新时代证券 New Times Securities

高研发投入推动进口替代，行业拓展多点开花

——良信电器深度研究报告

公司深度研究

开文明（分析师） 孟可（联系人）
021-68865582 证书编号：S0280118090006
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

● 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中高端市场，2018 年实现营业收入 15.74 亿元，同比增长 8.38%，归母净利润 2.22 亿元，同比增长 5.60%。近五年公司实现营业收入复合增速 16.45%，归母净利润复合增长 22.06%。2019 年一季度公司营收同比增长 17.14%，净利润同比增长 7.88%，公司专注大客户细分市场，注重研发投入，2018 年研发费用达到 1.39 亿元，同比增长 32.38%，研发支出占营收的 8.84%。2019Q1 毛利率水平达到 39.61%，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 2018 年市场规模超过 800 亿元，低压电器行业增速与 GDP、全社会用电量和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%左右温和增长。目前我国高端市场还是由海外企业所占据，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。

● 下游行业大客户拓展有序进行，公司将持续受益：
公司下游主要分为地产、通信、电力、新能源和工控五大板块，其中地产、通信和新能源板块公司的产品竞争力更强。光伏方面，新能源类产品 2019 年将出现恢复性增长。地产方面，伴随着万科、碧桂园、中海地产等核心客户的拓展，未来公司地产板块有望延续历史上稳定的业绩增速，达到超过 20%的快速增长。通信领域，伴随着数据中心规模不断提升、5G 投资周期的开启，通信业务长期发展动力十足。工控领域，如果新能源汽车的高压直流继电器业务取得实质性进展，将给大工控业务带来增量。电力方面，2019 年，公司将在一次设备和二次设备领域并行发力，业务收入增长势头延续。

● 看好公司高研发投入、优质客户群和营销创新，上调至“强烈推荐”评级：
我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.83、3.53 和 4.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.36、0.45、和 0.57 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 16.6、13.3 和 10.5 倍，估值具有安全边际，上调至“强烈推荐”评级。

● 风险提示： 品牌认知提升缓慢；产品拓展不及预期；地产行业景气下滑。

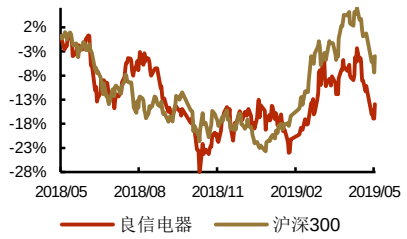
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1452	1,574	1,927	2,352	2,855
增长率(%)	18.5	8.4	22.4	22.1	21.4
净利润(百万元)	210.2	222	283	353	446
增长率(%)	29.6	5.6	27.3	24.8	26.4
毛利率(%)	38.6	40.8	40.5	41.1	41.2
净利率(%)	14.5	14.1	14.7	15.0	15.6
ROE(%)	12.4	12.6	15.3	17.6	19.8
EPS(摊薄/元)	0.27	0.28	0.36	0.45	0.57
P/E(倍)	22.26	21.1	16.6	13.3	10.5
P/B(倍)	2.77	2.7	2.5	2.3	2.1

强烈推荐（调高评级）

市场数据	时间 2019.05.10
收盘价(元):	5.96
一年最低/最高(元):	4.99/7.35
总股本(亿股):	7.85
总市值(亿元):	46.8
流通股本(亿股):	5.91
流通市值(亿元):	35.24
近 3 月换手率:	87.53%

股价一年走势



收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	1.0	-1.76	-11.35
绝对	-10.67	9.09	-18.37

相关报告

《经营保持稳健态势，持续高研发投入》2019-04-19

《业绩保持稳健增长，专注研发推动进口替代》2019-03-21

《三季报符合预期，逆回购彰显信心》2018-10-20

《业绩符合预期，毛利率稳健提升，新兴板块开始发力》2018-08-02

《专注高端，良品立信》2018-06-24

投资要件

关键假设

1. 低压电器整体市场规模与全社会发电量、用电量以及装机容量增速变化保持一致，**行业维持在较为平稳的发展水平**。随着中国制造 2025 战略的不断推进，十三五期间低压电器的智能化与自动化水平进一步提高。根据中国电器工业协会通用低压电器分会预测，**十三五期间低压电器主要产品产量年均增长幅度在 8%左右**，到 2020 年末行业主营业务收入将达到 1,150 亿元左右;

2. 包括公司在内的国产品牌，在低压电器行业的产品稳定性、技术性能可以伴随**研发投入和行业学习曲线**不断积累和提升，实现进口替代和头部集中化的过程;

3. 公司的渠道和推广工作有序进行，包括行业大客户的挖掘、设计师培养计划、客服响应能力都能得到**优质客户**的持续认可;

4. 公司的管理层保持稳定，一致行动协议保障**良好的公司治理机制**;

我们区别于市场的观点

1. 商业战略层面，我们认为公司的传统优势在于地产、新能源和通信，地产收入占比接近 50%，而未来公司潜在的拓展领域还包括新能源汽车、智能家居等多方面新兴领域，不单纯是一个地产相关企业，**低压电器广泛应用于电能分配领域**。

2. 业务发展方面，我们认为地产行业的发展在长期来看将呈现头部集中的趋势，公司的大客户模式将有利于相关业务保持快速增长，而**无需过于担忧地产周期波动**带来的影响。此外，**我们认为低压电器的技术迭代慢，品牌推广至关重要。**

3. 财务表现方面，我们认为公司历史上的表现整体来说是稳健的，**资产负债率低，具有轻资产属性，产能弹性较大，毛利率水平高，应收账款控制相对较好**。此外，公司自上市以来，累计分红率达到 60.59%，**积极回馈股东**。营收目前尚不足 20 亿，按照 800 亿国内市场规模计算，市占率不足 3%，未来的增长空间依然巨大。在当下的公司发展阶段，只要优质客户的拓展持续，产品迭代以获得更好的客户品牌认可，近两三年将迎来公司增速提速的拐点。在这个转变的过程中，品牌在客户心中的认知建立和收入体量提升带来的更多资源腾挪，将对于行业多维度拓展带来重要促进作用。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源公司**未来业绩增速的提升以及投资者对于公司估值认知的变化**。从基本面业绩来看，背后驱动因素包括地产客户的放量、新兴行业的放量、电力和通信客户招标的拓展等。从估值层面来看，市场如预期公司的地产业务的持续成长性和新兴行业的品类拓展性，将提升公司的估值。

估值与投资建议

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.83、3.53 和 4.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.36、0.45、和 0.57 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 16.6、13.3 和 10.5 倍。考虑公司地产大客户不断拓展，新能源业务恢复性增长，其他行业应用持续向好发展，**目前估值水平低，具有安全边际，**上调至“强烈推荐”评级。

投资风险

产品迭代放缓；客户拓展不顺利；宏观景气度下滑；竞争对手赶超风险。

目 录

1、 深耕低压电器二十载，造就行业领军地位 6
1.1、 产品定位中高端，下游行业应用广泛 6
1.2、 组织管理清晰，股权结构稳定 7
1.3、 业绩保持稳健增长，高研发投入保障产品迭代升级 9
1.4、 实行专业化分工生产，产品销售采用大客户模式 14
1.5、 技术迭代对标海外，新建海盐基地加强核心工艺 18
1.6、 参与行业标杆项目，建立品牌认知度 19
2、 结构升级需求推动行业发展，自主品牌跟进超越 20
2.1、 低压电器产品不断升级迭代，十三五期间复合增速为 8% 20
2.2、 中高端市场进口替代进行时，份额集中度有望提升 24
3、 围绕细分行业拓展产品，下游需求边际向好 30
3.1、 光伏行业政策修复，2019 全球光伏新增装机量 120GW 30
3.2、 深度绑定地产核心大客户，高速成长依然可期 31
3.3、 5G 开启新一轮投资周期，电信类产品将受益 34
3.4、 工控行业仍处于探底阶段，2019 年有望前低后高 37
3.5、 配网投资或将提速，分享电网建设红利 39
4、 估值假设与盈利预测 46
4.1、 估值假设 46
4.2、 盈利预测 46
5、 风险提示 47
附：财务预测摘要 48

图表目录

图 1: 公司目前产品线 7
图 2: 大电流型框架式断路器 NDW3-6300（2018 年推出） 7
图 3: 公司研发中心组织架构 8
图 4: 公司营业收入情况 9
图 5: 公司归母净利润情况 9
图 6: 公司营业收入结构（亿元） 10
图 7: 公司产品毛利率变动（%） 10
图 8: 公司毛利率和净利率变动 10
图 9: 公司负债率和销售净现比变动 10
图 10: 公司成本结构变化（%） 11
图 11: 原材料价格波动 11
图 12: 期间费率变化 11
图 13: 公司研发支出和研发人员占比 12
图 14: 公司专利数变化 12
图 15: 海外竞争对手研发投入占比 12
图 16: 公司专利数 13
图 17: 公司新上市产品数 13
图 18: 同行研发占比对比 13
图 19: 同行产品毛利率对比（%） 13
图 20: 同行成长性对比 14
图 21: 低压电器行业销售渠道拆解 14

图 22: 各公司应收账款周转天数对比 14
图 23: 工业企业中高端客户选择低压电器供应商流程 15
图 24: 房地产企业中高端客户选择低压电器供应商流程 15
图 25: 公司全球服务体系布局 15
图 26: 施耐德客户培训计划 17
图 27: 良信电器青年设计师培训基地 17
图 28: 公司营销组织结构图 17
图 29: 公司全球顶级低压电器实验室 18
图 30: 配电电器工艺流程图 19
图 31: 山东石岛湾项目 19
图 32: 中国移动数据中心项目 19
图 33: 电力系统示意图 20
图 34: 低压电器部分下游应用行业说明图 20
图 35: 低压电器应用途径 20
图 36: 全国电力装机容量变化 22
图 37: 全国发电量及用电量变化 22
图 38: 新增 220KV 以上变电设备容量累计值（万千伏安） 22
图 39: 低压电器市场空间预测 23
图 40: 低压电器竞争格局分散 27
图 41: 不同市场的竞争格局 27
图 42: 施耐德低压配电产品设备发展历史 29
图 43: 2013 年 1-6 月公司下游行业销售分布 30
图 44: 2009-2021 阳光电源营业收入增速 31
图 45: 我国城镇化率水平变化 31
图 46: 我国房地产投资增速变化（%） 31
图 47: 我国城镇房屋竣工和施工面积同比% 32
图 48: 房地产（安装工程）开发投资完成额同比 32
图 49: 2018 年我国房地产销售前十排名 33
图 50: 我国房地产企业市场集中度变化 33
图 51: 龙头地产企业营收增速(%) 33
图 52: 全屋智能系统示意图 34
图 53: 三大运营商资本开支金额变动（亿元） 35
图 54: 我国基站数量变化（万个） 35
图 55: 全球 IDC 系统支出情况 35
图 56: 2016-2017 年我国数据中心规模 36
图 57: 我国 IDC 市场收入规模变化情况 36
图 58: 我国工业自动化市场规模预测 37
图 59: 我国 PMI 指数变化趋势 37
图 60: 工业增加值累计同比趋势 37
图 61: 金属成形机床与工业机器人产量同比（%） 38
图 62: 分企业类型 PMI 走势 38
图 63: 固定资产投资完成额变化 38
图 64: 战略新兴产业工业增加值情况 38
图 65: 工控市场分类型增速情况 39
图 66: 分工控产品同比变化 39
图 67: 全国电网基本建设投资完成额变化 40
图 68: 全国电源基本建设投资完成额变化 40

图 69: 国家电网电网投资金额 40
图 70: 国家电网集中招标金额 40
图 71: 全社会用电量预测值（万亿千瓦时） 41
图 72: 全球各国人均能源及耗电量 41
图 73: 全球电力用户平均停电时间（分钟/年） 41
图 74: 我国电力用户平均停电时间（分钟/年） 41
图 75: 配电网系统图 42
图 76: 全国配网改造投资金额 43
图 77: 配网改造投资金额分布 44
图 78: 国家电网农网投资金额 45
图 79: 配电终端招标数量变动（套） 45
图 80: 我国配电自动化系统市场规模（亿元） 45
图 81: 2017 年 FTU 市场格局 45
图 82: 2017 年 DTU 市场格局 45
图 83: 公司 PE-Band 图 47

表 1: 公司的发展阶段 6
表 2: 公司产品类型及应用领域 6
表 3: 公司前十大股东情况 8
表 4: 公司历次股权激励方案行权特别条件 9
表 5: 公司销售模式 16
表 6: 公司与华为合作历程 16
表 7: 低压电器分类 21
表 8: 低压电器产品类型 21
表 9: 国内低压电器主要产品产量走势 23
表 10: 我国低压电器行业三类企业代表分析 24
表 11: 低压电器代际分化 25
表 12: 不同代际技术的企业分布 25
表 13: 低压电器分类指标 26
表 14: 不同档次低压电器产品的销售单价范围 26
表 15: 典型低压电器产品报价情况（元） 26
表 16: 公司主要竞争对手介绍 28
表 17: 坚强智能电网总投资和智能化投资（亿元） 28
表 18: 各环节智能化投资及比例（亿元） 29
表 19: 典型断路器产品对比 29
表 20: 未来网络更新替代需求 35
表 21: 我国电力建设的发展阶段 41
表 22: 2018-2020 年我国电网投资相关市场规模 42
表 23: 配电网建设改造指导目标 44
表 24: 关键假设（亿元） 46

1、 深耕低压电器二十载，造就行业领军地位

1.1、 产品定位中高端，下游行业应用广泛

上海良信电器股份有限公司由成立于 1999 年 1 月的上海良信电器有限公司整体变更设立，2014 年在深圳证券交易所挂牌上市。公司自创立之初，就立志打造国产中、高端低压电器品牌，鉴于创业初期资源有限，经过反复论证，**公司创业团队选择了市场应用广、需求量大的终端电器产品小型断路器作为公司的主打产品。**在投放市场后的数年中，该类产品逐步受到中、高端客户的信赖，销售份额不断扩大，产品线不断丰富和提升，公司的经营业绩也逐年稳步增长。

表1: 公司的发展阶段

阶段	内容
生存阶段（1999-2004）	公司应对全国农网和城网改造项目，攻克了当时电网招标中特殊规模产品的研发和生产难关，最终使公司产品进入门槛较高的电网改造行业。由于公司在产品性能、外观、工艺、调试等方面积累了丰富的经验，多家国内知名企业与公司建立了 ODM 合作关系。该阶段公司营业收入逐年增长，但公司处于微利状态。
投入阶段（2005-2007）	公司营业收入大幅增长，在研发、生产、品控、市场推广、售后服务、管理等方面进行持续的大力投入，公司品牌力不断提升，ODM 销售额占比逐步降低，自有品牌占比不断提升。
成长阶段（2008 至今）	随着上一阶段的大力投入，公司的生产线、生产工艺、研发及管理等方面得到了很大程度改进和提升，产品性能和品质有了更进一步的改善和提高，公司品牌知名度得到了广泛认可。同时，公司在全国各主要城市设立了销售服务机构，加大市场开发力度，逐步健全售后服务体系。

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

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**，广泛应用于通信、建筑、新能源、电力、数据中心、机床、起重、石化、冶金、铁路、轨交等国民经济的各个领域，主要定位于中、高端市场。

表2: 公司产品类型及应用领域

产品类型	主要产品	应用行业
终端电器	断路器、直流断路器、隔离开关、模数化插座、模数化终端、组合配电箱	电信、建筑、电力、工控
配电电器	塑料外壳式断路器、万能式框架断路器、自动转换开关电器	电信、建筑、电力、工控
控制电器	交流接触器、电子式过载继电器、切换电容器接触器、星-三角起动器、接触器式继电器、设备用断路器	建筑、电力、电信、铁路

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

2018 年，公司推出 NDW3-6300，是一款大电流型框架式断路器，额定工作电压可以达到 1140V，可满足光伏、冶金、轨道交通等领域配电系统对断路器额定工作电压的特殊要求。

图1: 公司目前产品线

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图2: 大电流型框架式断路器 NDW3-6300（2018 年推出）

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

和同行业其他企业相比，公司的经营模式有如下特点：

1、公司实行社会专业化分工的生产模式，在运营管理上，**公司主抓产品研发和产品装配测试的关键两端**，在产品制造过程中除关键部件、关键工艺由公司独立完成及把控外，其余零部件由标准件供应商和定制件供应商提供。公司还视重要性程度，按照公司定制的相关标准，参与定制件供应商相关模具的设计和制造，并对定制件产品所使用的各种金属、塑料材质向供应商提出明确的品质要求，从而确保公司产品的稳定性和可靠性。

2、对应上述生产模式，为实现各项产品的性能和品质等要求，公司在生产前期就导入对定制件供应商的选择和管控，并在其对公司供货前期就进行相关的技术介入。对于采购量较大的关键标准件或定制件，**公司选用多家供应商参与竞争**，根据其质量、成本、技术、交货周期等指标进行综合评价，从而确保部件供货的稳定性与价格的合理性。

生产方面，良信上海智能产业园坐落于上海浦东，建筑面积 12 万平方米，是一座集研发、生产、仓储、物流配送为一体的数字化智能制造产业基地，2017 年通过“国家重点产业振兴及技术改造项目”验收。产业园基于智能型低压电器产品的研发和生产，拥有配电、终端、工控、电子、中试、关键工艺等完备的现代化生产车间，先后引进 20 余条先进的自动化装配检测生产线，涵盖 121 个系列 3500 个常规品种、20000 个非常规品种，年生产能力超过 7200 万台，新增智能型低压电器产品 3000 万极（台）。

1.2、 组织管理清晰，股权结构稳定

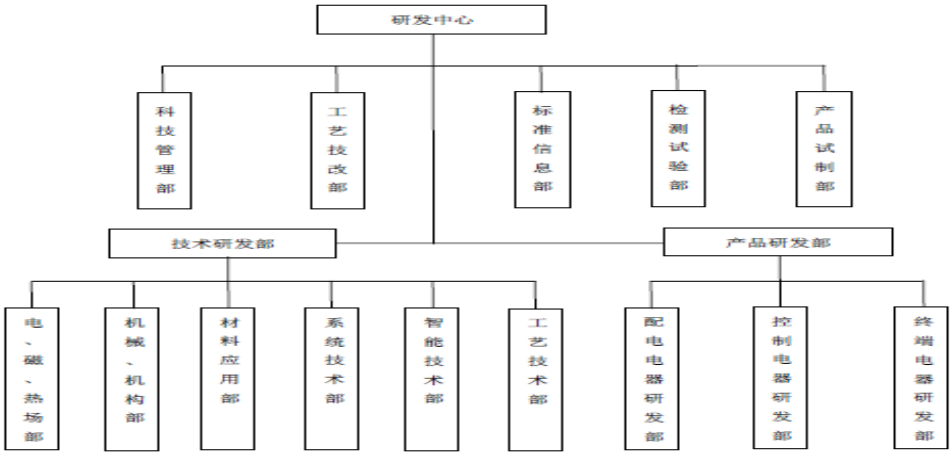
根据 2018 年年报，公司旗下仅有一家全资子公司良信智能电工，组织管理结构清晰。

上海良信智能电工有限公司于 2014 年 7 月 21 日成立，注册资本 1000 万元，当时良信电器出资 350 万元，取得 35%股权比例。2016 年 10 月 30 日，上海良信智能电工有限公司增资总额 600 万元，公司同比例增资 210 万元，增资后股权比例保持 35%。自 2014 年 7 月至 2017 年 8 月，**上海良信智能电工有限公司系本公司持股 35%的联营企业，采用权益法进行核算，记为投资收益**。

根据公司 2017 年第四届董事会第十八次会议及第四届监事会第十五次会议决议，公司以自有资金出资 3,120 万元收购李加勇等 10 名自然人持有的上海良信智能电工有限公司 65%股权。自 2017 年 9 月 1 日起，上海良信智能电工有限公司为本公司全资子公司，**上海良信智能电工有限公司及其全资子公司惠州良信电器有限公司纳入本公司 2017 年度合并报表范围。**

2017 年 12 月，公司计划以自有资金向智能电工增加注册资本 1,900 万元，增资后智能电工股本为 3,500 万元，公司持股比例不变，仍为 100%。

图3: 公司研发中心组织架构



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

根据公司 2018 年年报，公司第一大股东为任思龙，持股比例 10.39%。前 10 名股东中任思龙与任思荣为姐弟关系；任思龙、杨成青、樊剑军、陈平、丁发晖、任思荣为签订一致行动协议的**一致行动人。董事长任思龙先生 1983-1999 年在天水 213 机床电器厂工作，先后担任技术员、研究所所长和副厂长，具备丰富的行业技术经验，管理团队整体具有行业专家背景。**

表3: 公司前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	任思龙	81,587,946	10.3900
2	丁发晖	44,383,500	5.6500
3	樊剑军	44,383,494	5.6500
4	陈平	44,383,494	5.6500
5	任思荣	39,386,406	5.0200
6	杨成青	38,269,538	4.8700
7	首域投资管理(英国)有限公司-首域环球伞子基金:首域中国增长基金	36,676,236	4.6700
8	刘宏光	35,300,955	4.5000
9	中央汇金资产管理有限责任公司	27,541,200	3.5100
10	卢生江	17,522,592	2.2300
	合　　计	409,435,361	52.1400

资料来源：Wind，新时代证券研究所

公司自上市以来，累计完成了一次 IPO 和一次定增。2014 年 1 月完成首发，每股发行价为 19.10 元，募资总额 4.11 亿元，募投项目为**智能型**低压电器产品生产线项目（可以增加 2,363 万台）和**智能型**低压电器研发中心项目。2016 年 4 月完成

定向增发，每股发行价为 35.97 元，募资总额 5.10 亿元，募集资金扣除发行费用后将全部用于**智能型**及新能源电器和装置研发制造基地项目。

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。

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，不断提高整体竞争力。

良信电器上市之后实施过 2 次股权激励方案，2017 年股权激励方案授予的限制性股票的授予价格为 5.92 元，2014 年股权激励方案授予的限制性股票的授予价格为 17.44 元。

表4: 公司历次股权激励方案行权特别条件

激励方案	期权行权特别条件
2017 年	本计划的解除限售考核年度为 2017-2019 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。本计划首次授予的限制性股票达到下述业绩考核指标时方可解除限售: 第一个解除限售期: 2017 年度净利润相比 2016 年的增长率不低于 10%; 2017 年度营业收入相比 2016 年的增长率不低于 10%; 第二个解除限售期: 2018 年度净利润相比 2016 年的增长率不低于 21%; 2018 年度营业收入相比 2016 年的增长率不低于 21%; 第三个解除限售期: 2019 年度净利润相比 2016 年的增长率不低于 33%; 2019 年度营业收入相比 2016 年的增长率不低于 33%。
2014 年	首次授予:第一个解锁期: 2014 年度净利润相比 2013 年的增长率不低于 10%; 2014 年度营业收入相比 2013 年的增长率不低于 10%。第二个解锁期: 2015 年度净利润相比 2013 年的增长率不低于 21%; 2015 年度营业收入相比 2013 年的增长率不低于 21%; 第三个解锁期: 2016 年度净利润相比 2013 年的增长率不低于 33%; 2016 年度营业收入相比 2013 年的增长率不低于 33%;

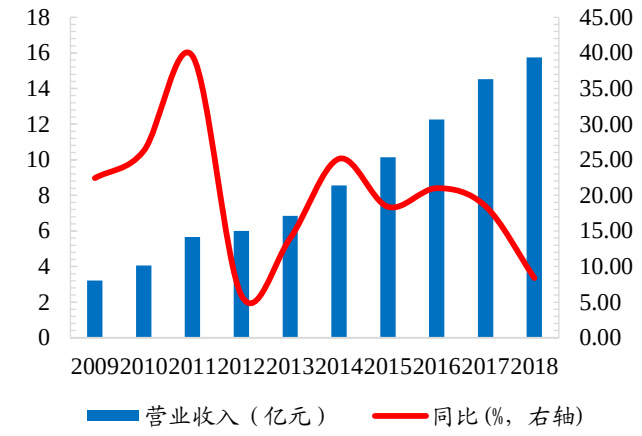
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、 业绩保持稳健增长，高研发投入保障产品迭代升级

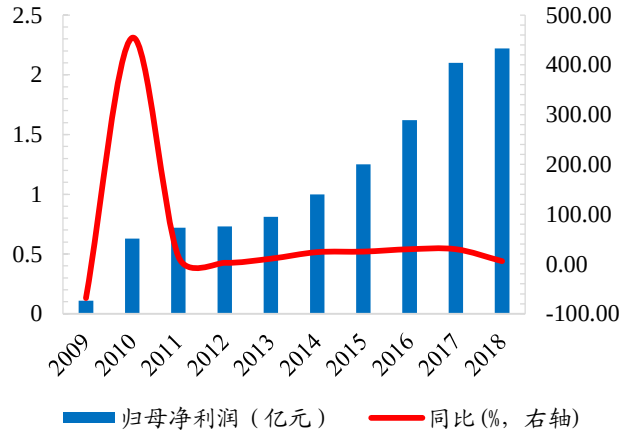
公司整体经营十分稳健，2018 年实现营业收入 15.74 亿元，同比增长 8.38%，归母净利润 2.22 亿元，同比增长 5.60%。2013-2018 年公司实现营业收入复合增速 18.14%，归母净利润复合增长 22.34%。2019 一季度实现营业收入 3.81 亿元（YOY+17.14%），归母净利润 0.43 亿元（YOY+7.88%），扣非后归母净利润 0.39 亿元（YOY+28.44%），毛利率 39.61%，环比提升 4.36pct。

图4: 公司营业收入情况

图5: 公司归母净利润情况



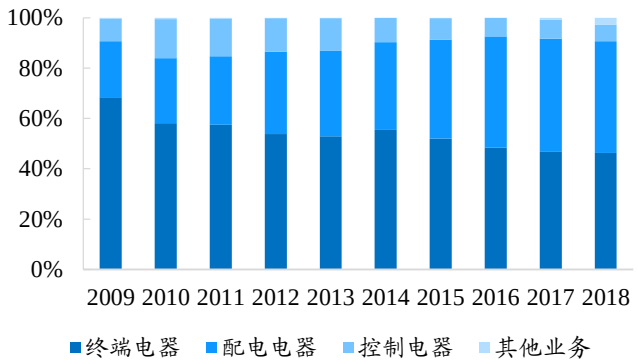
资料来源：公司公告，新时代证券研究所



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

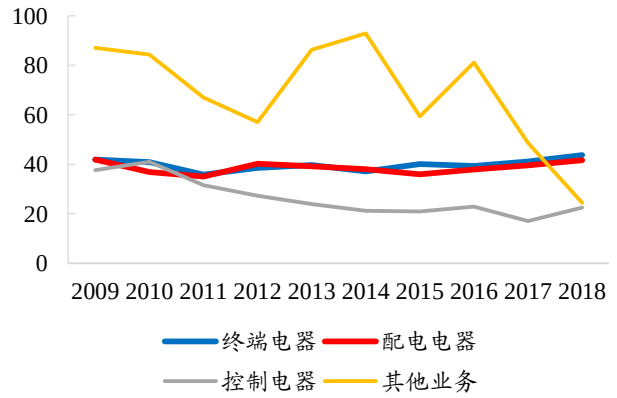
公司专注于终端电器、配电电器、控制电器三个子行业，其中终端电器和配电电器占到公司营业收入的 90%，比例保持十分稳定。**从分项产品毛利率看，终端电器和配电电器毛利率最高且 2015 年以来一直有所提升，2018 年分别为 43.74%和 41.56%，控制电器毛利率为 22.45%。**

图6： 公司营业收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图7： 公司产品毛利率变动（%）

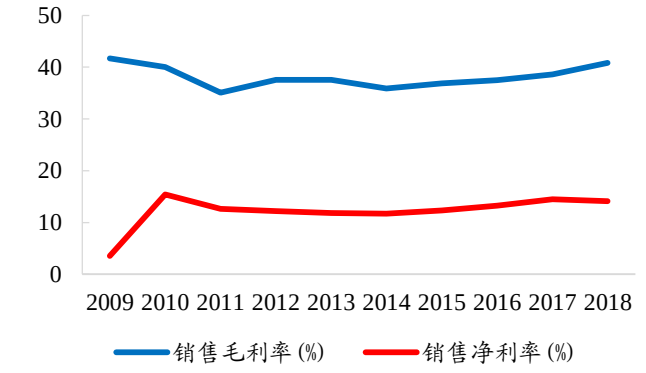


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

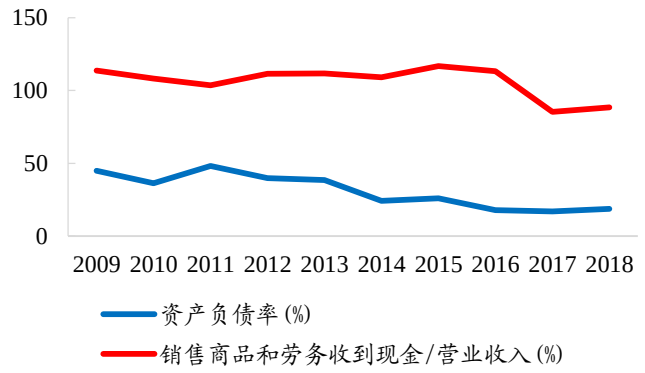
从毛利率和净利率水平来看，公司一直保持在稳中有升，净利率接近 15%。从负债水平来看，公司资产负债表表现健康。而从销售收入现金回款情况来看，2017 年以来有所下滑。

图8： 公司毛利率和净利率变动

图9： 公司负债率和销售净现比变动



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

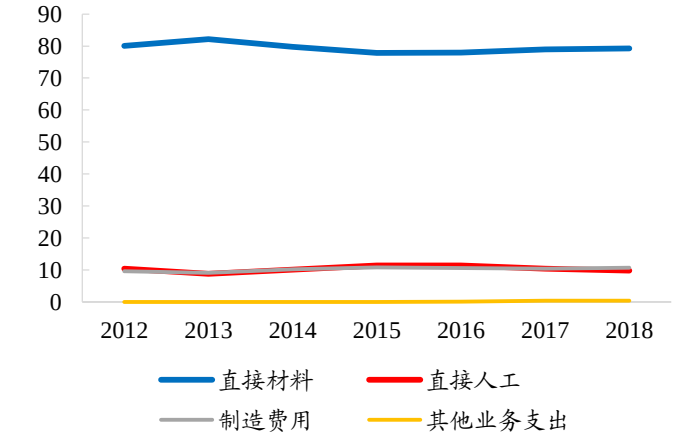


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从公司成本结构来看，材料、制费和人工保持稳定，基本维持在 80%、10%、10%左右的分布。公司的原材料主要是为生产而采购的零部件，包括金属件、塑料件、电子元件等。这些材料的基础原材料为铜、钢、银、塑料等。

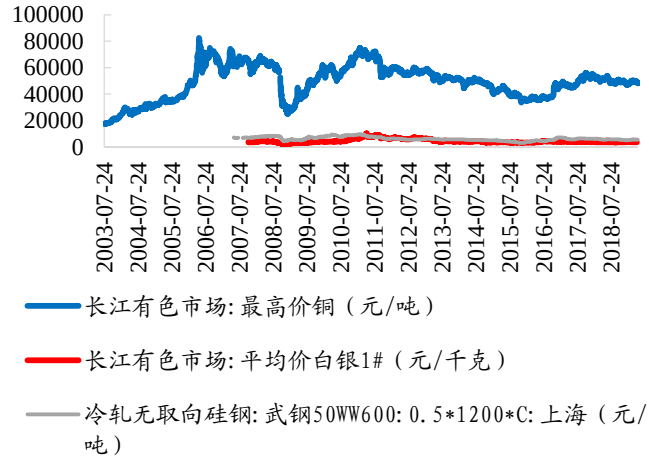
由于公司不直接采购大宗原材料，而是采购经供应商加工后的零部件，市场大宗材料价格的变化会首先传导至上游供应商，然后才逐步传导至生产企业，直至对下游客户的销售价格产生影响，中间会有一定的时间差。大宗原料价格上涨超过一定的区间，公司会对供应商价格进行调整，在区间内一般不做调整。对下游客户的价格传导会更慢一些。作为制造型企业，公司非常注重成本的控制，在原材料采购上，公司有采购专家团，负责物料成本优化方案的规划。随着采购规模增大，公司的议价能力也在逐步增强，一方面在设计端，在不影响产品质量及性能的前提下，进行物料、工艺等优化，另一方面，通过双供方或多供方的选择，设定降本目标，将采购成本控制在预算范围之内。从近几年运行情况来看，已取得较好成效，毛利率比较稳定。

图10: 公司成本结构变化（%）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

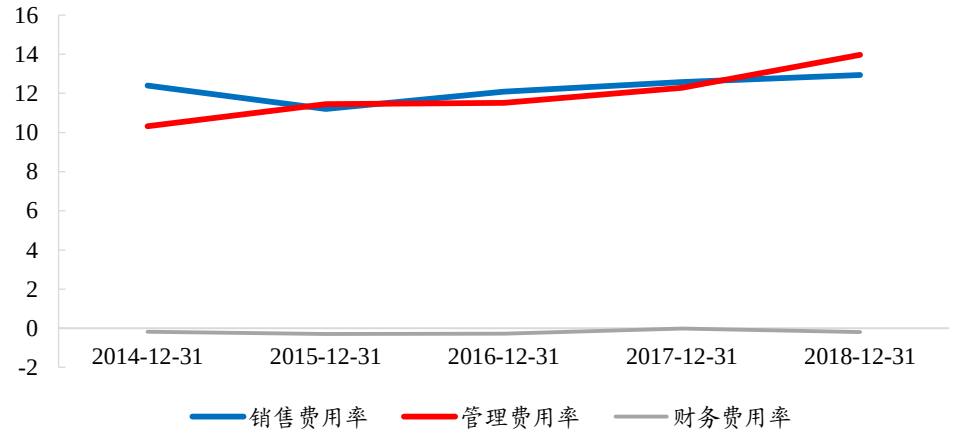
图11: 原材料价格波动



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从期间费率来看的话，公司的销售费用率和管理费用率一直保持在较高的水平，在 20-25%之间。

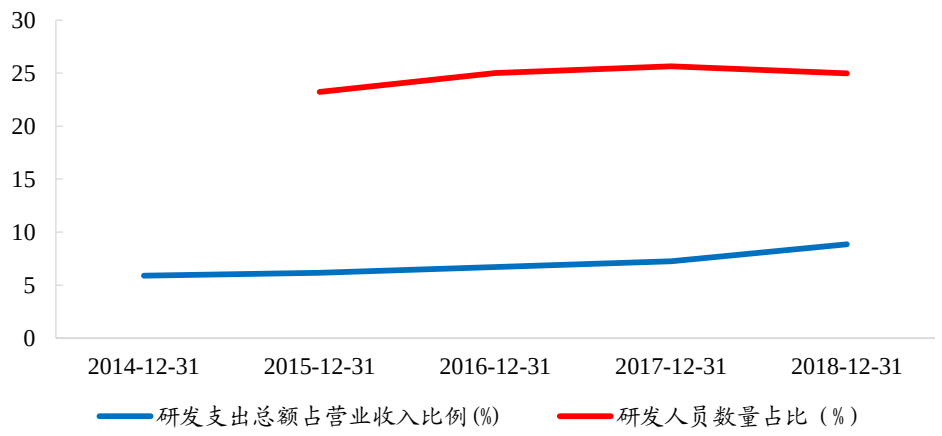
图12: 期间费率变化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

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。2018 年公司研发支出占营业收入的比例为 8.84%，研发支出比 2017 年增长了 32.23%，研发人员占比接近 25%，在制造业企业中保持较高的研发投入力度。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 2017 年有较大增长。2018 年公司研发支出占收入比为 8.84%，而竞争对手正泰电器的研发投入比例为 3.45%。

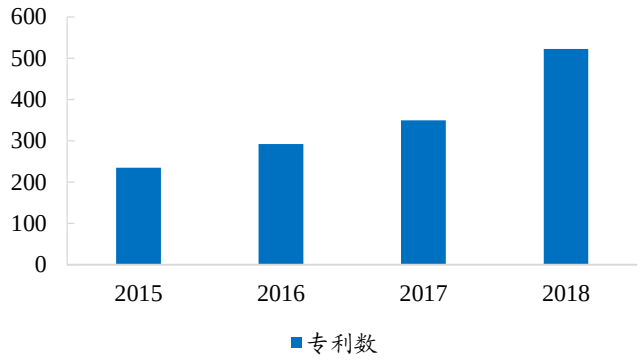
图13: 公司研发支出和研发人员占比



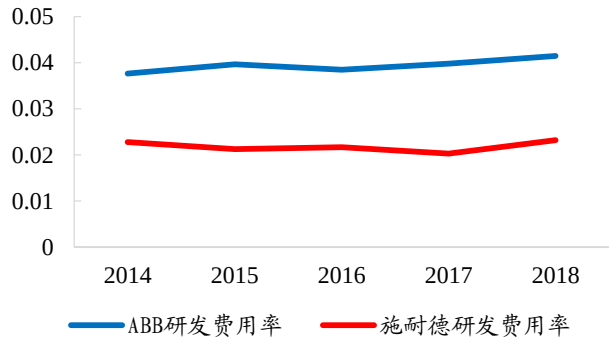
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图14: 公司专利数变化

图15: 海外竞争对手研发投入占比



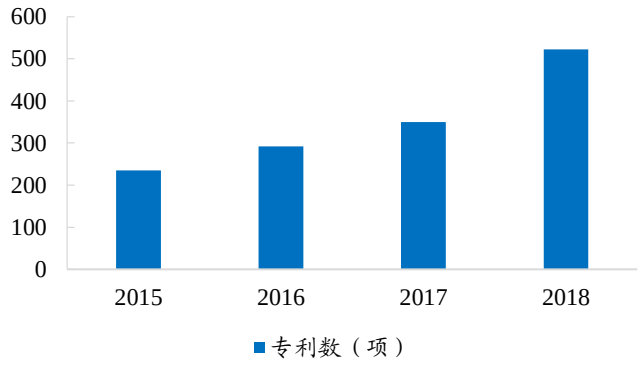
资料来源：公司公告，新时代证券研究所



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

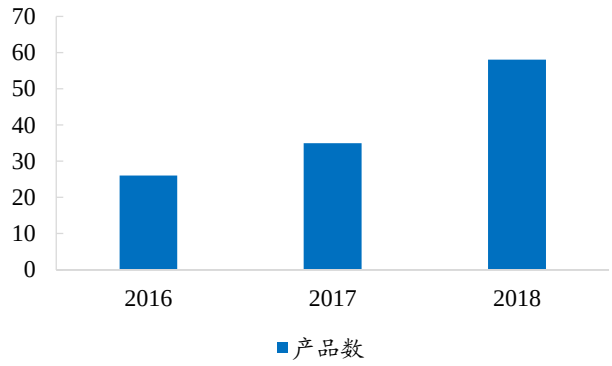
公司 2018 年共申请专利 237 项(其中发明专利 74 项)，获得授权共计 126 项；截止 2018 年底，累计申请专利 834 项（其中发明专利 253 项），累计获得授权 522 项；专利申请及获证数量的大幅增长，进一步体现了公司自主研发创新能力的提升，稳固了在行业内的高新技术地位。

图16: 公司专利数



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图17: 公司新上市产品数



资料来源：公司公告，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。**与同行竞争对手相比，良信电器在盈利能力和成长稳定性上都表现更为稳定和优秀。**

图18: 同行研发占比对比

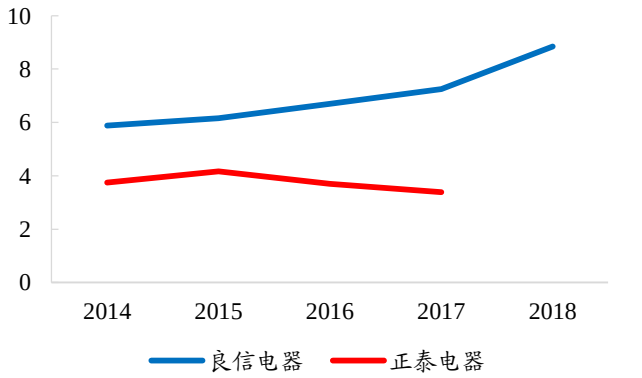
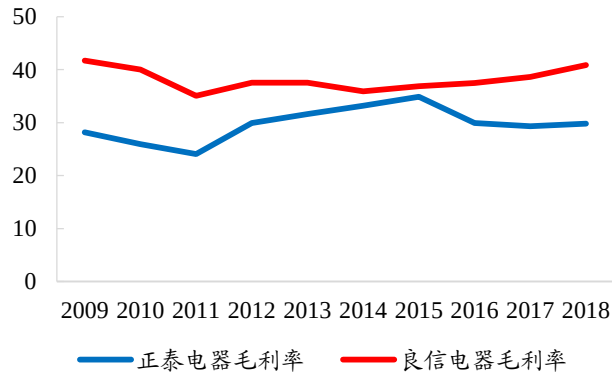


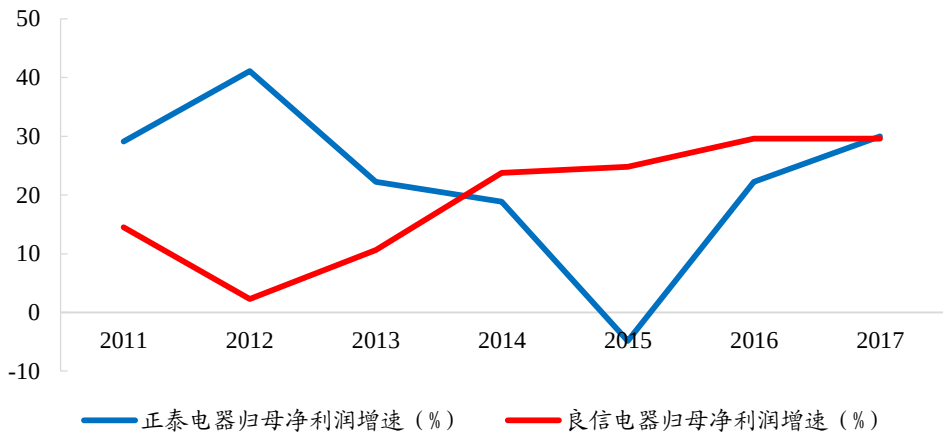
图19: 同行产品毛利率对比（%）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图20： 同行成长性对比

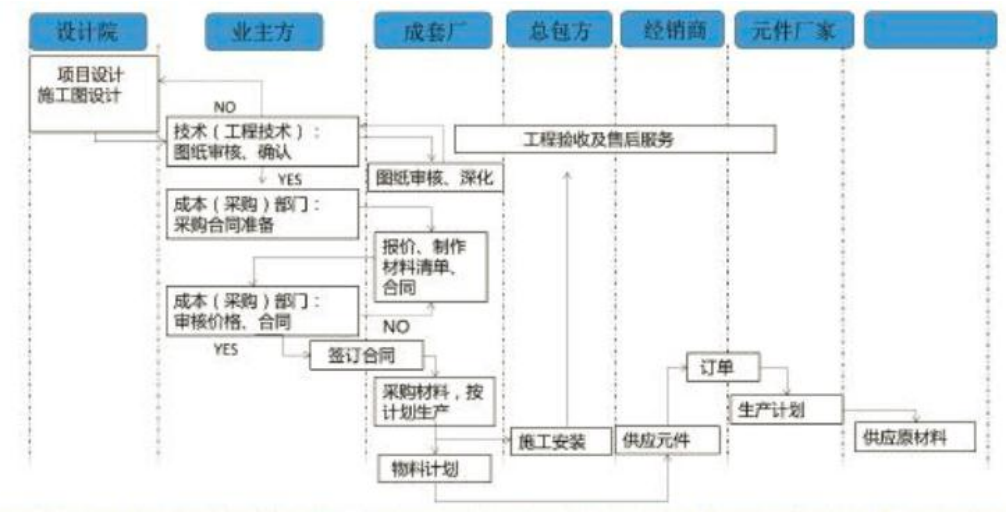


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.4、 实行专业化分工生产，产品销售采用大客户模式

中、高端低压电器产品的客户主要集中在电信、电力、冶金、石化、工控、建筑等行业，这些行业的客户对产品质量及性价比的要求较高，低端产品的主要客户是对质量要求不高的一般用户。在选择低压电器产品供应商的取向方面，中、高端客户与低端客户相比有显著不同。

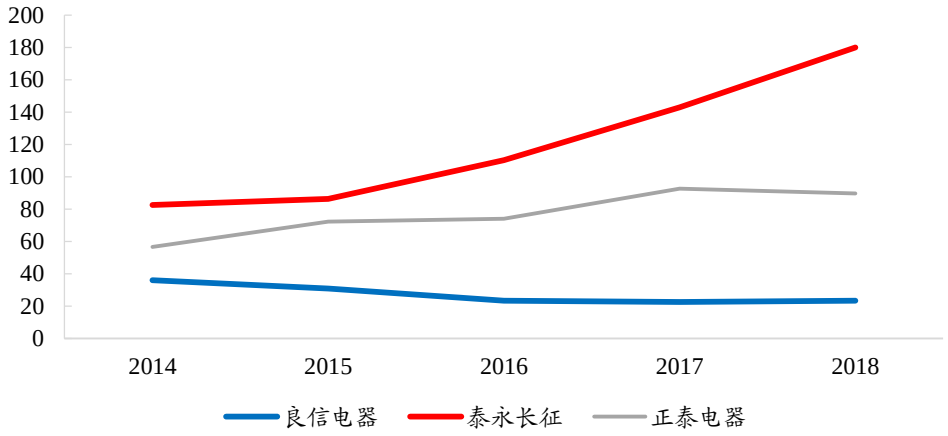
图21： 低压电器行业销售渠道拆解



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

经销商在协助公司在资金流和物流的便利上提供了帮助，通过同行业公司对比可以发现，良信电器的应收账款周转天数低于行业水平。

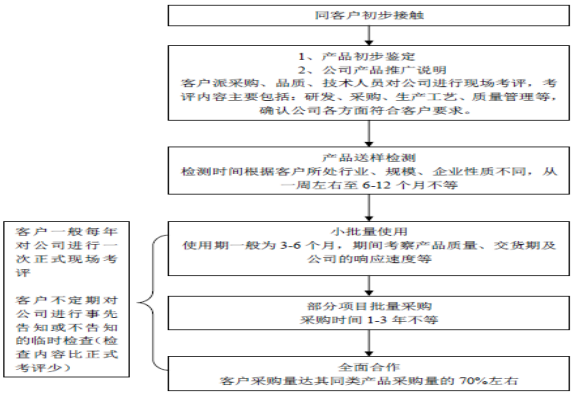
图22： 各公司应收账款周转天数对比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

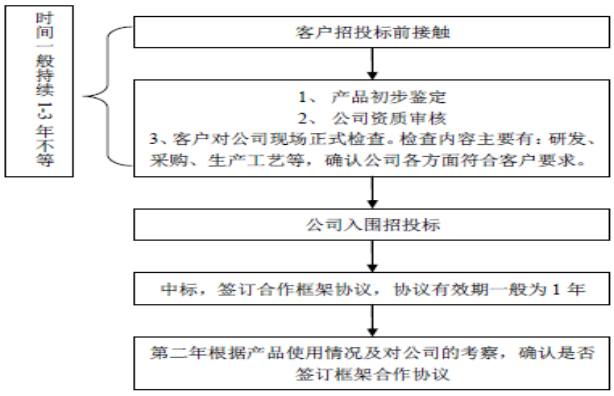
低压电器行业的中高端客户在选择供应商时，一般都建立了比较严格的供应商筛选标准和筛选体系，一般从彼此之间的最初接触到建立稳定的合作伙伴关系需要长达 2-5 年时间。在这期间，客户会对供应商进行全方位的考评，重点考评供应商研发、采购、生产工艺、质量管理等方面的实力，只有能够满足客户的全方位要求，供应商才会与其建立稳定的合作关系。一般来说，电新、电力、冶金、石化、工控等工业企业对供应商的选择标准更为严格，形成的合作关系也更为稳定。

图23： 工业企业中高端客户选择低压电器供应商流程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

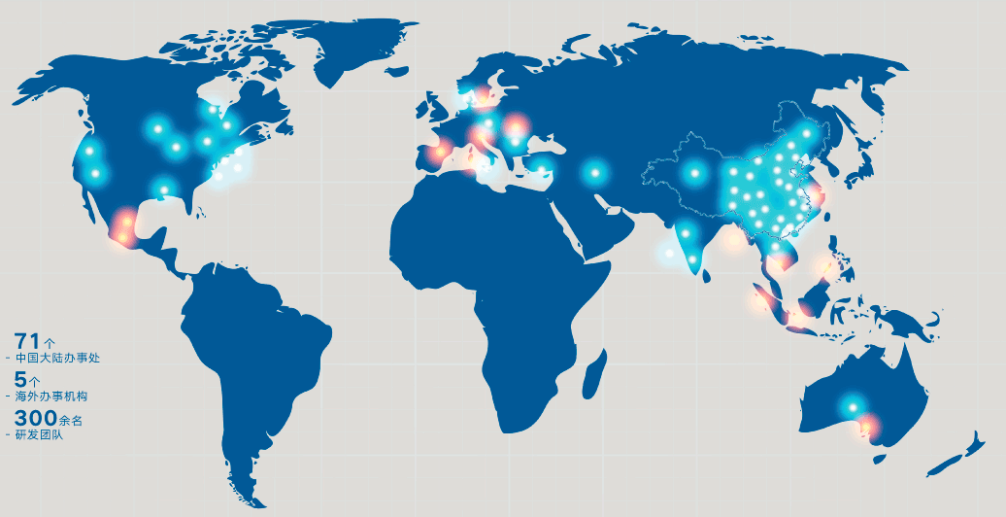
图24： 房地产企业中高端客户选择低压电器供应商流程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司始终践行以客户为中心的理念，继续深化营销组织变革。特别成立战略客户部，聚焦各行业大客户开发。全国销售部下属 8 个大区，55 个办事处，聚焦区域项目落地，快速服务并及时响应客户需求。海外销售部下属 7 个海外办事处，携手国内知名企业服务全球市场。

图25： 公司全球服务体系布局



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

在大客户模式方面，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。

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5： 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本公司发生业务关系
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。

表6： 公司与华为合作历程

时间	进展
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	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

时间	进展
2008 年	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	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。

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

对于公司的营销模式的长期培育方面，2018 年 8 月 9 日中国建筑电气青年设计师培训基地揭牌仪式在上海良信电器康桥智能产业园隆重举行。 此次培训基地的建立是良信电器与中国建筑学会建筑电气分会联合承办，为了培养建筑电气行业青年新生代力量，设置的公益性免费培训。

培训特邀建筑电气行业专家和良信电器内部专业讲师，设置建筑电气设计实践、低压电器各系列产品选型及产线参观实践等课程；同时也邀请人力资源专家为青年设计师讲授领越领导力工坊课程，以提升年轻设计师的组织领导力。

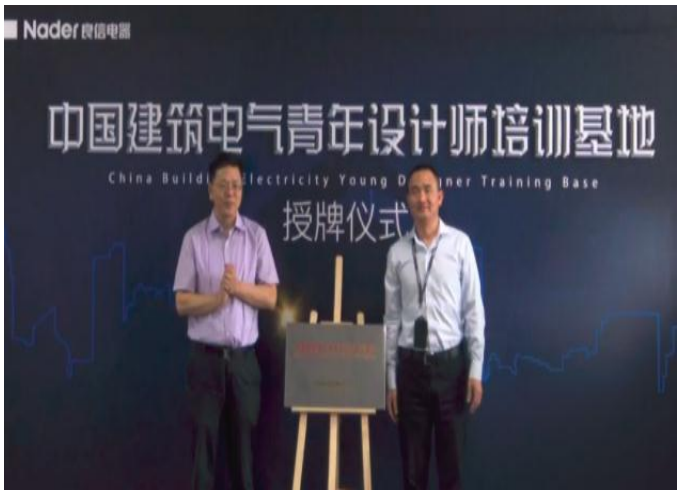
设计师培训计划将在中长期内树立良信品牌在设计院体系的口碑，对于业务的长期发展具有好处。

以施耐德电气为例，公司非常注重于合作伙伴的关系维护，包括分销商、成套厂、系统集成商、设计院、设计师、装饰公司等等，对于它而言，有足够的资源去进行品牌的推广。

图26： 施耐德客户培训计划

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

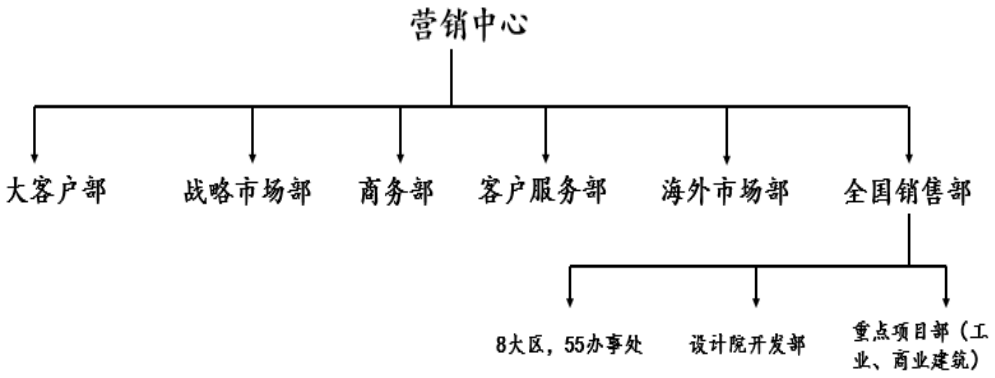
图27： 良信电器青年设计师培训基地



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

从人员结构来看，2018 年公司的销售人员达到了 453 人，占比 22.96%，而正泰电器销售人员占比为 7.5%。优秀的组织营销能力，使得公司在注重提升产品品质的同时，可以加强市场拓展能力。

图28： 公司营销组织结构图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.5、 技术迭代对标海外，新建海盐基地加强核心工艺

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。公司的预研及仿真平台使得新产品可靠性从 60%提升至 99.74%。

图29: 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

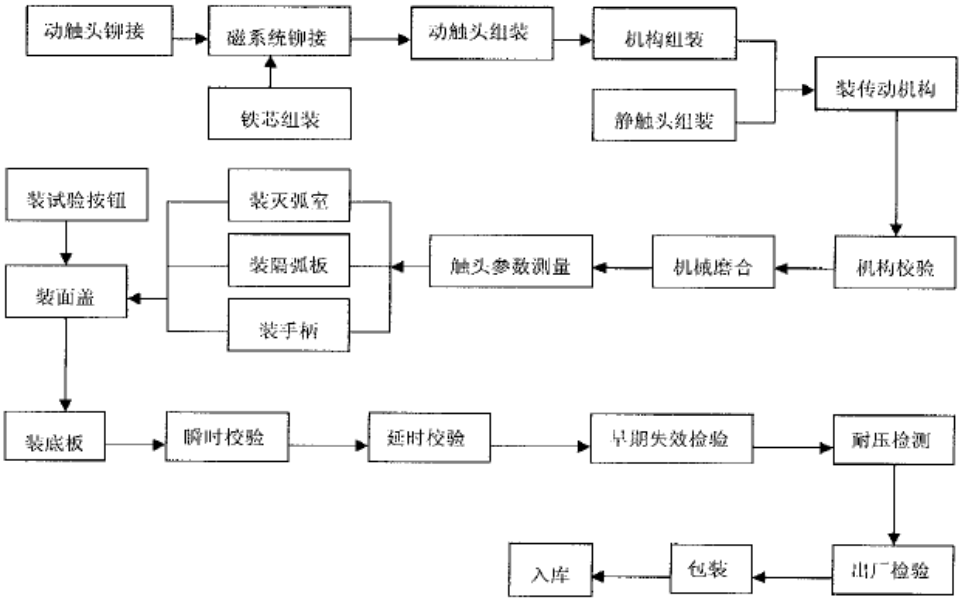
公司经过多年的沉淀，建立完善了全球顶级认证的实验室，可以覆盖低压电器所有实验项目，是全球少有的同时具备 CNAS 国家实验室，UL 美国认证，德国莱茵集团合作实验室，南德 TUV 合作实验室认证的大型实验平台。

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。

根据公司公告，良信电器于 2018 年 12 月 8 日与浙江省海盐经济开发区管理委员会签订了《项目投资框架协议》，在浙江省海盐经济开发区成立具有独立企业法人资格的全资子公司，由项目公司负责实施该项目。该项目计划总投资约 11 亿元，共计占地面积约 206 亩，**主要建设低压电器生产基地。**

本次投资选址在规范专业的工业园区且距离上海不足百公里，有利于完善公司的供应链布局，做好公司的中长期规划，能够提升公司产品的工艺水平和关键零部件品质及加工能力，进一步提升公司的品牌形象和盈利能力。我们认为，**此举是公司加强供应链管理和自产核心零部件的重要举措，可以加强公司产品大电流断路器的短路特性、灭弧能力和双电源产品的接通能力、转换时间等关键指标，同时可以降低成本提升毛利率水平。**

图30： 配电电器工艺流程图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.6、 参与行业标杆项目，建立品牌认知度

外资的优势不仅仅在于技术和产品，更多在于品牌认知。甲方在采购时，特别是财务人员为了免责，往往选取施耐德、西门子等品牌，以免日后出问题自己担责任，采用外资品牌信用背书的方式规避风险。因此，如何破解这种品牌优势是关键一点，而公司通过各类标杆项目来拓展知名度，是一个很好的实现方法。目前，公司已经在世界首座商用第 4 代核电站国核压水堆示范工程-山东石岛湾、中国移动呼和浩特、哈尔滨数据中心、青海锡铁山 100MW 光伏项目、龙源酒泉瓜州风场项目等多个项目实践中取得客户认可。

图31： 山东石岛湾项目

图32： 中国移动数据中心项目

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

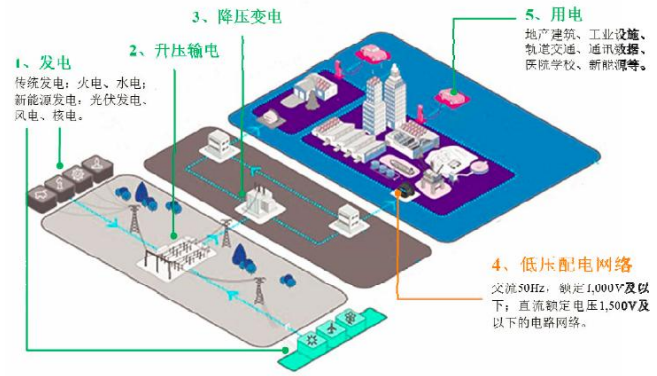
2、 结构升级需求推动行业发展，自主品牌跟进超越

2.1、 低压电器产品不断升级迭代，十三五期间复合增速为 8%

最早的电器是 18 世纪物理学家研究电与磁现象时使用的刀开关。19 世纪后期，由于电能的应用陆续推向社会，各种电器也相继问世。但这一时期的电器容量小，属于手动式。电路的保护主要采用熔断器（俗称保险丝）。20 世纪以来，由于电能的应用在社会生产和人类生活中显示出巨大的优越性，并迅速普及，适应各种不同要求的电器也不断出现。

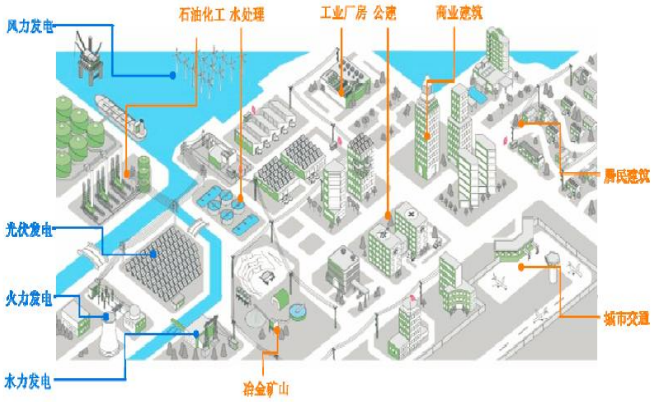
低压电器是指用于交流 50Hz（或 60Hz）、额定电压为 1000V 及以下（在我国，1,140V 也参照处理）、直流额定电压为 1,500V 及以下的电路内起通断、保护、控制或调节作用的电器元件或组件，属于支持国民经济发展的基础资本品。低压电器主要应用于低压电网的电能输送、分配，市场空间超过 800 亿元人民币。

图33: 电力系统示意图



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

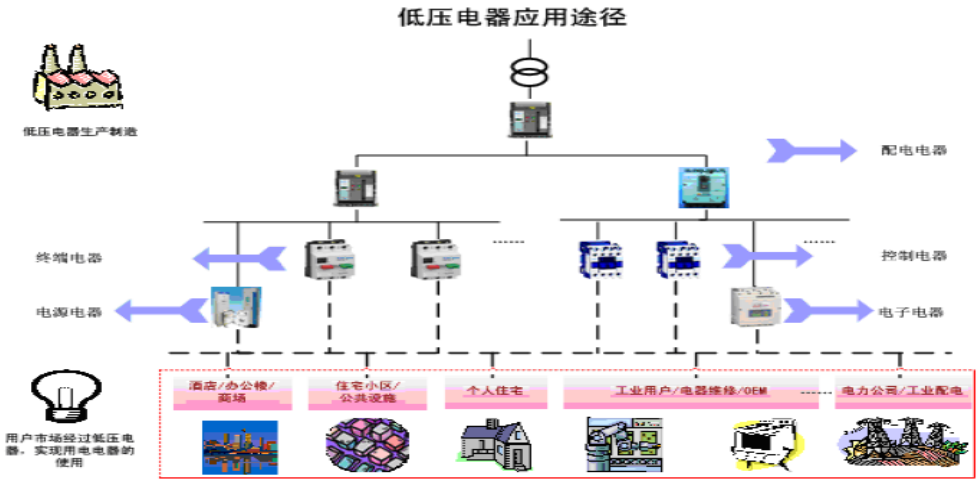
图34: 低压电器部分下游应用行业说明图



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

作为输配电系统的最终环节，低压配电系统广泛存在于民用住宅、商业建筑、综合楼宇、工业设施、轨道交通、通讯数据等领域。因此，低压电器的下游终端客户遍布国民经济的各个领域。

图35: 低压电器应用途径



资料来源：正泰电器招股说明书，新时代证券研究所

低压电器的应用与电力的使用是密不可分的，电力的生产与使用一般经过发电、输电、变电、配电和用电等几个环节，低压电器主要使用于最后两个环节的低压配电和用电控制系统中。

表7: 低压电器分类

分类	应用范围	典型产品
终端电器	**用于线路末端**，如商住、写字楼、商场、医院及车间等场合，起配电、保护、控制、指示信号、计量等作用，具有模数化的外形尺寸和导轨式安装的结构	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、开关熔断器组、模数化插座、模数化终端组合配电箱、模数化仪表等
配电电器	**大量用于电网输配电的低压侧。**用于电流的接通、分断，能在线路或用电设备发生短路、过载、欠压等故障时切断电路，从而起到对线路和设备的保护作用。框架（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的通断或保护	框架（万能式）断路器；塑料外壳式断路器；熔断器、双电源转换开关、隔离开关等
控制电器	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。此外，还能用于对计算机外围设备和小型电源设备的保护	交流接触器、直流接触器；各种继电器（电压、电流、时间、温度、速度、频率等）、主令电器、行程开关、软起动器、变频器、设备用断路器等

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

低压电器主要产品就是三断一接，框架断路器俗称万能式断路器，绝大部分都具有过载长延时、短路短延时和短路瞬动的三段保护功能，能实现选择性保护，塑料外壳式断路器，俗称空气开关，是低压配电系统和电动机保护回路中的过载、短路保护电器，一般不具备短路短延时功能(仅有过载长延时和短路瞬动二段保护)，不能作选择性保护，小型断路器为额定电流不大于 160 安培的外形较小的模块化断路器。

大部分终端电器是微型断路器，配电电器主要是框架断路器和塑壳断路器，控制电器主要是接触器。

表8: 低压电器产品类型

名称	定义
低压断路器	低压断路器(曾称自动开关)是一种不仅可以接通和分断正常负荷电流和过负荷电流，还可以接通和分断短路电流的开关电器。低压断路器在电路中除起控制作用外，还具有一定的保护功能，如过负荷、短路、欠压和漏电保护等。
低压接触器	接触器是用于远距离频繁地接通和分断交直流主电路和大容量控制电路的电器，其主要控制对象是电动机，也可以控制其他电力负载，如电热器、照明灯、电焊机、电容器组等。
低压继电器	低压继电器是一种根据特定输入信号而动作的自动控制电器，其种类很多，有中间继电器、热继电器、时间继电器等类型。

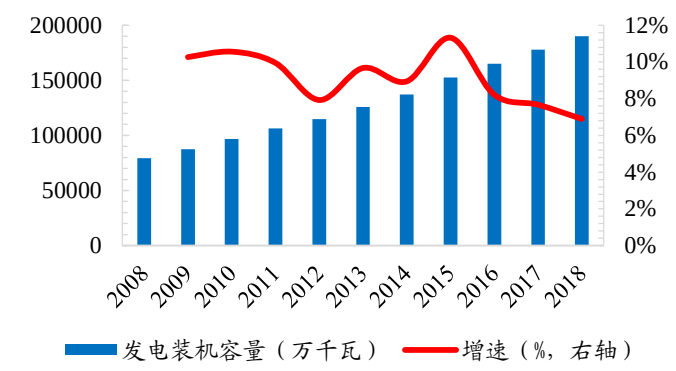
名称	定义
双电源切换开关	双电源转换开关是 Automatic transfer Switching equipment 的英文缩写，国家标准中文全称为自动转换开关电器，俗称双电源自动转换开关。双电源切换开关是由一个（或几个）转换开关电器和其它必需的电器组成，用于监测电源电路、并将一个或几个负载电路从一个电源自动转换至另一个电源的电器。电气行业中简称为“双电源自动转换开关”或“双电源开关”。
隔离开关	隔离开关是可以接通负荷电流、短路电流和分段负荷电流而不能分段短路电流且具有着隔离功能的低压电器元件，在低压配电设计中有着广泛应用

资料来源：中国知网，新时代证券研究所

电能的 80%通过低压电器配送或控制，低压电器的市场容量与电力行业发展密切相连。

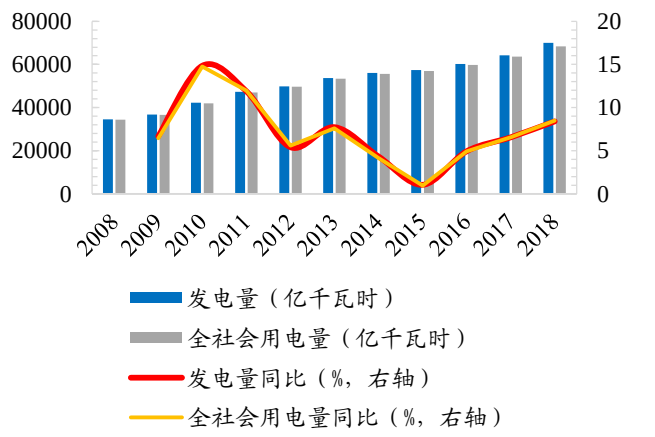
从发电量新增的角度来看，按照经验配套比计算，每增加 1 万千瓦发电容量，约需要 6 万件低压电器元件配套。作为使用低压电器产品最多的行业，我国电力事业的高速增长带动了对低压电器的需求增长。根据中电联数据，我们可以看到发电装机容量的增速逐渐放缓，2018 年发电装机容量已经达到了 19 亿千瓦，2016-2018 年期间的每年同比增速区间为 7%-8%。从宏观层面的装机量增速范围来看，**与低压电器行业整体增速保持一致，与发电量及用电量变化也保持高度一致。**

图36： 全国电力装机容量变化



资料来源：中电联，新时代证券研究所

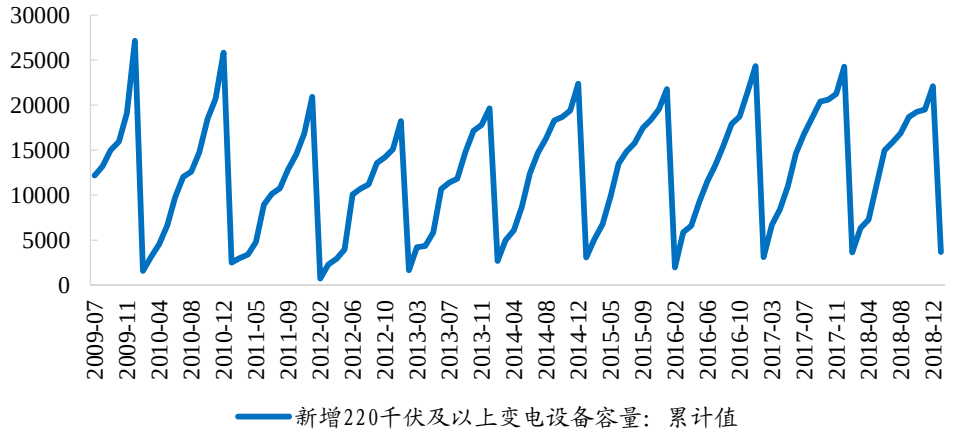
图37： 全国发电量及用电量变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从设备更新的角度来看，低压电器产品的更新周期为 5-8 年，因此产品存在稳定可持续的更新需求。截止 2018 年末，我国电力装机容量达到 19 亿千瓦，根据 1 万千瓦发电容量需要 6 万件计算，目前处于使用状态的各类低压电器产品约有 114 亿件。在长期均衡条件下，每年的更新需求理论上可以达到 14.25-22.8 亿件。根据公司招股说明书，终端和控制电器的单件价格在 10-20 元不等，配电电器价格在几百元到几千元不等。因此，伴随着经济进入成熟阶段，每年由低压电器更新量带来的市场规模也可以达到百亿级别。

图38： 新增 220KV 以上变电设备容量累计值（万千伏安）



资料来源：国家能源局，新时代证券研究所

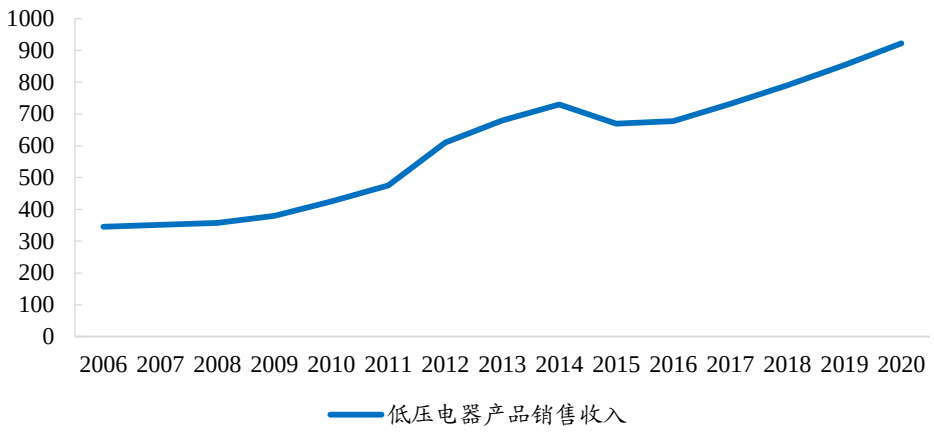
随着中国制造 2025 战略的不断推进，十三五期间低压电器的智能化与自动化水平进一步提高。**根据中国电器工业协会通用低压电器分会预测，十三五期间低压电器主要产品产量年均增长幅度在 8%左右，到 2020 年末行业主营业务收入将达到 1,150 亿元左右。**

表9： 国内低压电器主要产品产量走势

年份	万能式断路器（台）	塑料外壳式断路器（万台）	小型断路器（亿极）	接触器(万台)
2006	55	2400	2.75	6100
2007	60	2600	3.45	6800
2008	62	2700	3.6	4100
2009	66	2900	4	7600
2010	73	3200	4.5	8400
2011	82	3600	5.1	9500
2012	90	4630	5.6	10500
2013	100	5200	9.7	11750
2014	108	5600	10.5	12700
2015	102	5100	9.3	10800
2016	125	6500	12.2	14800
2017	135	7000	13.2	15900
2018	145	7560	14.3	17100
2019	156	8200	15.4	18500
2020	168	8900	16.6	19900

资料来源：中国电器工业年鉴，新时代证券研究所

图39： 低压电器市场空间预测



资料来源：中国电器工业年鉴，新时代证券研究所预测

2.2、 中高端市场进口替代进行时，份额集中度有望提升

低压电器是一个充分竞争、市场化程度较高的行业，形成了外商投资企业与本土企业共存的竞争格局。中国低压电器企业众多，目前有超过 1500 家企业，但其中绝大多数是缺乏核心竞争力的小型企业。

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，该类企业引领了低压电器行业的发展方向，行业中的最新产品一般都是该类企业研发生产；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10: 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 ***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	施耐德 ABB 西门子
专注子行业	市场规模约：200 亿元 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	良信电器 常熟开关 人民电器
面对零售商	市场规模约：350 亿元 以中端、中低端产品为主，产品覆盖面广有一定的同质性，	正泰电器 德力西

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，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。

表11： 低压电器代际分化

产品分代	主要特征
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。

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

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。

表12： 不同代际技术的企业分布

代表企业	第一代产品	第二代产品	第三代低端产品	第三代中端产品	第三代高端产品	第四代产品
施耐德、ABB、西门子等				部分制造着	主要制造者	主要研发制造者
常熟开关、上海人民电器、良信电器等				**主要制造者**	**研发制造者**	**跟进研发制造者**
行业内大量的研发能力差、产品同质化、低价竞争的企业	主要制造者	主要制造者	主要制造者			

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

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。用户对低压电器性能的最终要求为保障供电的**连续性、安全性和稳定性**，划

分产品高、中、低端的主要依据是**产品的技术性能（包括通断能力、机电寿命等）、功能、体积等指标，在技术性能、功能、体积等指标接近的情况下，划分产品的主要依据是质量表现指标，包括产品开箱的 PPM 值、一致性和可靠性。**

表13: 低压电器分类指标

档次分类	产品代别	技术性能、功能、体积	开箱 PPM 值	一致性	可靠性（失效率级）
高端	第四代产品、部分第三代产品	技术性能指标先进（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
中端	主要第三代产品、部分第二代产品	技术性能指标较先进（通断能力、机电寿命等方面）、功能较多	100<PPM<=500	较高	可靠性较高、失效率较低
低端	主要第二代产品、部分第三代产品	技术性能指标一般（通断能力、机电寿命等方面）、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

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

不同档次的低压电器在价格上高、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%，高端产品的价格区间在框架断路器领域可以达到 2 万左右及以上。

表14: 不同档次低压电器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

从 EP 精灵的报价数据来看，主流产品系列包括微断、塑壳、框架、双电源、接触器等，其中框架断路器的价格区间水平最高，其次为双电源和塑壳断路器。

表15: 典型低压电器产品报价情况（元）

名称			报价
热门系列	微断	IC65 系列小型断路器	37.14（施耐德 2019-04-09）
		DZ47-60 系列小型断路器	11.18（正泰电器 2019-01-16）
		S200 系列 6kA 系列小型断路器	37.65（ABB 2019-04-12）
		DZ47 系列小型断路器	30.62（德力西电气 2019-03-16）
		C120 系列小型断路器	151.95（施耐德 2019-05-08）
		GM32 系列直流小型断路器	65.00（北京人民电气厂 2019-05-06）
	塑壳	NM1 塑壳断路器	203.00（正泰电器 2019-01-16）
		NSX 系列塑壳断路器	1269.16（施耐德 2019-04-18）

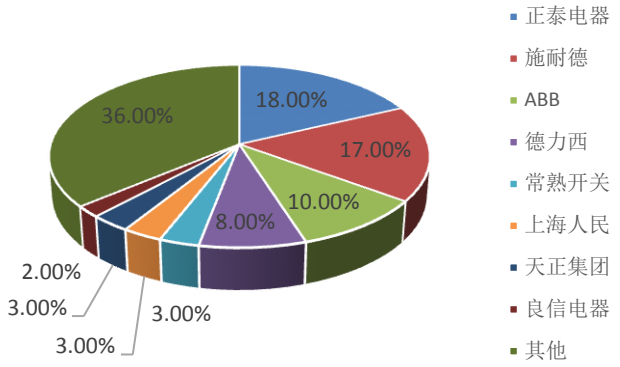
	Tmax 系列塑壳断路器	1559.76（ABB 2019-04-30）
	CDM1 系列塑壳断路器	200.00（德力西电气 2019-03-15）
	CM1 系列塑壳断路器	300.00（常熟开关制造 2018-11-01）
	GM5 P/PG 系列光伏专用直流塑壳	608.00（北京人民电器厂 2019-04-30）
框架	**Emax 系列空气断路器**	**54888.10（ABB 2019-04-08）**
	NA1 系列万能式断路器	**16320.00（正泰电器 2019-01-16）**
	CW1 系列万能式断路器	**19000.00（常熟开关制造 2017-10-25）**
	MT08-63 系列空气断路器	**58684.26（施耐德 2019-04-28）**
	3WT 系列空气断路器	**29563.06（西门子 2019-04-04）**
	GW3B 系列框架直流断路器	**44000.00（北京人民电气厂 2019-04-30）**
双电源	WATSN 1-630 系列自动转换开关	3372.00（施耐德 2019-04-16）
	NZ7 系列自动转换开关	2141.00（正泰电器 2019-01-16）
	WATSG 系列自动转换开关	4154.00（施耐德 2019-04-01）
	WTS 系列转换开关	5728.00（施耐德 2019-04-01）
	CDQ3 系列自动换装开关	3173.87（德力西电气 2019-03-15）
	CA1 系列自动转换开关	4200.00（常熟开关制造 2019-01-04）
接触器	CJX2 系列交流接触器	51.20（正泰电器 2019-01-16）
	LC1D 系列交流接触器	121.32（施耐德 2019-04-01）
	CJ19 系列交流接触器	116.00（正泰电器 2019-01-16）
	A/AF/系列交流接触器	164.32（ABB 2019-04-15）
	LC1E 系列交流接触器	65.59（施耐德 2019-04-01）
	SC 系列交流接触器	102.00（常熟开关制造 2017-08-02）
热继电器	LRD 系列国产热继电器	175.24（施耐德 2019-04-01）
	JR36 系列热继电器	27.70（正泰电器 2019-01-16）
	LRD33 系列热继电器	232.01（施耐德 2019-04-01）
	NR2 系列热继电器	61.40（正泰电器 2019-01-16）
	TA 系列热继电器	171.45（ABB 2019-04-19）
	JRS1 系列热继电器	31.80（正泰电器 2019-04-10）
其他	HD13 系列刀开关	245.00（正泰电器 2019-01-16）
	BH-0.66 I 系列互感器	41.00（正泰电器 2019-02-27）
	NH40 系列隔离开关	109.00（正泰电器 2019-01-16）
	HH15（QSA）隔离开关熔断器	2133.00（正泰电器 2019-01-16）
	DT862 系列三相四线有功电度表	308.00（正泰电器 2019-01-16）
	NDK（BK）系列控制变压器	77.00（正泰电器 2019-01-16）

资料来源：EP 精灵，新时代证券研究所

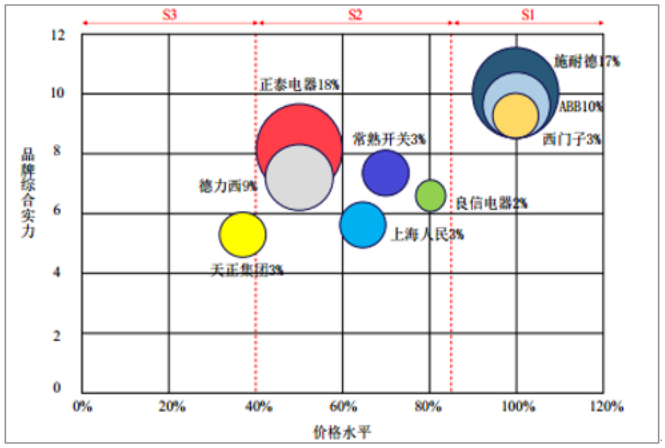
高、中、低端（或称 S1、S2、S3）市场规模比重分别为 20%、30%和 50%，但是随着消费升级和环保门槛的提高，用户对低压产品品质提出更高的要求，**中高端的市场规模将会进一步提高，市场将由原来的梯形结构变为菱形结构**（中高端占比提高，极高端和极低端的市场规模会很小）。

图40： 低压电器竞争格局分散

图41： 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

表16: 公司主要竞争对手介绍

公司名称	基本介绍
常熟开关	公司前身是成立于 1964 年的国营常熟开关厂，是国内中、高端市场的有力竞争者
上海人民电器	始建于 1914 年，至今已有 90 多年的历史，主要生产低压电器元件
正泰电器	国内最大的低压电器产品生产企业，主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器、电子电器等低压电器产品的研发、生产和销售
施耐德	作为全球电力与控制专家，致力于满足民用住宅、建筑、工业、能源与基础设施等领域的客户需求。
ABB	业务遍布全球 100 多个国家，主要业务涉及电力产品、电力系统等。
西门子	世界上最大的电子和电气工程公司之一，主要业务集中在工业、能源和医疗领域

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

在中高端市场，公司的主要竞争对手是常熟开关厂和上海人民电器，其优势产品分别为框架断路器、塑壳断路器和智能型断路器、框架断路器。

低压电器行业整体上是一个相对成熟的行业，需求比较稳定。随着科学技术的进步发展，低压电器产品经历了机械化、自动化和智能化阶段，目前正朝着综合智能化发展。随着经济发展和生活水平提高，客户对于低压电器产品稳定性、可靠性、安全性的要求会相应逐步提高，中高端产品的需求会提升。**此外，智能电网和新能源的接入对于低压电器中高端产品的需求也会加强。**

根据《国家电网智能化规划总报告》，2009-2020 年国家电网总投资 3.45 万亿元，其中智能化投资 3841 亿元，占电网总投资的 11.1%。

表17: 坚强智能电网总投资和智能化投资（亿元）

项目	第一阶段	第二阶段（十二五）	第三阶段（十三五）	合计
电网总投资	5510	15000	14000	34510
年均电网投资	2755	3000	2800	/
智能化投资	341	1750	1750	3841
年均智能化投资	171	350	350	/

项目	第一阶段	第二阶段（十二五）	第三阶段（十三五）	合计
智能化投资占总投资比例	6.2%	11.7%	12.5%	11.1%

资料来源：国家电网，新时代证券研究所

用电环节占智能化投资的比重最高，达到 30.8%，主要是用电信息采集等项目的建设规模大，因而投资较大。其次是配电环节占 23.2%，变电环节占 19.5%，主要由于配电自动化、智能变电站新建和改造等项目的建设规模大。

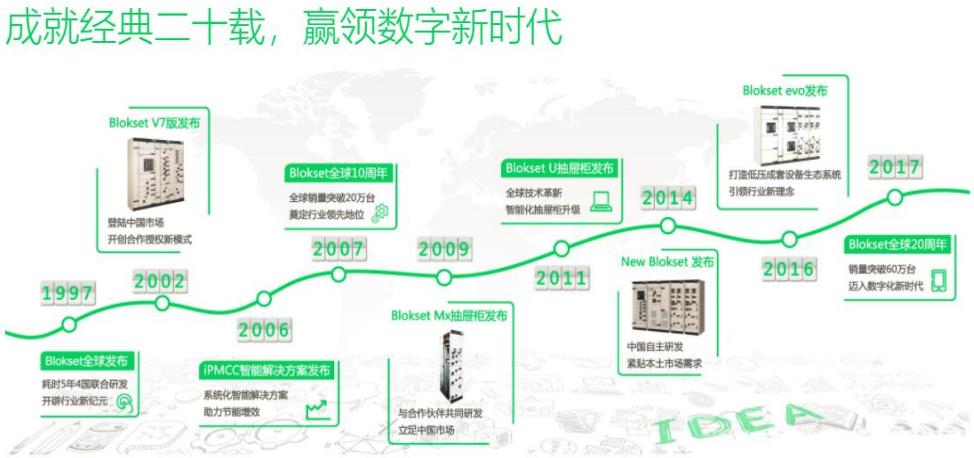
表18： 各环节智能化投资及比例（亿元）

环节	第一阶段		第二阶段		第三阶段		合计	
	投资	比例	投资	比例	投资	比例	投资	比例
发电	6	1.9%	28	1.6%	25	1.5%	60	1.6%
输电	22	6.6%	91	5.2%	125	7.2%	239	6.2%
变电	17	5.0%	365	20.9%	366	20.9%	748	19.5%
配电	**56**	**16.4%**	**380**	**21.7%**	**456**	**26.0%**	**892**	**23.2%**
用电	**101**	**29.5%**	**579**	**33.1%**	**505**	**28.9%**	**1185**	**30.8%**
调度	33	9.6%	62	3.5%	52	2.9%	146	3.8%
通信信息平台	106	30.9%	244	14.0%	221	12.6%	571	14.9%
合计	341	100%	1750	100%	1750	100%	3841	100%

资料来源：国家电网，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。

图42： 施耐德低压配电产品设备发展历史



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

我们以良信电器 NDW3-6300 框架断路器、施耐德 MTZ3-63、常熟开关 CW3-6300 为例，可以发现国内厂商的产品实力在可量化的技术参数已经接近了外资品牌，但是在售价上依然差异巨大。

表19： 典型断路器产品对比

产品类型	CW3 系列万能式断路器	3WL 系列空气断路器	RMW3 系列智能型万能式空气断路器	EMAX 系列空气断路器	MTZ3	NDW3
公司	常熟开关	西门子	上海人民电器	ABB	施耐德	良信电器
额定电流	6300A	6300A	6300A	6300A	6300A	6300A
极限短路分断能力	120KA	100KA	135KA	100KA	187KA	120KA
价格	90000	256189	90000	330191	272612	75496

资料来源：EP 精灵，新时代证券研究所

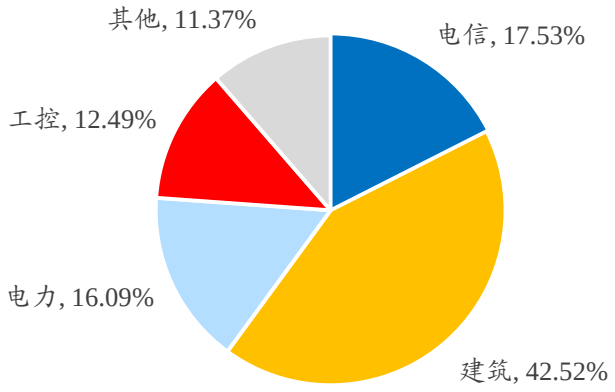
国内从产品结构上来讲，良信电器专注于 S2 的高端市场，产品附加值高，已经接近 S1 市场，成为我国中高端低压电器的领跑者。**未来有望迅速进入 S1 市场，实现我国高端低压电器的进口替代。下游需求向好，公司将持续收益。**

3、 围绕细分行业拓展产品，下游需求边际向好

低压电器市场较为分散，产品呈现多样化的特点。根据公司公告，公司的产品下游应用主要分为房地产、新能源、电力、工控、工建及通信领域。

根据公司调研公告，2017 年良信电器的下游领域占比中，智能楼宇约占 45%，通讯、电力及基础设施、新能源各约占 15%，剩余约 10%主要为工控客户；2018 年，地产客户占比仍超过 50%，其他领域有不同程度变化。预计 2019 年，通信及工建行业将是公司的主打方向；通信领域的 5G 放量预计要到 2020 年。2019 年，公司仍聚焦于传统的三大运营商、电信设备制造商和 BATJ 等，公司有专门的部门和行业专家开发市场。

图43： 2013 年 1-6 月公司下游行业销售分布



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

因此，我们认为 2019 年地产业务依然是主要业绩推动力量，新能源和工控业务有所复苏，5G 业务将是带动通信产品收入增长的重要支撑因素，电力产品将稳健增长。

3.1、 光伏行业政策修复，2019 全球光伏新增装机量 120GW

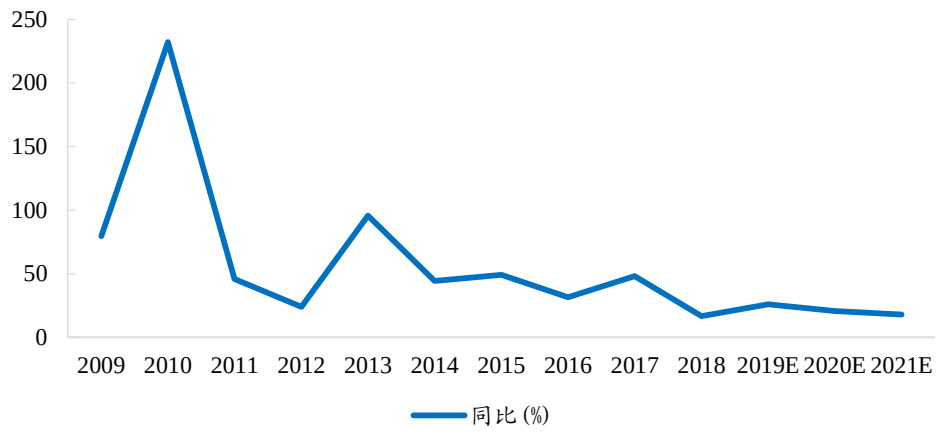
通过焊接工艺把控、灭弧系统优化设计、触头系统革新等方式，良信能够为客户提供直流微型断路器、直流塑壳断路器、浪涌保护器、交流塑壳断路器、交流框架断路器等产品，这些产品以高可靠、高工作电压、智能的特点，**被客户广泛用于**

汇流箱、升压站、逆变器中。

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。公司在光伏交/直流汇流箱等细分应用中占据了 30%左右的市场份额。**

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。

图44: 2009-2021 阳光电源营业收入增速



资料来源：Wind 一致预期，新时代证券研究所

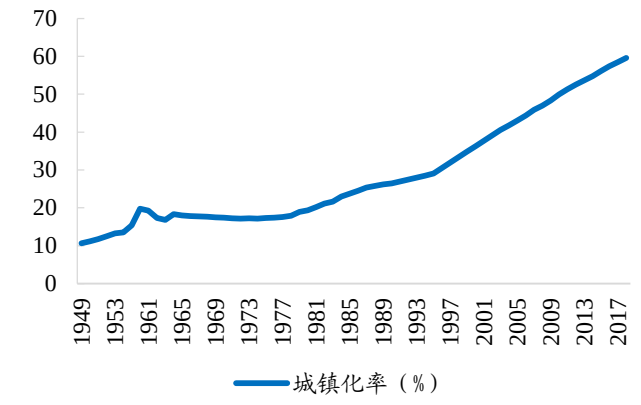
我们认为 2019 年国内光伏需求约 40-45GW，海外市场需求仍在蓬勃发展（美国抢装周期、欧洲市场复苏、新兴市场加速成长），我们预计 2019 年全球新增装机规模可达 120GW 以上。因此，公司的新能源类产品 2019 年将出现恢复性增长。**此外，如未来加大对华为等大客户的逆变器供应，新能源类产品爆发点值得期待。**

3.2、 深度绑定地产核心大客户，高速成长依然可期

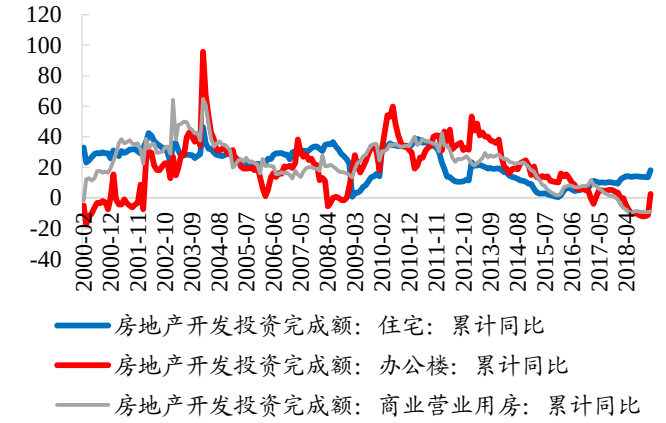
房地产业是终端电器集中使用的行业，我国房地产行业伴随着经济的高速发展曾经经历过高速成长的黄金时期，从增速来看目前房地产行业整体上未来将形成结构化的分化。**从城镇化率来看，我国目前的水平接近 60%，对标发达国家市场 80%的城镇化率，长期看我国房地产市场依然具有发展空间。**

图45: 我国城镇化率水平变化

图46: 我国房地产投资增速变化（%）



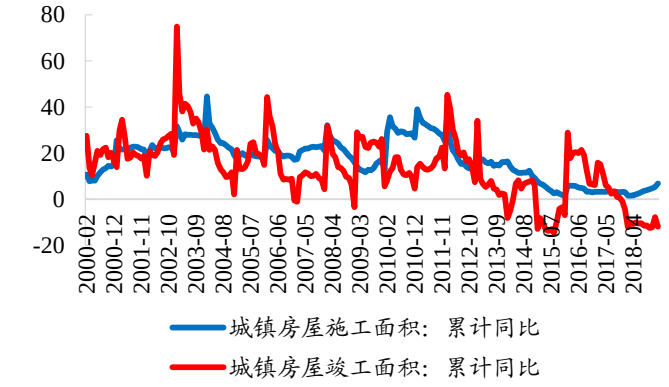
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

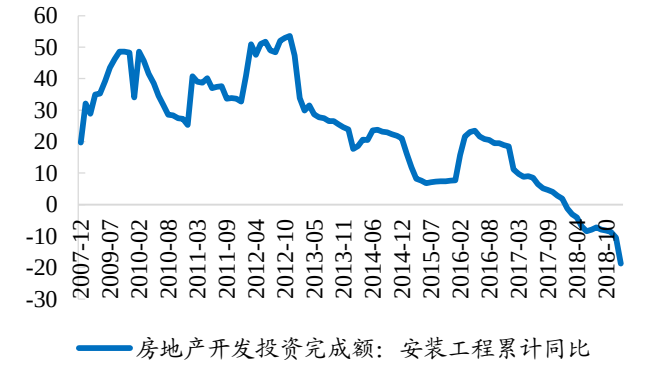
从房地产竣工和施工面积累计同比增速来看，2018 年年底以来增速有所同比回升。未来，我们认为伴随着经济的转暖，施工面积和竣工面积同比的剪刀差有望缩窄。

图47： 我国城镇房屋竣工和施工面积同比%



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图48： 房地产（安装工程）开发投资完成额同比



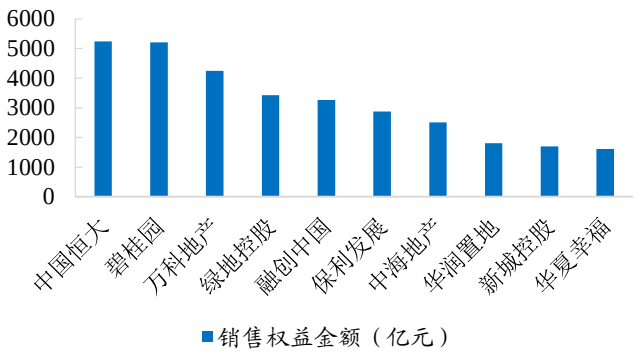
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

在建筑行业，公司与绿地集团、复地集团、合生创展等国内地产巨头保持战略合作关系，自 2008 年 1 月开始于商业地产的龙头企业万达集团合作，成为其全国采购供应商，于 2009 年 1 月正式与万科集团签订全国低压电器采购协议，目前公司产品被广泛应用于万科全国百余个项目中。于 2012 年度与龙湖地产、招商地产签订了全国性战略合作协议，于 2013 年上半年度，与大华地产、中铁置业集团、海伦堡地产、协信地产开始合作。

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。2018 年度万科合格供应商”名录发布，良信电器蝉联十年长期合作奖及“万科 A 级供应商”称号。

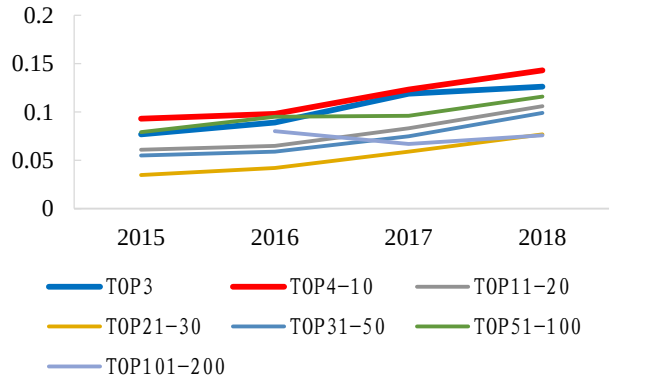
我国房地产从 2009 年开始进入高速增长期，在 2015 年接近谷底，2016 年开始房地产行业开始明显回暖。展望 2019 年，行业整体增速放缓、销售规模步入平稳增长的背景下，企业内部的分化格局将会得到延续。一方面，截止 2018 年末，TOP3、TOP10、TOP20、TOP50 房企的销售金额集中度已分别达到近 13%、27%、38%和 55%，2019 年百强房企行业集中度将进一步提升。另一方面，我们预计短期内各梯队房企的规模发展趋势将延续 2018 年的分化格局。因此，抓住头部企业的机会至关重要。

图49: 2018 年我国房地产销售前十排名



资料来源：CRIC，新时代证券研究所

图50: 我国房地产企业市场集中度变化

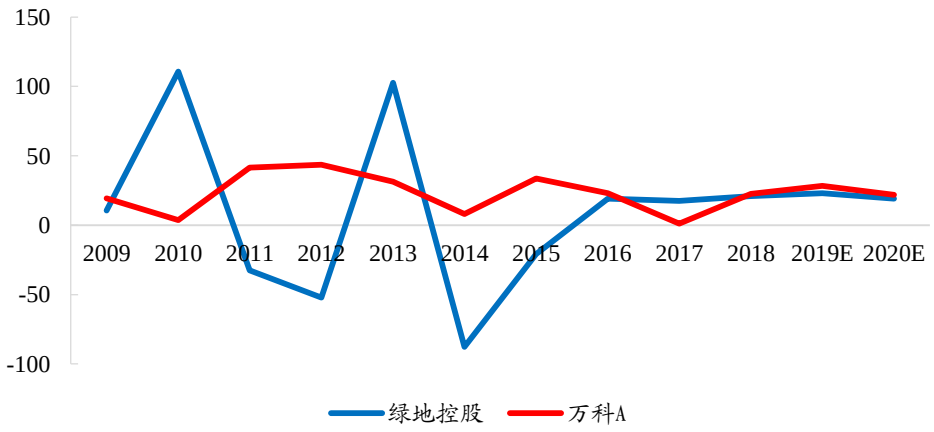


资料来源：CRIC，新时代证券研究所

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。

良信连续多年服务于高端地产客户，为客户提供优质的产品服务和安全可靠的产品，通过为客户提供整体的民用建筑系统解决方案，帮客户降低使用成本；通过精益求精的产品质量，保护人们安全用电；提供符合 ROHS 认证的产品，呵护客户的健康。公司与万科、万达、绿地等百强房企中的大多数都保持着战略合作，持续为客户带来价值。良信与万科 2009 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%。

图51: 龙头地产企业营收增速(%)



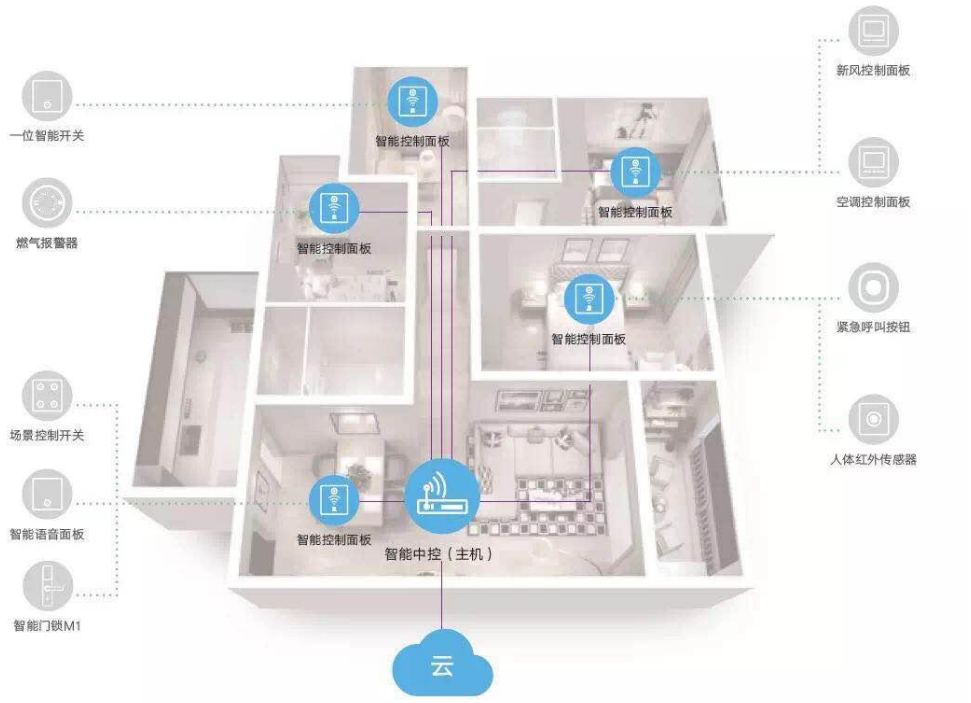
资料来源：Wind 一致预测，新时代证券研究所

良信电器作为国产品牌的代表，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。

此外，公司依托良信智能电工开展智能家居业务，良信智能家居产品方案是在最易用、使用频次最高的开关面板基础上进行智能系统的搭建，保留用户使用习惯，保留传统开关面板控制的高可靠性。

结合用户需求和经济性的考量，良信创造性的把智能开关和传统开关面板，设计成统一的外观风格并可以连体安装，同时提供丰富的电子类产品可选。

图52: 全屋智能系统示意图



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

根据智研咨询，我国的精装修住宅占比较低，全国住宅平均精装修比例不足10%，而发达国家诸如日本、瑞典、法国、美国、德国等精装住宅占比均达到了80%以上。2014 年以来，地方对于全装修的政策频出，其中 7 个地区的全装修政策会在 2020 年之前实施。根据建筑业“十三五”规划提出的目标，2020 年全国全装修房屋比例将达到 30%，全装修未来市场规模将达到六千亿元至八千亿元，年均复合增速 20%。精装修比例的提升，有助于公司智能家居业务的拓展。

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。**伴随着万科、碧桂园、中海地产等核心客户的拓展，未来公司地产板块有望与行业增速保持一致，达到超过 20%的快速增长。**

3.3、 5G 开启新一轮投资周期，电信类产品将受益

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。**目前良信为中国移动、中国联通、中国电信等电**

信运营商持续提供优质的产品，在通信电源等细分市场占比达 80%。

表20: 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
进入网	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

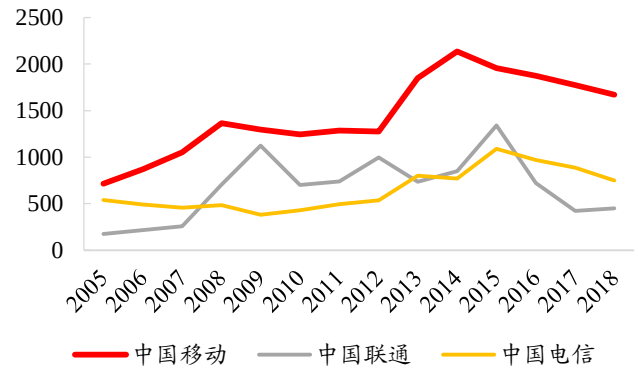
资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

2018 年，政府工作报告将 5G 规划进“中国制造 2025”，我国有望率先实现 5G 商用引领全球。随着通信战略地位的提升、5G 基站密度加大、建设周期延长，我国 5G 时代的建设高峰期运营商资本支出有望达 5000 亿以上，根据 3G、4G 建设节凑推算，目前已进入 5G 固网建设加速阶段，主设备建设高峰即将来临。

中国联通公布了最新 5G 商用时间表：2018 年进行 5G 规模试验，2019 年进行 5G 预商用、2020 年正式商用 5G。5G 时代业绩增长时机即将到来。

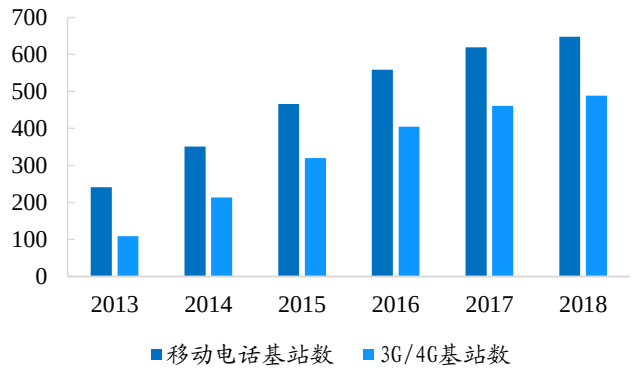
根据公司 2018 年报，中国移动 2018 年资本开支 1671 亿元人民币，同比跌 5.9%，较原先指引 1661 亿元人民币稍高。但公司并无披露 2019 年 5G 资本开支的具体指引。 中国电信和中国联通 2019 年的资本投资计划分别为 780 亿元和 580 亿元。

图53: 三大运营商资本开支金额变动（亿元）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

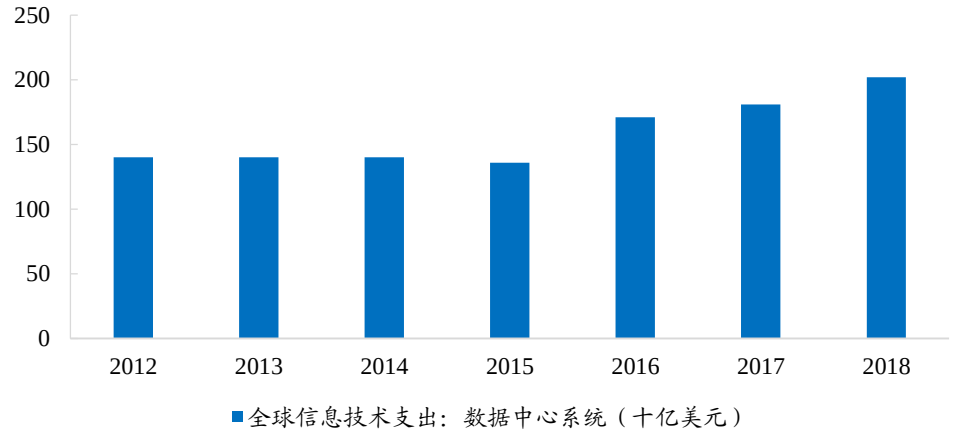
图54: 我国基站数量变化（万个）



资料来源：工信部，新时代证券研究所

数据中心是一整套复杂的设施。它不仅仅包括计算机系统和其它与之配套的设备（例如通信和存储系统），还包含冗余的数据通信连接、环境控制设备、监控设备以及各种安全装置。在数据中心供配电系统中，上海良信提供专业的低压电器产品，为数据中心的连续可靠不间断运行保驾护航。

图55: 全球 IDC 系统支出情况



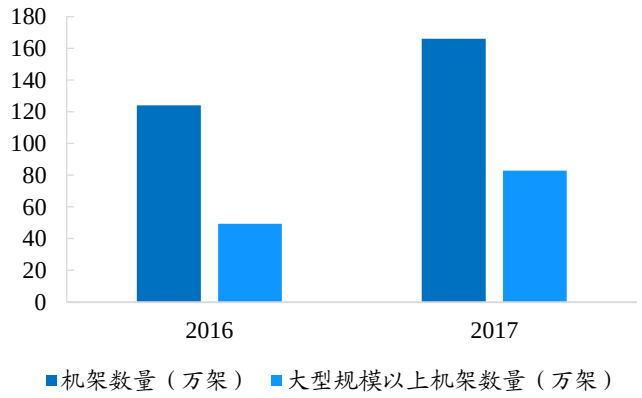
资料来源：Gartner，新时代证券研究所

根据中国信息通信研究院统计，2017 年我国 IDC 全行业总收入达到 650.4 亿元左右，2012-2017 年复合增长率为 32%，持续保持快速增长势头。2017 年我国传统 IDC 业务收入为 512.8 亿元，占 IDC 全行业总收入的比重为 78.8%。云服务收入 137.6 亿元，占比 21.2%，比 2016 年提高 2.8%。

我国数据中心规模和数量快速增长。2013 年以来，我国数据中心总体规模快速增长，到 2017 年底，我国在用数据中心机架总体规模达到 166 万架，总体数量达到 1844 个，规划在建数据中心规模 107 万架，数量 463 个。其中大型以上数据中心为增长主力，截止 2017 年底，大型以上数据中心机架数超过 82 万，比 2016 年增长 68%，数据中心总体规模占比近 50%，比 2016 年增长 10%，预计未来占比将进一步提高。

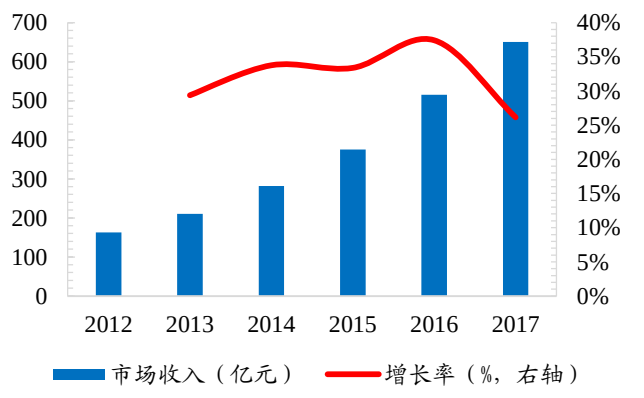
根据中国信通产业研究院的测算，在移动互联网、互联网+、云计算、大数据、物联网等新兴领域的蓬勃发展和带动下，预测我国 IDC 市场未来三年仍将处于快速发展期，按照 2018-2020 年收入增长势头平滑测算，预计到 2020 年我国 IDC 市场业务总收入可达 1500 亿元。

图56: 2016-2017 年我国数据中心规模



资料来源：工信部，新时代证券研究所

图57: 我国 IDC 市场收入规模变化情况



资料来源：中国信通研究院，新时代证券研究所

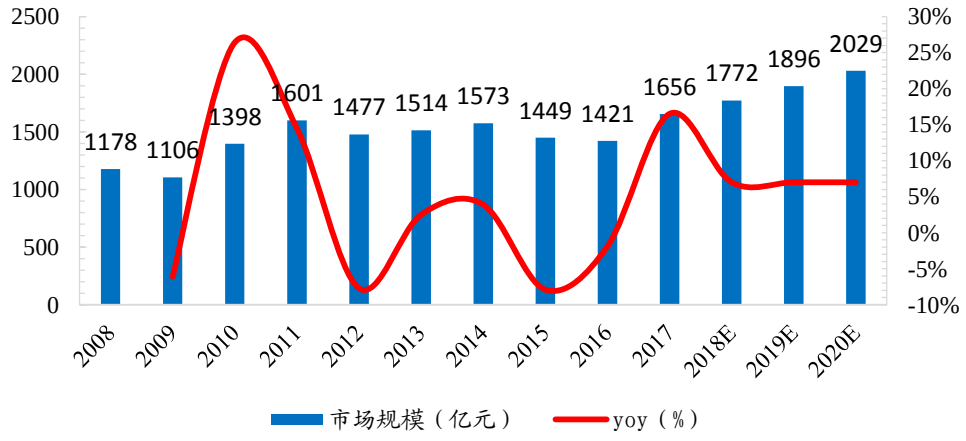
电信行业在 2012 年开始竞争加剧，公司主动放弃了一些低毛利率的产品，现

在主要绑定华为、中移动、中联通、中兴等优质大客户。目前良信为中国移动、中国联通、中国电信等电信运营商持续提供优质的产品，在通信电源等细分市场占比达 80%。我国数据中心行业低压电器品牌分布中，良信占据了 25%份额，其他国产占据了 10%，合资品牌占据了 65%。**未来，伴随着数据中心规模不断提升、5G 投资周期的开启，通信业务长期发展动力十足。**

3.4、 工控行业仍处于探底阶段，2019 年有望前低后高

根据《智能制造发展规划》，到 2020 年我国智能制造关键技术装备国内市场份额超过 50%，核心支撑软件国内市场满足率超过 30%。自动化、智能化已成为产业结构优化升级的方向。2017 年我国自动化市场规模达 1656 亿元，同比增长 16.5%，增速创 2011 年以来的新高。**我们认为 2018-2020 年随着智能制造战略推行，高端装备制造能力提升，工业自动化行业会保持温和增长趋势，2020 年行业产值有望突破 2000 亿元。**

图58: 我国工业自动化市场规模预测



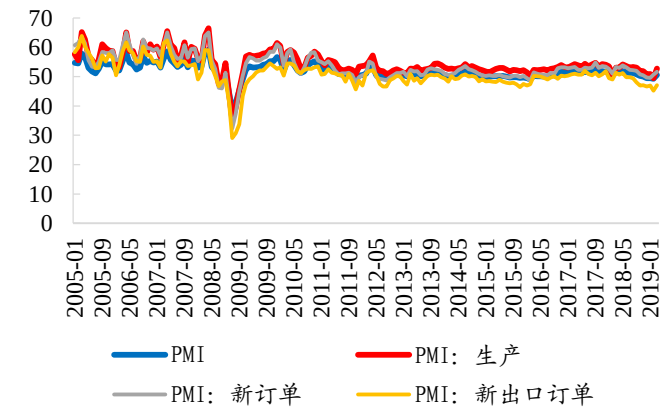
资料来源：工控网、新时代证券研究所预测

短期来看，根据国家统计局数据，2019 年 3 月 PMI 为 50.5%，比 2 月上升 1.3 个百分点，重回临界点以上。生产指数为 52.7%，比 2 月上升 3.2 个百分点，重返临界点之上，表明随着春节后企业集中开工，制造业生产活动有所加快。新订单指数为 51.6%，比 2 月上升 1.0 个百分点，连续两个月位于临界点之上，表明制造业市场需求继续增长，工控行业目前处于探底状态。

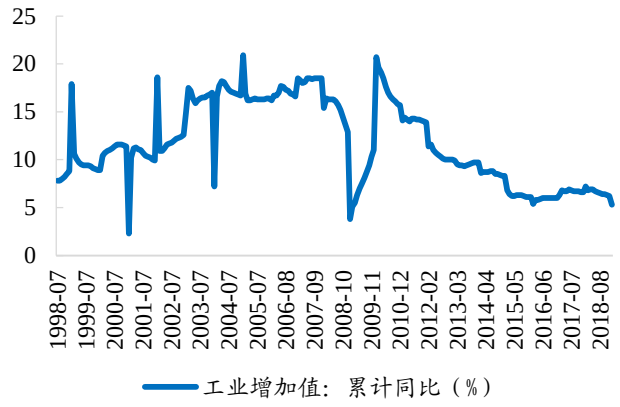
长期来看，我国人口红利时期已经过去，目前正在进行产业升级，智能制造时代即将来到，长期看工业自动化行业有持续景气的基础。

图59: 我国 PMI 指数变化趋势

图60: 工业增加值累计同比趋势



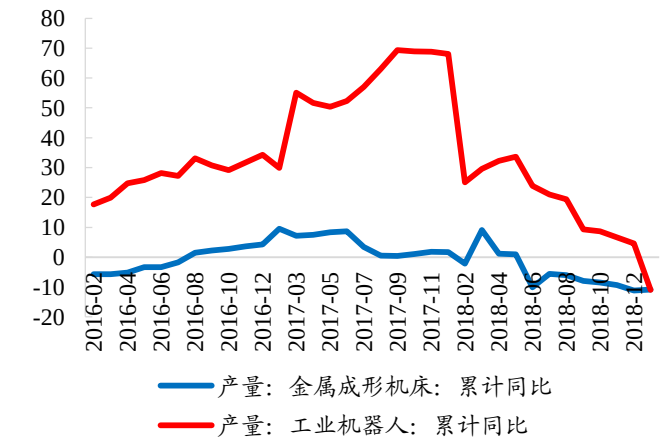
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

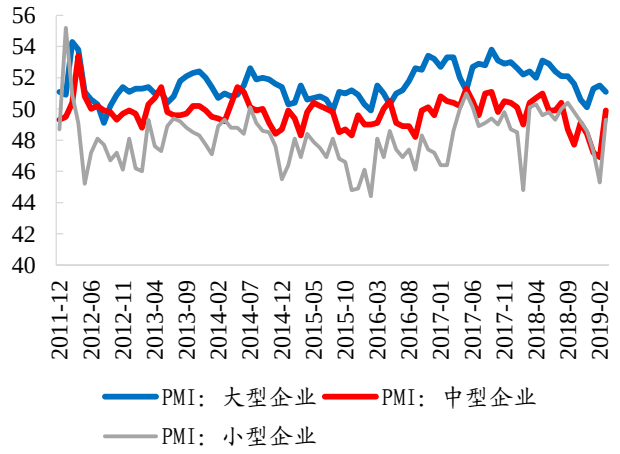
从 2019 年 3 月的分类别 PMI 走势来看，中小企业显著反转。3 月份大型企业 PMI 指数 51.1，环比小幅回落。中型、小型企业 PMI 分别 49.9 和 49.3，显著反弹，**整体看制造业景气度大幅改善**。不过，工业增加值 2019 年 2 月累计同比 5.3%，环比增速有所下滑。

图61： 金属成形机床与工业机器人产量同比（%）



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图62： 分企业类型 PMI 走势



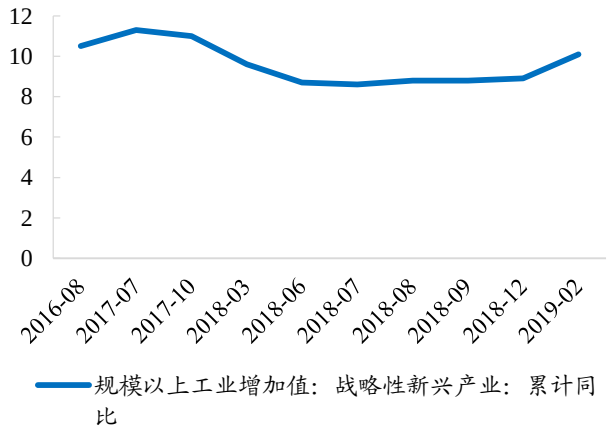
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

从固定资产投资完成额和战略新兴产业工业增加值的同比变化情况来看，2019 年上半年开始了上升的态势。

图63： 固定资产投资完成额变化

图64： 战略新兴产业工业增加值情况

资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

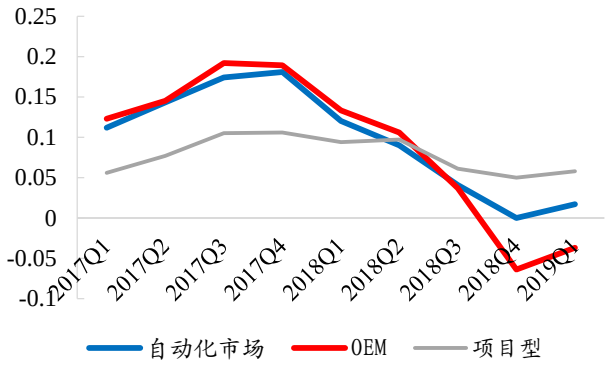


资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

2018Q4 自动化市场产品口径增速 0.0%，2018Q3/Q2/Q3 的增速 12%/9%/4.1%，呈现增速放缓趋势。OEM、项目型市场分别-6.4%、5.0%。分产品来看，低压变频、高压变频、通用伺服、PLC 增速分别为 0.9%、0.7%、-7.0%、4.8%。工控行业整体增速趋缓。

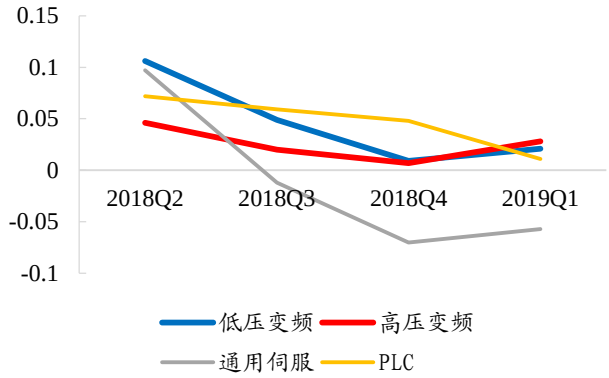
2019Q1 自动化市场产品口径增速 1.7%，工控行业 Q1 回暖明显。OEM、项目型市场分别-3.7%、5.8%。分产品来看，低压变频、高压变频、通用伺服、PLC 增速分别为 2.1%、2.8%、-5.7%、1.1%。

图65： 工控市场分类型增速情况



资料来源：工控网，新时代证券研究所

图66： 分工控产品同比变化



资料来源：工控网，新时代证券研究所

公司是三菱电梯、日立电梯、蒂森克虏伯、通力电梯、奥的斯电梯、重钢集团、沙钢集团、徐工集团、约克空调、松下焊机、振华港机、沈阳机床等著名工业企业的重要低压电器产品供应商，在工业控制电器领域内积累了大量优质客户。良信电器服务电梯市场 10 年以上，深入系统需求，提供差异化、定制化的产品解决方案。良信电器在电梯行业深耕细作，合作覆盖行业前十强。我们认为，公司在工控领域的业务收入将持续保持稳定发展。目前，公司在新能源汽车方面的客户尚在开发和商谈阶段，**如果新能源汽车的高压直流继电器业务取得实质性进展，将给大工控业务带来客观增量。**

3.5、 配网投资或将提速，分享电网建设红利

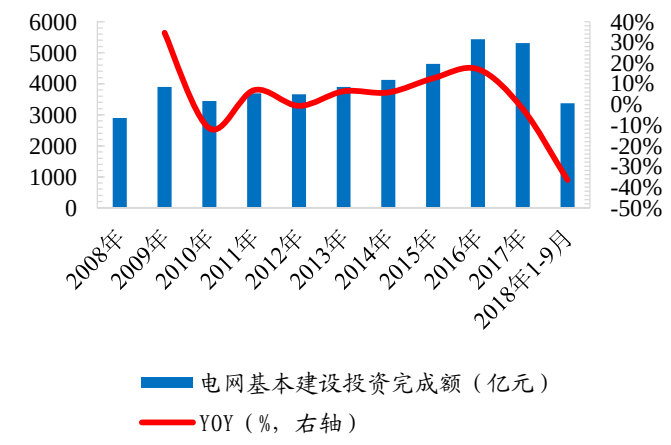
我国经济增长度过高增长期之后，电力行业发展整体将保持稳定平稳增长。十

三五电力发展规划目标中，总装机量为 20 亿千瓦，全社会用电量为 6.8-7.2 万亿千瓦时，十三五期间年化增速分别为 5.5%和 3.6-4.8%。

电力系统是由发电厂、送变电线路、供配电所和用电等环节组成的电能生产与消费系统，其功能是将自然界的一次能源通过发电动力装置转化成电能，再经输电、变电和配电将电能供应到各用户。完成发电-输电-配电功能的设备为一次设备，对一次设备进行控制、保护、监测和计量的设备为二次设备，如继电器，控制开关，指示灯，测量仪表等，二次设备为国电南瑞的优势业务。

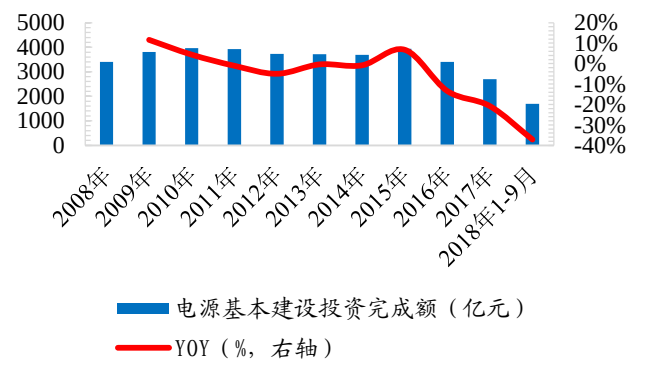
电力固定资产主要由电源投资和电网投资构成，其中电源投资主要形成对电站设备，电力环保设备的需求电网投资主要形成对输变电一次设备和二次设备的需求。目前我国增在经历从电源侧到电网环节投资的转变。从电网和电源的基本建设投资完成额同比增速可以看出，2016 年电源投资同比下降，2017 年电网投资同比下降，电力投资整体进入平稳期，但结构性的电网投资需求仍在。

图67: 全国电网基本建设投资完成额变化



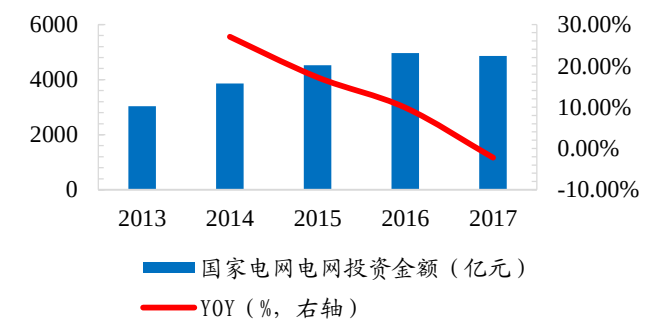
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图68: 全国电源基本建设投资完成额变化



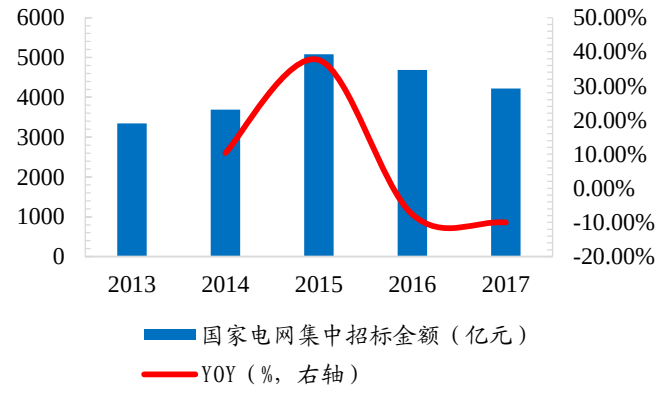
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图69: 国家电网电网投资金额



资料来源：国家电网，新时代证券研究所

图70: 国家电网集中招标金额



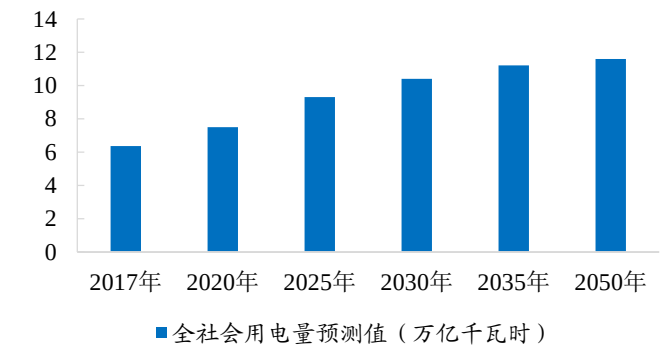
资料来源：国家电网，新时代证券研究所

从长期来看，我国的人均用电量还有很大提升空间，全社会的用电量也将保持增长，可持续性扩张的用电需求将支撑电力产业的新增投资和设备更换需求。

国家发展改革委和国家能源局已确定三批增量配电业务改革试点项目 291 个，

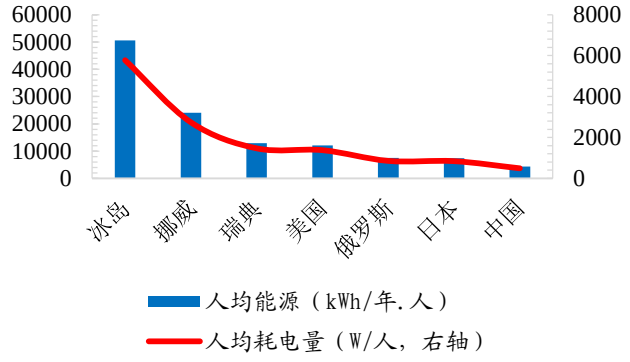
其中第一批 105 个，第二批 89 个，第三批 97 个，旨在适应电力供需和电力经济发展新要求，提高配电网建设水平，促进智能电网、微电网的发展。

图71: 全社会用电量预测值（万亿千瓦时）



资料来源：南方电网科学研究院预测，新时代证券研究所

图72: 全球各国人均能源及耗电量



资料来源：Ofweek，新时代证券研究所

配电网及其自动化是指通过结合现代电子、通信工程、计算机与网络技术及电力设备，将正常及事故情况下配电网的检测、保护、控制、计量和供电部门的工作管理有机地融合在一起，改进供电质量，与用户建立更密切更负责的关系，从而实现最好的供电经济性，满足企业管理的有效性要求。

配电自动化开始于 20 世纪 70 年代，早期主要是通过自动化开关设备的相互配合来实现配电的自动化，随着通信技术、微电子技术、计算机系统的快速发展，到目前已经发展到了配电系统监控与管理的综合自动化阶段。

我国在配电网的建设方面先后经历了早期投资不足、近期被动投资、当前主动投资三个阶段。**国家电网和南方电网两大公司均已将电网投资重点转移到了配电网上面**，但是中国配电网发展水平与国外发达国家相比，依然还是落后的。

在上个世纪末，我国处于改革开放初期，整个国家电网建设集中在电源而忽视了配电网的构建，使得中国城市电网设备陈旧、供电容量不足，此外电网结构不合理也带来供电可靠性差和电能质量低等一系列问题。

表21: 我国电力建设的发展阶段

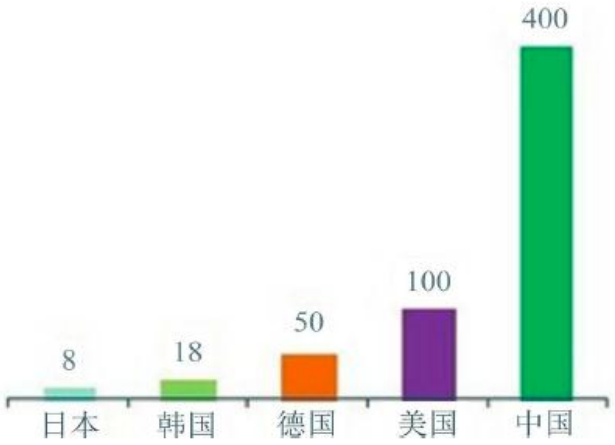
阶段	主要目标
第一阶段是上世纪 80 年代初到 2000 年	这段时期的电力投资主要是解决电源侧供给不足的问题，75%的电力投资投向发电侧，电网投资只占 25%。
第二阶段是 2000 年一直持续到 2010 年	这一阶段的特点是电网建设占比逐步提高，特别是输电线路投资，这一阶段对一次设备厂商的业绩拉动最为明显。
第三阶段则是 2011 年开始到未来 10 年甚至更长时间	**投资重点逐步转向电网智能化及配电网建设，更加偏向于配、用电侧。**

资料来源：北极星电力网，新时代证券研究所

与发达国家相比，我国用户平均停电时间远比其余国家停电时间长，中西部地区的发展水平更加落后。从整体来看，我国的配电水平并不乐观。

图73: 全球电力用户平均停电时间（分钟/年）

图74: 我国电力用户平均停电时间（分钟/年）



资料来源：《我国配网自动化建设现状及发展趋势综述》，新时代证券研究所

资料来源：《我国配网自动化建设现状及发展趋势综述》，新时代证券研究所

我国坚持以坚强智能电网坚强网架为基础，以通信信息平台为支撑，以智能控制为手段，包含电力系统的**发电、输电、变电、配电、用电和调度各个环节，覆盖所有电压等级，实现“电力流、信息流、业务流”的高度一体化融合的技术路线。**对我国来说，智能电网的建设将是一个长期规划，在智能电网建设初期，对智能化变电站和智能配电网监测控制为主的二次设备的需求将大大增加。

表22： 2018-2020 年我国电网投资相关市场规模

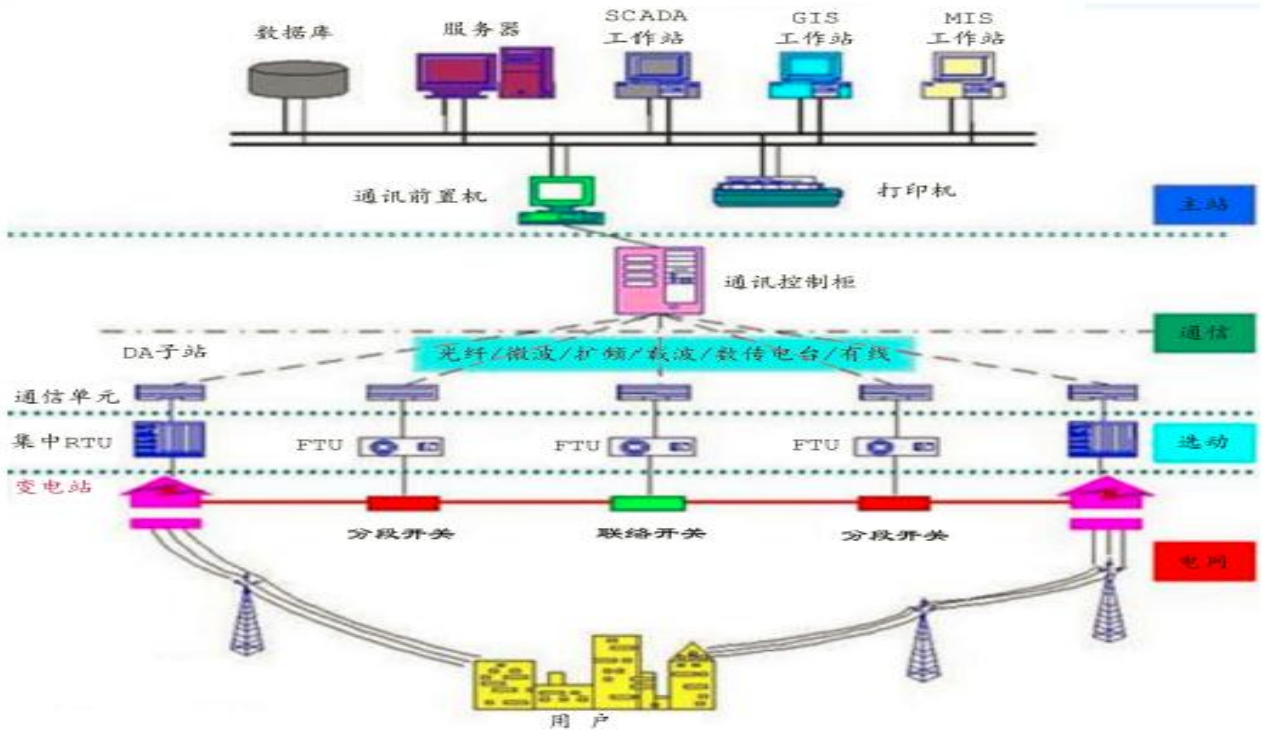
业务领域	市场规模(亿元)
高压继电保护	90
柔性输电	200
智能变电站	1000
配电网建设	17000
用电领域	2000
电网调度	251
电力信息通信	79

资料来源：国家电网，新时代证券研究所

配电网设备主要分为一次设备和二次设备，其中一次设备包括断路器、隔离开关、环网柜、GIS、柱上开关、无功补偿装置、变压器（箱式变电站）、配电柜、电缆、绝缘子等，**二次设备包括继电保护设备、配电智能终端设备、在线监测系统、通信系统等**。网自动化终端设备是针对配网智能化设计的智能终端，是实现配电自动化的基础环节，通过对线路数据的分析判断达到故障检测、故障迅速定位从而实现故障区域的快速隔离，最终提高供电可靠性的技术手段。

配网自动化终端设备包括配电终端和配电线路故障指示器(FLD)，配电终端主要分为站所终端(DTU)、馈线终端(FTU)、配变终端(TTU)和远动终端设备(RTU)等。配网自动化系统一般由配电主配站、配电子站（常设在变电站内）、配电远方终端（FTU\DTU\TTU 等）和通信网络组成。配电主站位于城市调度中心，配电子站部署于 110kv/35kv 变电站，子站负责与所辖区域 DTU/TTU/FTU 等电力终端设备通信，主站负责与各个子站之间通信。

图75： 配电网系统图

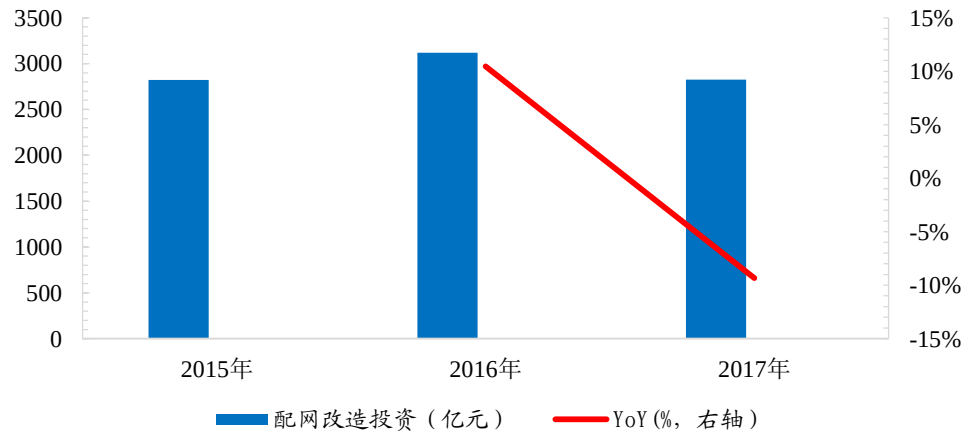


资料来源：《我国配网自动化建设现状及发展趋势综述》，新时代证券研究所

《国家发展改革委关于加快配电网建设改造的指导意见》指出，通过配电网建设改造，中心城市（区）智能化建设和应用水平大幅提高，供电质量达到国际先进水平；城镇地区供电能力和供电安全水平显著提升，有效提高供电可靠性；乡村地区电网薄弱等问题得到有效解决，切实保障农业和民生用电。力争经过五年的努力，至 2020 年，中心城市（区）用户年均停电时间不超过 1 小时，综合电压合格率达到 99.97%；城镇地区用户年均停电时间不超过 10 小时，综合电压合格率达到 98.79%；乡村地区用户年均停电时间不超过 24 小时，综合电压合格率达到 97%。

根据《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，计划通过实施配电网建设改造行动计划，有效加大配电网资金投入。**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，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元，年均投资 3400 亿元。按照 2015-2017 年的配网投资金额，2018-2020 年投资金额按计划还有大幅增长空间。**

图76： 全国配网改造投资金额



资料来源：中国电力企业联合会，新时代证券研究所

从配网建设改造目标可以看到，配电自动化覆盖率的提升需求非常明显，目前离 2020 年目标尚存距离，给相关设备商及产业链带来业务增量机会。

表23: 配电网建设改造指导目标

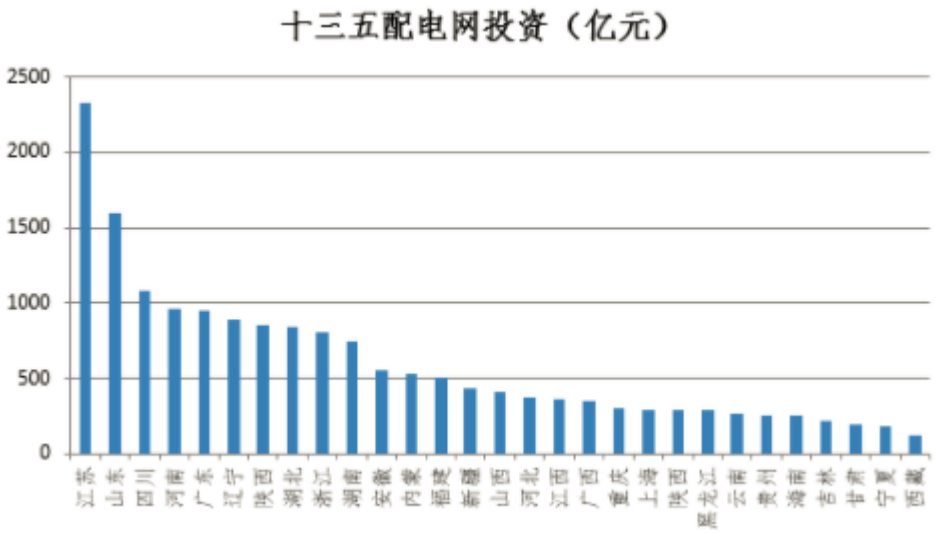
指标	单位	2014 年	2017 年	2020 年
1.供电可靠率	%	99.35	99.69	99.82
其中：中心城市（区）	%	99.95	99.97	99.99
城镇	%	99.80	99.85	99.88
乡村	%	99.16	99.45	99.72
2. 用户年均停电时间	小时	57.0	27.0	15.7
其中：中心城市（区）	小时	4.4	2.6	1.0
城镇	小时	17.5	13.2	10.0
乡村	小时	73.6	48.0	24.0
3.综合电压合格率	%	95.88	97.53	98.65
其中：中心城市（区）	%	99.94	99.96	99.97
城镇	%	96.92	97.95	98.79
乡村	%	90.77	94.69	97.00
4.110 千伏及以下线损率	%	6.2	6.1	6.0
5.高压配电网容载比		2.01	1.8-2.2	
6.乡村户均配变容量	千伏安	1.55	1.8	2.0
7.配电自动化覆盖率	**%**	**20**	**50**	**90**
8.配电通信网覆盖率	%	40	60	95
9.智能电表覆盖率	%	60	80	90

资料来源：《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，新时代证券研究所

根据国家电网 2017 年社会责任报告，其将加快新一代配电自动化系统建设应用，2018 年内覆盖率达到 60%，对照 90%的目标还有 30%的差距。

为响应国家政策、分享政策红利，国网公司、南网公司及地方电网均协同地方政府先后编制了十三五省级配电网建设规划，根据各省十三五配电网建设改造规划，江苏、山东等地投资额位居前列，超过 1500 亿元。

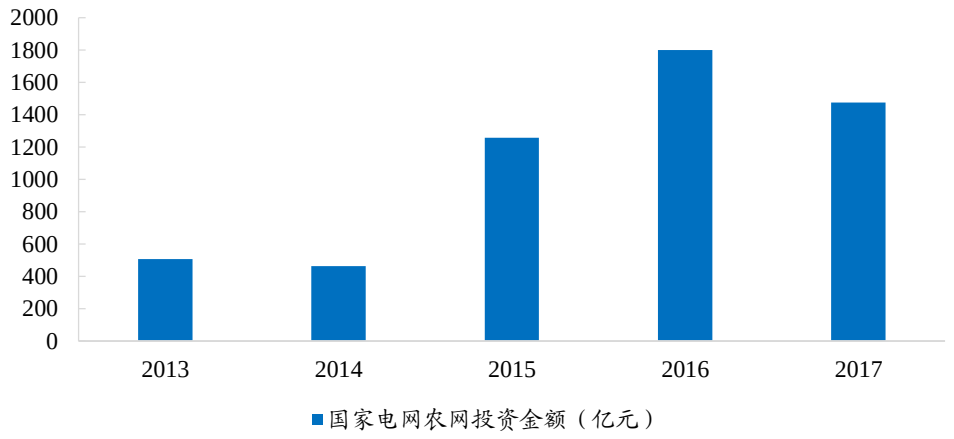
图77: 配网改造投资金额分布



资料来源：北极星输配电网，新时代证券研究所

此外，根据国家电网目标，到 2020 年公司经营区域农村地区基本实现稳定可靠的供电服务全覆盖，供电能力和服务水平明显提升，农村电网供电可靠率达到 99.88%，综合电压合格率达到 99.45%，户均配变容量达到 2.2 千伏安。

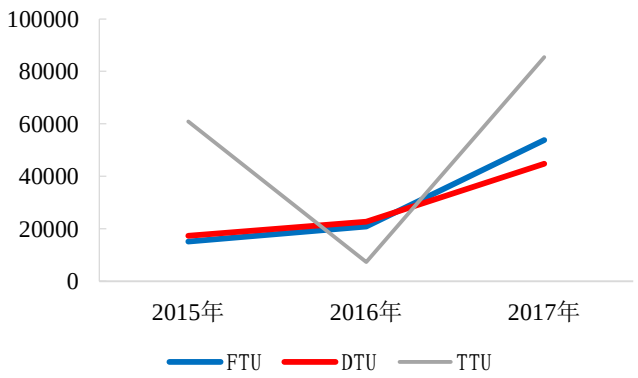
图78： 国家电网农网投资金额



资料来源：国家电网，新时代证券研究所

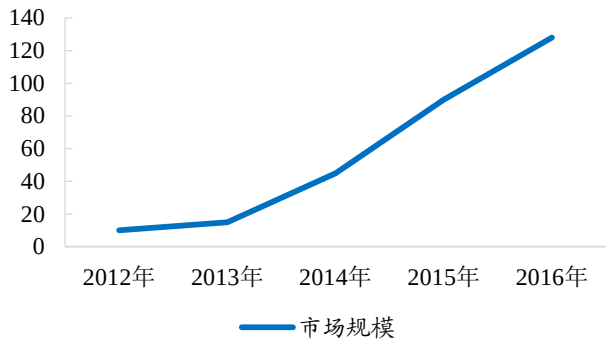
在配网自动化主站市场方面，国电南瑞占据了 2017 年最大的市场份额，接近 75%，其次是许继电气，国网系两大企业的实力突出。在配电终端方面，单个终端价格在 1-2 万元不等，招标数量在 10 万套的情况下，整个市场规模大约在 10-20 亿元，而参与招标的厂商在 20-30 家左右，电能仪表厂商和一次设备厂商也在加入竞争，因此市场格局较为分散，竞争激烈。

图79： 配电终端招标数量变动（套）



资料来源：北极星输配电网，新时代证券研究所

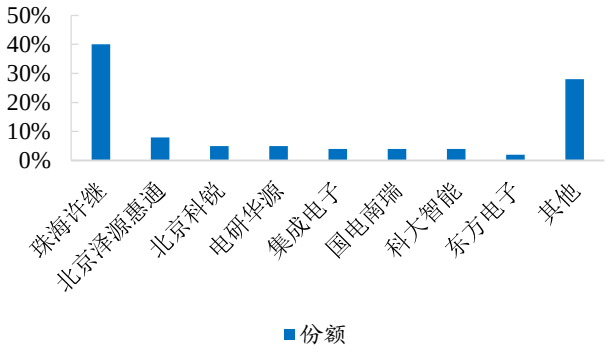
图80： 我国配电自动化系统市场规模（亿元）



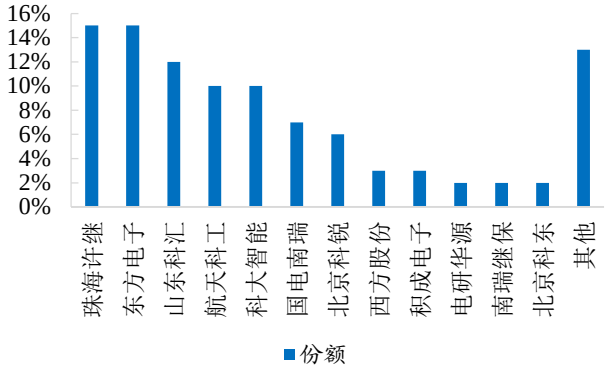
资料来源：北极星电力网，新时代证券研究所

图81： 2017 年 FTU 市场格局

图82： 2017 年 DTU 市场格局



资料来源：北极星输配电网，新时代证券研究所



资料来源：北极星电力网，新时代证券研究所

上海良信配电产品应用于发电厂、变电站、低压配电室的各类控制、保护设备中，为可靠电力保障发挥重要作用。公司在电力电源行业中与**国电南瑞、许继电气、国电南自、北京四方**等电力行业龙头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%。**2019 年，公司将在一次设备和二次设备领域并行发力，业务收入增长势头延续。**

4、 估值假设与盈利预测

4.1、 估值假设

根据公司下游行业的景气度以及公司的收入结构，我们对于公司的各类产品收入和毛利率水平进行了如下的假设。

表24: 关键假设（亿元）

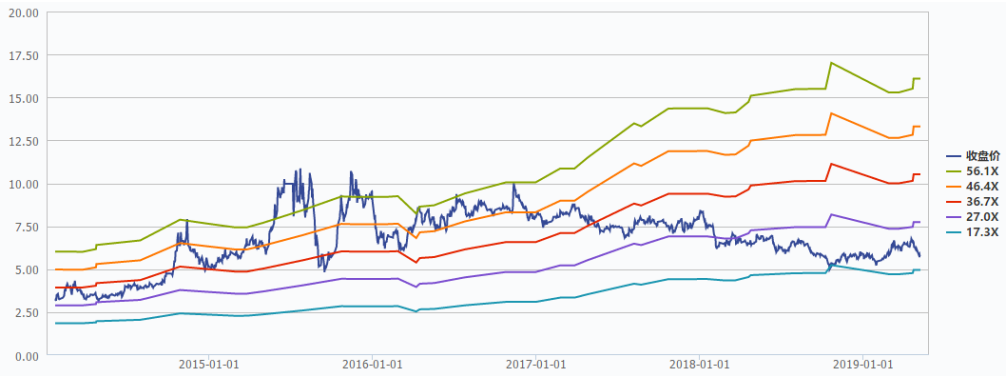
项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
终端电器	6.81	7.27	9.04	11.55	14.55
YOY	14.69%	6.81%	24.31%	27.84%	25.98%
毛利率	41.05%	43.74%	43.00%	44.00%	44.00%
配电电器	6.51	6.99	8.16	9.54	11.15
YOY	20.25%	7.42%	16.68%	16.96%	16.82%
毛利率	39.55%	41.56%	42.00%	42.00%	42.00%
控制电器	1.09	1.02	1.17	1.35	1.55
YOY	20.70%	-6.33%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	17.01%	22.45%	23.00%	23.00%	23.00%
其他业务	0.11	0.45	0.90	1.08	1.30
毛利率	48.57%	24.43%	25.00%	25.00%	25.00%
营业总收入	14.52	15.73	19.27	23.52	28.55
YOY	18.46%	8.34%	22.48%	22.09%	21.36%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

4.2、 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.83、3.53 和 4.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.36、0.45、和 0.57 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 16.6、13.3 和 10.5 倍。考虑公司地产大客户不断拓展，新能源业务恢复性增长，其他行业应用持续向好发展，目前估值水平低，具有安全边际，上调至“强烈推荐”评级。

图83: 公司 PE-Band 图



资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、 风险提示

房地产行业增速下滑；宏观经济增速下滑；毛利率下滑；产品拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1378	1310	1469	1596	1898
现金	126	151	96	118	143
应收账款	105	99	150	155	216
其他应收款	6	0	7	2	9
预付账款	1	4	2	5	3
存货	**189**	**228**	**285**	**335**	**416**
其他流动资产	953	827	929	982	1112
非流动资产	656	856	909	988	1097
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	245	649	688	753	835
无形资产	60	61	59	57	55
其他非流动资产	**350**	**146**	**162**	**179**	**207**
资产总计	**2034**	**2166**	**2379**	**2585**	**2995**
流动负债	338	401	527	577	738
短期借款	0	0	30	26	57
应付账款	210	291	325	420	483
其他流动负债	**129**	**110**	**172**	**131**	**198**
非流动负债	6	5	5	5	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	**6**	**5**	**5**	**5**	**5**
负债合计	**344**	**407**	**533**	**582**	**743**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	524	785	785	785	785
资本公积	629	380	380	380	380
留存收益	576	667	700	740	792
归属母公司股东权益	1689	1760	1846	2002	2252
负债和股东权益	**2034**	**2166**	**2379**	**2585**	**2995**

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	171	262	209	354	349
净利润	210	222	283	353	446
折旧摊销	43	49	65	74	72
财务费用	-0	-3	-1	1	1
投资损失	-25	-19	-19	-21	-23
营运资金变动	-72	-16	-118	-52	-147
其他经营现金流	14	29	0	0	0
投资活动现金流	-177	-54	-99	-131	-158
资本支出	**130**	**249**	**53**	**79**	**108**
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-47	194	-46	-53	-49
筹资活动现金流	-64	-184	-195	-197	-198
短期借款	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	265	261	0	0	0
资本公积增加	-211	-249	0	0	0
其他筹资现金流	**-119**	**-196**	**-195**	**-197**	**-198**
现金净增加额	**-71**	**25**	**-85**	**25**	**-6**

利润表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1452**	**1574**	**1927**	**2352**	**2855**
营业成本	891	931	1146	1385	1678
营业税金及附加	7	7	8	10	13
营业费用	182	204	250	301	348
管理费用	179	81	241	294	348
财务费用	-0	-3	-1	1	1
资产减值损失	-1	11	5	6	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	25	19	19	21	23
营业利润	220	227	296	376	481
营业外收入	**25**	**27**	**27**	**27**	**27**
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	244	253	322	402	508
所得税	**34**	**31**	**39**	**49**	**62**
净利润	210	222	283	353	446
少数股东损益	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
归属母公司净利润	210	222	283	353	446
EBITDA	**284**	**298**	**384**	**474**	**579**
EPS（元）	0.27	0.28	0.36	0.45	0.57

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	8.4	22.4	22.1	21.4
营业利润(%)	28.7	3.1	30.5	27.0	28.1
归属于母公司净利润(%)	29.6	5.6	27.3	24.8	26.4
获利能力					
毛利率(%)	38.6	40.8	40.5	41.1	41.2
净利率(%)	14.5	14.1	14.7	15.0	15.6
ROE(%)	12.4	12.6	15.3	17.6	19.8
ROIC(%)	12.2	12.4	14.9	17.3	19.2
偿债能力					
资产负债率(%)	16.9	18.8	22.4	22.5	24.8
净负债比率(%)	-7.4	(8.6)	(3.6)	(4.6)	-3.8
流动比率	4.1	3.3	2.8	2.8	2.6
速动比率	3.5	2.7	2.2	2.2	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	15.9	15.4	15.4	15.4	15.4
应付账款周转率	4.0	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.28	0.36	0.45	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.52	0.27	0.45	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.15	2.24	2.35	2.55	2.87
估值比率					
P/E	22.26	21.08	16.56	13.27	10.50
P/B	2.77	2.66	2.54	2.34	2.08
EV/EBITDA	16.07	15.2	12.0	9.7	7.9

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同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/