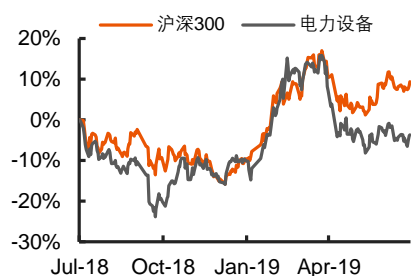


电力设备行业深度报告

全球低压电器龙头施耐德电气的启示：本土化+产品力

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《良信电器：专注低压电器细分市场的隐形冠军》 2019-01-11

《正泰电器：低压电器+光伏，确定性与成长性兼备》 2019-01-28

《低压电器：行业稳步增长，高端市场进口替代开启》 2019-03-27

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

王霖 一般从业资格编号
S1060118120012
WANGLIN272@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

- 二十载成就全球低压电器龙头：**从1994年梅兰日兰正式并入施耐德算起，经过二十几年的发展，公司一跃成为全球低压电器行业的龙头。公司18年营收达到了257亿欧元，目前市值约为3700多亿人民币，对应18年PE20倍。其中低压电器及楼宇自动化业务的营收为116亿欧元，在全球的市场份额是第二名的2倍以上。在中国市场，施耐德在低压电器行业的市占率超过17%，在高端市场的份额远超其他竞争对手；在中端市场通过与德力西集团合资成立德力西电气，获得了广泛的销售渠道和较低的生产运营成本，在中端市场德力西的市占率排名第二，仅次于正泰电器。
- 施耐德电气发展历程的启示：**从2003年至2018年的16年里，公司营收增长了接近3倍，归母净利润增长了接近6倍。我们认为，在新兴市场全方位的本土化战略和合作伙伴的业务模式使得公司在与技术水平相近的ABB、西门子的竞争中胜出，而持续的研发投入和覆盖不同市场及应用的产品线使得公司在面对国产品牌时依旧保持技术优势，不断进化的公司战略和差异化、规模化带来的议价能力则在持续加深公司的护城河。
- 国产低压电器企业发展路径的思考：**国产厂家在产品价格上受益于较低的运营成本，具备一定的优势，而在产品性能与可靠性、品牌知名度和美誉度、经销商渠道和自有销售团队建设上面仍有一定的差距。对于国内低压电器企业来说，提升技术实力，尽早追平与施耐德等外资在产品性能和可靠性上的差距是当前阶段最至关重要的；而对渠道差距的追赶，则需建立在公司拥有具备技术竞争力的产品、一定的品牌知名度和销售体量上。
- 海内外估值对比：**从2000年至今，施耐德电气的估值中枢一直维持在15~20倍的区间，同类公司中西门子、ABB的估值水平类似，反映出欧美成熟市场对电气设备龙头公司均给予了15-20倍的估值。在08-18年的这11年里公司归母净利润增长了约40%，年化复合增速3%，与施耐德相比，国内低压电器龙头企业良信电器、正泰电器具备更大的成长空间以及近五年更高的利润增速，目前良信电器19年PE预计为17倍，正泰电器19年PE预计为12倍，我们认为对于这两家公司来说均有明显的估值提升空间。
- 投资建议：**国内低压电器龙头厂商在近几年均有较为明显的实力提升，在中高端市场良信电器已经逐步实现在数据中心、大型基础设施等高端行业的突破；正泰电器自从16年推出昆仑品牌以来，产品的品质有了全方位的提升，亦在实现整体定位的逐步上移。对于低压电器行业是否能够出现中国的施耐德这样的问题，我们认为，尽管短期内施耐德在低压电器行业仍然具备较强的竞争实力，但是国内龙头企业在产品线布局、研发投入和渠道建设等方面已经展现出了未来能够在国内市场与施耐德同台竞争的趋势。**重点推荐在高端市场已经初步实现突破的良信电器和渠道优势显著、产品竞争力不断提升的正泰电器。**

- **风险提示：**1) 若国产品牌在产品技术与市场推广上的进展不达预期，有可能无法在高端市场与外资竞争。2) 若经济大幅下行，将影响低压电器整体市场规模的增长。3) 来自地产行业的需求在短期将持续，若宏观调控加码，长期看来自地产的需求将放缓。4) 若铜、钢、银等原材料价格大幅上升，将影响低压电器厂商的毛利率水平。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2019-07-26	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E		2021E
良信电器	002706	6.15	0.28	0.36	0.43	0.51	22.0	17.1	14.3	12.1	推荐
正泰电器	601877	24.32	1.67	2.08	2.45	2.83	14.6	11.7	9.9	8.6	推荐
泰永长征	002927	18.73	0.60	-	-	-	31.2	-	-	-	未评级

注：未评级数据采用 wind 一致预期

正文目录

一、 全球领先的能效管理集团	6
1.1 全球化布局的能效管理集团	6
1.2 外延并购与市场需求推动营收增长，注重在新兴市场的增长机遇	9
二、 进入中国 32 年，成为国内低压电器领导品牌	12
2.1 深度的本土化运营	12
2.2 合资成立德力西电气，实现对中端市场的覆盖	15
2.3 向新兴领域的渗透预计将推动中国区业务持续增长	16
三、 施耐德电气在低压电器领域成功的启示	17
3.1 全方位的本土化战略	18
3.2 合作伙伴的业务模式	21
3.3 不断进化的公司战略	23
3.4 持续的研发投入	24
3.5 丰富的产品线	27
3.6 差异化和规模化带来的议价能力	28
四、 对国产低压电器企业发展路径的思考	29
五、 投资建议	30
5.1 估值比较	30
5.2 重点推荐良信电器	31
5.3 重点推荐正泰电器	33
六、 风险提示	34

图表目录

图表 1	2018 年施耐德电气四大业务营收占比及全球份额排名	6
图表 2	施耐德电气四大业务领域的主要竞争对手	7
图表 3	2018 年施耐德电气全球业务分布	7
图表 4	施耐德电气前三大单一市场营收	8
图表 5	施耐德电气来自不同终端市场的营收占比	8
图表 6	施耐德电气将其四大业务领域纳入 EcoStruxure 云平台	9
图表 7	施耐德电气业务领域的拓展	10
图表 8	施耐德电气在全球当地市场的子品牌	10
图表 9	施耐德电气历年营收及增速	11
图表 10	施耐德电气历年归母净利润及增速	11
图表 11	施耐德电气来自新兴市场的营收快速增长	11
图表 12	近十多年施耐德电气亚太区收入占比快速增长	11
图表 13	施耐德电气股价大幅跑赢 CAC40 指数	12
图表 14	施耐德电气中国发展历程	13
图表 15	施耐德电气中国区营收	13
图表 16	2017 年国内低压电器市场份额	14
图表 17	施耐德电气中国区营收分布	14
图表 18	来自中西部地区营收持续增长	14
图表 19	德力西电气产品价格与施耐德对比	15
图表 20	德力西电气销售渠道	16
图表 21	德力西电气营收	16
图表 22	我国数据中心机架数量预测	17
图表 23	2015~2018 批复轨交项目投资额	17
图表 24	施耐德电气近两年推出的具备智能互联功能的产品	17
图表 25	施耐德在低压电器行业成功的核心因素	18
图表 26	施耐德低压电气业务营收及增速	18
图表 27	施耐德电气与西门子现任中国区管理层	19
图表 28	施耐德电气面向中国等新兴市场的 Easy 系列产品线	19
图表 29	施耐德电气 Easy 系列产品与其高端产品价格对比	20
图表 30	施耐德电气供应链体系中的人员和成本分布	20
图表 31	施耐德电气在中国的生产及研发体系建设	21
图表 32	施耐德电气分销商类型及典型代表	22
图表 33	施耐德电气中国区销售组织架构	22

图表 34	施耐德通过自有销售团队实现在项目型市场与各方的合作.....	23
图表 35	分销商在分销和直销业务中承担的不同职能	23
图表 36	施耐德电气近十年公司战略的不断迭代.....	24
图表 37	施耐德电气研发费用及占营收比例	25
图表 38	施耐德空气断路器与国内品牌产品比较.....	25
图表 39	施耐德电气典型低压配电产品的进化路线	26
图表 40	施耐德电气新一代 MTZ 断路器与 MT 系列的升级对比	26
图表 41	施耐德电气以低压电器为核心建立了完整的产品系列	27
图表 42	在国内市场通过施耐德与德力西双品牌实现了对高端及中端市场的覆盖	27
图表 43	施耐德电气低压电器营收与竞争对手比较	28
图表 44	施耐德电气产业链竞争力分析	28
图表 45	国产低压电器厂商与施耐德在 4P 维度的对比.....	29
图表 46	良信电器发展路径情景假设	30
图表 47	正泰电器发展路径情景假设	30
图表 48	施耐德电气近二十年的估值水平	31
图表 49	良信电器近年营收和净利润增速	31
图表 50	良信电器研发支出占营收比例	32
图表 51	良信电器毛利率持续提升	32
图表 52	良信产品应用在山东石岛湾核电站	32
图表 53	良信产品应用在呼和浩特、哈尔滨数据中心	32
图表 54	正泰电器低压电器业务营收和毛利率	33
图表 55	正泰电器低压电器海外营收不断增长	33
图表 56	正泰电器经销商数量.....	33
图表 57	正泰电器昆仑产品	34
图表 58	昆仑产品性能提升明显	34

一、全球领先的能效管理集团

1.1 全球化布局的能效管理集团

施耐德电气成立于 1836 年，公司的第一个产品是法国本土制造的蒸汽机车，在随后的数十年里，公司发展成为一个重工业集团，业务领域主要集中在当时蓬勃发展的铁路、钢铁领域。在 1891 年，公司的业务逐渐延伸至军工领域，生产火炮、军舰装甲等军事装备；与此同时，公司通过与美国西屋电气的合作，进入了电气领域，就此开启了公司长达百年的能效管理业务。在 1914 年，尽管公司的主营业务依然是当时需求巨大的军事产品，但是公司的电气业务已经拥有了 1200 多名员工，产品组合包括发电机、变压器等在当时处于领先地位的电力设备。随着二战的结束，公司的军工业务就此衰落，此后历经多次重组以及战略并购，公司在 20 世纪 80~90 年代，逐步确立了以电气及自动化产品作为经营重心的发展战略；在 1999 年 5 月，公司由施耐德集团改名施耐德电气，进一步确立了公司对电气行业的专注和能效管理专家的形象。

在 2018 年，施耐德电气营收达到了 257 亿欧元，净利润 23 亿欧元，目前公司市值为 470 亿欧元，约合人民币 3760 亿元。公司的业务分为能效管理和工业自动化两大板块，在能效管理业务中细分为中压设备及电网自动化、低压设备及楼宇自动化和关键能源及服务三个领域。公司能效管理板块占公司总营收的 76%，中压、低压和关键电源业务的全球市场份额均排第一，其中低压电器及楼宇自动化业务占公司营收的 45%，是公司的支柱业务。工业自动化业务占比略少，全球排名第 4，落后于西门子、ABB 等公司。

图表1 2018 年施耐德电气四大业务营收占比及全球份额排名



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

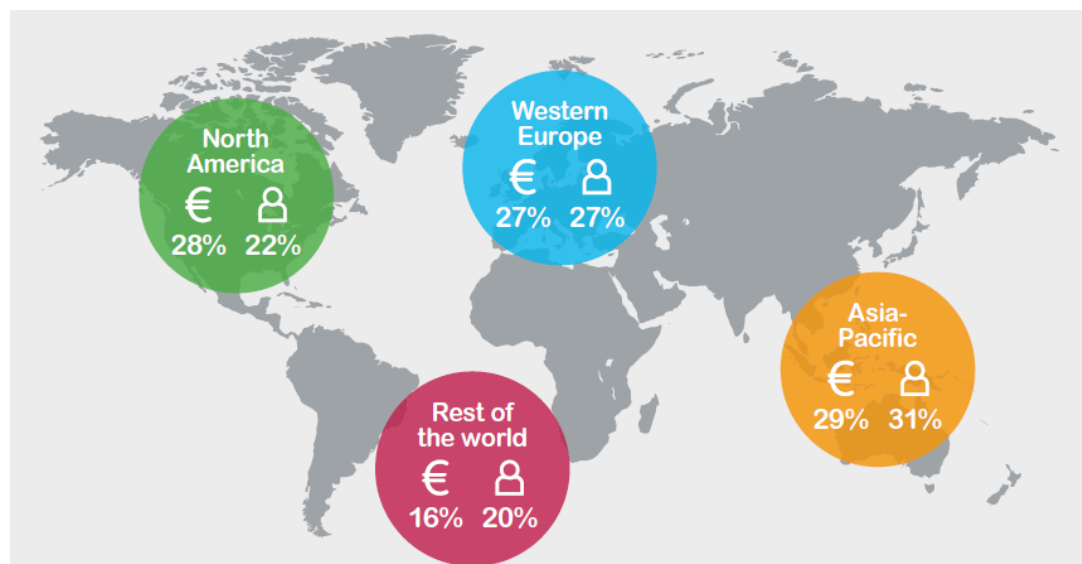
图表2 施耐德电气四大业务领域的主要竞争对手



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

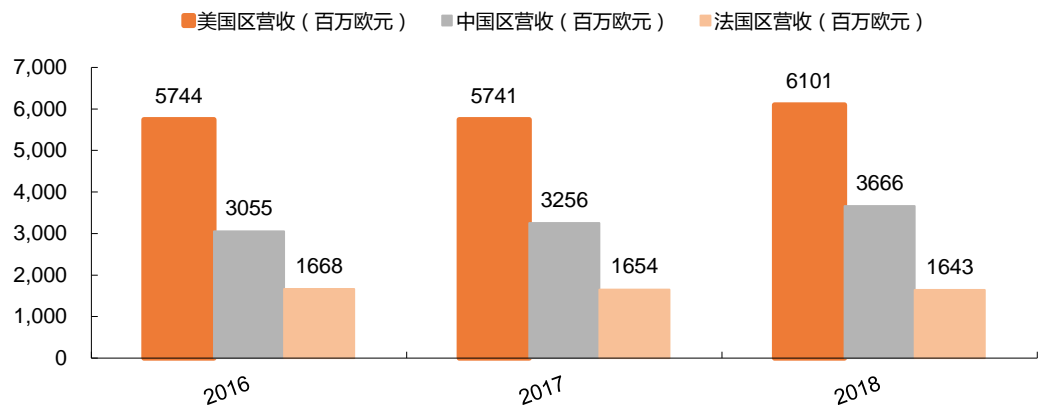
目前施耐德电气的业务横跨欧洲、北美和亚太三大区域，产品销往全球 100 多个国家。其中中国已成为施耐德电气的第二大单一国家市场，在 2018 年录得营收 36.7 亿欧元，仅次于美国市场的 61.0 亿欧元，大幅超过了法国本土 16.4 亿欧元的收入。从销售收入和员工占比来看，亚太区均已是施耐德电气业务版图中的第一大区。

图表3 2018 年施耐德电气全球业务分布



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

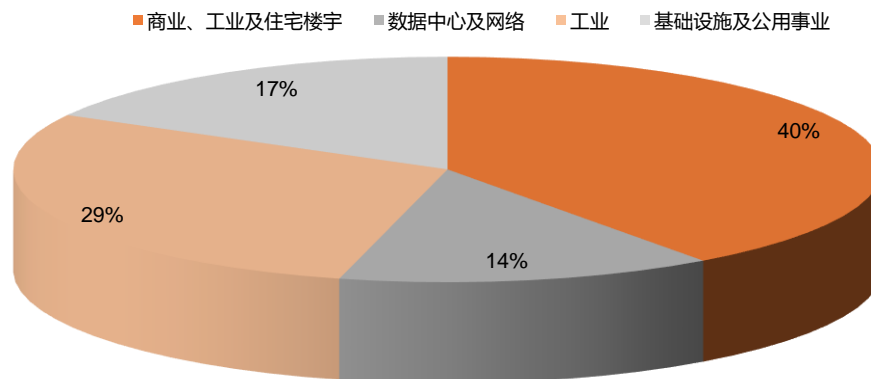
图表4 施耐德电气前三大单一市场营收



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

施耐德电气的业务主要集中在楼宇、工业、基础设施和数据中心四大终端市场。由于低压电器及楼宇自动化业务在公司营收中占比较高,来自楼宇市场的收入占公司总营收的 40%;公司的关键电源、中压输配电和工业自动化业务主要分布在工业、基础设施和数据中心这三大市场。总体来说,公司基本保持了在四大终端市场的业务平衡,由楼宇和数据中心组成的商用市场占据公司营收的 54%,工业及基础设施占比 46%。

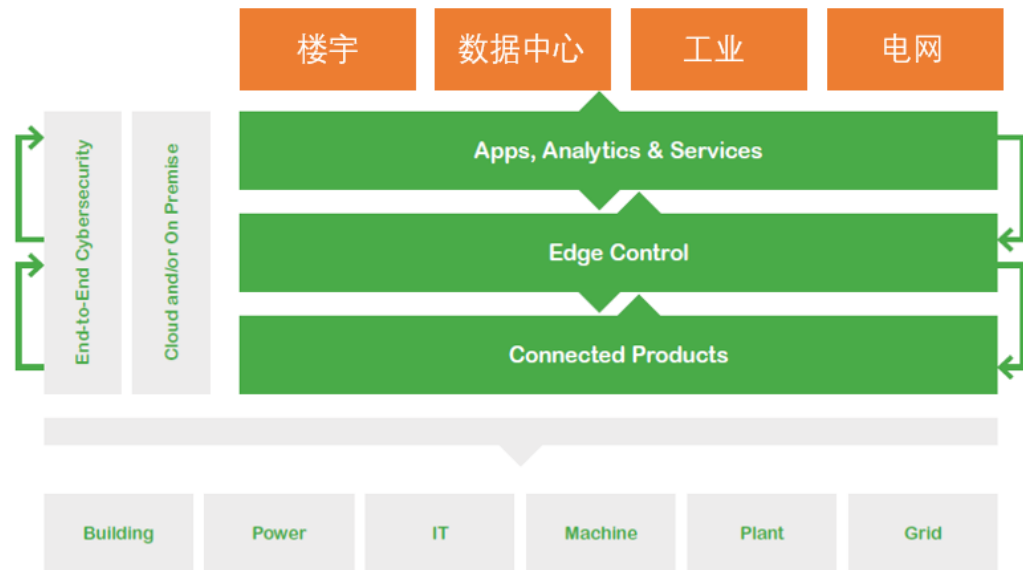
图表5 施耐德电气来自不同终端市场的营收占比



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

目前施耐德电气有 90%以上的业务都聚焦在用电需求端,无论是来自楼宇市场对低压配电的需求,还是工业客户对过程控制与驱动产品的需求,施耐德电气通过其庞大的产品组合可以提供一系列的解决方案。基于公司在能效管理市场全球第一和自动化市场全球第四的领先地位,施耐德电气已经从单一电气设备和单个行业解决方案的供应商转变为全面的能效管理专家。公司在 2016 年推出的新一代 EcoStruxure 工业互联网云平台,通过数字化转型进一步加强其在全球能效管理领域的竞争优势。

图表6 施耐德电气将其四大业务领域纳入 EcoStruxure 云平台



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

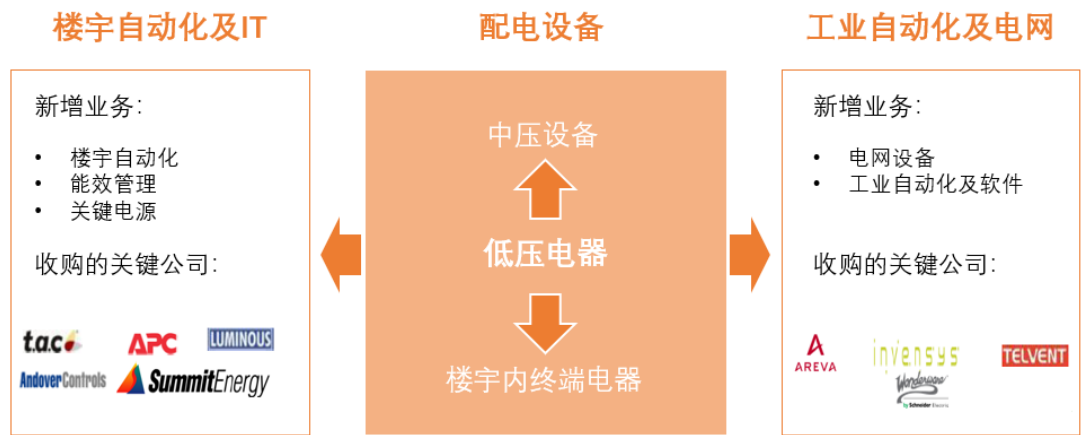
1.2 外延并购与市场需求推动营收增长，注重在新兴市场的增长机遇

自从施耐德电气在 1997 年确立了聚焦电气业务的公司战略之后，在后续的十年里通过一系列在全球范围内的并购和合资活动，将公司的产品组合从中、低压电器延伸到 UPS、运动控制和楼宇自动化等产品，为公司日后转型成为提供整套的能效解决方案和推出 EcoStruxure 工业云平台打下了坚实基础。公司以低压电器作为基础，将整体配电设备作为业务核心，横向拓展了楼宇自动化及 IT、工业自动化及电网设备这两大领域。整体看，其产品线拓展主要有以下部分组成：

- (1) 纵向业务领域拓展：在配电设备环节向上拓展中压配电设备，向下拓展楼宇内的面板开关、插座等终端设备；
- (2) 横向业务领域拓展：通过对 APC、Andover Controls 等公司的收购，拓展了在楼宇自动化和关键电源领域的业务，并且进一步与低压配电设备整合成了能效解决方案；
- (3) 横向业务领域拓展：通过对阿海珐（AREVA）、invensys 等公司的收购，拓展了在电网设备和工业软件等方面的业务，在工业软件领域实力的增强，使得公司具备了日后推出 EcoStruxure 工业云平台的技术能力。

通过上述对业务的横向和纵向延伸，公司的可达市场空间从 600 亿欧元规模上升至 3000 亿欧元，公司成长的瓶颈被有效的打破。

图表7 施耐德电气业务领域的拓展



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

除了业务领域的拓展之外，一系列的收购活动大幅扩大了施耐德电气在欧洲以外市场的市占率。在北美地区，施耐德收购了 APC、SquareD 品牌；在中国，施耐德与德力西集团合资成立德力西电气；在澳洲，施耐德收购了当地知名电器附件品牌 Clipsal。

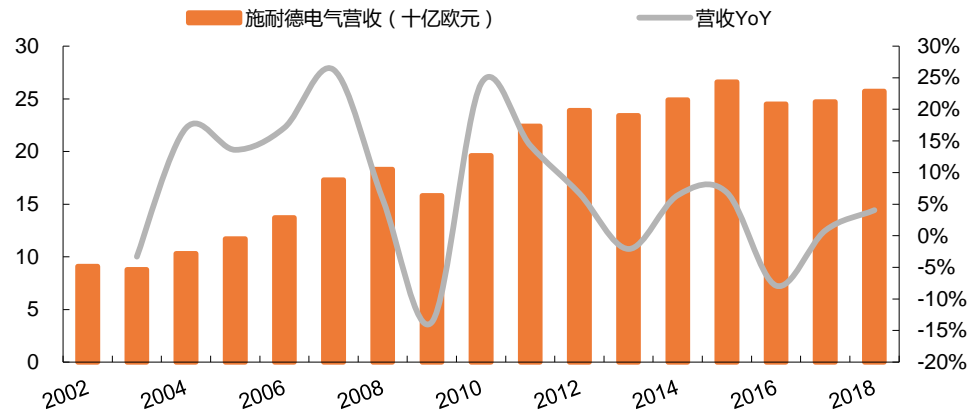
图表8 施耐德电气在全球当地市场的子品牌



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

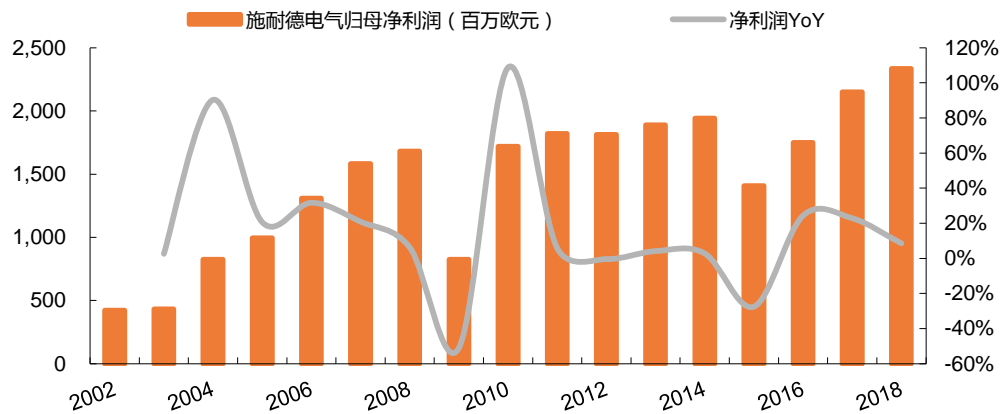
除了外延并购对施耐德电气营收增长的贡献之外，市场需求亦推动了公司的内生性增长。在过去的十几年中，新兴市场在基建、楼宇和制造业上的飞速发展对低压电器和工业自动化产品产生了巨大的需求，而成熟市场由于电网改造和服务需求的上升，亦有着较为稳定的需求增长。相比于电气行业其他的跨国公司，施耐德电气在近十几年中最成功的战略之一就是敏锐的抓住了新兴市场的增长机会，通过在当地设立制造与研发中心，与本土经销渠道及供应链伙伴进行合作，以及对当地管理层的充分授权，施耐德电气在中国等新兴市场的市占率远超其他外资品牌。从 1998 至 2018 年的二十年间，施耐德电气来自新兴市场的营收占比已经从 18% 快速上升至 42%。

图表9 施耐德电气历年营收及增速



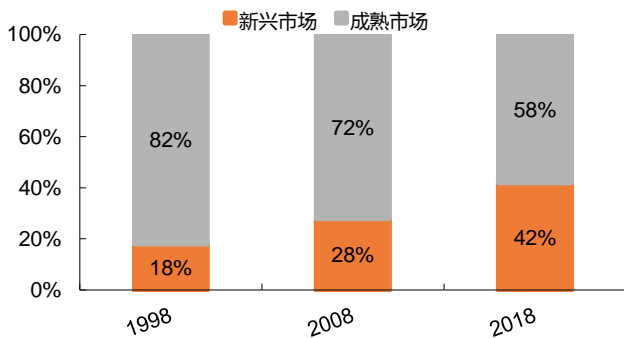
资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

图表10 施耐德电气历年归母净利润及增速



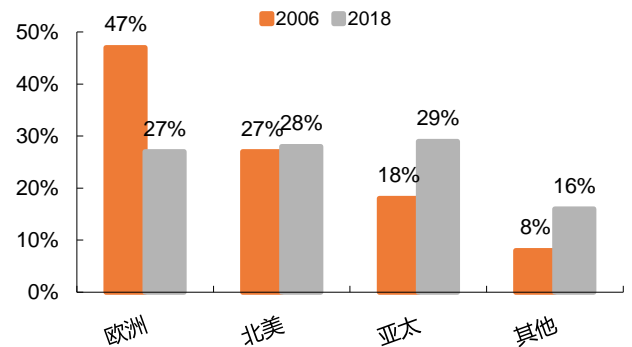
资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

图表11 施耐德电气来自新兴市场的营收快速增长



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

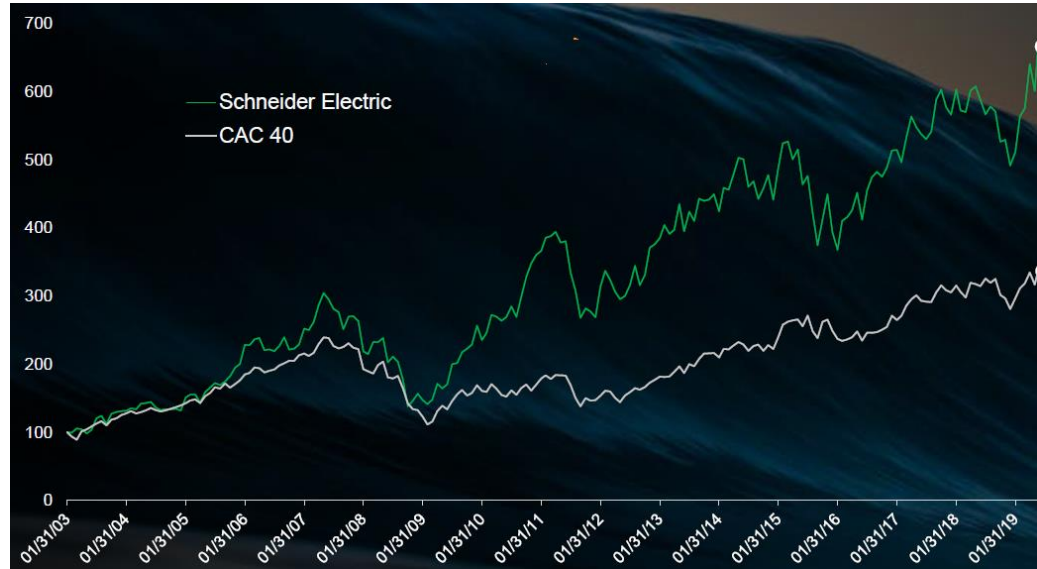
图表12 近十多年施耐德电气亚太区收入占比快速增长



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

从 2003 年至 2018 年的 16 年间，施耐德电气的营收从 88 亿欧元增长到 257 亿欧元，增长了接近 3 倍；净利润从 4.3 亿欧元增长到 23.3 亿欧元，增长接近 6 倍。仅在 2003 年至 2013 年的 10 年间，来自新兴市场的收入就从 22 亿欧元上升到了 109 亿欧元，大幅增长 5 倍，成为这数十年来施耐德营收增长的主要推动力之一。在此期间，公司的股价增长了 570%，大幅跑赢法国 CAC40 指数。

图表13 施耐德电气股价大幅跑赢 CAC40 指数



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

二、 进入中国 32 年，成为国内低压电器领导品牌

2.1 深度的本土化运营

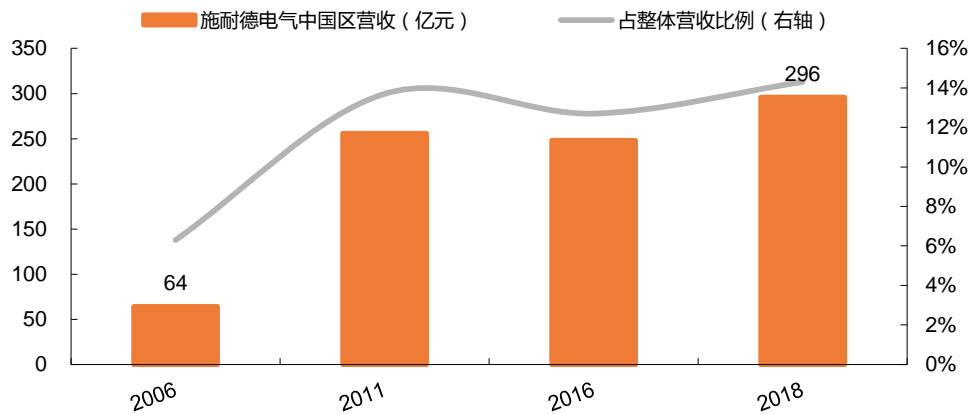
自从 1987 年以合资成立天津梅兰日兰进入中国市场后，施耐德在中国的发展可以分为四个阶段，**第一阶段**是通过设立的合资工厂在中国市场进行了初步摸索，投放了微型断路器产品；**第二阶段**是通过设立施耐德电气（中国）投资公司开始了第一轮的大规模投资建厂；**第三阶段**是与各方合作，通过并购及合资的方式，填补尚未覆盖的空白市场；**第四阶段**则是目前专注于能效管理和助力中国客户实现数字化转型。

图表14 施耐德电气中国发展历程



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

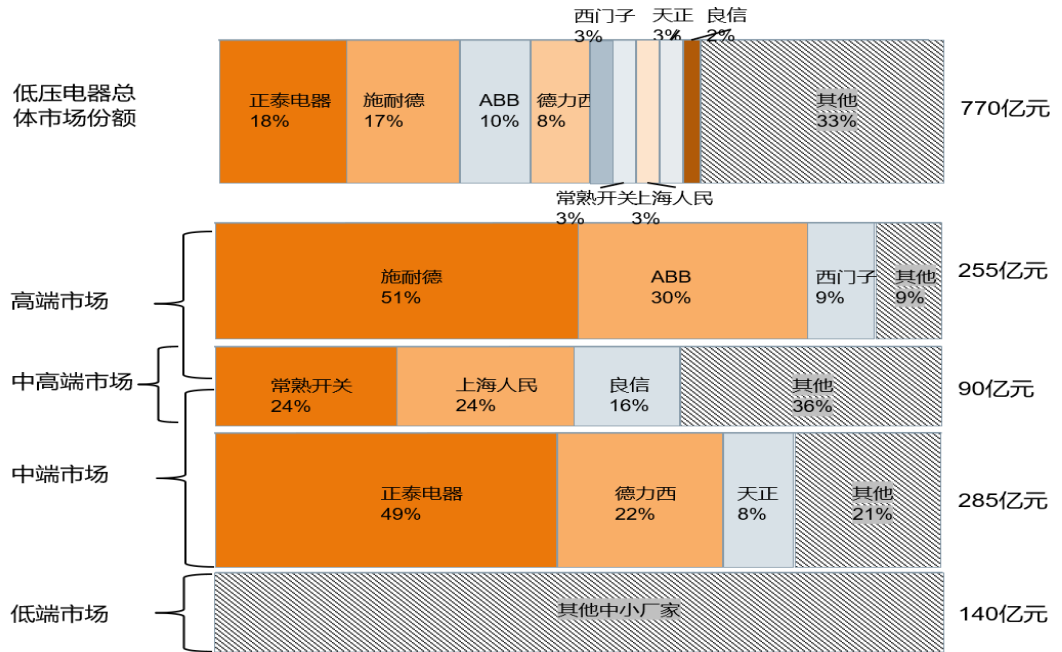
图表15 施耐德电气中国区营收



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

经过 30 多年的发展，施耐德电气在国内市场已成为低压电器行业的领导品牌，在高端市场的份额远超同期进入中国市场的 ABB、西门子等竞争对手，市场份额接近 ABB 的两倍，与其在全球市场的表现一致。目前施耐德在国内有超过 700 家经销商，并且与 3000 家以上的成套厂建立了合作关系。除了在高端市场暂时难以动摇的领导地位之外，在 2006 年通过与德力西集团各出资 50% 成立德力西电气，施耐德将产品线延伸到了国内的中端市场，实际上在国内形成了双品牌运营的格局。

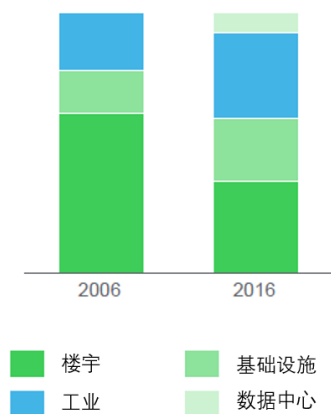
图表16 2017年国内低压电器市场份额



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

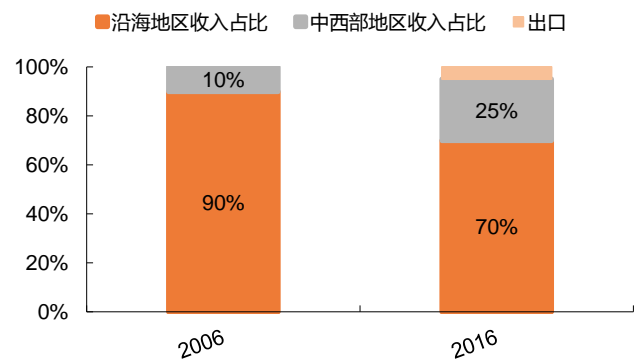
除了在低压电器领域占据优势地位外，施耐德在国内中压配电设备、工业自动化和关键电源领域的市占率均进入了前三名，在四大终端市场的收入来源占比更加均衡。公司在12年开始推行“Go West”战略，将中西部地区作为国内市场增长的重点，来自中西部地区的营收占比从06年的10%上升至16年的25%，增速远高于沿海地区。

图表17 施耐德电气中国区营收分布



资料来源：施耐德电气，平安证券研究所

图表18 来自中西部地区营收持续增长



资料来源：施耐德电气，平安证券研究所

施耐德在国内市场的成功，与其深入的本土化理念有着极大关系，这也是其区别于其他外资竞争对手的地方。施耐德在中国市场全方位并且极为成功的本土化，体现在四个方面：

- a. 对本土管理团队充分信任。从09年开始，中国区的CEO和CFO便由中国员工担任，与其他大型外资至今仍从海外调配CEO或者至少CFO由外籍管理人员担任的做法有着巨大的区别，使得整个运营团队具有与本地客户一样的思维，并可根据情况自行做大多数的决策。

- b. **重视与当地合作伙伴的关系。**低压电器行业决策链长，下游应用广泛，在产品最终出售之前，需要经过最终用户、项目总包、设计院、成套厂和分销商等多个环节，只有与行业内的各方保持良好的合作关系，才能够避免渠道混乱、产品与市场需求脱节、定价不符合实际等问题。与其他大型外资相比，施耐德电气更能够放下跨国巨头的身段，重视国内合作伙伴对产品和开发上的意见，而不是盲目照搬海外市场的经验。
- c. **本土研发团队具备较强的实力。**与不少外资企业将核心研发留在海外总部，只在中国进行产品装配或者本地研发只具备对产品进行细微改动的能力不同，施耐德电气在 1999 年就在上海设立了独立的研发中心，将研发从合资工厂中的附属部门独立出来，其职能也从简单的产品改型转变为收集市场需求、为原材料本地化提供测试支持、现有产品改进和为本地市场研发新产品等多个职能。目前施耐德在中国有超过 1000 名研发人员，其中有超过 50 人获得了代表施耐德技术类最高职级的“Edison Technical Experts”，在近五年里在国内累计申请专利超过 800 项。
- d. **本土团队参与全球决策。**本土团队能够参与到公司的全球决策中，而不是仅仅作全球决策的区域执行者。

成功的本土化，使得施耐德电气作为外资品牌，在进入中国市场后迅速理顺了与产业链相关方的关系，并且通过对客户需求和自身优势的分析，成功的将产品定位在了高档楼宇、关键基础设施等高端细分市场。其后通过在低压电器的各个产品线投资设立合资工厂，并在本地建立起供应链，进一步的引入了更多的产品，提升了市场占有率。期间通过参与三峡大坝、南水北调工程、北京奥运会场馆建设等多个当时的重点项目，在行业客户中树立起了安全、可靠的高端品牌形象。

2.2 合资成立德力西电气，实现对中端市场的覆盖

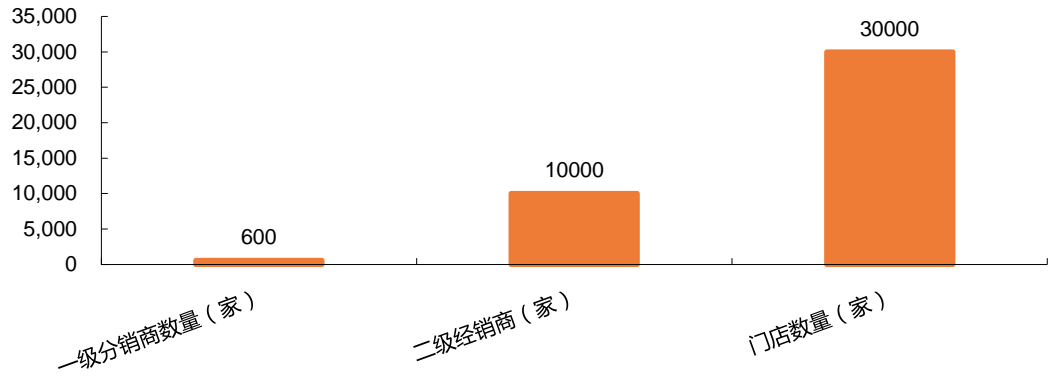
由于施耐德电气所在的高端市场仅占国内低压电器市场的三分之一左右，而中低端市场则有更大的规模，并且众多国产品牌通过在中端市场的发展，已经在逐步崛起，施耐德对此的应对之道，便是通过与温州柳市低压电器的代表企业之一德力西集团合资成立德力西电气，形成对国内中低端市场的覆盖。德力西电气的成立，使得施耐德在中端市场拥有了更具性价比的产品、广泛并且下沉的销售渠道以及较低运营成本的工厂，同时双品牌运营的模式使得自身的品牌形象不会受到干扰。

图表19 德力西电气产品价格与施耐德对比

产品类别	产品型号	产品列表价（元）
空气断路器	施耐德 MTZ2 16 1600A	80669
	德力西 CDW6i 1600A	19174
塑壳断路器	施耐德 NSX160N 160A	6109
	德力西 CDM6i-160 160A	663
微型断路器	施耐德 iC65 16A	68.7
	德力西 CDB6i 16A	34.8

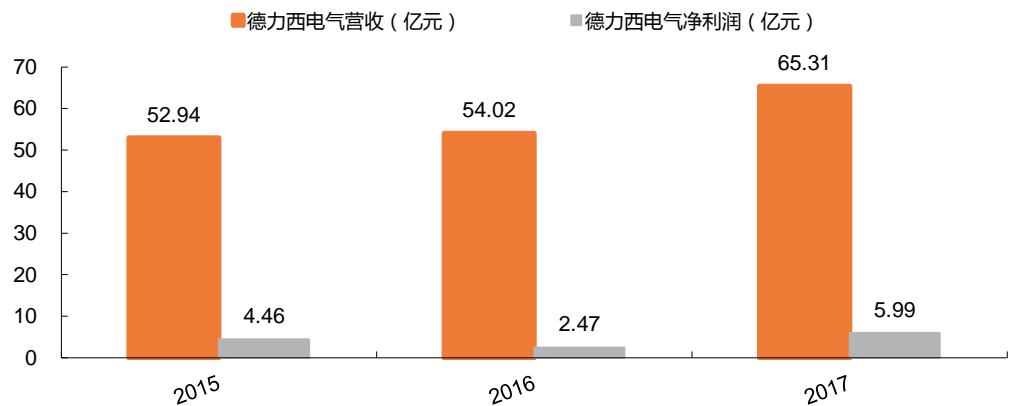
资料来源：EP 精灵、平安证券研究所

图表20 德力西电气销售渠道



资料来源：德力西电气、平安证券研究所

图表21 德力西电气营收



资料来源：大公国际资信评估、平安证券研究所

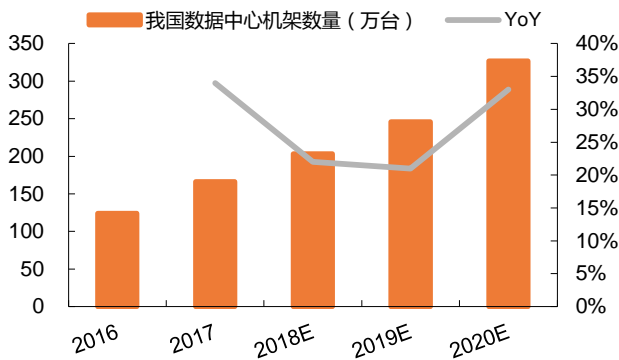
2.3 向新兴领域的渗透预计将推动中国区业务持续成长

根据施耐德电气近年来在年报中的展望，公司对国内低压电器业务持续保持乐观态度，认为对新兴领域的渗透将持续推动施耐德低压电器业务在国内的增长，近几年主要的增量将来自于以下三个方面：

- a. 对数据中心、轨道交通、医院等快速增长市场的渗透；
- b. 三、四线地区的城市化将带来新的业务机会；
- c. 向数字化的转型，推动智能互联技术在低压电器行业的应用。

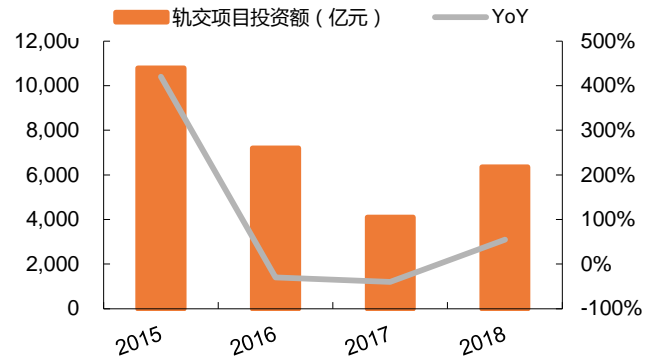
除此之外，持续在国内市场推出定制化的产品和加强与本土合作伙伴在技术及市场上的合作将保持公司在国内市场的竞争力。

图表22 我国数据中心机架数量预测



资料来源: 中国信息通信研究院、工信部, 平安证券研究所

图表23 2015~2018 批复轨交项目投资额



资料来源: 发改委, 平安证券研究所

图表24 施耐德电气近两年推出的具备智能互联功能的产品



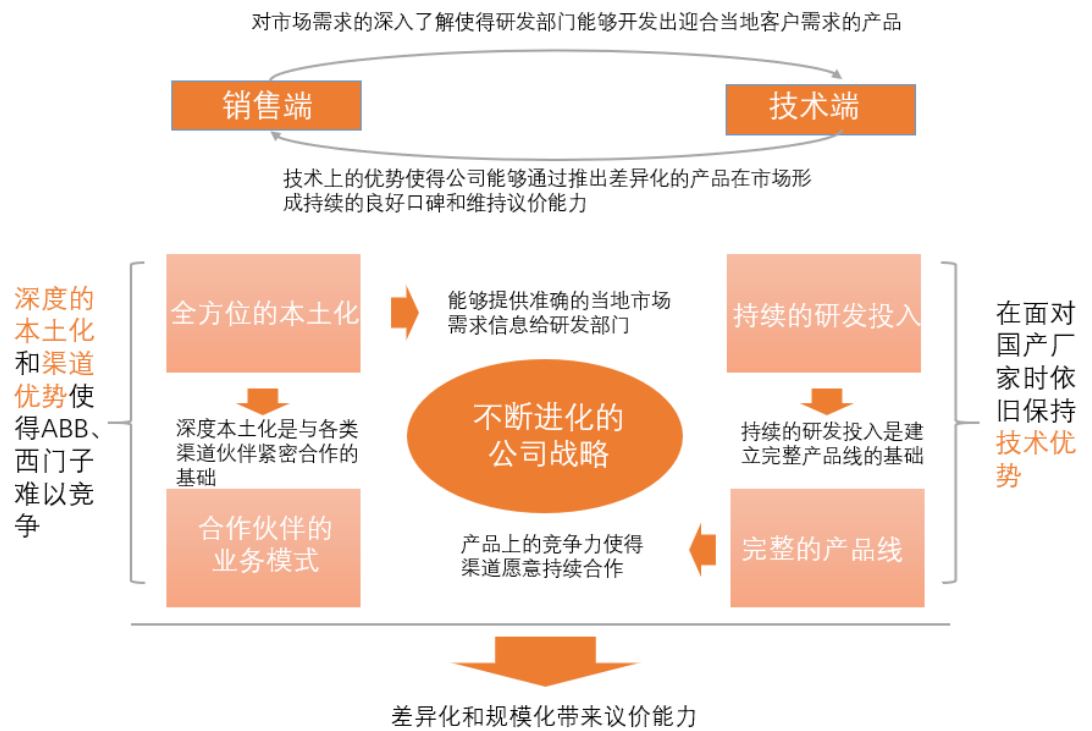
资料来源: 施耐德电气、平安证券研究所

三、施耐德电气在低压电器领域成功的启示

从梅兰日兰自 1994 年正式并入施耐德电气算起,公司在短短二十几年的时间里,一跃成为全球低压电器行业的领导者,市场份额是第二名的两倍以上,在与西门子、ABB、GE 等一系列行业巨头的竞争中获得了稳固的行业地位。我们认为,施耐德电气在低压电器行业的成功,以下六点因素是关键:
a. 全方位的本土化战略; b. 合作伙伴的业务模式; c. 不断进化的公司战略; d. 持续的研发投入; e. 完整的产品线; f. 差异化与规模化带来的议价能力。

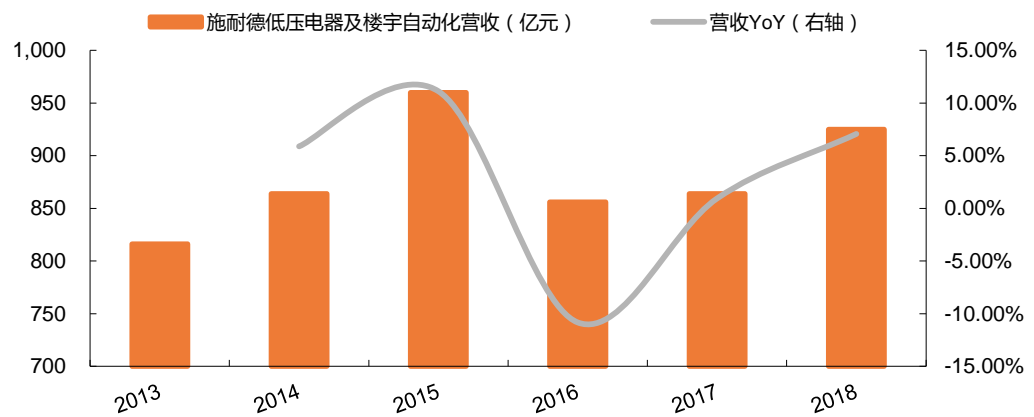
由于低压电器行业具有一定技术门槛,但是技术迭代相比自动化等类似行业缓慢,所以要求企业在具备技术领先优势的同时,需要在市场和销售端有很好的布局,才能够从整体上形成差异化的竞争优势。施耐德电气在低压电器行业成功的这 6 大因素中,持续的研发投入和完整的产品线使得公司得以在技术端保持优势,而全方位的本土化战略与合作伙伴的业务模式,使得公司能够建立完善的销售渠道并及时感知市场趋势,而销售端的成功又会反过来促进公司在产品研发时推出更适合当地市场需求的产品。与技术实力相近的 ABB、西门子相比,施耐德全方位的本土化使得其在销售端优势明显,具备覆盖全面的销售渠道并能够快速响应当地客户需求;与国产厂家比,施耐德持续的研发投入使得其仍旧具备一定的技术优势;其在全球范围内低压电器的营收体量是第二名 ABB 的两倍以上,规模化带来的议价能力又进一步加深了公司的护城河。

图表25 施耐德在低压电器行业成功的核心因素



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

图表26 施耐德低压电气业务营收及增速



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

3.1 全方位的本土化战略

施耐德电气目前有接近一半的营收来自中国、东南亚、南美等新兴市场，公司对新兴市场的重视在近十几年里给公司营收的增长带来巨大的推动作用。与其他大型外资仅仅是在中国地区设立工厂进

行产品组装和销售不同，施耐德电气通过让本土员工成长为公司高层管理者、推出适合本地市场的完整产品线和建立本地供应链等方式，使得公司实现了真正的本土化。

以施耐德电气在新兴市场中最重要的中国市场为例，从 09 年开始，中国区的 CEO 便由本土员工开始担任，并且大部分的部门总监、合资工厂总经理、副总裁等职位都已是本土员工担任。全面的本土化，使得施耐德中国能够深入了解当地市场的需求和趋势，并且以符合当地市场的方式进行日常经营活动。尽管国内的大部分外企都有着类似于“**In China, for China**”的口号，但是如果没有彻底的本土化经营，依然会时不时的面临水土不服，一旦技术上的优势在被本土企业缩小，就容易面临业务上的节节败退。

图表27 施耐德电气与西门子现任中国区管理层

SIEMENS

CEO: Lothar Herrmann

CFO: Rudolf Basson

Schneider
Electric

CEO: 尹正

CFO: 马晓云

资料来源：施耐德电气、西门子、平安证券研究所

除了和管理团队的本土化之外，施耐德电气还针对性的推出适合当地客户需求的全系列产品，并非只是简单的将其全球产品在新兴市场进行生产和销售。新兴市场的需求虽然巨大，但是其所需使用的大部分产品并不需要很多的功能和复杂度，客户更加偏向产品的性价比，施耐德针对这样的需求特点，在现有产品系列的基础上，推出了专门的中端 Easy 产品系列，包括用于终端配电的微型断路器 Easy 9、首端配电的框架断路器 Easypact MVS 等一系列产品。Easy 产品系列的推出，使得施耐德电气的产品线能够覆盖从高端的复杂应用到中端的简单应用，更加适应中国等新兴市场的实际情况。

图表28 施耐德电气面向中国等新兴市场的 Easy 系列产品线

Easy 9
Final distribution
终端配电



Easy Wiring devices
接线器件



Easypact MVS
ACB
框架断路器



EasyPact CVS, EZC
MCCB
塑壳断路器



EasyPact TVS
Control relays
控制继电器



EasyLogic
Metering
表计



EasyCan
Power factor
correction
功率补偿



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

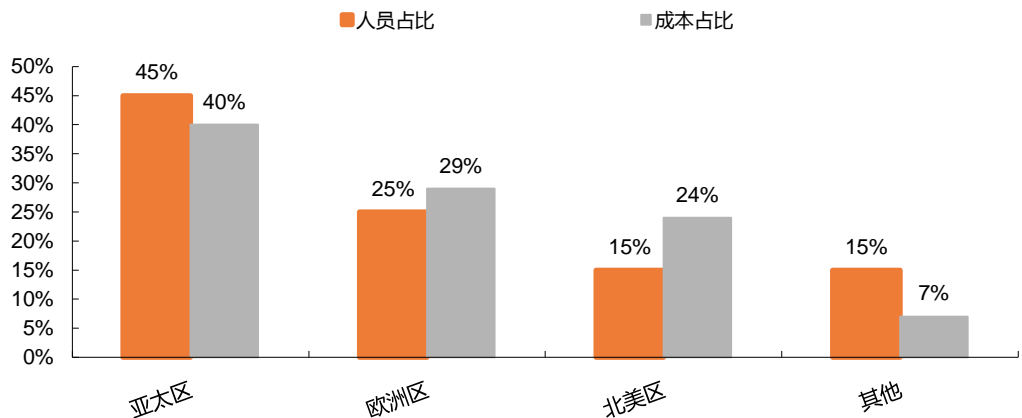
图表29 施耐德电气 Easy 系列产品与其高端产品价格对比

产品类型	产品型号	价格(元)
框架断路器	Masterpact 1600A	53211
	Easypact 1600A	32862
塑壳断路器	NSX 250A	2752
	Easypact 250A	1571
微型断路器	Acti 9 iC65 16A	114
	Easy 9 16A	56

资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

本土供应链体系的建立，亦加强了施耐德在新兴市场的竞争力。目前施耐德在亚太区的生产员工数量占其全球数量的 45%，远超欧美等成熟市场地区。在中国市场，从 1987 年设立第一家合资工厂以来，截至 2018 年，施耐德在中国共计有 26 个工厂，18000 名员工，8 个配送中心，3 个研发中心；并且在中国的销售额中 90% 来自于本土生产的产品，90% 的零部件均为本土供应。深度的本土供应链，极大的降低了施耐德电气的制造成本，即使在低压电器行业竞争日趋激烈，本土竞争对手逐步赶上的背景下，施耐德电气在高端市场依然具备较强的竞争优势，在外资企业中相对较低的制造成本使得公司在面对价格竞争时，也有更为灵活的应对空间。

图表30 施耐德电气供应链体系中的人员和成本分布



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

图表31 施耐德电气在中国的生产及研发体系建设



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

我们认为，相比于其他电气设备领域的大型外资企业，深度的本土化是施耐德电气在中国市场成功的重要因素之一。低压电器行业下游广泛，商业模式涉及用户、成套厂、代理商、设计院等多个环节，只有从管理层、产品研发到生产制造等各个环节的深度本土化，才能够深入了解不同客户的需求，研发对应的产品，在渠道上借助本土合作伙伴的力量，以及最终通过本地生产大幅降低制造成本。这一系列的本土化措施，使得施耐德电气在低压电器市场的份额遥遥领先，即使面对来自国产厂家的竞争，依然稳居市场领导者的地位。

3.2 合作伙伴的业务模式

低压电器主要应用在楼宇、基础设施及电力、工业这三大板块，下游的细分行业众多，与此同时，由于从制造商到最终用户往往需要经历分销商、成套厂、工程总包等多个环节，故与产业链上下游的深度合作，成为产品销售的重要环节，在施耐德电气，长期以来低压电器业务都被称为“**Building & Partner Business**”。在 2018 年，施耐德电气有超过 40% 的营收来自分销渠道，除了分销商之外，其他销售渠道包括成套厂、系统集成商和 OEM 厂商。对于施耐德来说，分销商是其在低压电器领域最为重要的合作伙伴，并且一直坚持“风险共担、利益共享、共同成长”的方式进行管理。尽管施耐德电气对分销商管理严格，但是由于其持续发展的品牌影响力、较高的价格和折扣系数带来的利润空间、施耐德自身的区域销售对分销商日常经营活动的支持，施耐德的分销商网络一直遥遥领先竞争对手。施耐德电气在低压电器行业拥有全球最大的经销商网络，包括蓝格赛、众业达等跨国及当地知名分销公司。目前公司的分销商分为四个类型，包括大型国际集团、电器产品批发及分销企业、区域性的小型代理商、IT 领域销售及服务商。通过对分销渠道的有效利用，公司扩大的产品的可达市场，并且使得公司的销售及市场人员可以把精力聚焦在市场开发和大型项目竞标等重要环节。

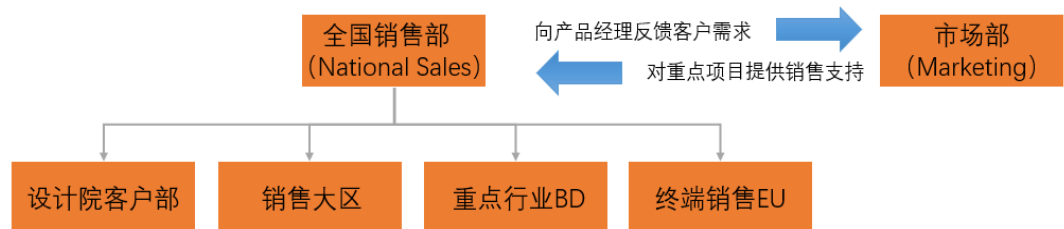
图表32 施耐德电气分销商类型及典型代表



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

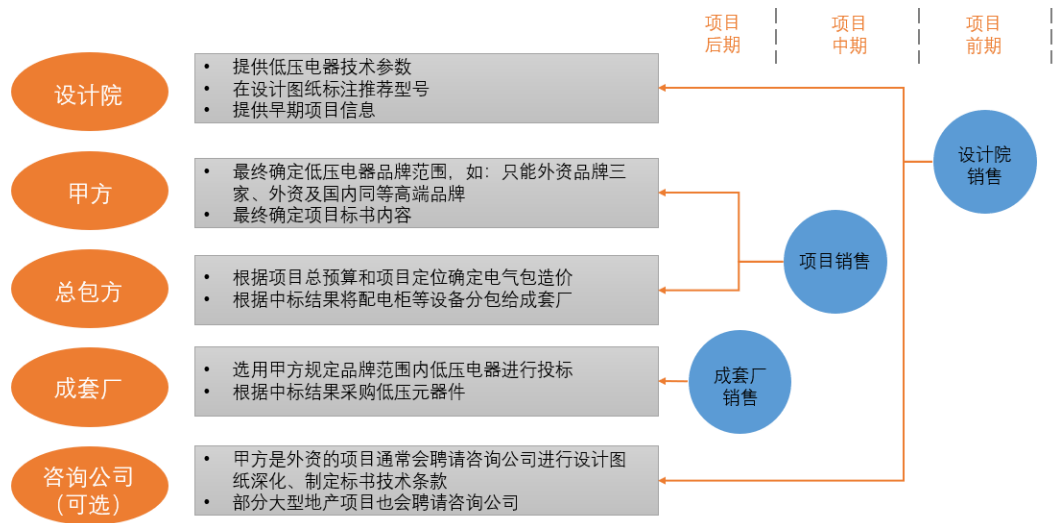
通过分销商实现对零散客户的覆盖同时，施耐德依然注重对自有销售队伍的建设，与大客户、重点设计院和大型成套厂保持精密合作，实现对项目型市场的覆盖。目前公司与全球 37000 家成套厂有合作关系，并且通过自身的销售人员与分布在各大设计、施工企业的 43000 多名电气设计师保持日常的技术沟通。由于公司具备完整的直销团队，并且在市场推广、客户开发和技术支持等方面具备行业领先的实力，使得公司可以及时感知市场趋势的变化，对客户的需求做出及时响应，以及规范经销商的行为。正是由于自身具备极强的市场和销售团队，使得公司能够对分销渠道实行严格的区域和账期管理，并有效的防止强势分销商反过来对公司提要求的情况出现。

图表33 施耐德电气中国区销售组织架构



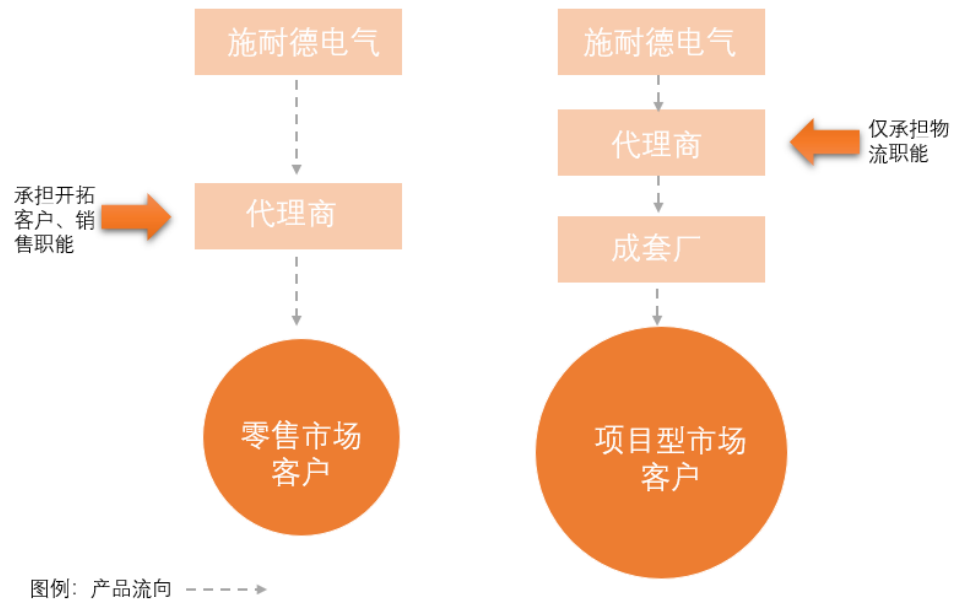
资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

图表34 施耐德通过自有销售团队实现在项目型市场与各方的合作



资料来源: 施耐德电气、平安证券研究所

图表35 分销商在分销和直销业务中承担的不同职能



资料来源: 施耐德电气、平安证券研究所

3.3 不断进化的公司战略

施耐德电气从收购低压电器领域的梅兰日兰到今日发展到横跨能效管理、工业自动化和关键电源等多个业务领域的电气巨头, 我们认为与公司不断适应调整的公司战略有着非常密切的关系。在近十几年里, 公司经历了**将增长的重心放在新兴市场、大举并购后的业务与品牌整合、在具备了完整的**

配电和工控产品线后提供整体解决方案和目前正在持续进行的数字化转型这四个阶段。通过这几个阶段的转变，我们可以看到，公司的发展战略紧握住了两个主题：

- a. 全球经济发展的大势，如在 2005-2008 年在新兴市场的重点投入，以及在近几年向数字化转型的举措；
- b. 公司自身发展的阶段，如在电气领域进行了多次收购，旗下有上百个品牌后，通过“一个施耐德”战略及时进行了品牌和业务架构的整合，避免了大量收购带来的效率低下的弊端，并为其后提供整体解决方案的战略打下了基础。

图表36 施耐德电气近十年公司战略的不断迭代

营收	€10bn (2005)	€18bn (2008)	€22bn (2011)	€25bn (2014)	€26bn (2018)
战略主题	new ² 2005-2008		ne 2009-2011	Connect 2012-2014	Schneider Is On 2015-2020
战略措施	<ul style="list-style-type: none"> 提升客户满意度； 全球重新平衡，加大对新兴市场投入 		<ul style="list-style-type: none"> 一个施耐德电气； 整合为5大事业部； 增加解决方案销售 	<ul style="list-style-type: none"> 提升服务的重要性； 精简供应链； 通过数字化手段连接客户体验 	<ul style="list-style-type: none"> 数字化； 创新；
实际结果	<ul style="list-style-type: none"> 30%客户满意度提升； 在新兴市场收入占比提升至32%； 在中国完成了与德力西集团的合资 		<ul style="list-style-type: none"> 旗下120个品牌缩减为10个，确立了Schneider Electric作为主要品牌； 建立全球供应链体系； 解决方案占比从7%上升至37%，在工业自动化业务中占比显著提升 	<ul style="list-style-type: none"> 服务业务增长超越其他业务7个百分点； 存货占营收比重减少2个百分点 	<ul style="list-style-type: none"> 客户实现网络互连的设备快速增长； 服务业务的营收增速再次大幅超越其他业务；

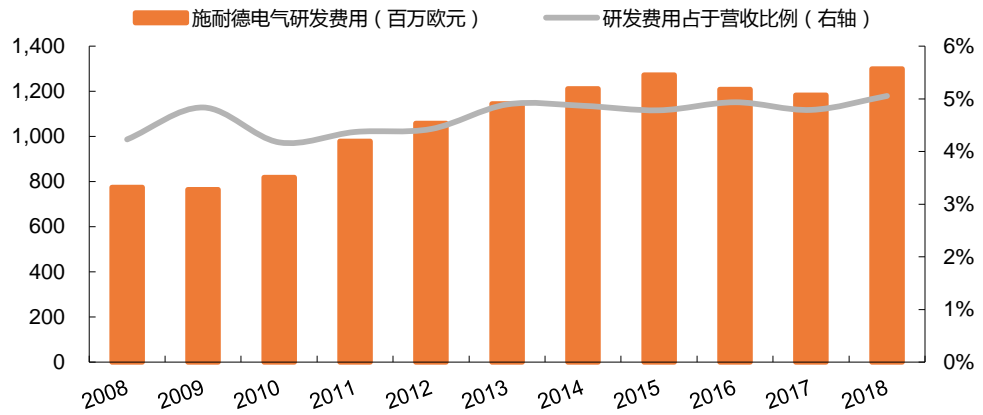
资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

从公司业务发展和营收增长的角度，施耐德电气在过去十几年的发展策略都取得了较为满意的结果。公司目前营收的最高点是 2015 年的 266 亿欧元，净利润则在持续保持增长，在 2018 年达到了 23 亿欧元，显示出数字化和重视服务市场的战略，尽管由于数字化仍处于市场导入期而未能在短期内大幅提升营收，但是已经在通过数字化能效解决方案的销售、公司内部运营效率的改进提升了施耐德电气的盈利水平。

3.4 持续的研发投入

施耐德电气目前有 8500 名研发工程师，在近 10 年里一直保持着 5% 左右的研发投入，低压电器行业相对来说属于技术迭代周期较长的行业，大量的研发投入使得公司得以保持技术上的领先优势。通过领先的技术水平保持产品的差异化，是施耐德在面对国产厂家竞争时最重要的护城河，目前在空气断路器等核心配电产品上，施耐德的主流产品在关键参数上依然要优于国产厂家。

图表37 施耐德电气研发费用及占营收比例



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

图表38 施耐德空气断路器与国内品牌产品比较

品牌	施耐德 MTZ3-40	良信 NDW3-4000	德力西 CDW9-4000
额定冲击耐受电压	12kV	12kV	12kV
额定短时耐受电流	1 秒: 100kA 3 秒: 100kA	1 秒: 100kA /85kA 3 秒: 无	1 秒: 85kA /75kA 3 秒: 无
极限分断能力	100kA (另有 150kA 型号可选)	100/85kA	100/75kA
智能互联功能	人身保护; 能耗管理; 电能质量管理; 停电危 机管理	无	无

资料来源：施耐德电气、良信电器、德力西电气、平安证券研究所

除了保持技术上的领先优势之外，通过以低压配电产品为核心的不断延展，施耐德将低压电器与楼宇自动化相结合，实现了类似于解决方案的整体销售模式。在过往的数十年里，施耐德一直致力于提升产品的安全性、可靠性和效率等核心电气参数，从 16 年推出数字化平台后，施耐德将侧重点放在了配电设备的互联互通特性，利用其推出的 EcoStruxure 工业云平台，提供完整的能效解决方案。公司在 17 年推出的新一代框架断路器 MTZ，在传统 MT 系列断路器的基础上，除了在短时耐受电流、极限分断能力等核心电气性能有所提升之外，更多的亮点在于首次在断路器中增加了智能互联的功能，为其大规模的推广数字化的能效管理方案提供了产品基础。

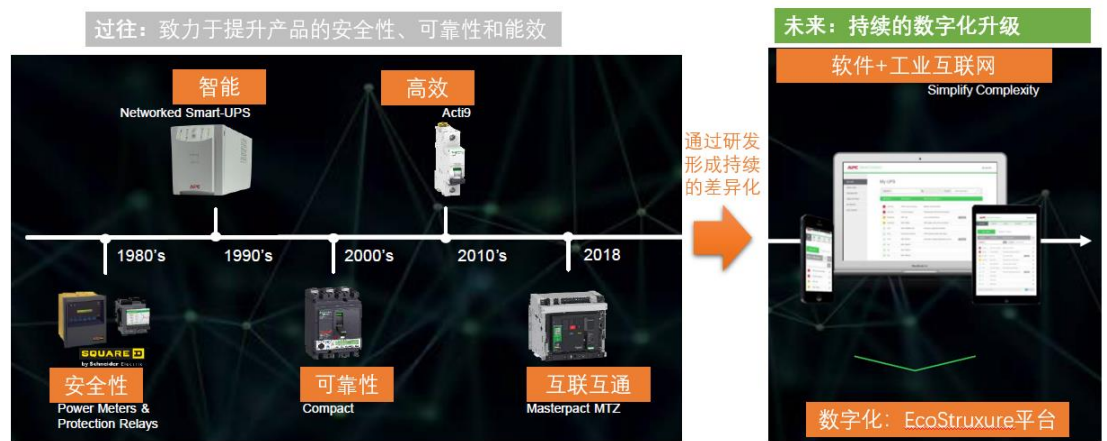
目前公司的研发投入主要在以下六大领域：

- a. 对现有核心产品性能的持续改进；
- b. 在新兴市场不断推出适应当地需求的产品；

- c. 对数字化技术和 EcoStruxure 平台的持续投入；
- d. 各类软件和数据分析工具；
- e. 网络安全；
- f. 分布式发电及储能技术。

通过对施耐德研发方向的分析可以发现，与数字化相关的研发内容占据了其研发方向的一半，而对新兴市场的重视亦体现了在其研发投入中。我们认为，面对国产厂家在断路器电气性能上的不断追赶，施耐德电气为了在今后的十年里依然保持其技术上的领先优势和通过产品差异化创造价值，整体的能效解决方案和数字化的转型将是其未来发展的重点方向。通过数字化转型形成新的差异化竞争优势的举措，并非仅仅发生在低压配电领域，在工业自动化领域，亦可从西门子对其 Mindsphere 工业云平台的大力推广上发现端倪。

图表39 施耐德电气典型低压配电产品的进化路线



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

图表40 施耐德电气新一代 MTZ 断路器与 MT 系列的升级对比

产品	电气性能对比	智能互联特性对比
施耐德 MT 空气断路器	极限分断能力： 50/65/85/100/150kA； 额定短时耐受能力： 50/65/85/100kA	无线连接： 无 数字模块： 无 提供标准的 Micrologic 控制单元
施耐德 MTZ 空气断路器	极限分断能力： 50/66/85/100/150kA； 额定短时耐受能力： 50/66/85/100kA	无线连接： 蓝牙、NFC 新增数字模块： 人身保护；能耗管理；电能质量管理；停电危机管理

资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

3.5 丰富的产品线

完整的产品线是施耐德电气实现不断增长，并且在低压电器领域行业领导者地位稳固的重要因素之一。以低压断路器、成套设备等为核心产品，施耐德目前已经拥有 9 大系列的产品，应用在楼宇、电力及基础设施、数据中心和工业四大领域。

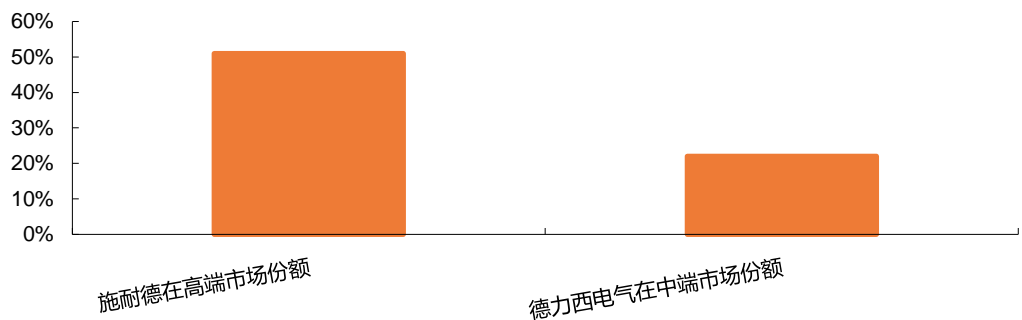
图41 施耐德电气以低压电器为核心建立了完整的产品系列



资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

除了产品线宽度的全面覆盖之外，施耐德还通过在新兴市场收购当地品牌，提高了对当地中端市场的占有率，在中国施耐德于 2006 年与德力西集团合资成立德力西电气，在印度于 2009 年收购了 Conzerv，在巴西于 2011 年收购了 Steck。通过产品线宽度和深度的组合，施耐德得以建立起覆盖不同应用领域、不同客户群体的庞大产品线，并且在近几年通过 EcoStruxure 平台将这些产品进行整合，通过解决方案的形式实现在楼宇、工业厂房、电力设施等行业更多的交叉销售。

图42 在国内市场通过施耐德与德力西双品牌实现了对高端及中端市场的覆盖

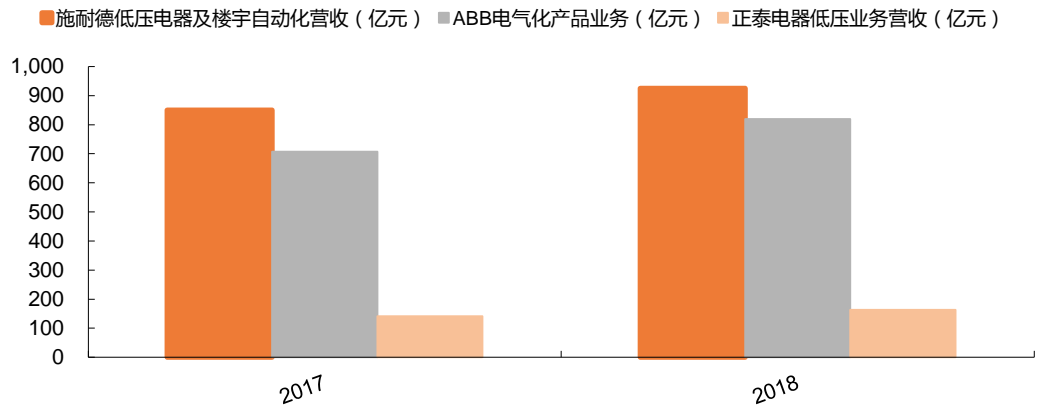


资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

3.6 差异化和规模化带来的议价能力

通过差异化定位、品牌优势和规模效应，施耐德在产业链的上下游中具备较强的议价能力。由于其在低压电器行业的高端品牌形象和具备提供复杂解决方案的能力，施耐德电气在高层建筑、数据中心、大型场馆等高端项目中极具竞争力，即使面对大型行业客户，依然有着较强的议价能力。与此同时，在各类大型项目中的深度参与使得施耐德的品牌形象愈发牢固，反过来进一步增加了其在面对客户时的议价能力。在面对产业链上游供应商和下游经销商时，由于公司在低压电器行业的巨大体量，使得其在原材料成本控制和下游渠道费用管控上面，亦具备较大的优势。

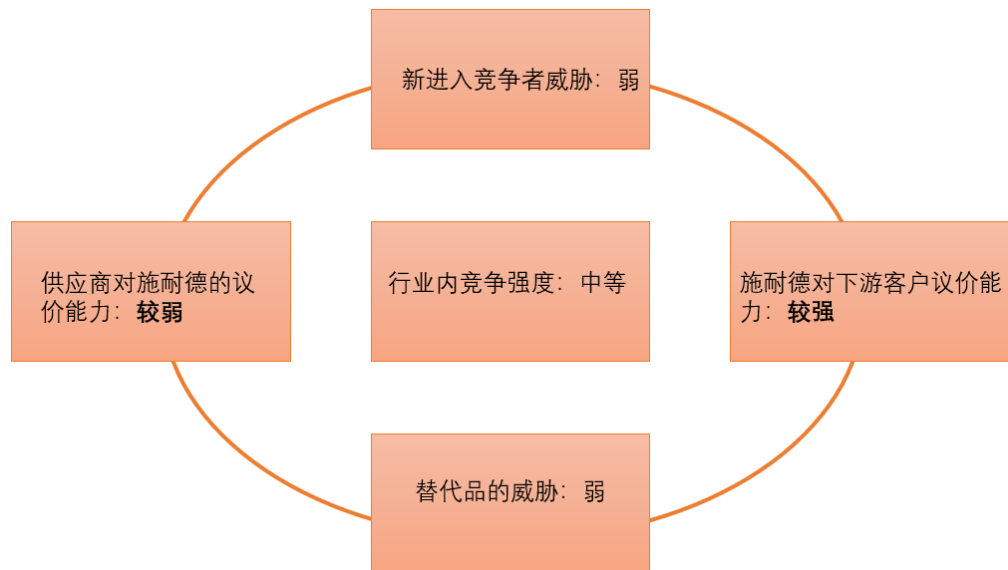
图表43 施耐德电气低压电器营收与竞争对手比较



*ABB 电气化产品业务包括了中压业务，并且 18 年营收包含了 GE Industrial Solutions 并表

资料来源：施耐德电气、平安证券研究所

图表44 施耐德电气产业链竞争力分析



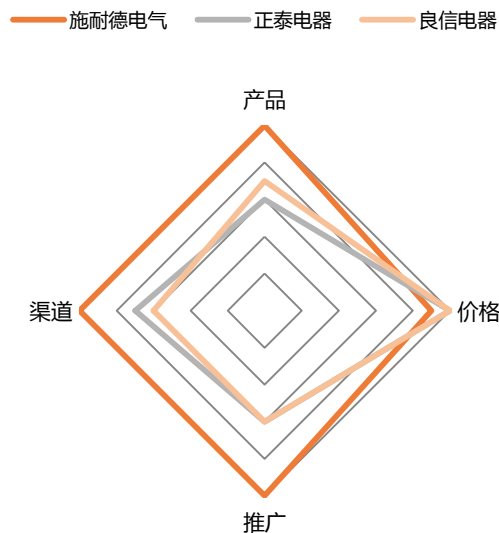
资料来源：平安证券研究所

四、对国产低压电器企业发展路径的思考

国内低压电器行业近几年一直处于稳健发展的态势，以良信电器、正泰电器为代表的国内龙头企业在技术上不断追赶外资，已逐步有所突破，在中高端市场良信电器已经逐步实现在数据中心、大型基础设施等高端行业的突破，在中端市场正泰电器自从 16 年推出昆仑品牌以来，产品的品质有了全方位的提升，亦在实现整体定位的逐步上移。对于低压电器行业是否能够出现中国的施耐德这样的问题，我们认为，尽管短期内施耐德在低压电器行业仍然具备较强的竞争实力，但是国内龙头企业在产品线布局、研发投入、渠道建设等方面已经展现出了未来能够在国内市场与施耐德同台竞争的趋势。

按照市场营销的 4P 理论，我们从产品 (Product)、价格(Price)、推广(Promotion)、渠道(Place)四个维度对国产厂家与施耐德的差距进行分析。若以施耐德作为基准，我们认为国产厂家在价格上面受益于较低的人工和管理成本，具备一定的优势，而在产品性能与可靠性、品牌知名度和美誉度、经销商渠道和自有销售团队建设上面仍有持续提升的空间。

图表45 国产低压电器厂商与施耐德在 4P 维度的对比



资料来源：平安证券研究所

国产品牌在产品和推广这两项的不足，根本在于技术实力仍然与施耐德存在差距，导致产品线宽度不够，无法覆盖绝大多数的应用场景；亦或是产品的性能或者可靠性不足，导致客户不敢在对电力供应可靠性有较高要求的大型项目中使用。而对于低压电器中高端的 To B 市场而言，成功应用的项目案例数量、产品性能和可靠性的提升是提高品牌知名度和美誉度最令客户信服的方式。

国产品牌在渠道上的不足，则更多是企业发展阶段的原因。对于正泰电器而言，公司在经销商渠道上实力强劲，在全国有 3600 多个经销网点，并且通过渠道下沉实现了对更多区域的精细覆盖，但是由于公司是从中端市场起步，对于高端市场的项目型销售模式与施耐德相比仍稍显缺乏经验和完整的直销体系建设。对于良信电器而言，公司一开始就立足于中高端市场，在直销团队建设上采用了类似于施耐德的架构，已经在数据中心、大型场馆等项目中实现了突破，但是由于公司体量相对较小，并且因为一直是面向行业客户导致品牌知名度略低，故在经销渠道上面和施耐德相比仍有较为明显的差距。

由此我们可以看出，对于国内低压电器企业来说，提升技术实力，尽早追平与施耐德等外资在产品性能和可靠性上的差距是当前阶段最至关重要的；而对渠道差距的追赶，是需要建立在公司拥有具备技术竞争力的产品、一定的品牌知名度和销售体量上的。具体而言，对于良信电器和正泰电器这两家国产低压电器龙头而言，发展路径会略有区别，良信电器需要通过技术实力提升扩大在高端市场的市占率和品牌知名度，进而完善经销商渠道，实现对更多客户群体的覆盖；正泰电器是通过技术实力提升提高产品定位和品牌美誉度，进而打开高端市场的空间，并逐步完善适合项目型市场的直销体系，进而又能提升公司对经销商渠道的管控能力。

图表46 良信电器发展路径情景假设



资料来源：平安证券研究所

图表47 正泰电器发展路径情景假设



资料来源：平安证券研究所

五、投资建议

5.1 估值比较

通过对施耐德电气从 2000 年开始的估值水平分析可以发现，公司的估值水平基本维持在 15~20 倍之间。近 10 年里只有在 08-09 年的金融危机期间，公司的估值水平出现了短暂的大幅波动，其后均保持较为稳定的水平。与同类可比公司 ABB、西门子相比，公司的估值水平大致相当，反映出在欧

美市场给予电气设备龙头企业的估值均为 15~20 倍之间。在 08-18 年的这 11 年里公司归母净利润增长了约 40%，年化复合增速 3%左右，与施耐德相比，由于国内低压电器的龙头企业良信电器、正泰电器有更大的成长空间以及近五年来更高的利润增速，相较于其目前 10~15 倍的估值区间，我们认为估值水平有明显的提升空间。

图表48 施耐德电气近二十年的估值水平

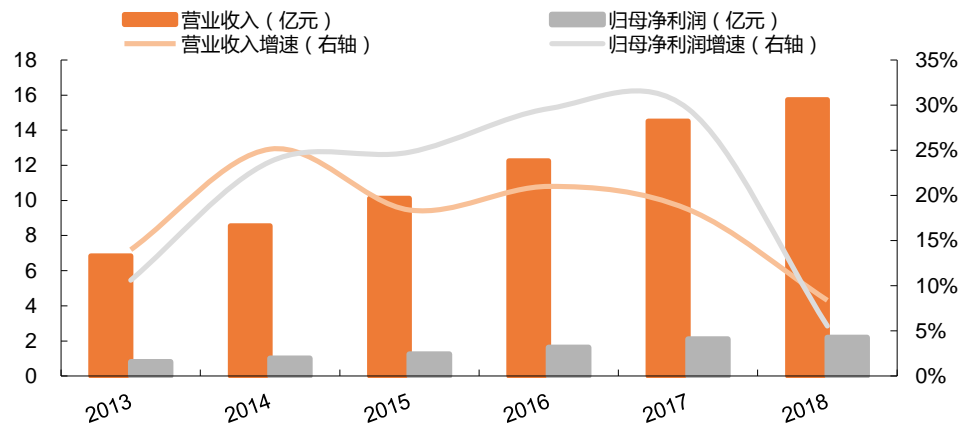


资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

5.2 重点推荐良信电器

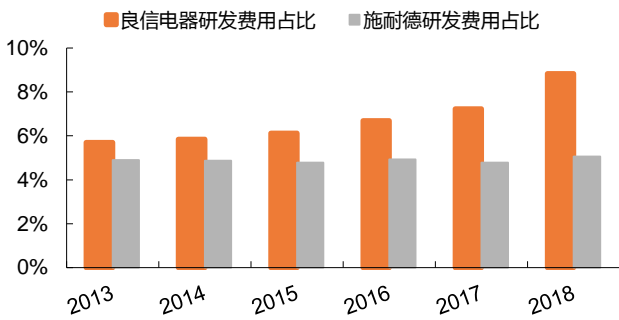
定位中高端市场，产品具备核心竞争力：良信电器自 2014 年上市以来净利润 CAGR 超过 17%，目前在中高端细分市场占据约 16% 的市场份额。我们认为与施耐德相比，公司最大的优势有两点：a. 产品定位类似，但是有更低的制造和运营成本；b. 作为技术上的追赶者，持续的高研发投入带来的产品技术水平显著提升。

图表49 良信电器近年营收和净利润增速



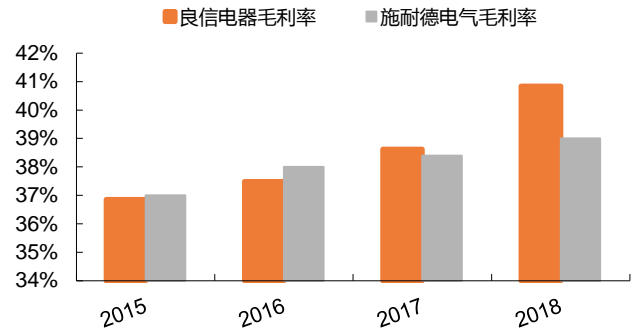
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表50 良信电器研发支出占营收比例



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表51 良信电器毛利率持续提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

参与多个大型项目，在高端市场的品牌影响力逐步提升。目前公司产品已经应用在了包括珠港澳大桥、中移动呼和浩特、哈尔滨数据中心和山东石岛湾核电站等标杆项目中，打破了由外资垄断高端项目型市场的局面。近年来公司在产品和市场推广两个核心要素上不断加强自身实力，预计近两年将在高端工商建项目上取得更大进展，实现从中高端细分应用的领导者到高端市场的挑战者的转变。

图表52 良信产品应用在山东石岛湾核电站



资料来源: 良信电器官网, 平安证券研究所

图表53 良信产品应用在呼和浩特、哈尔滨数据中心



资料来源: 良信电器官网, 平安证券研究所

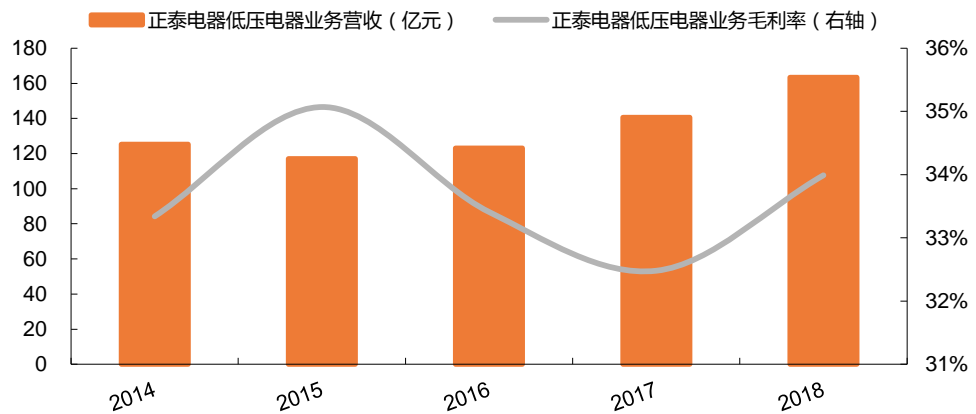
计划向上游核心零部件加工延伸，有望提升产品品质与毛利率：伴随公司不断推出定位高端市场的产品，预计现有的外协核心部件将不能满足公司未来产品的技术要求。公司于2018年12月发布投资框架协议，计划在浙江投资建设低压电器生产基地，主要用于上游核心零部件的加工，实现触头生产、模具制造和点焊等关键工艺。该计划标志着公司中短期的经营战略将聚焦在低压电器行业，专注产品技术水平的提升，实现对高端市场的全面突破，与此同时，根据同类零部件供应商毛利率测算，我们预计向上游零部件加工延伸有望提升公司产品毛利率约10个百分点左右。

我们预测良信电器19/20/21年的归母净利润分别为2.9/3.4/4.0亿元，EPS分别为0.36/0.43/0.51元，对应7月26日收盘价PE分别为17.1/14.3/12.1；目前公司市值约为50亿元，有望在未来几年跻身至百亿市值。

5.3 重点推荐正泰电器

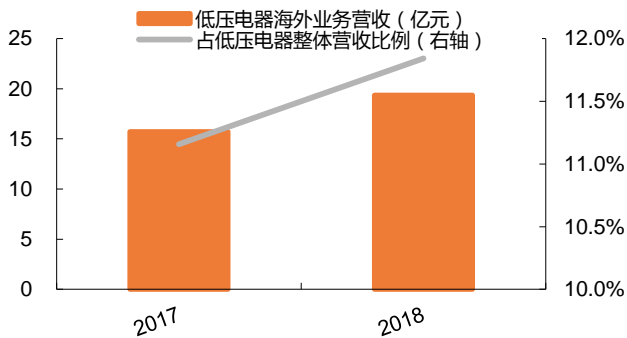
国内低压电器龙头，营收稳健增长。正泰电器 18 年低压电器业务收入达到 163 亿元，在国内市占率排名第一。在多个方面，我们都看到了公司与施耐德的相似之处：a. 完善的渠道布局；b. 规模效应带来的在产业链中较强的议价能力；c. 在中东、非洲等海外地区的布局已经初现雏形；d. 完整的产品线和通过双品牌运营实现对市场的全面覆盖。从发展的角度看，公司在产品的性能和品牌定位上，仍有一定的空间，这也是公司未来的成长空间所在。

图表54 正泰电器低压电器业务营收和毛利率



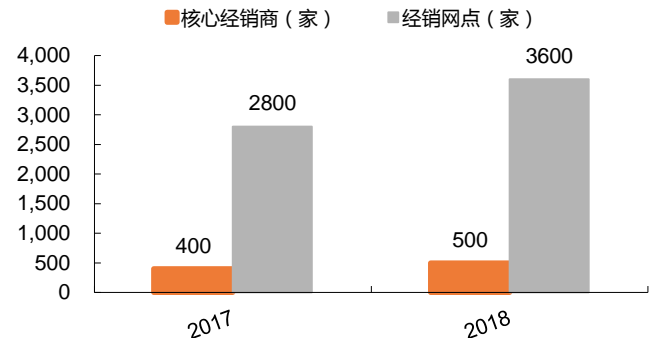
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表55 正泰电器低压电器海外营收不断增长



资料来源: 正泰电器, 平安证券研究所

图表56 正泰电器经销商数量



资料来源: 正泰电器, 平安证券研究所

低压电器渠道优势进一步巩固，增强直销模式。公司拥有完善的分销渠道，截至 18 年底拥有核心经销商 500 多家，较 17 年增长 100 家左右；拥有经销网点 3600 多个，较 17 年增长 800 多个，公司在销售渠道上的优势进一步增强。目前国内低压电器低端产能在逐步出清，公司今年通过推动渠道下沉将有效承接这一部分向上迁移的市场需求。与此同时，公司正大力拓展在电力、机械、通讯、工业、建筑工程和新能源六大行业的直销业务，预计直销收入将持续快速增长。

昆仑产品性能提升明显，推动公司定位上移。公司自 16 年推出的昆仑系列产品从产品外观到核心技术参数相比老品都有明显提升，由于产品较强的市场竞争力，销售收入保持快速增长，19 年昆仑产品的销售收入占比有望超过 50%。根据公司披露的数据计算，18 年配电电器的平均单价较 17 年增长约 11.5%，终端电器的平均单价较 17 年增长约 13.8%，我们认为，产品平均单价的上升反映出公

司整体定位的逐步上移。公司高端子品牌诺雅克 18 年实现营收 5.54 亿元，同比增长 16.25%，显示出诺雅克在高端市场的竞争力和品牌认可度亦在逐步提升。

图表57 正泰电器昆仑产品



资料来源: 正泰电器, 平安证券研究所

图表58 昆仑产品性能提升明显

核心参数	新品昆仑 NXA-1600A	老款 DW15-1600A
极限分断能力	80kA	40kA
运行分断能力	80kA	30kA
短时耐受电流	65kA(1 秒)	-
免维护机械寿命	10000 次	4500 次

资料来源: 正泰电器, 平安证券研究所

我们预测正泰电器 19/20/21 年的归母净利润分别为 44.8/52.7/61.0 亿元, EPS 分别为 2.08/2.45/2.83 元, 对应 7 月 26 日收盘价 PE 分别为 11.7/9.9/8.6; 目前公司市值约为 500 亿元, 有望在未来几年跻身至千亿市值。

六、 风险提示

- 1) 外资目前仍然在低压电器高端市场占据主要份额, 国产品牌在产品技术和品牌口碑上和外资相比仍有提高之处, 若国产品牌在产品技术与市场推广上不达预期, 则有可能无法在高端市场有效实现进口替代。
- 2) 低压电器行业增长与全社会用电量、人均 GDP 有较大正相关性, 若经济大幅下滑, 导致全社会用电量和人均 GDP 大幅下降, 会对低压电器行业整体产生较大影响。与此同时, 由于低压电器高端市场主要是项目型市场, 还受下游各行业固定资产投资的影响, 若主要行业的固定资产投资停滞, 也会对高端市场规模产生较大负面影响。
- 3) 来自地产行业的需求占低压电器行业总体需求的 1/3 以上, 由于低压电器与地产竣工的关联度更高, 而目前由于开工和竣工面积增速的剪刀差尚未收敛, 在今明两年内来自地产的需求将持续; 但是若国家对地产的调控力度超过预期, 长期看来自地产的需求将放缓, 预计将对低压电器行业产生不利影响。
- 4) 低压电器原材料成本占比较高, 若铜、钢、银等大宗商品价格大幅上升, 将导致生产成本明显上升, 对低压电器生产商的毛利率产生负面影响。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033