况。我们认为，重新回归到大区制能够更加突出公司的大客户点对点营销能力。

● 研发端：技术升级是进口替代的核心驱动力

公司注重研发投入，研发费用占营业收入比稳步上升且处于同行业较高占比水平，2018Q3 公司研发投入 0.95 亿元，占比 7.74%，较 2017 年上升 0.51 个百分点；2018 年预计投入的研发费用超过 1.5 亿元。公司研发人员占员工总数约 25% 左右。目前公司的产品系列中，小型断路器的竞争优势最大，已占到公司出货量占比的 50% 左右。

● 盈利预测与估值：

考虑到公司在建筑业持续深耕的同时积极进军新能源行业，我们调整公司 18-20 年公司 EPS 预测值分别为 0.32、0.38、0.47 元人民币，对应市盈率为 18.86、15.53、12.72 倍，继续给予其“强烈推荐”评级，以 20 倍 P/E 给予其目标价 7.6 元。

● 风险提示：新能源行业需求下滑；房地产行业需求下滑；新能源车行业拓展不及预期；下游行业议价能力较强等。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1452.05	1549.81	1938.10	2405.50
同比(%)	18.46%	6.73%	25.05%	24.12%
归属母公司净利润	210.20	248.16	301.25	367.93
同比(%)	29.60%	18.06%	21.39%	22.14%
每股收益(元)	0.27	0.32	0.38	0.47
P/E	14.84	18.86	15.53	12.72
P/B	1.85	2.53	3.63	5.74
EV/EBITDA	20.50	13.03	12.03	10.46

强烈推荐 (维持)

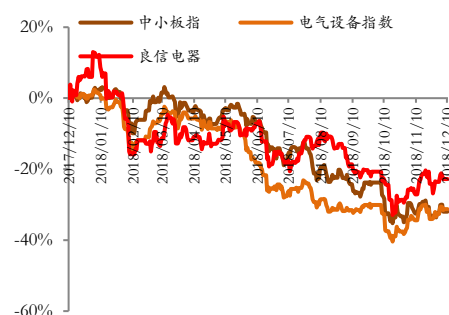
现价: 5.95 元

目标价: 7.60 元

股价空间: 27.73%

电力设备新能源行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
良信电器	5.87	-2.94	-16.78
电气设备	4.78	1.69	-15.95
中小板指	0.76	-7.83	-27.10

基本资料

总市值 (亿元)	46.72
总股本 (亿股)	7.85
流通股比例	69.22%
资产负债率	17.69%

相关报告

良信电器半年报点评：低压电器表现稳定，毛利率持续提升 20180816



目录

1 经营稳健，团队稳定	5
2 需求端：低压电器需求稳定增长	7
2.1 低压电器作为基础元件，下游覆盖实体经济多个重要行业	7
2.2 需求稳定增长，与固定资产投资高度相关	9
2.3 公司终端电器营收与房地产投资高度相关	11
2.4 配网投资加大推动公司配电电器业务上升	12
2.5 新能源与通信投资进一步支撑公司需求	13
3 供给端：梯队明显，进口替代进行时	14
3.1 行业分为 S1/S2/S3 梯队，梯队结构明显	14
3.2 S3 市场已经完成进口替代，S2 市场进口替代正缓慢进行	16
3.3 重回区域销售制度，为重点客户提供定制化服务	17
4 研发端：技术升级是进口替代的核心驱动	19
4.1 研发为重，公司寻求核心竞争力	19
4.2 小型断路器竞争力最强，产品差异化确立公司竞争优势	20
5 盈利预测及估值	21
6 风险提示	21



图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构情况	6
图表 3: 公司营收情况 (百万元、%)	6
图表 4: 公司归母净利润情况 (亿元、%)	6
图表 5: 公司 ROE (%)	6
图表 6: 公司毛利率情况 (%)	6
图表 7: 公司分业务营收 (百万元)	7
图表 8: 公司分业务营收占比 (%)	7
图表 9: 公司分业务毛利占比情况 (%)	7
图表 10: 分业务毛利率 (%)	7
图表 11: 低压电器在电力系统中应用示意图	8
图表 12: 低压电器分类表	8
图表 13: 低压电器四代产品对比	9
图表 14: 低压电器行业下游行业占比 (%)	9
图表 15: 良信电器下游行业占比 (%)	9
图表 16: 固定资产投资规模与低压行业规模比较	10
图表 17: 固定资产投资与行业规模增速对比 (%)	10
图表 18: 我国低压电器市场规模及未来预测 (亿元)	10
图表 19: 各主要低压电器产品未来需求预测	10
图表 20: 固定资产投资规模与公司营收比较	11
图表 21: 固定资产投资、行业规模与公司营收增速 (%)	11
图表 22: 新增房地产投资及同比 (亿元, %)	11
图表 23: 房屋新开工面积及竣工面积 (万平方米)	11
图表 24: 房地产新增投资与终端电器营收	12
图表 25: 终端电气营收及预测 (亿元)	12
图表 26: 全社会用电量 (万 KW, %)	12
图表 27: 6000KW 及以上发电设备容量情况 (万 KW)	12
图表 28: 配网投资与公司配电电器营收	13
图表 29: 配电电器营收及同比 (亿元, %)	13
图表 30: 全国电信固定资产投资情况 (亿元, %)	13
图表 31: 全国电信业务总量 (亿元)	13
图表 32: 我国逐季度光伏新增装机规模 (GW)	14
图表 33: 我国逐年风电新增装机规模 (GW)	14
图表 34: 低压电器行业市场划分	14
图表 35: 低压电器市场主要参与者情况	15
图表 36: 低压电器不同市场的主要产品及其性能	15
图表 37: 各企业市场份额情况 (%)	16
图表 38: S1/S2 市场份额情况 (%)	16
图表 39: 行业各公司产品毛利率情况 (%)	16
图表 40: 公司主要产品及分类情况	17
图表 41: 低压电器企业主要生产销售流程	17
图表 42: 公司下游主要客户一览表	18

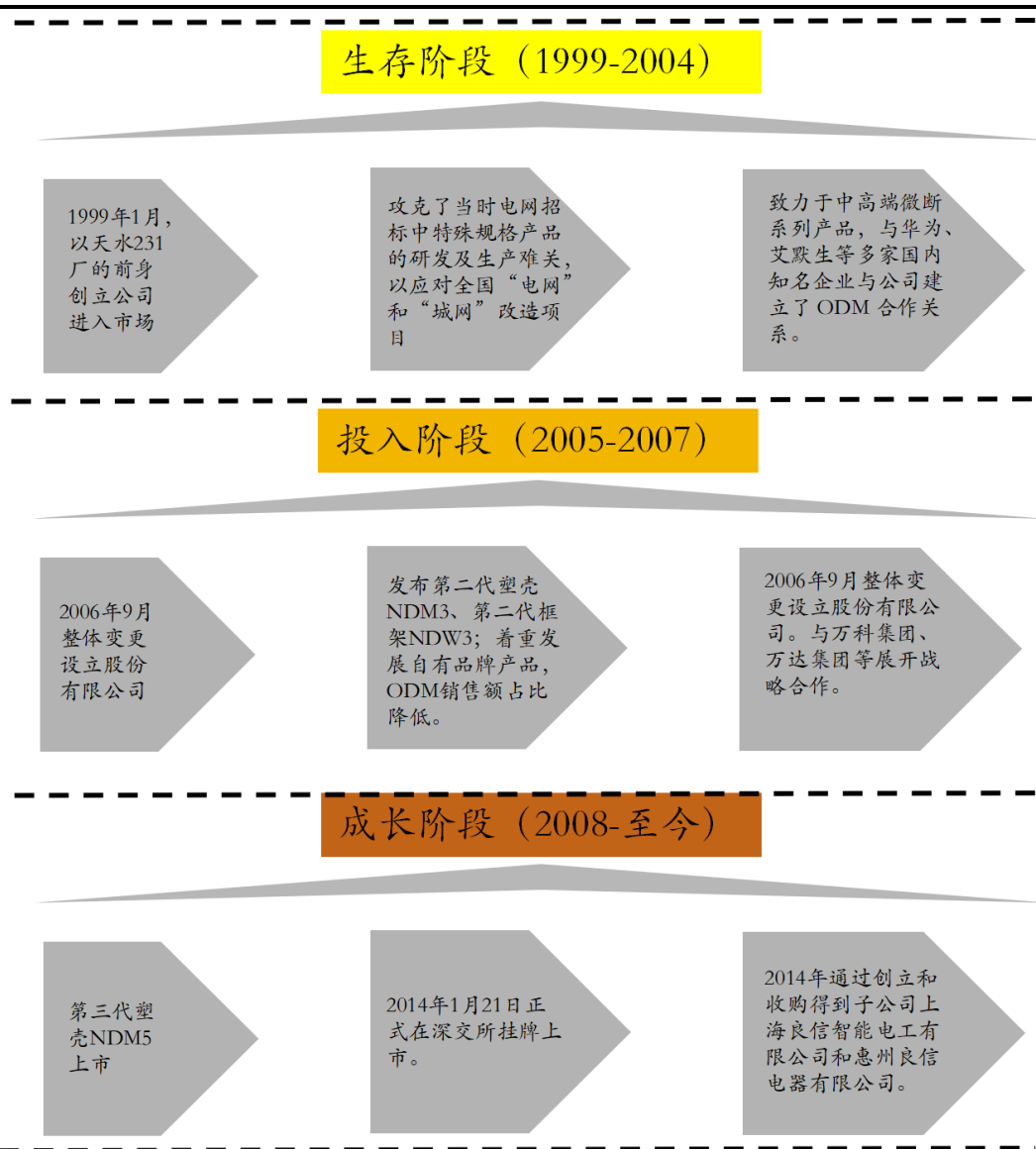


图表 43: 销售和管理费用占比情况（亿元，%）	18
图表 44: 销售人员情况（人，%）	18
图表 45: 公司海外收入占营业收入比重情况（百万，%）	19
图表 46: 研发费用投入情况（亿元，%）	19
图表 47: 同行业研发费用占营收比重对比（%）	19
图表 48: 研发人员情况（人，%）	20
图表 49: 公司专利情况（项）	20
图表 50: 公司细分产品占比情况（%）	20
图表 51: S2 公司 2017 年营收情况（亿元）	20
图表 52: 各公司优势产品	20
图表 53: 公司主要业务分拆预测（单位：百万元）	21
图表 54: 行业各公司估值情况对比（亿元）	21

1 经营稳健，团队稳定

公司主要从事终端电器、配电电器、控制电器、智能家居等产品的研发、生产和销售，是国内低压电器行业中专注于中、高端市场的领先公司之一。公司最早成立于1999年1月，2006年9月整体变更设立股份有限公司，并于2014年1月21日正式在深交所挂牌上市。集团旗下主要子公司有上海良信智能电工有限公司和惠州良信电器有限公司。截止2018年中期，公司在电力电源、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、唐山松下、中国移动、中国联通、中兴通讯、万科地产、绿地集团等企业形成了持续稳定的合作关系。同时也成为美国GE、艾默生网络能源等国际企业的全球供应商。

图表1：公司发展历程

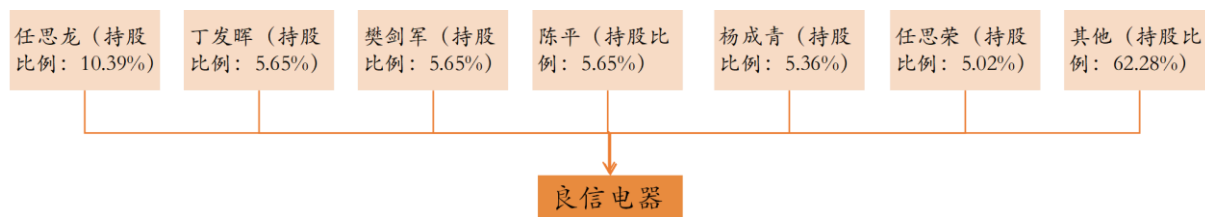


数据来源：公司官网，招股说明书，广证恒生

公司实际控制人均属于创始人团队，以技术型人才为主，整体股权结构稳定。公司当前第一大股东为任思龙先生，持股比例为10.39%；任思龙、丁发晖、樊剑军、陈平、杨成青、任思荣、刘宏光等7人作为一致行动人实际控制公司约42.21%的股权，其中任思荣、任思龙为姐弟关系。作为公司一致行动人兼创始人，任思龙、丁发晖、樊剑军、陈平、任思荣、杨成青、刘宏光之前都就职于天水213机床电器厂，整个实际控制人团队属于技术型团队，总体较为稳定。目前公司正在顺利进行新老交接，杨成青先生在终止减

持股份减持计划后已辞去公司副总裁职务。

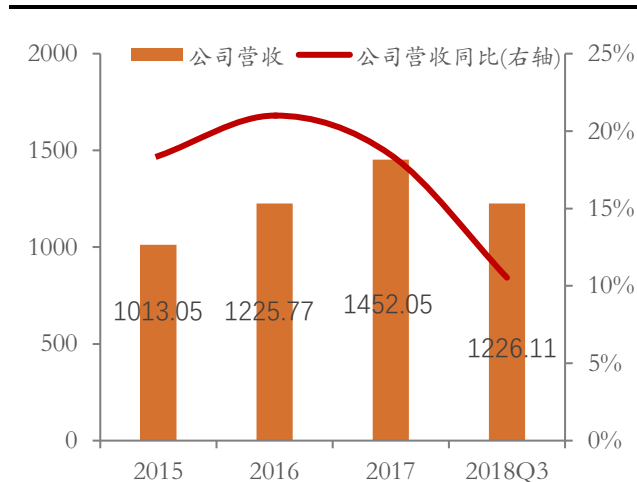
图表 2: 公司股权结构情况



数据来源: 公司公告, wind, 广证恒生

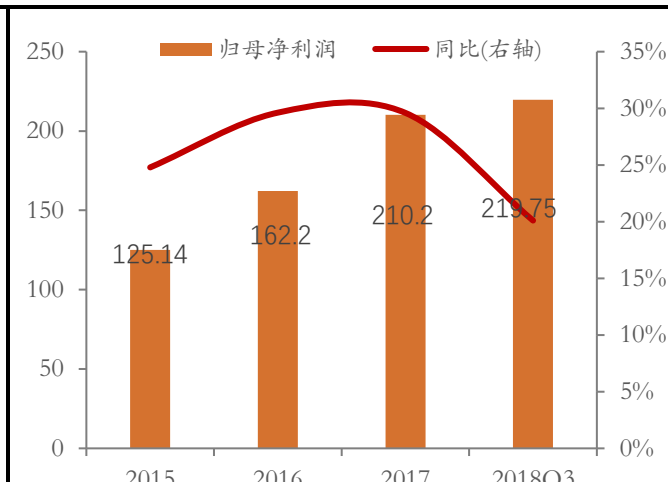
公司主营低压电器业务, 主抓研发和产品装配测试, 除关键部件关键工艺之外大部分标准件都外包生产。2018Q3 公司实现营收 12.26 亿元, 同比增长 10.53%; 归母净利润 21.97 亿元, 同比增长 20.1%。我们认为, 公司 2018 年前三季度盈利能力上升的主要原因来自于毛利率和净利率的稳步增长, 2018H1 公司毛利率和净利率分别为 42.42% 和 17.92%。

图表 3: 公司营收情况 (百万元、%)



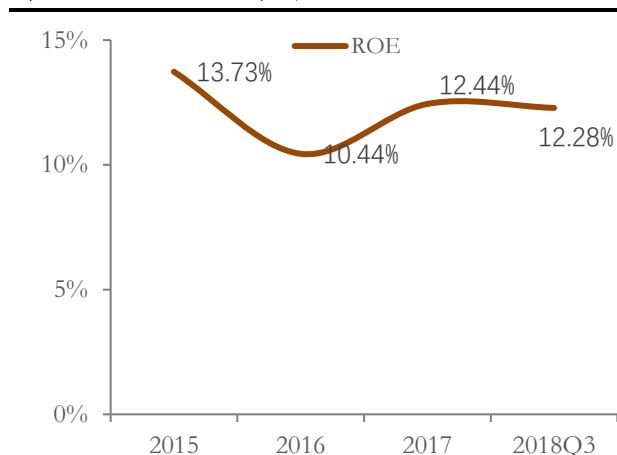
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 4: 公司归母净利润情况 (亿元、%)



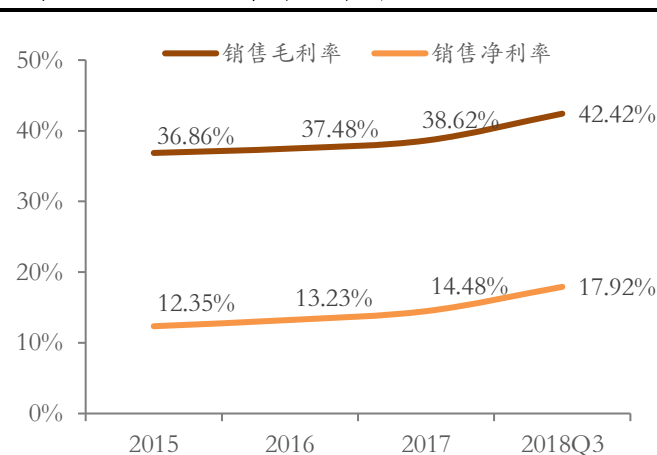
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 5: 公司 ROE (%)



数据来源: wind, 广证恒生

图表 6: 公司毛利率情况 (%)

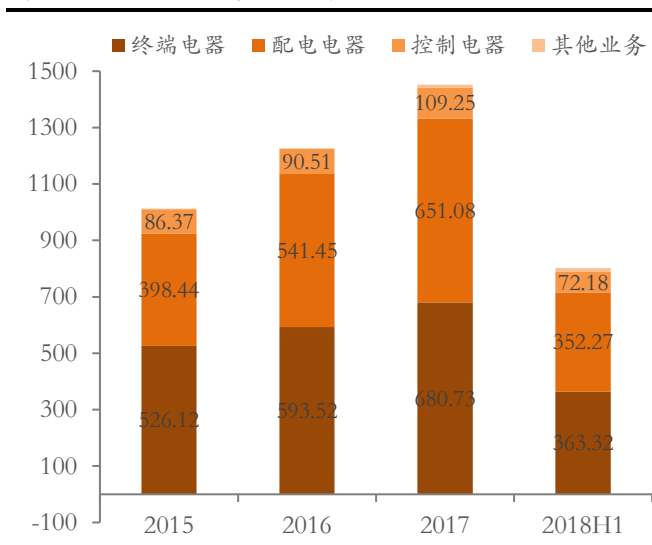


数据来源: wind, 广证恒生

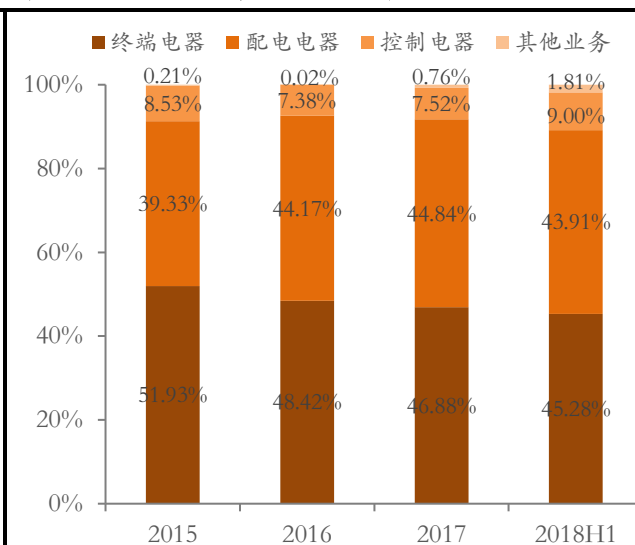
从分业务来看, 2018 年上半年公司终端电器、配电电器、控制电器作为公司业务主体, 其营收占比分别为 45.26%、43.89%、8.98%, 合计占比达 98.13%。2015-2018Q3, 公司综合毛利率分别为 36.86%/37.48%/38.62%/42.42%; 净利率分别为 12.35%/13.23%/14.48%/17.92%, 整体呈现出持续缓慢上升的态势。在分业务的毛利率中, 公司各大类产品基本保持一致趋势。从分类来看, 终端电器作为占比最高

的业务毛利率一直呈上升的趋势,2018H1 为 43.85%,较 2017 年同比上升了 2.8 个百分点;配电电器 2018H1 毛利率也到达 41.77%,较 2017 年同比上升了 2.22 个百分点。

图表 7: 公司分业务营收 (百万元)



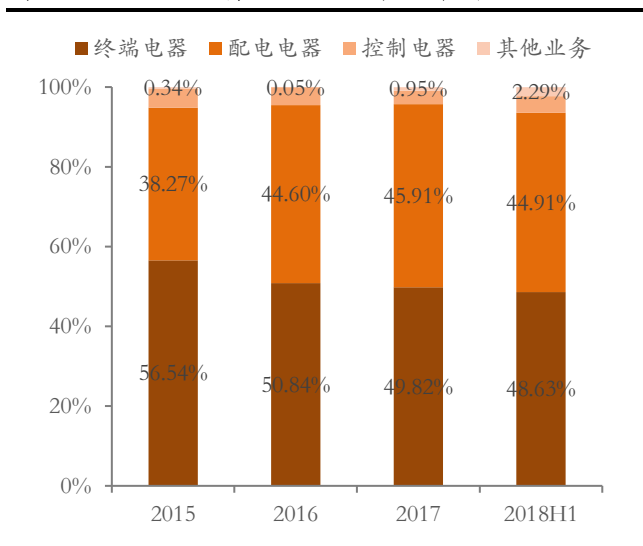
图表 8: 公司分业务营收占比 (%)



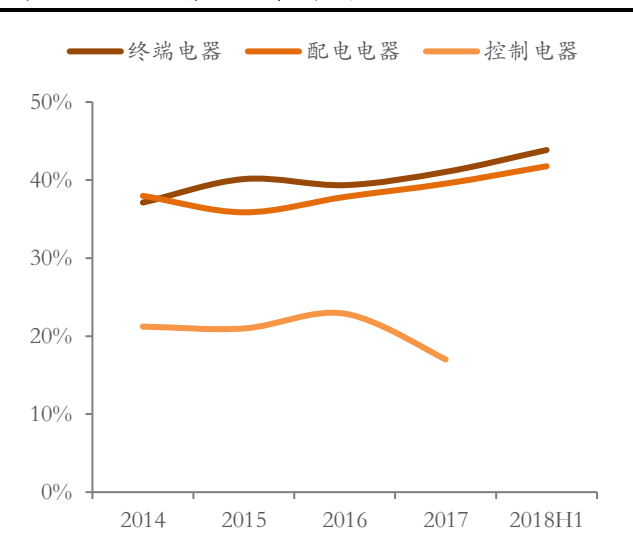
数据来源: 公司公告, 广证恒生

数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 9: 公司分业务毛利占比情况 (%)



图表 10: 分业务毛利率 (%)



数据来源: wind, 广证恒生

数据来源: wind, 广证恒生

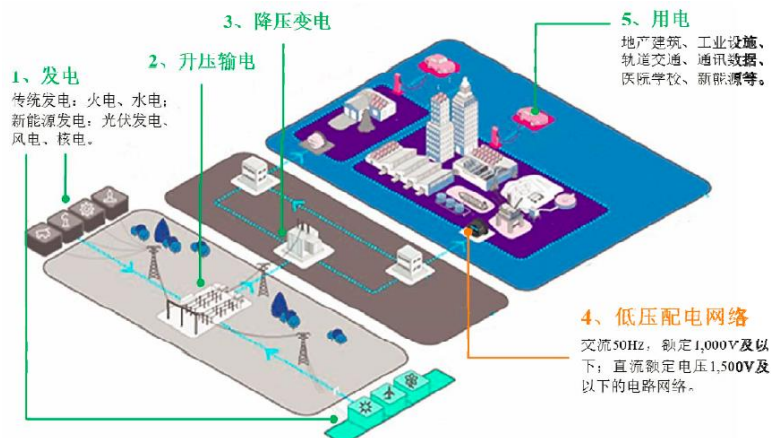
2 需求端: 低压电器需求稳定增长

2.1 低压电器作为基础元件, 下游覆盖实体经济多个重要行业

低压电器是成套电气设备的基本组成元件, 广泛应用于各个基础部门。我们以交流 1200V、直流 1500V 为界, 将低于界限的用于实现对电路或非电对象的切换、控制、保护、检测、变换和调节的元件或设备定义为低压电器的范畴。低压电器是低压配电系统和低压配电网的结构基石, 工业、农业、交通、国防和一般的居民用电领域大多采取低压供电。电力通过高压电路传输后, 必须经过各级变电所逐级降压, 再通过各级配电系统分配, 最终进入终端用户。由于低压电器广泛应用于低压配电系统之中并起电路通断、保护和控制的作用, 其性能和质量直接影响电力终端用户的用电安全和用电端供电系统的可靠性。广泛的应用

范围也使得低压电器行业与国民经济保持一致性的长期趋势，周期性、区域性、季节性的特征均不十分明显。

图表 11：低压电器在电力系统中应用示意图



数据来源：泰永长征招股说明书，广证恒生

低压电器根据类型分，可分为“三断一接”：框架万能式断路器、塑料外壳式断路器、小型断路器、接触器；根据作用分，可分为配电电器、终端电器、控制电器、电源电器等。目前专业领域一般按照“三断一接”来区分，从市场角度则更多根据作用分类。

图表 12：低压电器分类表

分类	简介	主要产品类型	应用范围
终端电器	终端电器是装于电路末端，用于对有关电路和用电设备进行配电、保护、控制、调节、报警等的开关电器	小型断路器、小型漏电断路器、模数化接触器、模数化隔离开关、开关熔断器、模数化插座、模数化终端组合配电箱、模数化仪表等	终端电器普遍连接于电网末端，通过电能的分配，将电能分别传递给下级各个分支回路，包括商业和民用建筑、工业用电单位等领域
配电电器	配电电器指主要用于配电电路，除终端电器和电源电器之外，对电路及设备进行保护以及通断负载的电器	框架（万能）断路器；塑料外壳断路器；熔断器、双电源转换开关、隔离开关等	大量用于电网输配电的低压侧。万能式断路器作为主干回路的主开关使用，塑料外壳式断路器一般用于分支回路，起通断、控制和保护等作用
控制电器	控制电器主要指用于开关设备和控制设备中作控制、信号、连锁等用途的电器，常用于在各行业领域广泛使用的电动机中进行启动、调速、正反转、制动等各种控制	继电器、主令电器、行程开关、软起动器、变频器、设备用断路器等	在如冶金、石化、矿山、机械、港口等领域内完成各种电动机的启动、调速、正反转、制动的各种控制的低压电器
电源电器	电源电器主要用于配电电路，负责转换、感知多路电流状态，在常用、备用电源或应急电源之间进行切换，在一些对电力持续供应要求较高的用电单元或装置中，保证用电单元或装置用电的稳定性或连续性	双电源自动转换开关及其控制器、STS 静态转换开关等	应用在对供电连续性要求高的一级负荷、二级负荷、三级负荷的配电网中，可应用于综合建筑、商业楼宇、轨道交通、工业、医疗、机场、数据中心、消防等领域

数据来源：泰永长征招股说明书，广证恒生

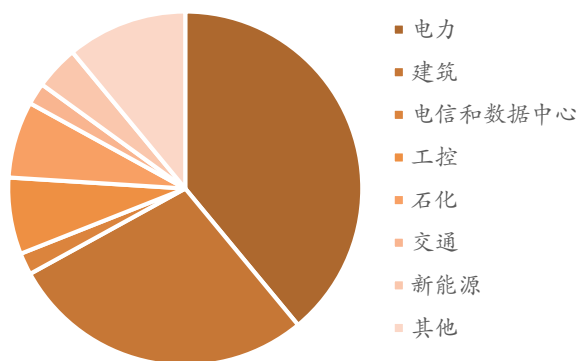
我国低压电器行业经历了 60 年左右的发展，从修配、仿制再到自主研发，已经迭代了四代产品，基本形成了较为完整的生产体系，整体品类已经超过了 1000 个系列，生产企业达到了 2000 家左右。目前主要的第四代技术掌握在以施耐德、ABB、西门子为代表的海外企业手中，国内部分低压电器企业已经掌握了第三代产品的核心技术和知识产权，正在进行第四代产品的研发制造。

图表 13: 低压电器四代产品对比

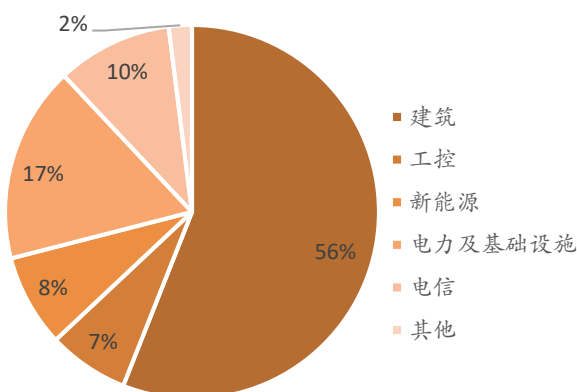
代际	研发时间	与国际比较	特点
第一代	20 世纪 60 年代	相当于国际 20 世纪 50 年代水平	性能指标低、产品体积大、功能单一。目前已经基本淘汰。
第二代	20 世纪 70 年代末-80 年代末	相当于国际 20 世纪 70 年代水平	性能指标较第一代产品水平有较大提高, 体积明显缩小, 保护功能扩大, 性能指标复合当时的国际标准 (IEC)。第二代产品与第一代相比由于产品体积缩小, 结构上可以适应成套装置的要求。
第三代	20 世纪 90 年代	相当于国际 20 世纪 80 年代水平	具有高性能、小型化、电子化、智能化、模块化、多功能化、组合化的特点, 目前已成为我国低压电器的主流产品。与第二代相比, 电磁技术和芯片技术的应用使得低压电器开始具有智能化的功能。
第四代	21 世纪至今	基本达到与接近国际水平	具有高性能、多功能、小体积、高可靠、绿色环保、节能与节材等特性, 以及双向高速通信和智能控制等功能, 包含了现场总线技术和微机处理器的大量应用。

数据来源: 中国电器工业协会低压电器分会, 广证恒生

公司下游中建筑业占比显著高于行业水平。在整个低压电器行业的下游占比中, 电力行业占据最重要的部分, 份额接近 40%; 其次是建筑业 (包括房地产业) 占了 28%; 石化和工控行业的占比也分别达到了 7%。与行业的情况相比较, 公司的下游行业占比有明显的特点。2018 年 1-9 月, 公司的下游行业中建筑 (含房地产) 业占比超过半数, 达到 56%, 远远高于行业平均情况, 这也说明公司营收与全国固定资产投资的关联程度较高; 电力和基础设施次之, 占比达到 17%; 电信和新能源的占比分别是 10% 和 8%。

图表 14: 低压电器行业下游行业占比 (%)


数据来源: 中国电器工业协会, 广证恒生

图表 15: 良信电器下游行业占比 (%)


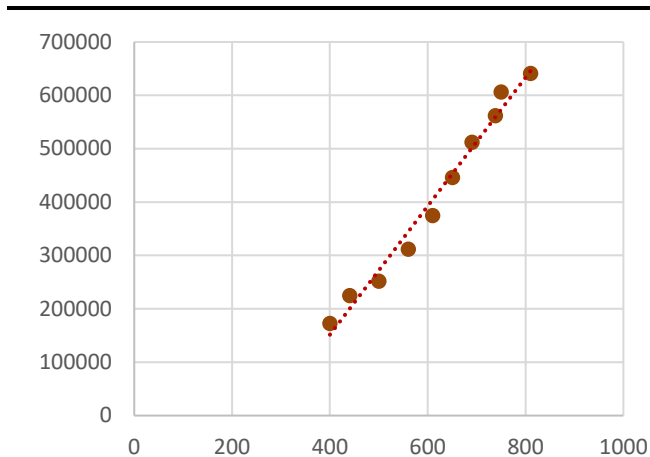
数据来源: 公司公告, 广证恒生

2.2 需求稳定增长, 与固定资产投资高度相关

低压电器与房地产业、电力基础设施建设、制造业和新能源等息息相关, 行业增速也与全社会固定资产投资有很大的相关性。根据咨询机构 Research & Market 发布的研究报告, 全球低压开关电器市场规模在 2013 年至 2018 年间的年均复合增长率将达到 8.89%。根据中国电器工业协会通用低压电器分会统计, 2009 至 2015 年中国低压电器行业主营业务收入年均复合增长率达 8.62%。我们认为, 固定资产投资的速度在总体层面上决定了低压电器行业的增长速度, 我们通过考察行业增速与全社会固定资产增速发现, 2013-2017 年低压电器市场规模约为 650/690/738/750/810 亿元, 同期新增固定资产投资规模为 44.63/51.20/56.20/60.65/64.12 万亿, 二者呈现出较显著的正相关关系, 相关系数为 0.9813; 随着我国新增固定资产投资增速明显放缓, 整体低压电器行业增速也呈现出同步的下降趋势。2017 年低压电器市场规模约 810 亿元, 我们预测 2018/2019/2020 年低压电器市场规模约为 841/883/956 亿元, 对应全社会固定资产

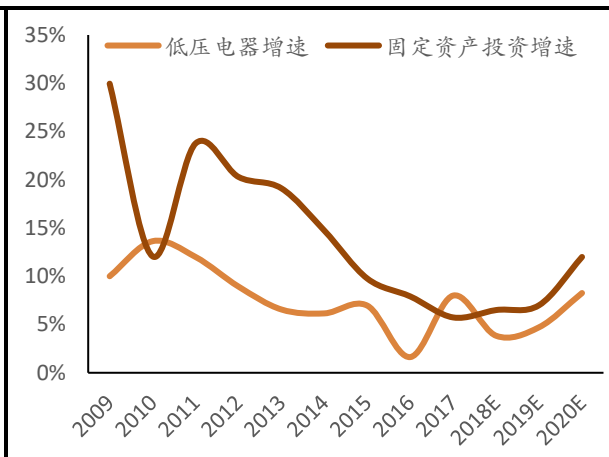
投资增速 6.5%/7%/12%。

图表 16: 固定资产投资规模与低压行业规模比较



数据来源: 国家统计局, 广证恒生

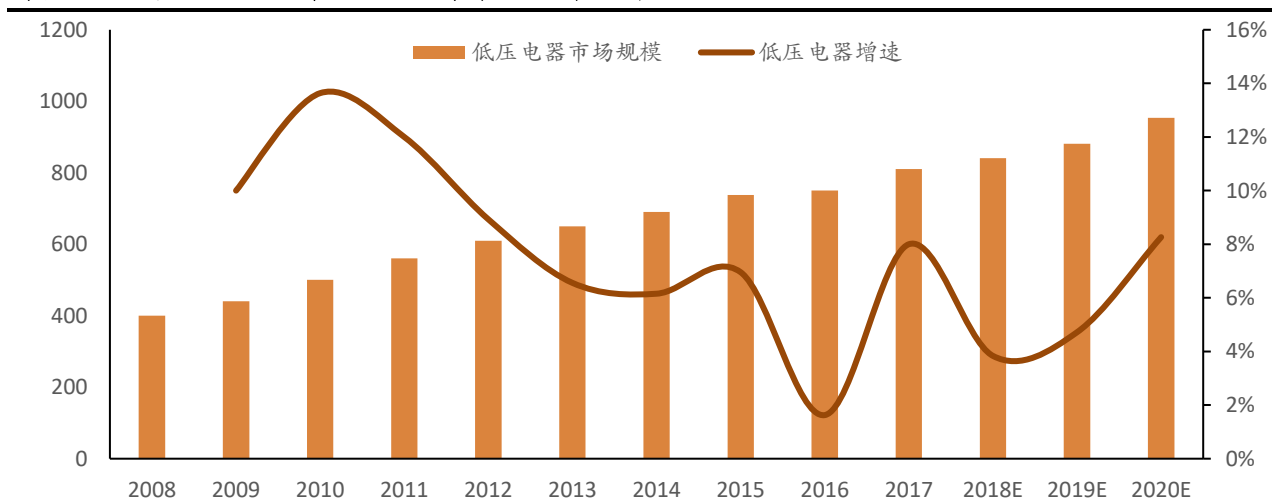
图表 17: 固定资产投资与行业规模增速对比 (%)



数据来源: 国家统计局, 广证恒生

“十三五”规划中明确制定了积极构建智慧能源系统的目标, 强调“适应分布式能源发展、用户多元化需求, 优化电力需求侧管理, 加快智能电网建设, 提高电网与发电侧、需求侧交互响应能力。”同时, 国家发改委、国家能源局联合发布了《能源技术革命创新行动计划 (2016-2030)》以及《能源技术革命重点创新行动路线图》文件中明确提出研发“智能开关固态断路器、固态电源切换开关、软常开开关设备”的创新计划和推动智能电网建设。未来在电力系统发电端、需求端对低压电器的需求将继续增长。

图表 18: 我国低压电器市场规模及未来预测 (亿元)



数据来源: 中国产业信息网, 广证恒生

图表 19: 各主要低压电器产品未来需求预测

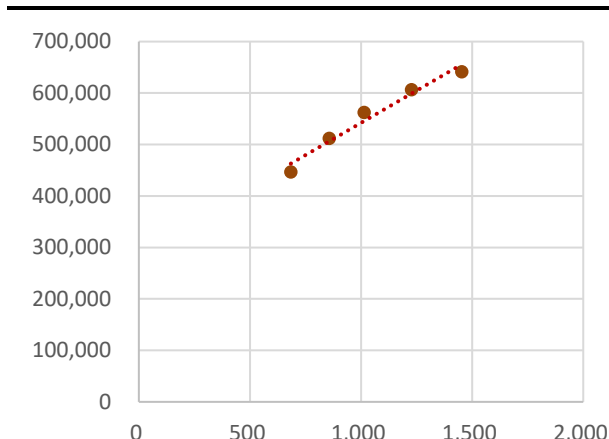
年份	配电电器		终端电器	控制电器
	万能断路器 (万台)	塑料断路器 (万台)	小型断路器 (亿极)	接触器 (万台)
2018	145	7560	14.3	17100
2019	156	8200	15.4	18500
2020	168	8900	16.6	19900

数据来源: 中国电器工业协会低压电器分会, 广证恒生

对于公司来说, 由于下游建筑行业占比高达 56% 的原因, 公司营业收入总体也呈现出与固定资产投资增速高度相关的特征。我们通过考察全社会固定资产投资完成额与公司营业收入之间关系发现, 2013-2017 公司营业收入与同期固定资产投资完成额之间存在高度正相关, 相关系数高达 0.9643。基于目前公司产能受限影响出货的可能性不大, 我们更多选择从需求的角度来测量公司的营收规模。从公司历史营收与固定

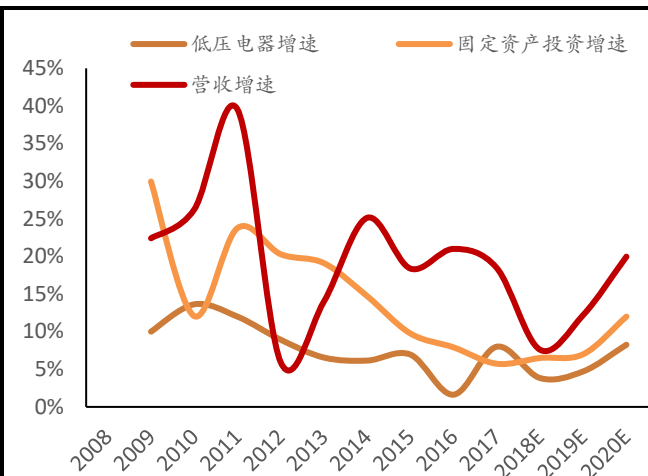
资产投资高度相关的这个角度我们给出对公司 2018/2019 年营收的第一个预测值 15.62/17.53 亿元作为参照，对应增速 7.6%/12.22%。

图表 20: 固定资产投资规模与公司营收比较



数据来源: 国家统计局, 广证恒生

图表 21: 固定资产投资、行业规模与公司营收增速(%)

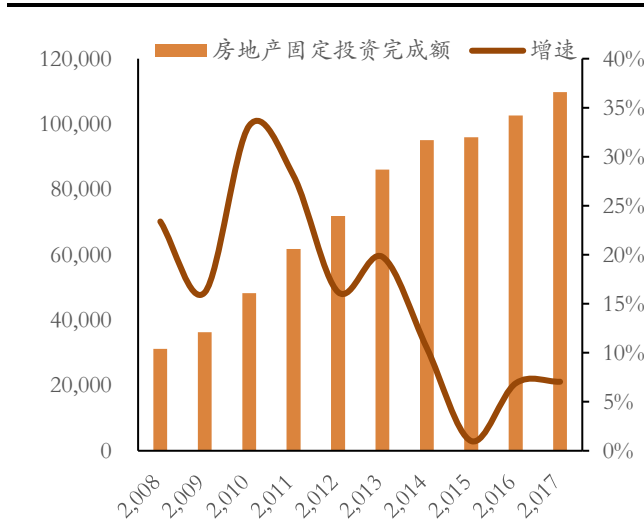


数据来源: 国家统计局, 广证恒生

2.3 公司终端电器营收与房地产投资高度相关

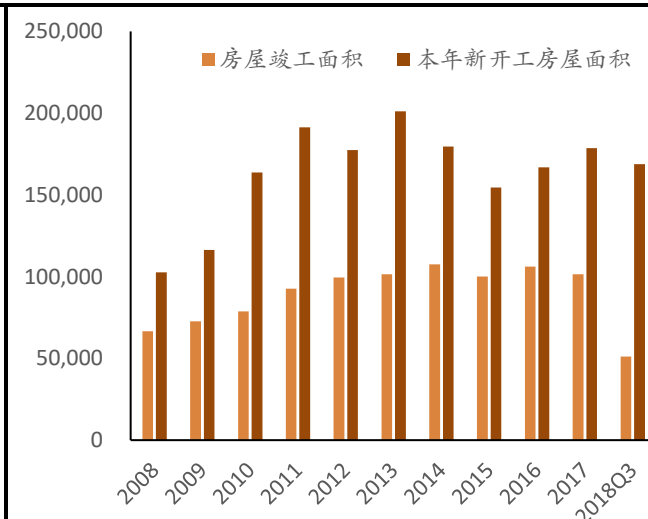
公司与房地产业的龙头企业万科、碧桂园和中海地产等都保持着良好的合作关系, 2018 年前三季度公司在房地产业的营收占比达到 56%, 占比远高于行业均值。房地产是终端电器的主要应用领域, 随着我国城镇化深入发展, 房地产业迅速发展进而带动对终端电器的需求也逐步上升。自 2008 年我国房地产新开工面积跃升自 10 亿平方米以来, 新开工面积逐年快速增长, 至今 10 年间仅有 2 轮下滑。2018 年前三季度我国房屋新开工面积高达 16.8 亿平方米, 已接近去年全年 17.8 亿平方米。虽然 2018 年前三季度竣工面积仅为 5.1 亿平方米, 但高位的新开工面积数据预示着 2019 年竣工面积将大概率恢复至 10 亿平方米以上。

图表 22: 新增房地产投资及同比 (亿元, %)



数据来源: 国家统计局, 广证恒生

图表 23: 房屋新开工面积及竣工面积 (万平方米)

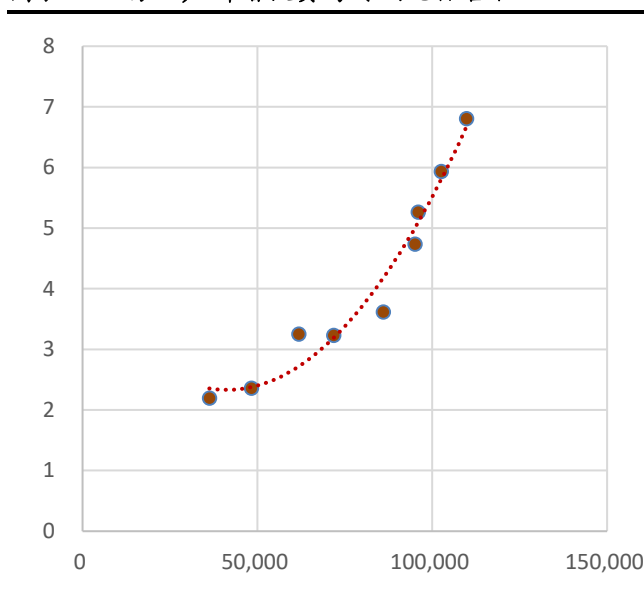


数据来源: 国家统计局, 广证恒生

终端电器主要应用于建筑、电信、电力、工控等领域。公司终端电器产品以小型断路器为主, 目前公司在房地产领域有约 40 多家客户储备, 光万科一家今年就有约 2 亿元的订单规模, 另外今年还新签订了碧桂园、中海地产等大客户。我们考察房地产新增投资与公司终端电器业务的营收发现, 二者存在较好的拟合关系。虽然从大的方面看, 目前我国距离 70% 的城镇化率还有 8-10 年的空间, 房地产行业还有正增长

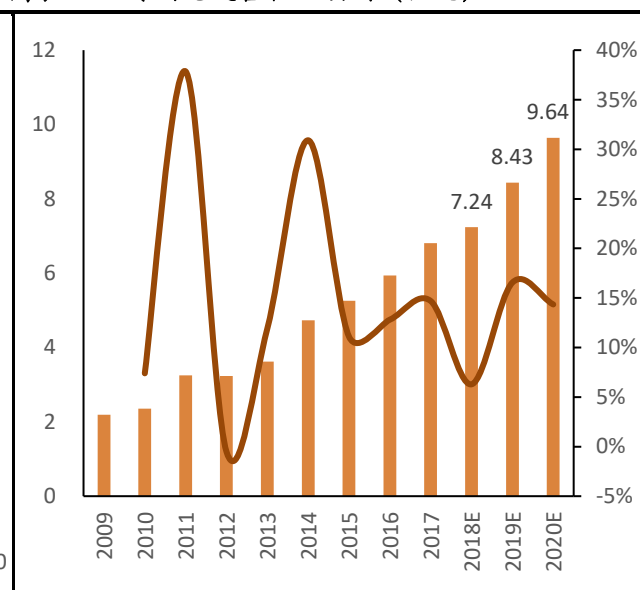
的动力；但由于受到房地产企业流动性的影响，我们预期 2018 年房地产开发投资增速有可能下降至 10% 以下，2019 年增速将继续放缓。根据我们的预测，我们预计 2018/2019/2020 年我国新增房地产投资增速约为 9%/7%/6%，对应测算出公司终端电器业务营收预测值为 7.24/8.43/9.64 亿元，同比增长 6.29%/16.55%/14.34%。

图表 24: 房地产新增投资与终端电器营收



数据来源：国家统计局，公司公告，广证恒生

图表 25: 终端电气营收及预测 (亿元)

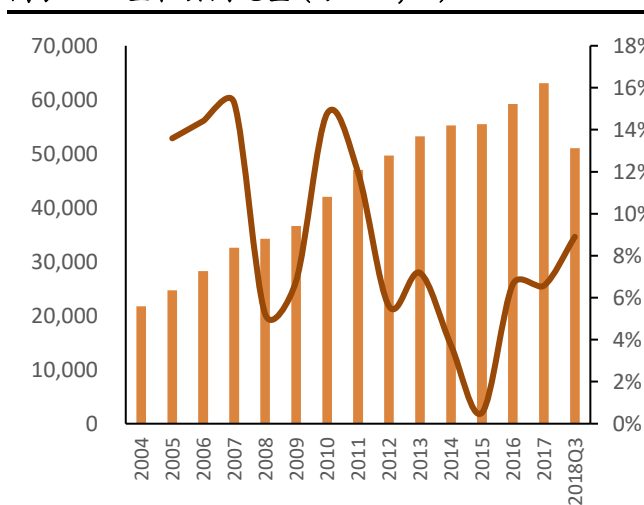


数据来源：公司公告，广证恒生

2.4 配网投资加大推动公司配电电器业务上升

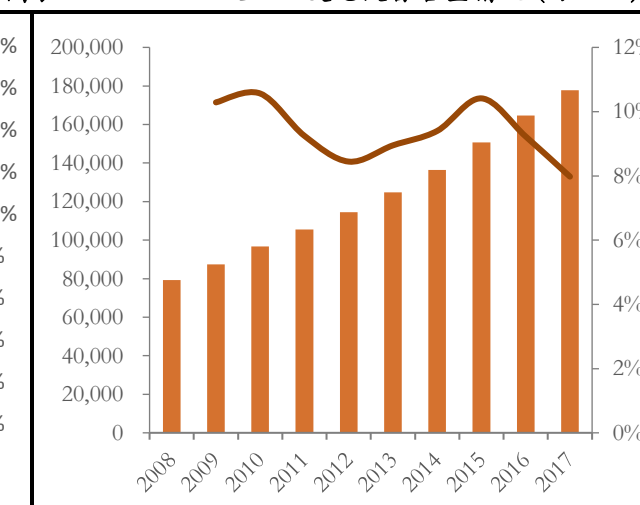
电力系统建设将直接拉动低压电器需求。低压电器在配电侧和用户侧起着保护和保证高效用电的作用，其在电力建设方面的需求主要来自于两个方面：一方面是新增需求，另一方面是现有设备的更新需求。按照经验配套比计算，每增加 1 万千瓦发电容量，约需要 6 万件低压电器元件（其中约 2000 台低压断路器）相配套。截至 2018Q3 我国全社会用电量达 51061 亿度，同比增速 8.9%；自 2015 年以来用电量同比增速就处在一个回升过程中，我们预期随着电气化的推进，全社会用电量依旧将保持较高增速。用电量的高增长进一步推动了发电设备需求，为低压电器带来增量市场。在替换更新需求方面，电力用低压电器产品一般 5-8 年就需要更换，随着发电设备容量的增长，未来的替换需求也将呈现逐级上升的趋势。

图表 26: 全社会用电量(万 KW, %)



数据来源：国家统计局，广证恒生

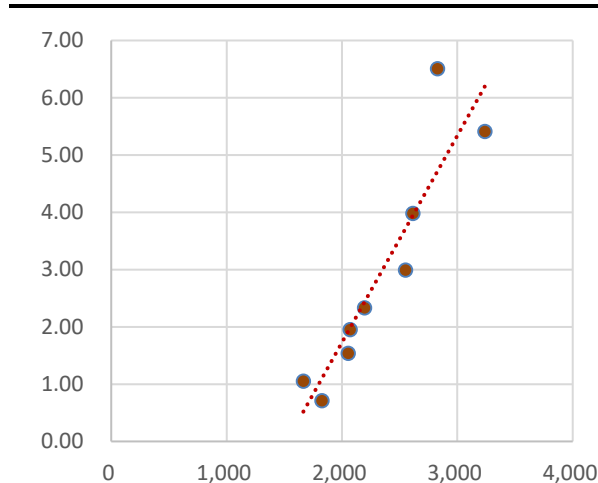
图表 27: 6000KW 及以上发电设备容量情况(万 KW)



数据来源：国家能源局，广证恒生

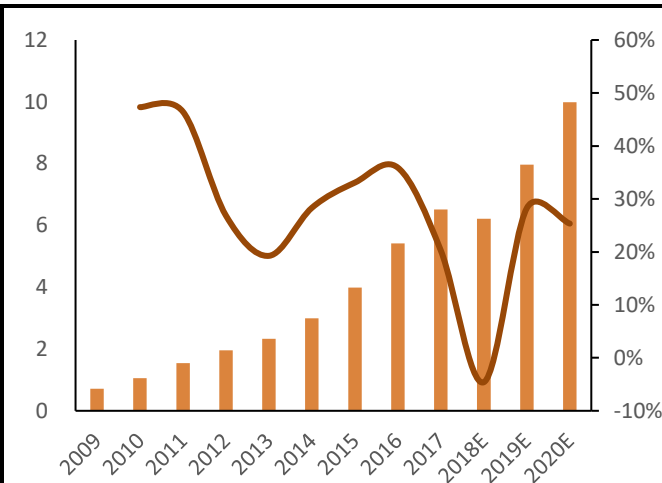
未来 2 年配网投资目标较高，公司配电电器业务有望维持高增速。配电电器主要应用在电力、建筑、电信等领域，公司的配电电器产品以塑料外壳式断路器和框架万能式断路器为主。自“十二五”开始到未来 10 年甚至更长时间，投资重点已逐步转向电网智能化及配电网建设，更加偏向于配、用电侧。根据国家能源局下发的《配电网建设改造行动计划（2015-2020）》提出的 2015-2020 年配电网建设改造投资不低于 2 万亿元。我们扣减 2015、2016、2017 年的配网投资之后，预测 2018-2020 年配网总投资目标还剩余约 1.13 亿元，平均每年约有 3776 亿元的投资规模。我们考察配网投资规模与公司配电电器营收发现，二者之间存在着较好的拟合关系；我们对应测算出 2018/2019/2020 年配电电器营收约为 6.21/7.97/9.99 亿元。

图表 28：配网投资与公司配电电器营收



数据来源：国家统计局，公司公告，广证恒生

图表 29：配电电器营收及同比（亿元，%）

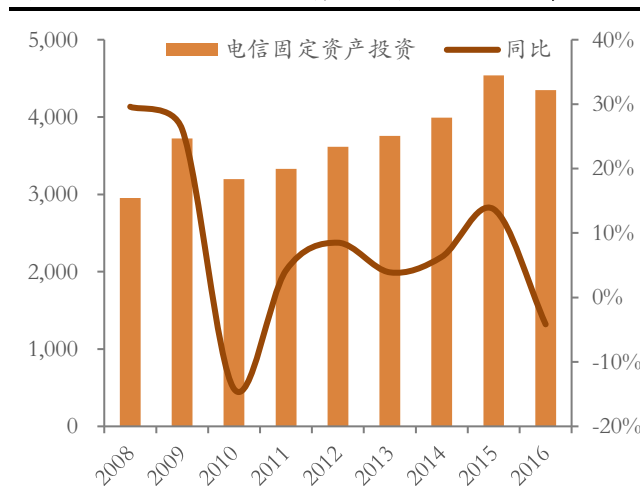


数据来源：公司公告，广证恒生

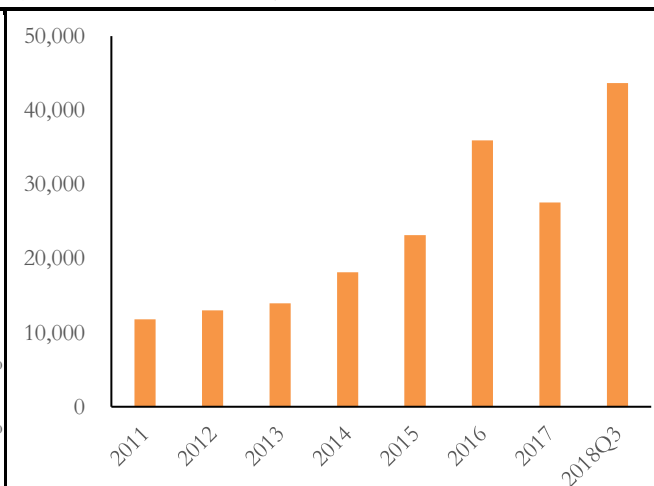
2.5 新能源与通信投资进一步支撑公司需求

电信业务总量再创新高，5G 投资高峰来临进一步拉动需求。2010 年以来电信市场竞争加剧，电信固定资产投资 3196.7 亿元，虽然同比增长为负数，但投资总额依旧很大。2015 年电信固定资产投资达到 4539.1 亿元的峰值，同比增长 14%。电信行业是低压电器行业的中高端产品使用最为重要的领域之一，由于电信行业的特定技术要求，电信客户往往对低压电器产品的可靠性、稳定性等有很高的要求。随着 5G 建设的推进和《信息通信行业发展规划（2016—2020 年）》强调提升基础设施建设的要求，电信行业的基础设施投资将会保持上涨趋势，也将给低压电器行业带来进一步的需求增量。

图表 30：全国电信固定资产投资情况（亿元，%） 图表 31：全国电信业务总量（亿元）



数据来源：工信部，广证恒生



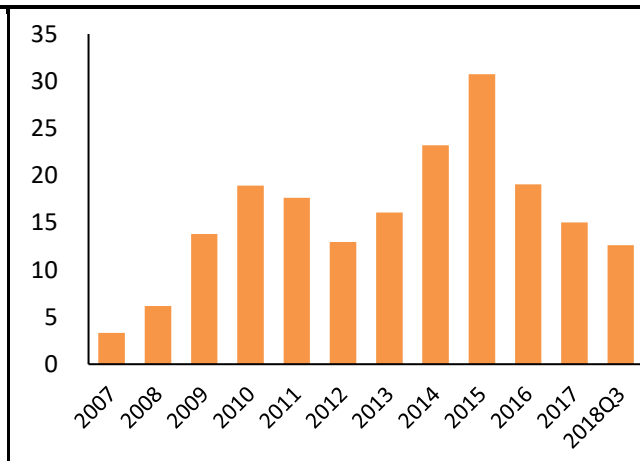
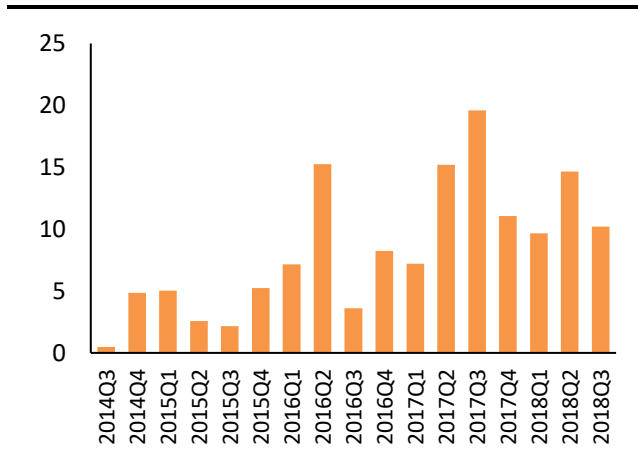
数据来源：工信部，广证恒生



以光伏、风电为代表的新能源迅猛发展，也进一步推动低压电器需求。截至 2018Q3 我国光伏新增装机 34.5GW，累计装机已达 164.5GW；风电新增装机 12.61GW，累计装机已接近 200GW。新能源发电建设中需要大量的低压电器产品，例如光伏逆变器、风电变流器、箱式变压器等等。例如阳光电源也是良信电器在新能源发电领域的主要出货客户之一，目前一个 5KW 的户用光伏大约需要配套 2 个小型塑壳断路器。未来随着新能源发电的发展，新增需求和替换需求都将进一步推动总体低压电器的需求规模。

图表 32：我国逐季度光伏新增装机规模 (GW)

图表 33：我国逐年风电新增装机规模 (GW)



数据来源：国家能源局，广证恒生

数据来源：国家能源局，广证恒生

3 供给端：梯队明显，进口替代进行时

3.1 行业分为 S1/S2/S3 梯队，梯队结构明显

行业企业数量依旧较多，但竞争力普遍不强。根据中国电器工业协会通用低压电器分会所做的分析报告，我国低压电器行业企业近 2,000 家，其中外资企业约占 10%，内资企业占 90% 左右，具有一定规模的企业约 110 家，总产值占我国低压电器行业总产值的 80% 左右。从行业企业数量的分布情况来看，千余家中小型企业主要在行业低端市场竞争。这些中小企业所生产产品的同质化现象较为严重，仅能小批量生产部分品类的低压电器元器件，销售渠道以三、四线城市的区域性市场为主，价格竞争激烈，市场集中度较低。

行业梯队划分明显，从高到低可以分为 S1/S2/S3 三个层级。从技术研发角度而言，低压电器产品一般可以分为高、中、低端三个档次，简称为 S1、S2 和 S3。虽然受品牌、技术和认证等多方面壁垒的影响三个层级有不同的特点和侧重，但低压电器行业仍旧是一个充分竞争、市场化程度较高的行业。目前整个低压电器行业已经形成了外商投资企业与国内本土企业共存但梯队划分明显的竞争格局，外资品牌在产品上基本已经处于第四代，而国内企业主要产品仍属于第三代系列，技术壁垒是目前外资品牌与国内品牌的最大护城河。

图表 34：低压电器行业市场划分

市场	企业	特点	侧重点	增长率
S1	施耐德、ABB、西门子	掌握最先进的技术，性能指标先进，功能齐全	工业市场和 OEM 市场	5%-10%
S2	常熟开关、良信电器、上海人民电器	具有较强的研发能力，能够及时跟进行业技术的发展，功能较多	基础设施领域和电力市场	10%

S3	正泰电器、德力西、天正、美国伊顿等行业内大量其他企业和小企业	研发能力低，同质性强，以低价策略进行竞争	中小型工业用户，中小型电力设施企业	10%-15%
----	--------------------------------	----------------------	-------------------	---------

数据来源：广证恒生收集整理

图表 35：低压电器市场主要参与者情况

公司名称	基本情况
	施耐德在全球约 130 个国家拥有近 14 万名员工，2017 年施耐德电气总收入约 247 亿欧元。在中国施耐德低压电器约 50% 的下游是建筑行业，2017 年营收约 100 亿。
	ABB 业务遍布全球约 100 多个国家，主要产品涉及电力产品、电力系统等。2012 年员工达 14.5 万名，全球收入 393.36 亿美元，其中低压电器产品收入 66.38 亿美元。
	西门子主要集中在工业、能源与医疗领域。2012 年员工 41 万名，总营收达到 783 亿欧元，其中工业和能源业务收入 480.45 亿欧元。
	常熟开关前身是成立于 1974 年的国营低压开关厂，注册资本 3.8 亿，现有员工 1700 人，专业研发和制造中低压配电电器、工业控制电器、中低压成套装置、光伏逆变器和智能配电监控系统及配套测控器件等，2017 年实现营收 23 亿，同比增长约 15%。
	上海人民电器始建于 1914 年，接近 100 年的历史，主要生产低压电气元件，目前有员工约 1000 余人，2011 年完成销售收入 13.63 亿元。
	正泰电器是国内最大的低压电器企业，主要产品包括配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器等低压电器产品。2012 年销售收入约 105.50 亿元。
	德力西电气是中法合资企业，前身是乐清县求精开关厂，于 1984 年创建。产品服务于国防、冶金、交通、石油、化工等十几个重点行业，现有员工 21000 余人，拥有柳市、宁波、芜湖三大生产基地。
	伊顿公司于 1993 年进入中国市场并设立首家合资企业，此后通过并购、合资和独资的形式迅速发展在中国的业务。伊顿在全球拥有 96000 名员工，在超过 175 个国家开展业务，2017 年实现销售额 204 亿美元。

数据来源：广证恒生收集整理

低压电器各个梯队中已经形成了鲜明的行业格局。S1 梯队的典型企业施耐德、ABB 和西门子在低压电器行业深耕已久，技术水平一直领先于国内，已在研发制造第 4 代产品；占领了中、高端市场的绝大部分市场份额。施耐德凭借领先的技术、齐全的功能占据中、高端市场 30% 的份额，牢牢占据优势，在总体市场上也处于龙头位置。ABB 和西门子以一贯的可靠性和技术的优势也在中高端市场分别享有 16%、7% 的份额。公司与常熟开关和上海人民电器等位于第二梯队，公司在中、高端市场份额为 4%，有一定的竞争力。S2 梯队企业具有一定的研发能力，能够及时跟进行业技术的发展，可以在国际最新产品推出后 2-5 年内自主研制出性能指标相同或类似的产品，并能够以较低的价格推向国内市场，甚至在某些优势产品的性能上可以与第一梯队的企业相较量。S3 梯队龙头企业正泰电器以广泛的分销渠道和低价的竞争策略占据市场总份额的 15%；德力西也在竞争中崛起，占据 7.5% 的市场份额。但他们的业务范围主要都在技术水平要求不高的低端市场，这也是 S3 市场的显著特点，大量研发能力低且产品同质性强的中小企业进行激烈的价格博弈。

图表 36：低压电器不同市场的主要产品及其性能

市场	产品代际	技术性能	开箱 PPM	一致性	可靠性
S1	第四代产品、部分第三代产品	技术指标先进（通断能力、机电寿命等方面），功能齐全，体积小	PPM ≤ 100	高	可靠性高，失效率较低
S2	主要第三代产品、部分第二代产品	技术指标较为先进，功能较多，体积较小	100 < PPM ≤ 500	较高	可靠性较高，失效率较低

敬请参阅最后一页重要声明

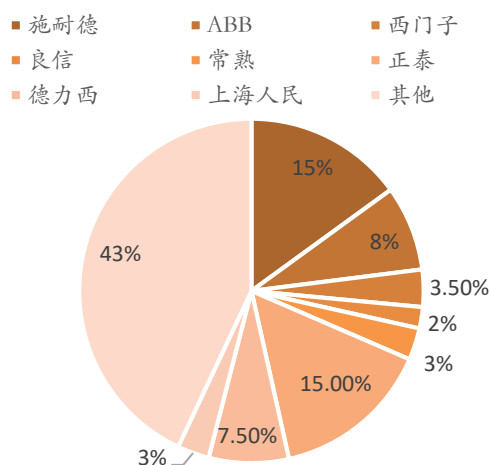
证券研究报告



S3	主要第二代产品、 部分第三代产品	技术指标一般,功能满足一般 要求,体积较大	PPM > 500	一般	可靠性不高,失 效率基本满足
----	---------------------	--------------------------	-----------	----	-------------------

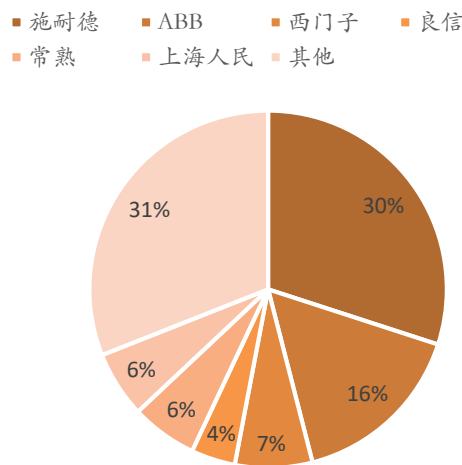
数据来源：良信电器招股说明书，广证恒生

图表 37：各企业市场份额情况（%）



数据来源：广证恒生收集整理

图表 38：S1/S2 市场份额情况（%）



数据来源：广证恒生收集整理

由于产品主要分布于 S2 市场，良信电器毛利率在国内低压上市公司中处于较领先的地位。公司在终端电器领域的毛利率达到 41.05%，远高于正泰电器的 28.04%，但与泰永长征 59.51% 的毛利率相比仍有一定差距，我们认为这与具体的下游应用领域不同有较大关系。配电电器领域公司毛利率略高于正泰电器但依旧低于泰永长征。控制电器领域由于公司目前产能利用率不高，毛利率不具备参考意义。

图表 39：行业各公司产品毛利率情况（%）

公司	终端电器	配电电器	控制电器	低压电器
泰永长征	59.51	47.61	47.31	55.83
正泰	28.04	34.20	33.05	31.46
良信	41.05	39.55	17.01	38.55
新宏泰	-	-	-	42.43

数据来源：公司公告，广证恒生

3.2 S3 市场已经完成进口替代，S2 市场进口替代正缓慢进行

S3 市场进口替代已经率先完成。S3 梯队企业研发能力较低，众多产品同质化、采取低价竞争策略的第三梯队企业掌握的是第二代技术和第三代的基本技术，以这些技术生产的产品是目前市场中应用范围最广的产品。近几年，S3 梯队企业以广泛的分销渠道和低价的竞争策略迅速占领市场，加上大多数中小客户群体对低压电器的精确度、可靠性和性能要求要求不高，使得在 S3 市场进口替代已经基本完成。

公司所处的 S2 市场不可能像 S3 市场一样迅速完成进口替代。S2 梯队的目标重在中、高端市场，但在这些市场中，施耐德等企业凭借领先的技术水平已经占据了一定的市场份额。在大型的重点工程中，对低压电器的精确性、可靠性和全面性要求较为严格，就目前而言，国产品牌面临的一个推广障碍就是部分需求方大多倾向于直接选择施耐德、ABB 等国外企业产品。S2 梯队企业因为技术水平的稍落后和产品的差异化程度高，使得下游对国产产品的认可度也是一个长期的过程，目前来看进口替代速度依旧较为缓慢。

图表 40：公司主要产品及分类情况

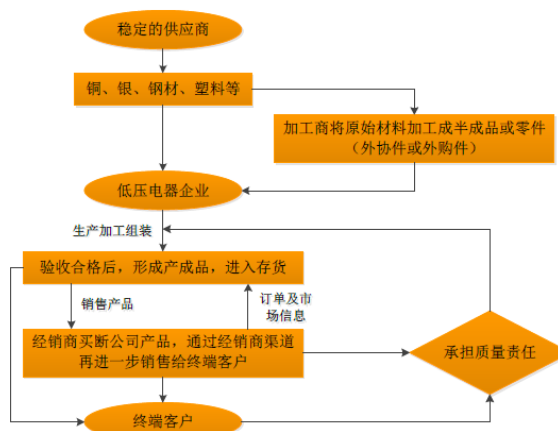
分类	公司产品	主要产品	侧重点
终端电器	小型断路器、剩余电流动作断路器、模数化插座、模数化终端隔离开关、小型直流断路器	NDM1 系列小型断路器	
		NDB2 系列小型断路器	
配电电器	塑料外壳式断路器、自动转换开关电器、万能式框架断路器等	塑壳断路器	
		框架断路器	
控制电器	交流接触器、切换电容器接触器、电子式过载继电器、接触器式继电器、设备用断路器等	接触器	
		NDB3 系列设备用断路器	

数据来源：良信电器招股说明书，广证恒生

3.3 重回区域销售制度，为重点客户提供定制化服务

区域销售（大区制）更有助于公司大客户开拓。公司建立了重点突出、覆盖面广且布局合理的营销网络，在全国设立了七个大区，六十八个办事处，并且以区域划分授权一家或若干家经营良信品牌产品的经销商。依托该营销网络，公司贯彻集中聚焦的原则，集中力量以 B to B 的模式开展定制化销售。在具体的销售方式上面，公司采用了分销和直销的模式。直销面对的是大客户和 ODM 客户，因为客户要求的技术水平较高且单次采购金额较大。买断式分销面对单次采购金额较小的经销商，利用经销商在当地市场的开拓能力。

图表 41：低压电器企业主要生产销售流程



数据来源：正泰电器招股说明书，广证恒生

从 BU 制回归大区制，重建大客户营销能力。公司今年从 BU 制回归到大区制，重塑了自身的销售模式。其主要原因是之前的 BU 制拉长了销售层级，在执行过程中出现了一些降低效率的情况。我们认为，重新回归到大区制能够更加突出公司的大客户点对点营销能力。公司前期在大客户方面具有很强的点对点攻关能力，从前期进入华为、万科供应链，到近年来进入新能源行业的龙头企业阳光电源、特变电工供应链，都是很成功的案例。公司始终坚持以客户需求为导向，及时响应客户需求推出与之匹配的新产品，2018 年公司就有约 58 个新产品投入市场。

图表 42：公司下游主要客户一览表

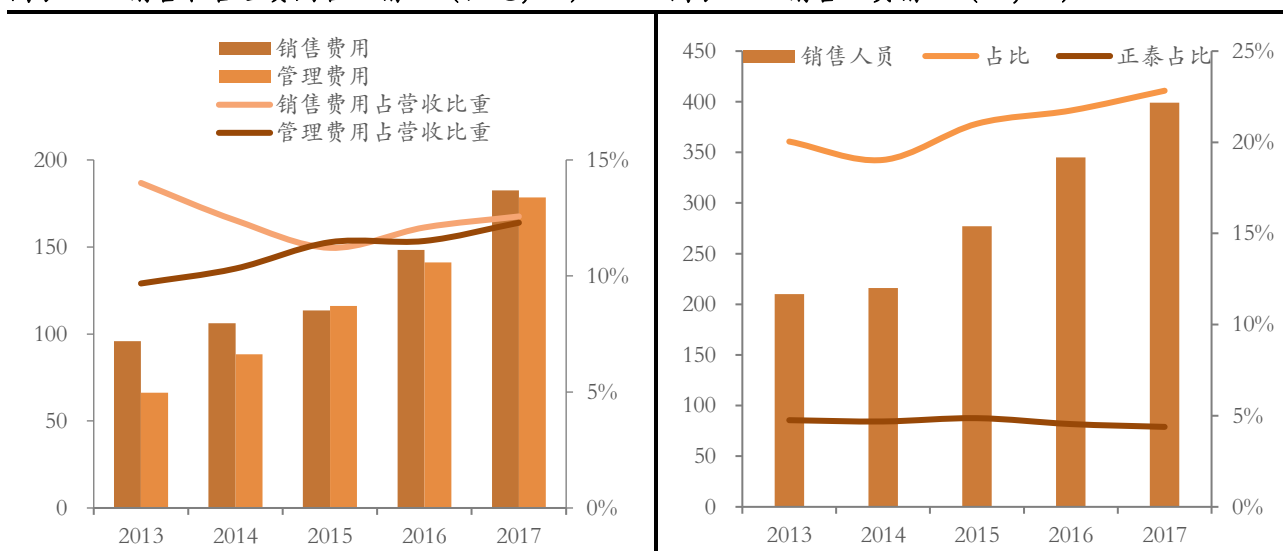
行业	合作企业
建筑业	万科地产、绿地集团、中海地产、碧桂园、万达集团、华润集团、龙湖地产、复地集团、大华地产、中铁置业
电力电源	国电南自、国电南瑞、许继集团、江苏电力、上海电力、大连电力
通信行业	维谛、华为、中国移动、中国联通、中兴通讯
工控	三菱电梯、比亚迪汽车、上汽集团、宇通集团
新能源	阳光电源、特变电工、金风科技

数据来源：公司官网，广证恒生

销售费用与管理费用之前增速较快，本次销售体系调整之后有望平缓。近年来，公司的销售费用和管理费用一直呈现增长的状态，前期 BU 制+大区制混合运行产生了较高的销售费用和管理费用。近年来销售费用占营业收入比重一直维持在 11% 以上，管理费用占营业收入比重在逐年上升。2017 年公司销售费用达到 1.82 亿元，占营业收入的比重为 12.57%；管理费用达到 1.78 亿元，占营业收入的比重为 12.3%。预计 2018 年销售和管理费用将会有所下降。从人员数量我们可以看到公司销售体系变化带来的影响，2013 年销售人员 210 人，只占员工总人数的 20%；而后销售人员数量伴随业务的深度开展迅速增加，于 2017 年达到 399 人，几乎翻了一番；而正泰的销售人员占比则始终维持在 4.5%-5% 的区间内。

图表 43：销售和管理费用占比情况（亿元，%）

图表 44：销售人员情况（人，%）

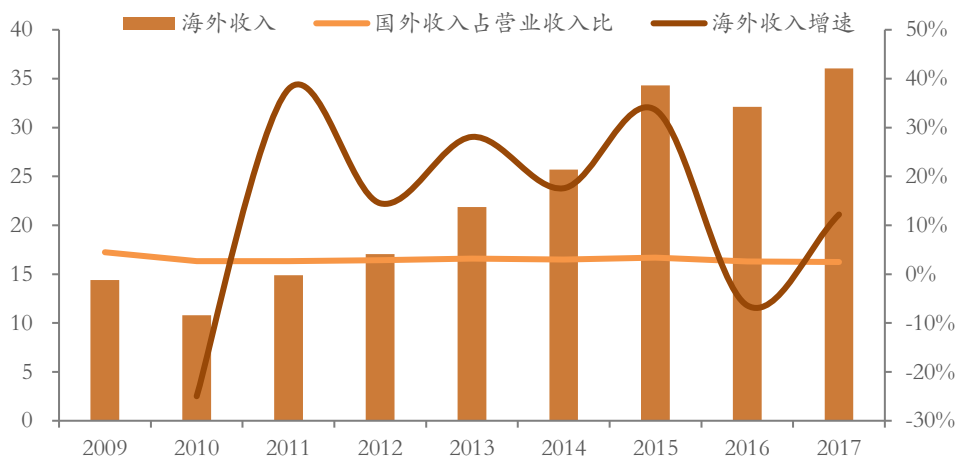


数据来源：公司公告，广证恒生

数据来源：公司公告，广证恒生

海外销售占比维持稳定，公司海外市场拓展依旧以大客户为主。2014 年公司海外销售收入 1441 万元，占总营收比例仅为 4.5%。到 2017 年，公司海外业务初具规模，分设了海外销售部、海外开发部，在北美、欧洲、东南亚设立了代表处，实现海外销售收入 3604 万元。未来公司将通过与维谛等国际伙伴的合作项目进一步打开海外市场。

图表 45: 公司海外收入占营业收入比重情况 (百万, %)



数据来源: 公司公告, 广证恒生

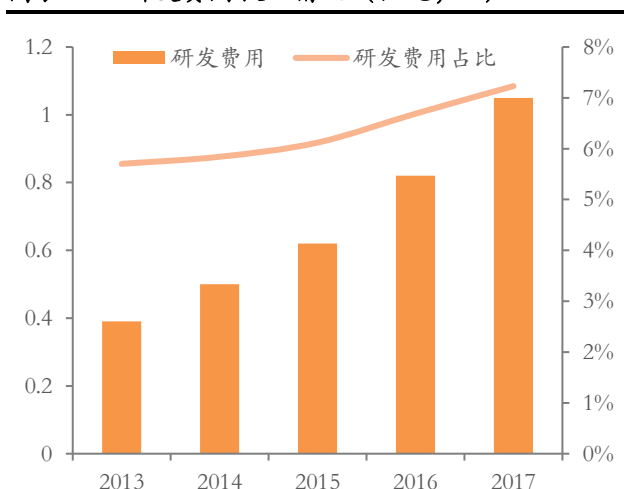
4 研发端: 技术升级是进口替代的核心驱动

4.1 研发为重, 公司寻求核心竞争力

研发实力是公司在中高端市场份额扩大、保持持续竞争力的必要条件。公司研发中心各部门形成了以产品线为编制、按技术专题组件项目组的矩阵式组织架构, 建立了以行业内知名专家为核心的一支技术过硬的队伍, 既保证了产品的快速推出, 同时又便于技术人员以老带新, 技术协同提升和积累, 能够充分发挥协作优势。公司品牌定位在中高端市场, 为此需要投入大量的资金和人力进行技术的研究开发。

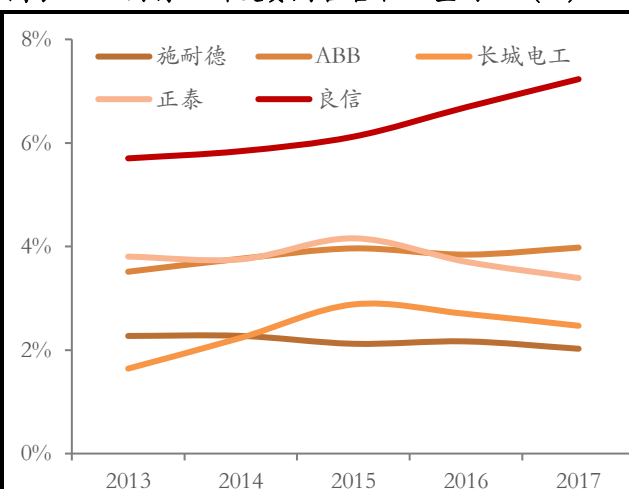
公司研发费用占比稳步上升且处于同行业较高占比水平。2013 年公司研发投入 3900 万元, 占比 5.7%; 2018Q3 公司研发投入 0.95 亿元, 占比 7.74%, 较 2017 年上升 0.51 个百分点; 2018 年预计投入的研发费用超过 1.5 亿元, 占比有望进一步上升。与同行业的竞争对手相比, 公司在研发费用上的投入占比一直处于前列, 施耐德一直在 2%-3% 之间, 正泰也在 3.5%-4% 之间徘徊。此外, 公司研发人员的占比也在稳步上升, 2017 年公司研发人员 440 人, 占员工总数的 25.17%。截至 2018H1, 公司拥有发明专利 53 项, 实用新型专利 278 项, 外观设计专利 64 项, 共计有效专利 395 项。

图表 46: 研发费用投入情况 (亿元, %)



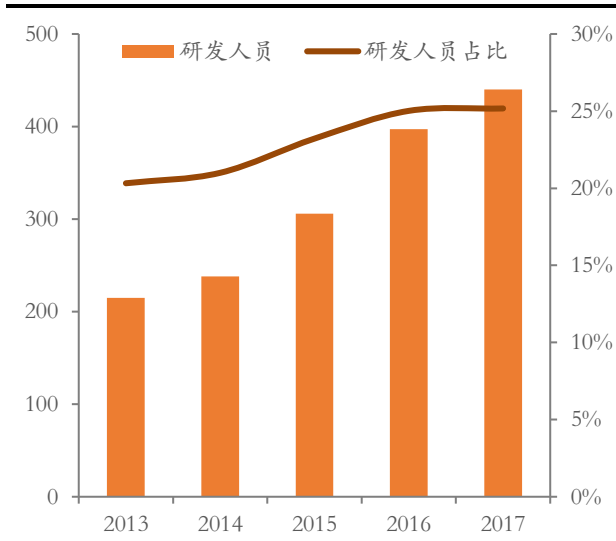
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 47: 同行业研发费用占营收比重对比 (%)



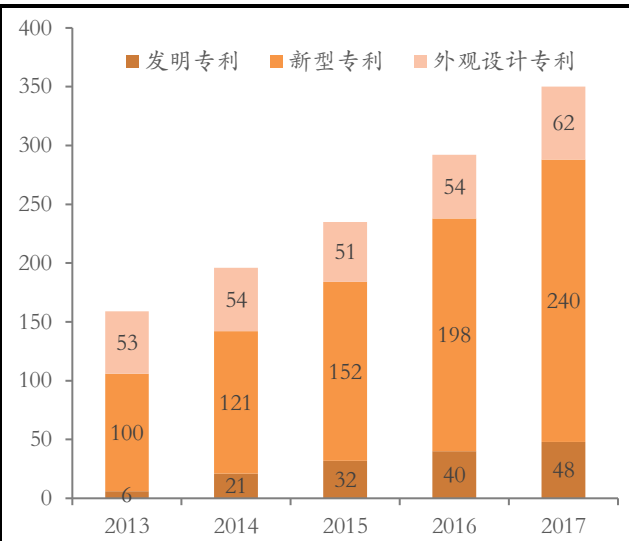
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 48: 研发人员情况 (人, %)



数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 49: 公司专利情况 (项)

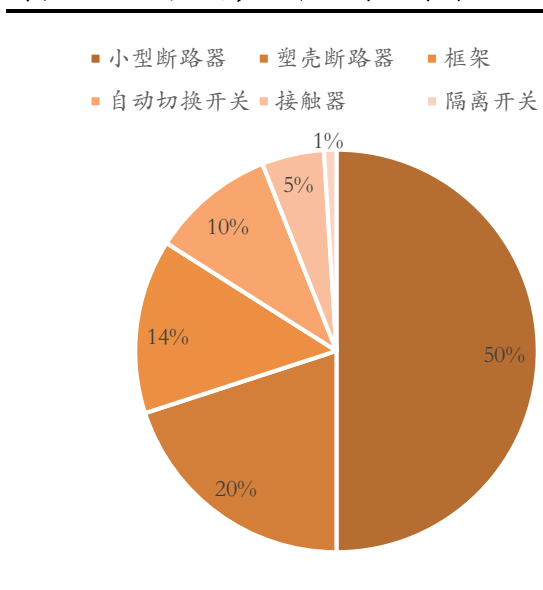


数据来源: 公司公告, 广证恒生

4.2 小型断路器竞争力最强, 产品差异化确立公司竞争优势

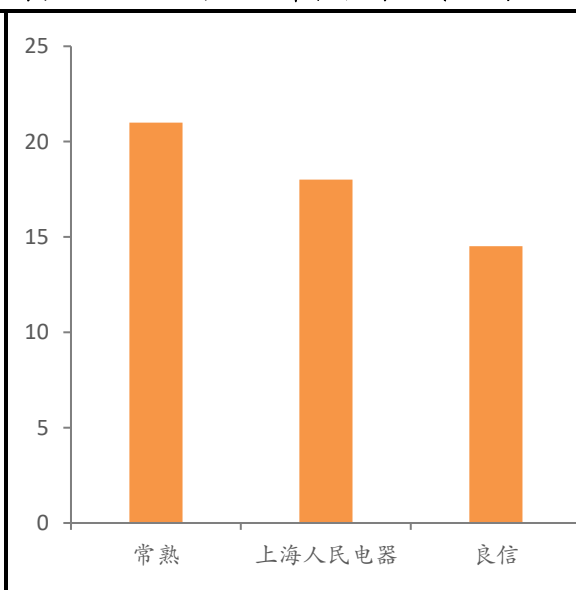
公司的产品中, 小型断路器的竞争优势最大。公司目前产品线细分为万能断路器、塑壳断路器、小型断路器、接触器等。在同行业企业中, 常熟开关的优势在框架断路器、塑壳断路器上; 上海人民电器优势在智能型断路器上; 而公司的小型断路器竞争力最强, 目前占公司总出货量的 50%。

图表 50: 公司细分产品占比情况 (%)



数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 51: S2 公司 2017 年营收情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广证恒生收集整理

图表 52: 各公司优势产品

企业	优势产品
良信电器	小型断路器
常熟开关	框架断路器、塑壳断路器
上海人民电器	智能型断路器
正泰	空气断路器、塑壳断路器

数据来源: 广证恒生收集整理

5 盈利预测及估值

核心假设：

- (1) 原材料价格略有下降、毛利率维持；
- (2) 终端电器、配电电器营收预计以文中预测值为参照；
- (3) 控制电器由于基数较小，增速略快于终端电器和配电电器。

考虑到公司在建筑业持续深耕的同时积极进军新能源行业，我们调整公司 18-20 年公司 EPS 预测值分别为 0.32、0.38、0.47 元人民币，对应市盈率为 18.86、15.53、12.72 倍，继续给予其“强烈推荐”评级，以 20 倍 P/E 给予其目标价 7.6 元。

图表 53：公司主要业务分拆预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
终端电器					
收入	593.52	680.73	723.53	919.22	964.26
成本	359.95	401.31	427.68	510.37	568.72
毛利率(%)	39.35%	41.05%	42.00%	42.50%	43.00%
配电电器					
收入	541.45	651.08	621.16	796.71	998.60
成本	336.58	393.58	377.66	486.08	617.74
毛利率(%)	37.84%	39.55%	40.00%	40.50%	41.00%
控制电器					
收入	90.51	109.25	174.80	262.20	393.30
成本	69.80	90.67	140.08	206.69	320.54
毛利率(%)	22.88%	17.01%	21.00%	25.00%	30.00%
其他业务					
收入	0.29	10.98	30.32	35.89	49.34
成本	0.06	5.65	7.67	17.66	15.39
毛利率(%)	81.04%	48.57%	74.70%	50.80%	68.80%

数据来源：公司公告，广证恒生

图表 54：行业各公司估值情况对比（亿元）

	营业收入（2017）	归母净利润（2017）	市值（当前）	市盈率（PE-TTM）
施耐德（0NWX.L）	1930.52	167.75	70.82 B	16.59
ABB(0NX2.L)	2242.01	144.60	362.28 B	20.23
伊顿公司（ETN.N）	1333.24	195.05	30.88B	14.38
正泰(601877.SH)	234.17	28.4	499.13	13.63
泰永长征(002927.SZ)	3.29	0.70	28.79	38.90
良信电器(002706.SZ)	14.52	2.1	46.72	18.92

数据来源：公司公告，广证恒生

6 风险提示

新能源行业需求下滑；房地产行业需求下滑；新能源车行业拓展不及预期；下游行业议价能力较强等。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1378	1561	1381	1556	营业收入	1452	1550	1938	2406
现金	126	377	0	0	营业成本	891	938	1173	1430
应收账款	105	109	136	170	营业税金及附加	7	8	10	12
其它应收款	6	5	7	9	营业费用	182	170	213	265
预付账款	1	1	1	2	管理费用	179	183	223	274
存货	189	201	248	303	财务费用	-0	-4	7	36
其他	953	867	990	1073	资产减值损失	-1	3	2	2
非流动资产	656	671	685	687	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	2	1	1	投资净收益	25	17	19	19
固定资产	245	377	439	471	营业利润	220	268	329	406
无形资产	60	58	55	53	营业外收入	25	21	22	22
其他	350	235	190	161	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2034	2232	2067	2243	利润总额	244	288	350	427
流动负债	338	374	772	1421	所得税	34	40	49	60
短期借款	0	0	321	888	净利润	210	248	301	368
应付账款	210	257	314	378	少数股东损益	0	0	0	0
其他	129	118	138	155	归属母公司净利润	210	248	301	368
非流动负债	6	12	6	8	EBITDA	286	330	416	532
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.27	0.32	0.38	0.47
其他	6	12	6	8					
负债合计	344	386	778	1428	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	524	786	786	786	成长能力				
资本公积	629	367	-223	-813	营业收入增长率	18.5%	6.7%	25.1%	24.1%
留存收益	576	693	725	841	营业利润增长率	28.7%	22.0%	22.5%	23.6%
归属母公司股东权益	1689	1846	1289	814	归属于母公司净利润增长率	29.6%	18.1%	21.4%	22.1%
负债和股东权益	2034	2232	2067	2243	获利能力				
					毛利率	38.6%	39.5%	39.5%	40.6%
现金流量表					净利率	14.5%	16.0%	15.5%	15.3%
单位:百万元					ROE	13.0%	14.0%	19.2%	35.0%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	12.3%	13.3%	19.1%	23.4%
经营活动现金流	171	391	231	369	偿债能力				
净利润	210	248	301	368	资产负债率	16.9%	17.3%	37.6%	63.7%
折旧摊销	43	46	59	69	净负债比率	0.00%	0.00%	41.20%	62.14%
财务费用	-0	-4	7	36	流动比率	4.07	4.17	1.79	1.10
投资损失	-25	-17	-19	-19	速动比率	3.51	3.63	1.47	0.88
营运资金变动	-72	111	-112	-86	营运能力				
其它	14	8	-5	1	总资产周转率	0.74	0.73	0.90	1.12
投资活动现金流	-177	-53	-63	-58	应收账款周转率	15.86	14.48	15.82	15.76
资本支出	-130	-76	-65	-66	应付账款周转率	3.97	4.02	4.11	4.13
长期投资	0	4	-3	1	每股指标 (元)				
其他	-47	20	5	7	每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.32	0.38	0.47
筹资活动现金流	-64	-87	-545	-311	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.33	0.50	0.29	0.47
短期借款	0	0	321	567	每股净资产 (最新摊薄)	3.22	2.35	1.64	1.04
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股股本增加	265	262	0	0	P/E	14.84	18.86	15.53	12.72
资本公积金增加	-211	-262	-590	-590	P/B	1.85	2.53	3.63	5.74
其他	-119	-87	-276	-289	EV/EBITDA	20.50	13.03	12.03	10.46
现金净增加额	-70	251	-377	-0					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。