

证券研究报告

2021年03月07日

行业报告 | 行业专题研究

电气设备

良信股份：积微成著，高增可期

作者：

分析师 孙潇雅 SAC执业证书编号：S1110520080009



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

2020年良信在低压电器中高端市场的市占率约7%，看好公司未来5年份额有望提升至20%，主要通过：1）传统行业（如地产、工建、公商建）：低压电器大部分都在传统行业，其中中高端市场规模超400亿，而三大外资品牌市场份额超50%，具有较大国产替代空间。2）新兴行业（新能源、通信）：行业发展较快，且国内品牌与外资品牌处于统一起跑线，良信凭借快速的反应能力能快速切入市场。因此，本报告主要分析良信股份的国产替代之路。

原来，国产替代的障碍在哪？

传统行业注重品质，价格相对不敏感，倾向于选择有品牌力的产品。而外资品牌进入中国较早，具有先发优势和较强品牌力。其中，ABB集团1979年进入中国，施耐德在1987年进入。国内优秀的低压电器企业成立时间较晚，正泰电器1997年完成集团整合与股份制改造，良信电器成立于1999年。中国工业增加值1975-2000年的复合增速约15%，而2000-2020年的复合增速约10%，外资企业在工业增速较快的时期已经布局。

国产产品在早期与外资品质上有差距。从产品来看，可分为四个阶段。20世纪60-70年代：我国在模仿苏联的基础上，设计开发出第一代产品，存在产品尺寸大、新能指标不理想等问题。1978-1990、1990-2005年分别开发出第二、三代产品，虽然技术指标明显提高，体积缩小，但相较于海外产品仍落后10-15年。

现在，机遇在哪里？

2005年后，我国进入第四代低压电器产品，与海外品牌产品差异缩小，品质的问题得以解决。从技术水平提看，多项技术如用计算机辅助技术进行设计和分析、90年代后期在低压真空断路器关键技术实现突破等使开发速度加快、制造成本降低。从制造水平看，模具制造水平提升、引入自动检测线等，使整体制造水平有很大提高。

政策鼓励，国产替代可期。2019年发布“38号文”，引导政府采购国产品牌。在南方电网的招标中，可看出2019年后偏向采购国产品牌。

相比外资品牌，良信优势在哪？

优势1：国产品牌性价比显著，良信产品售价低于施耐德，但盈利能力高于施耐德。我们比较参数接近的小型断路器，良信价格低于施耐德18%。同时良信具有成本优势，2019年良信毛利率40.8%，高于施耐德毛利率39.5%。2019年良信净利率13.4%，高于施耐德净利率9.3%。施耐德在中国区的营收增速逐渐放缓，近几年增速与低压电器行业增速接近。2019年施耐德中国区营收39.1亿欧元，同比增长7%。

摘要

优势2：注重响应速度、服务能力。公司坚持优先为客户解决问题的原则，业内率先推出三年质保，并且4小时办事处到达现场，24小时工程师到达现场。

下游哪些行业有望加速国产替代？

对于新兴行业，海外企业不存在太强的先发优势。良信不断推出新产品，有望在产品迭代时期切入客户。在新兴领域中，良信在细分赛道成为技术引领者，如与华为共同研发的5G 1U断路器。专利是前瞻指标，2018年以来公司申请数量显著上升。从2020年申请的专利看，新应用场景为储能、智能家居、通信。

对于传统行业，公司不断积累案例证明“可靠性”，打开替代空间。到2019年公司给70+家医院、80+家学校、230+家综合商业体、120+个国内政府项目等。随着项目逐渐积累，公司产品的可靠性将得到验证，有助于获得更多项目，提高市占率。

为何当下是公司成长加速期？

公司的加速成长来自于前期能力的不断建立，在产品、客户、人员方面都需要长期积淀。1) 产品：良信早期选择微/小型断路器作为切入点，逐渐扩充产品品类，完善塑壳、框架等产品，形成方案解决能力并不断扩张产能。2) 客户：公司在建立初期就与优质的下游客户进行合作，如通信领域的华为，地产领域的万科，下游客户认可细分领域行业龙头的选择，因此能形成标杆效应，不断开拓新客户。3) 人员：公司通过管理变革提升效率，人均收入、利润均提升。2019年公司人均创利12.3万元，高于汇川、宏发等企业。近几年公司加速扩张，引进优秀人才。2020年8月，公司发布求贤令，核心岗位扩招200人，年薪30-100万。而2019年8月，公司全国招聘核心岗位50人，薪资20-60万元。

投资建议

良信对应的市场为中高端，预计到2025年市场规模819亿元，良信营收有望达到166.4亿元，在中高端市场占比20%。未来3-5年，我们认为公司多个行业有望复刻地产领域的优势，其中对于新兴行业（智能家居、智能电网）：下游变化快，良信成为技术引领者，新的产品周期带来超额利润。对于成熟行业（地产、工建、公商建）：产品迭代放缓，相同分断能力实现更低的成本，且在不断积累的案例中证明“可靠性”，实现进口替代。

我们预计2021、2022年公司归母净利润5.3、7.55亿元，对应PE 39、27x，维持“买入”评级。从中长期角度看，预计到2025年，公司营收166.4亿元，5年复合增速40.9%，归母净利润20.3亿元，5年复合增速41.5%。若给予2025年PE 25x，市值预计506亿元，考虑4.8%贴现率，对应2021年合理市值401亿元，仍有90%以上空间，年化超额收益率达到14%。

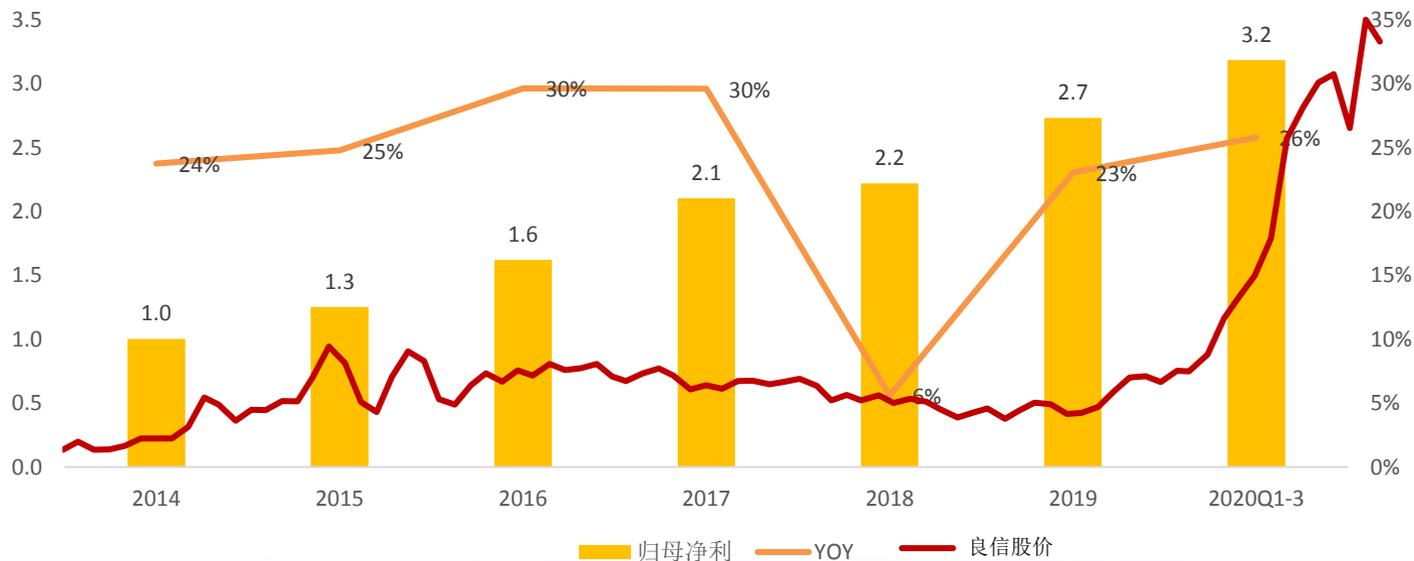
风险提示：行业竞争加剧、客户开拓不及预期、地产行业低迷、海盐基地建设不及预期。

引言

引言

- ❑ 复盘良信，2014-2017年股价主要由业绩驱动；2018年归母净利增速大幅下降，业绩与估值均回落；2019年-2020年，业绩均大幅提升，但估值在2019年几乎没有变化，显著提升在2020年。**从历史上看公司的估值一直较高，公司的高成长性能匹配较高的估值。**
- ✓ 2014-2017年：归母净利润复合增速在28%左右，PE稳定在30-50x。其中，2018年：归母净利润增速下降至6%，PE下降至18-27x。利润增速下降的主要原因系1) ODM合作大客户可能终止合作。2) 光伏531政策影响，新能源业务营收下降较多。2019-2020年：2019年归母净利润增速达到23%，但PE仍在17-26x；2020年Q1-3归母净利润增速达到26%，PE由年初26x提升至年末71x。
- ❑ 2019年是公司业绩**加速提升的拐点**，并在未来3-5年有望继续保持高增速。主要原因在于（分下游来讲）1) 传统行业（如地产、工建、公商建）：低压电器大部分都在传统行业，其中中高端市场规模超400亿，而三大外资品牌市场份额超50%，具有较大国产替代空间。2) 新兴行业（新能源、通信）：行业发展较快，国内品牌与外资品牌处于统一起跑线良信与下游优秀企业合作，引领产品周期获取超额利润。**本篇报告分析为何良信能国产替代？在新兴行业、传统行业中分别如何替代？以及为何公司能加速成长？**

图1：良信股份归母净利润（亿元）、增速（%）与股价



低压电器行业规模近900亿，良信成长的核心逻辑在于国产替代

□ 低压电器2018年市场规模841亿元，2009-2018年均复合增速7.5%。整体行业增速较低，我们认为良信未来3年的成长空间主要来自国产替代。

□ 分结构来看，低压电器以900亿总盘子看，高、中、低端占比分别为20%、30%、50%，良信深耕中高端市场，市场空间约450亿元。这一市场中，三大外资品牌占比超过50%市场份额，对应超225亿元。我们认为到2025年，良信有望替代部分外资的市场份额，在中高端市场的市占率达到20%。

图2：低压电器工业总产值（亿元）及增速（%）

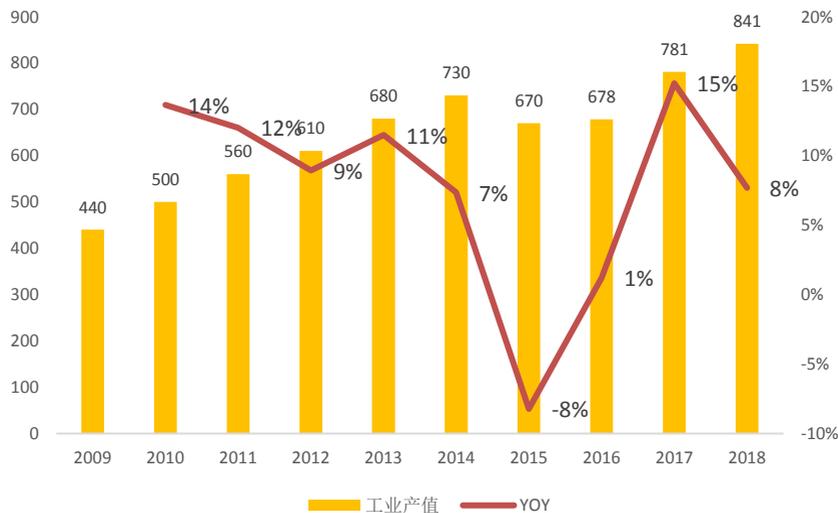
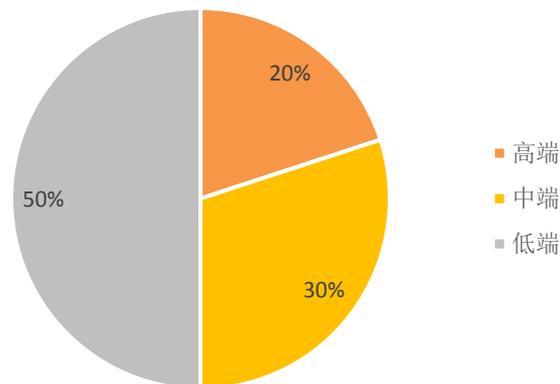


图3：低压电器高中低端需求占比（%）



原来，国产替代的障碍在哪里？

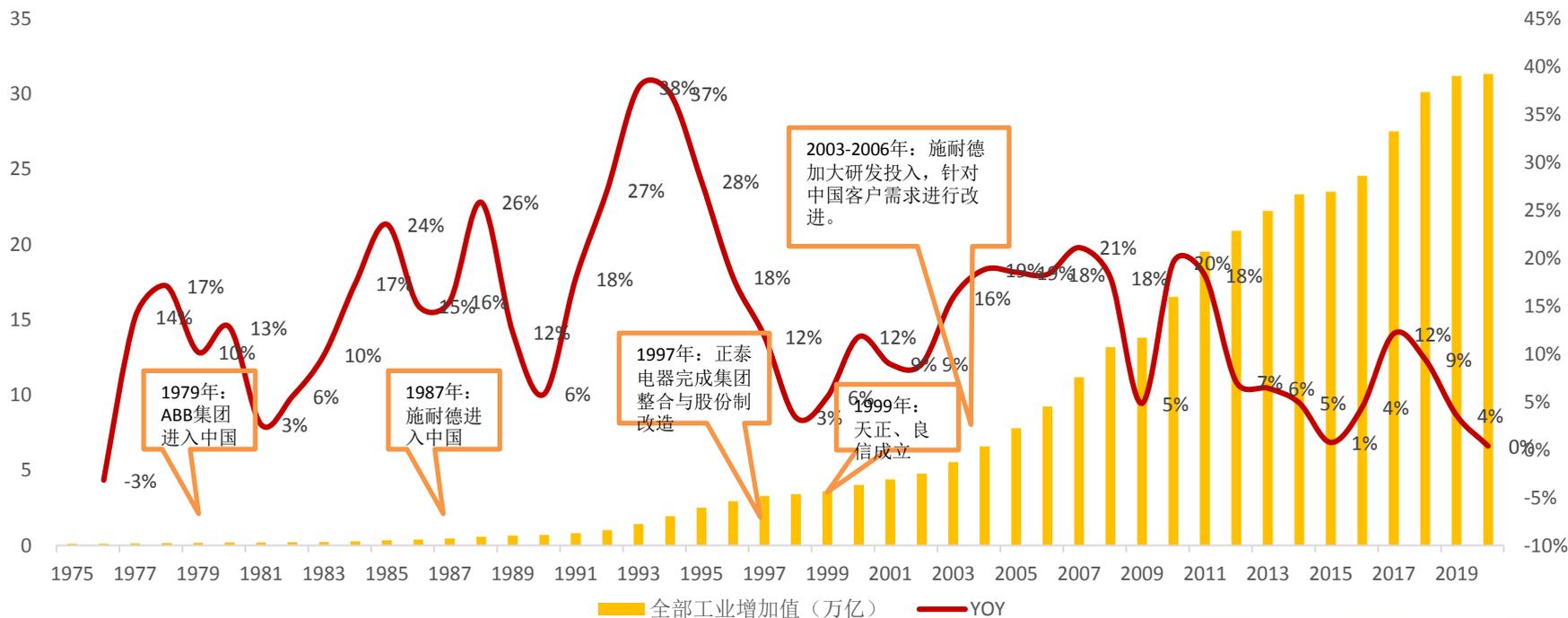
传统行业注重品质，但价格相对不敏感

- 传统行业包括地产、工建、公商建等，**低压电器对保护建筑物/产线安全至关重要，因此对品质要求高，在传统行业中对品牌可能存在绑定。**比如在汽车行业（属于工建），持续、稳定的生产至关重要。有数据表明，一旦汽车生产线启动，停工一分钟相当于损失一辆车，停产超过半小时相当于一次重大事故。汽车生产线分为冲压、焊装、涂装、总装，任何一个环节出问题会影响整条线运转。而在公商建某些场景下，如果异常断电，将带来非常严重的后果，如医院、国家体育馆、保密局等。
- **低压电器在建筑/产线中成本占比较低，因此客户对价格不敏感。**比如在建筑行业，2020年全国土地成交均价为6763元/平方米，而室内水电安装工程费用为40-110元/平方米，我们预计低压电器每平方米的费用约几十元。相较于拿地成本，低压电器成本占比很低。因此决策者对价格相对不敏感，倾向于选择可靠性高的品牌。

外资品牌进入中国较早，具有先发优势

- ❑ 外资品牌进入中国时间较早，享受国内工业发展红利。ABB集团1979年进入中国，施耐德1987年进入。在2003-2006年，施耐德加大研发投入，针对中国客户需求进行改进，产品向中国标准需求倾斜。
- ❑ 国内优秀的低压电器企业成立时间较晚，正泰电器1997年完成集团整合与股份制改造，天正电气、良信电器成立于1999年。国内企业抓住1998年的城乡电网改造和21世纪初电荒引发的电力大投资。
- ❑ 中国工业增加值1975-2000年的复合增速约15%，而2000-2020年的复合增速约10%，外资企业在中国工业增速较快的时期已经布局，具有先发优势。

图4：中国工业增加值（万亿）及增速（%）、主要工控企业成立/进入中国时间

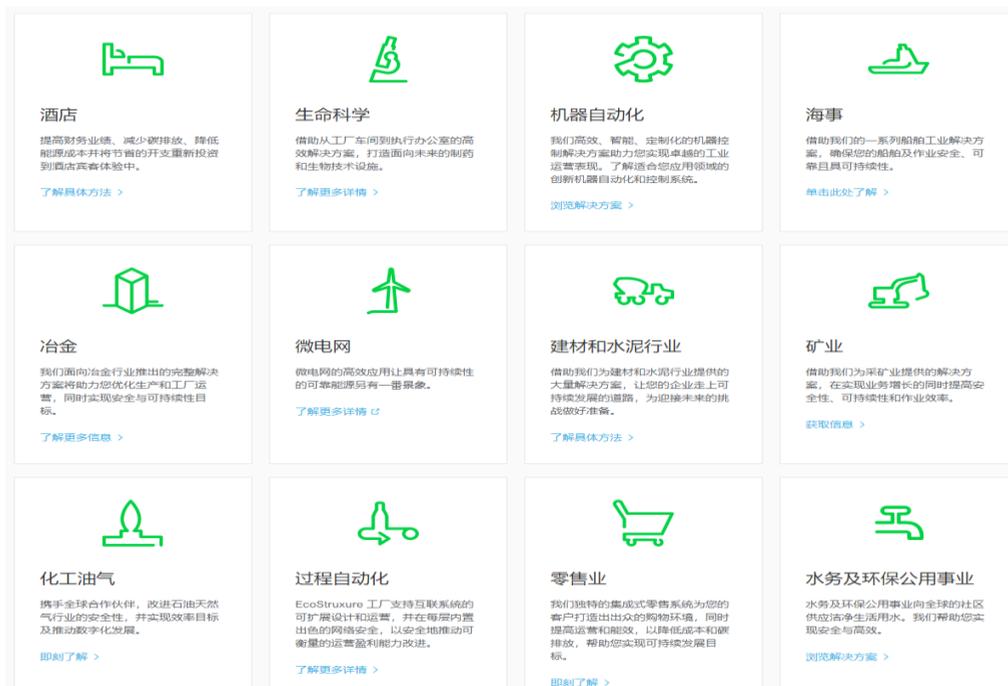


外资品牌方案成熟，且有较强的品牌力

□ 对传统行业，如冶金、化工油气、矿业及油气等，外资品牌有成熟的解决方案。施耐德在某些传统领域中占据较大份额，比如施耐德助力提炼世界上30%的原油，可实现全球60%液化天然气生产，全球80%的大型管道运营商信任施耐德电气。

□ 施耐德诞生于第一次工业革命期间，有超过180年的历史，伴随西方工业成长。施耐德产品覆盖全面，且有较强的品牌力。

图5：施耐德分行业解决方案



低压电器第一代到第三代产品中，国产产品在品质上跟外资品牌有差距

- 1978-1990年为我国低压电器发展阶段。温州低压电器企业产生于20世纪80年代初，真正形成规模在1992年以后。
- 从产品来看，可分为四个阶段。20世纪60-70年代：我国在模仿苏联的基础上，设计开发出第一代产品，存在产品尺寸大、新能指标不理想等问题。1978-1990、1990-2005年分别开发出第二、三代产品，虽然技术指标明显提高，体积缩小，但相较于海外产品仍落后10-15年。

表1：中国低压电器产品发展历程

	所处阶段	与国外技术比较	产品特点
20世纪60年代-70年代	第一代产品：低压电器产业形成阶段。	我国在模仿前苏联的基础上，设计开发出第一代统一设计的低压电器产品。	产品结构尺寸大，材料消耗多，性能指标不理想，品种规格不齐全。
1978-1990年	第二代产品：更新换代和引进国外先进技术。	低压电器水平提高到国外1980年左右的水平。	技术指标明显提高，保护特性较完善，体积缩小，结构上适应成套装置要求。
1990-2005年	第三代产品：跟踪国外新技术新产品自行开发智能化产品。	技术性能接近国外1990年左右水平。	性能优良、工作可靠、体积小、电子化、智能化、组合化等。
2005年-	第四代产品：低压电器开发时间缩短。研发模式转变，由过去研究所牵头联合设计新产品转为企业自主研发差异化新产品。	即将比肩国际先进水平。	深化智能特性，还具有高性能、高可靠、绿色环保等特点。

现在，机遇在哪里？

国产品牌技术、制造水平均提升，与海外企业差距缩小

- 2005年后，我国进入第四代低压电器产品，与海外品牌产品差异缩小。低压电器开发时间缩短，由过去研究所牵头联合设计新产品转为企业自主化研发差异化产品。
- 技术水平提升，推动产品进步。低压电器技术水平不断发展，如用计算机辅助技术进行设计和分析，加快开发速度；90年代后期，我国在低压真空断路器关键技术实现突破，提高短时耐电流水平，降低制造成本，使低压真空断路器进入实用阶段。
- 从制造水平看，模具制造水平提升、引入自动检测线、加工设备水平提高等使低压电器整体制造水平有很大提高。
- 低压电器技术仍在不断进步，但很多场合并不需要太高性能及太多功能的产品，因此国产产品有望逐步替代中高端的外资品牌。

表2：低压电器更新换代新技术

技术	作用
计算机辅助技术	20世纪90年代中开始，我国低压电器开发逐步采用计算机辅助设计、制造和分析，开发速度加快。
现场总线技术	实现低压电器可通信与网络化。
真空技术	90年代后期，低压真空断路器关键技术实现突破，提高短时耐电流水平，降低制造成本，使低压真空断路器进入实用阶段。
可靠性技术	“八五”期间（1991-1995），开展熔断器可靠性研究与应用；“九五”期间（1996-2000），开展了微型断路器、漏电断路器、万能式断路器与塑料外壳式断路器的可靠性研究与应用。
小型化技术	将不同功能的模块按不同的需求组合成模块化的组合电器。
环保技术	触头与灭弧系统分断电弧时不产生有害气体；选用无污染、可回收材料；降低机械干扰、电磁干扰等。

政策鼓励，国产替代可期

- **出于“免责”因素，外资品牌占据政府采购市场。**长期以来，外资品牌占据政府采购市场，原因或为采购人员考虑“免责”因素，认为外资品牌知名度高。2019年财政部发布《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》，即“38号文”，对政府采购领域妨碍公平竞争的规定等做出了具体规定和要求，于2019年9月1日正式实施。
- **国内优秀品牌崛起，政策完善加速国产替代。**随着国内优秀品牌崛起，认为外资品牌更能放心使用的偏见在改变。一方面，国内低压电器的技术水平与外资品牌的差异逐渐缩小，以性价比更高的优势替代外资品牌。另一方面，政府采购政策不断完善，自主品牌有了新的进入机会，有望加速国产品牌在政府采购项目的替代。

在南方电网的招标中，可看出2019年后偏向采购国产品牌

- 从广东电网2018-2019年低压空气开关中标结果看，中标7个企业，其中梅兰日兰电器排第二，占标的物总额比例20%，而从2020-2022年中标情况看，中标企业数量减少，并且梅兰日兰电器未出现在中标名单中。梅兰日兰是法国施耐德电器下属的配电品牌之一，我们认为2020-2022年未中标原因或为政策引导使用国产品牌。
- 良信招标份额提升，预计在电力行业提升市占率。从广东电网2016年以来低压电器中标情况看，良信从2018年开始出现在中标名单中，并且份额有提升趋势。在广东电网2018-2019年招标中，良信中标低压空气开关标5，占标的物总额比例11%。而在2020-2022年招标中，良信中标低压空气开关标3，占标的物总额比例提升至20%。

表3：广东电网2018-2019年低压空气开关框架招标中标结果

标包	中标人	投标报价（万元）	标包占标的物总额比例
低压空气开关标1	正泰电器	1.328	25%
低压空气开关标2	梅兰日兰电器	1.312	20%
低压空气开关标3	南京飞腾电子	1.240	17%
低压空气开关标4	江苏大全凯帆	1.282	13%
低压空气开关标5	良信电器	1.490	11%
低压空气开关标6	上海精益电器	1.186	8%
低压空气开关标7	环宇集团浙江高科	1.356	6%

表4：广东电网2020-2022年低压空气开关框架招标中标结果

标包	中标人	投标报价（万元）	标包占标的物总额比例
低压空气开关标1	正泰电器	1.092	30%
低压空气开关标2	南京飞腾电子	1.088	25%
低压空气开关标3	良信电器	1.076	20%
低压空气开关标4	天正电气	1.084	15%
低压空气开关标5	环宇集团浙江高科	1.109	10%

相比外资品牌，良信优势在哪？

优势1：国产品牌性价比显著，良信产品售价低于施耐德，但盈利能力高于施耐德

- 我们比较参数接近的小型断路器、塑壳断路器产品，从零售端看，国产品牌具有价格优势。
- ✓ 小型断路器：我们选取壳架电流63A，极数1P，短路分断能力6KA，额定电流10A的小型断路器进行比较，施耐德、良信、正泰售价分别为28.79、23.48、22.29元，良信价格比施耐德价格低18.4%。
- ✓ 塑壳断路器：我们选取壳架电流63A，极数3极，极限短路分断能力约在50KA左右，额定电流为25A的产品进行比较，施耐德、良信、正泰售价分别为591、370、185元，良信价格比施耐德低37%。

表5：小型断路器产品比较

品牌	型号	壳架电流	极数	短路分断能力	机械寿命（次）	额定电流	价格（元）
施耐德	EA9AN/H	63A	1P	6KA	20000	10A	28.79
良信	NDB1	63A	1P	6KA	20000	10A	23.48
正泰电器	NB1-63	63A	1P	6KA	20000	10A	22.29

表6：塑壳断路器产品比较

品牌	型号	壳架电流	极数	极限短路分断能力	额定电流	价格（元）
施耐德	EZS系列	63A	3极	50KA	25A	591
良信	NDM3	63A	3极	55KA	25A	370
正泰电器	NM1系列	63A	3极	50KA	25A	185

优势1：国产品牌性价比显著，良信产品售价低于施耐德，但盈利能力高于施耐德

从售价端看，施耐德售价高于良信，但毛利率、净利率均低于良信，说明良信具有价格、成本优势。

从营收结构看，施耐德主要有四块业务：中压电器、低压电器、安全电源、工业自动化。2018年施耐德低压电器营收115.72亿欧元，占比45%。由于工控产品毛利率高于低压电器（汇川变频器、运动控制产品毛利率45%+，良信低压电器毛利率40%左右），我们预计2019年施耐德低压电器产品毛利率低于39.5%，并且低于良信40.8%。

从净利率看，良信净利率远高于施耐德。2019年良信净利率13.4%，施耐德9.3%，高于施耐德净利率4.1Pct。

图6：良信、施耐德、汇川（变频器、运动控制）毛利率（%）

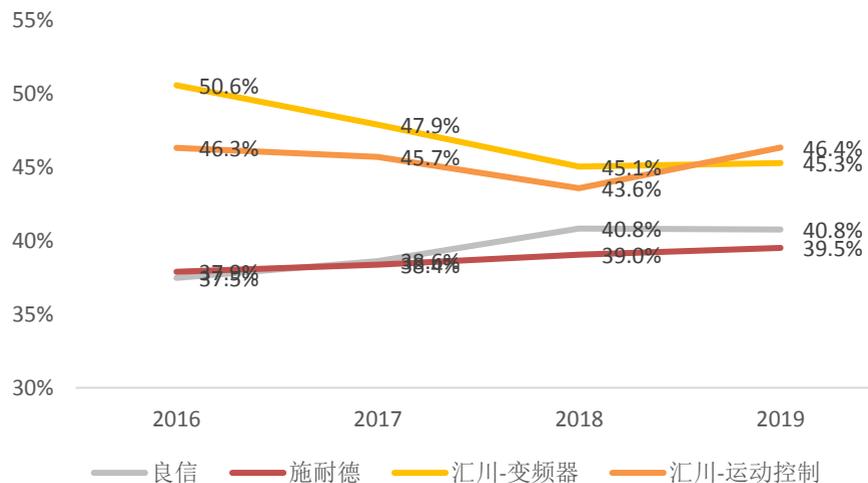


图7：2018年施耐德营收结构（亿欧元，%）

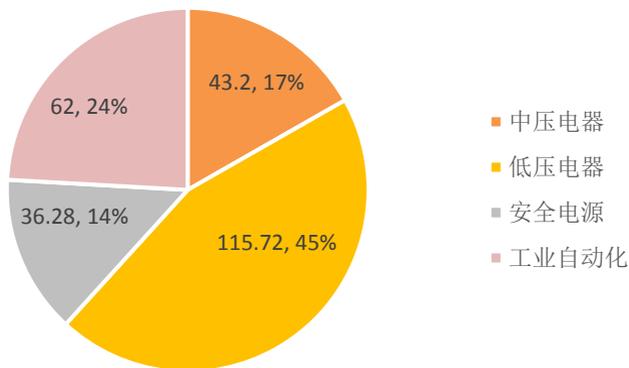
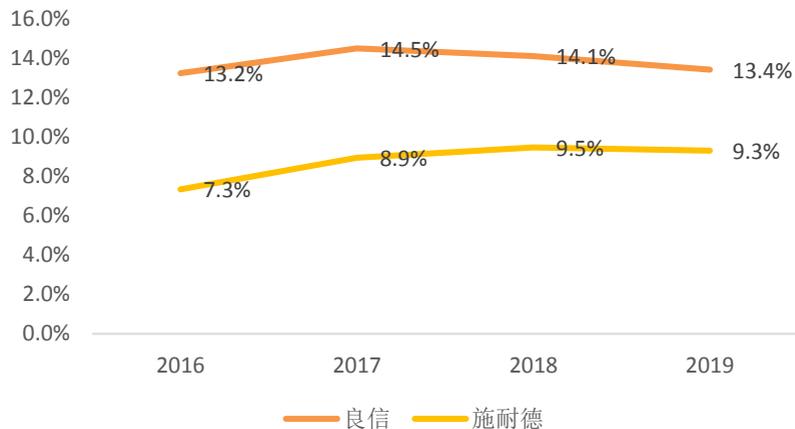


图8：良信、施耐德净利率对比（%）



优势1：国产品牌性价比显著，良信产品售价低于施耐德，但盈利能力高于施耐德

- 施耐德全球化布局，2019年西欧、北美、亚洲地区营收分别为71.3、78.7、78.1亿欧元，营收占比分别为26%、29%、29%。其中中国营收39.1亿欧元，营收占比14%。
- 施耐德在中国区的营收增速逐渐放缓，近几年增速与低压电器行业增速接近。中国区营收包括低压电器、中压电器、安全电源、工控产品等，2017-2019年营收分别为32.6、36.7、39.1亿元，同比增长7%、13%、7%。

图9：2019年分地区营收结构（亿欧元，%）

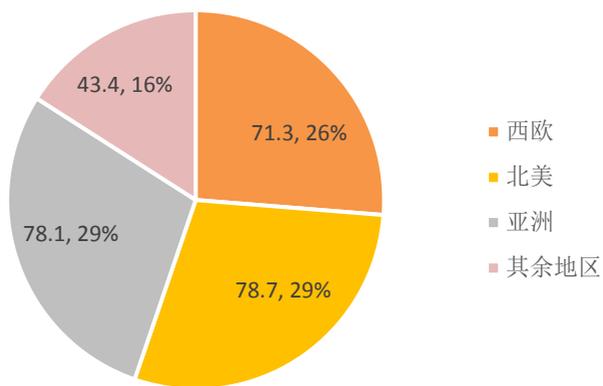
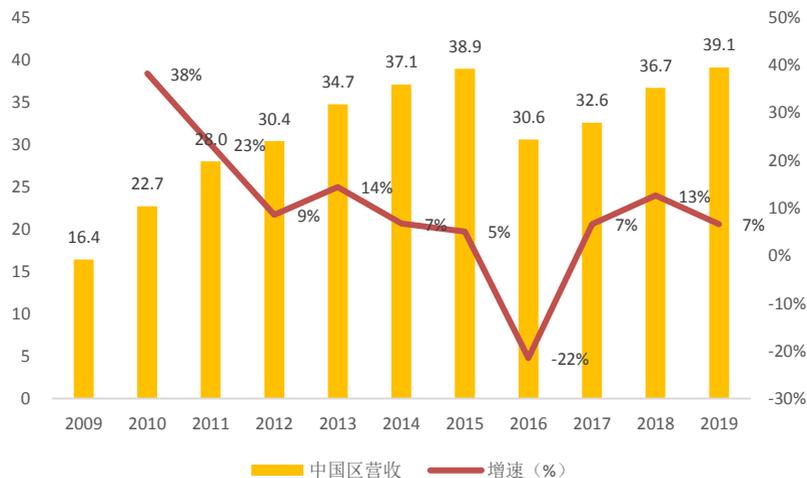


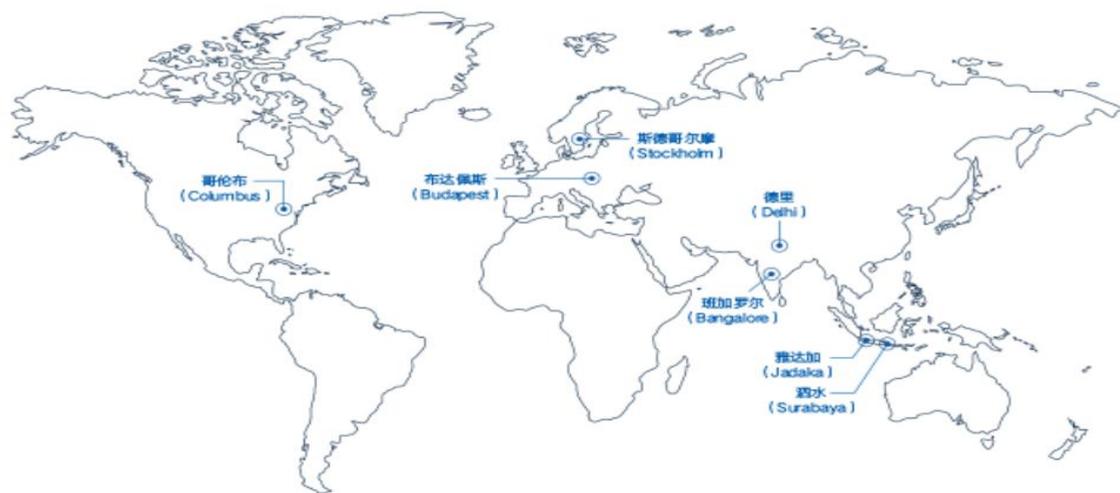
图10：施耐德中国区营收（亿欧元）及增速（%）



优势2：良信注重响应速度、服务能力

- 良信在业内首推三年质保，重视售后服务。公司在全国有55个办事处、海外7个办事处、6个产品线团队，500人提供端到端服务。公司**坚持优先为客户解决问题的原则**，**业内首先推出三年质保**，并且4小时办事处到达现场，24小时工程师到达现场。
- 疫情之下，良信快速响应，捐赠低压电器产品。从疫情开始，良信全力投入支援武汉雷神山医院、贵阳“小汤山”医院等，捐赠低压电器产品，为医院提供配电保障。西安“小汤山”医院建设启动后，低压电器产品告急，良信办事处、仓储、物流多方联动配合，连夜沟通更换电气设计图纸，安排专车从上海出发，5小时内将捐赠的低压电器产品送达项目指定厂家。

图11：良信全球办事处分布



坚持优先为客户解决问题原则
 **4小时** 办事处到达现场
24小时 工程师到达现场

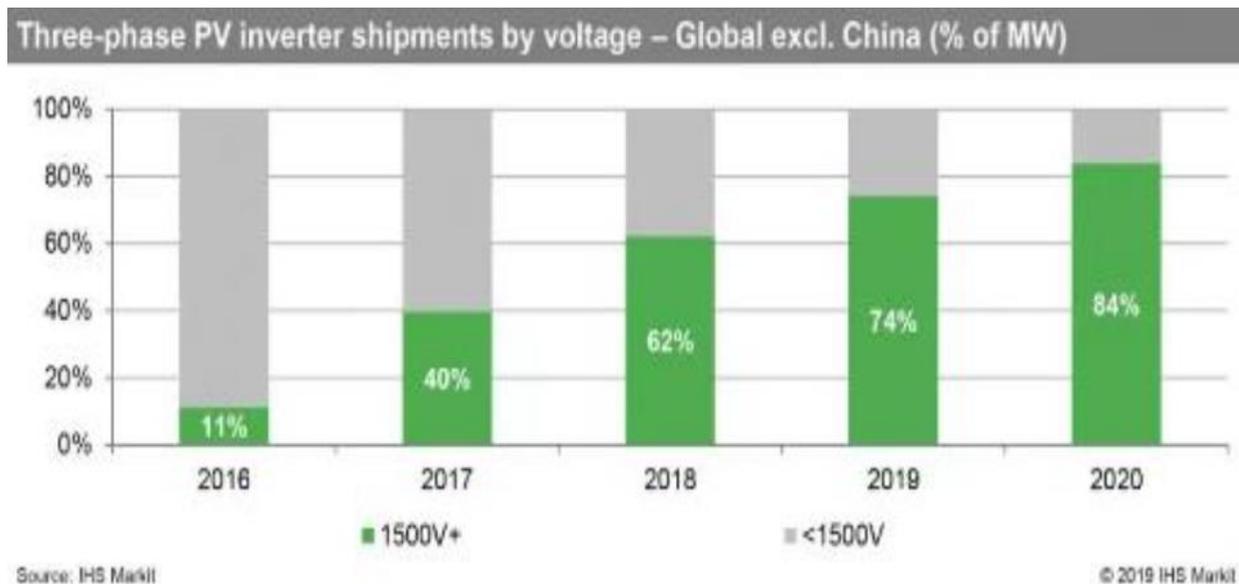
 业内首家提出 **3年质保**
技术热线 **400-99-02706**

下游哪些行业有望加速国产替代?

对于新兴行业，海外企业与国内企业处于同一起跑线

- 对于新兴行业，国内企业与海外企业处于同一起跑线，海外传统低压电器企业不具有先发优势。此外，新兴行业存在技术迭代，产品更新给新进入者切入机会。
- 以光伏为例，高电压场景、高分断能力为行业痛点，且电压有提升的趋势，断路器需配合电压等级。
- 1500V电压成为光伏电站趋势，相较于传统1000V系统，1500V系统具有更高的电压等级，更长的组串长度，可大幅减少设备、线缆及施工成本。发电量提升同时，系统BOS成本每瓦降低至少5分。2018年除中国以外全球光伏市场上，1500V三相逆变器比例达到62%，并有望继续提升份额。
- 阳光电源在2015年率先推出1500V光伏解决方案，2017年率先推出1500V储能产品。良信与阳光电源、华为等行业巨头合作，研发最新技术方案，满足对开关器件的前瞻性需求。

图12：全球除中国以外地区三相逆变器出货比例（%）



专利是前瞻指标，2018年以来公司申请数量显著上升

- 良信历年来专利申请数量不断上升，2018年以来增长加快。2018、2019年申请专利分别为237、248个，同比增长114%、5%。
- 专利储备领先于新产品，公司为扩品类，开拓新领域做储备（具体储备下页PPT讲）。从目前公司的下游分布看，地产占比超过40%，随着公司在新领域推出产品，地产占公司营收比例有望下降。

图13：良信申请专利与累计授权专利数量（个）

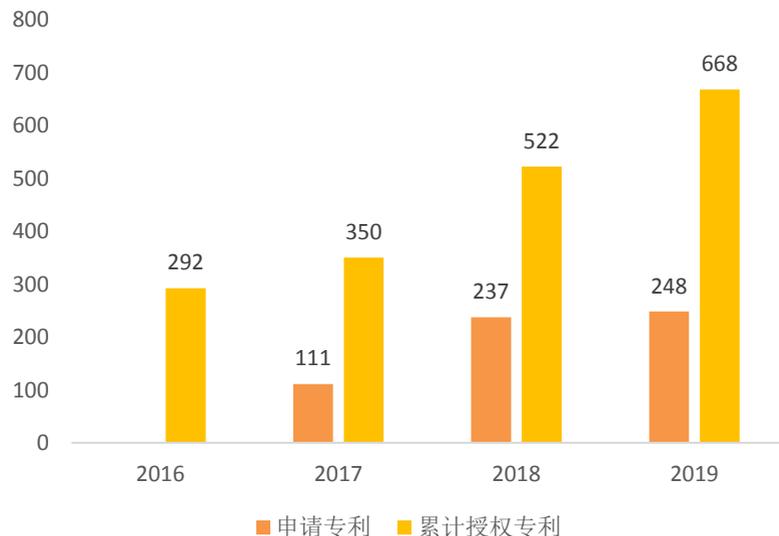
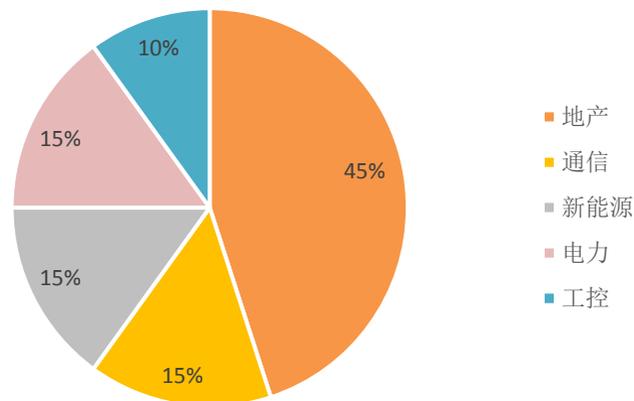


图14：2017年公司下游客户分行业营收占比



从2020年申请的专利看，新应用场景为储能、智能家居、通信

- 根据Espacenet，良信在2020年共发布专利251项，针对于新应用场景，储能、智能家居、通信有较多布局。1) 储能：布局断路器、旋转开关、储能状态监测模块等；2) 智能家居：可扩展式智能家居功能转换模块、模块旋转自锁、功能转换模块弹出等；3) 通信：通信适配器、智能辅助控制装置、通信功能的同步检测方法和同步检测装置等。
- 公司有望在储能、智能家居、通信三个新领域开拓品类，提升市占率。

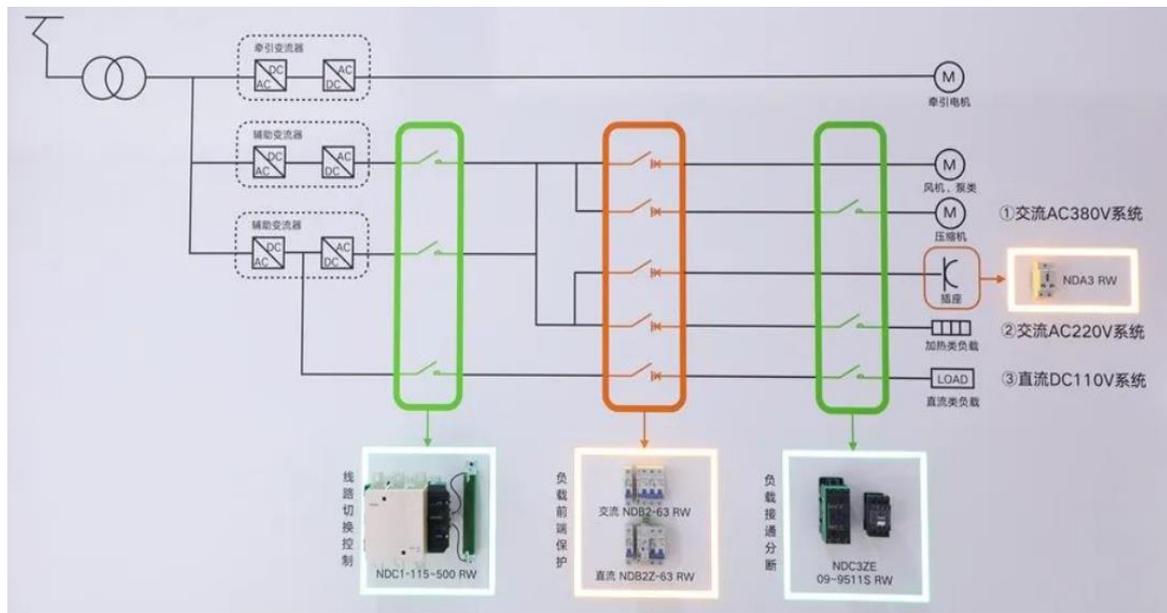
表7：良信2020年部分专利

	名称	专利编号	发布时间
储能	一种断路器储能机构	CN112151324A	2020-12-29
	一种电气开关的储能辅助机构	CN112151286A	2020-12-29
	一种储能状态监测结构及旋转开关	CN111863496A	2020-10-30
	Energy storage assembly and circuit breaking device	CN211376446U	2020-08-28
	Energy storage mechanism of circuit breaker	CN210778296U	2020-06-16
	An operating mechanism energy storage spring assembly	CN210575587U	2020-05-19
	State monitoring module of energy storage system	CN111090041A	2020-05-01
	Energy storage auxiliary mechanism of electrical switch	CN210110560U	2020-02-21
智能家居	Circuit breaker energy storage mechanism	CN210110675U	2020-02-21
	可扩展式智能家居系统功能转换模块	CN112152029A	2020-12-29
	可扩展式智能家居系统	CN112153834A	2020-12-29
	Extensible socket for extensible smart home system	CN211351202U	2020-08-25
	Smart home system control implementation mode	CN111429897A	2020-07-17
	Automatic networking equipment for smart home system	CN210867739U	2020-06-26
	Extensible smart home system	CN210537092U	2020-05-15
	Equipment for automatic networking of smart home system and networking method	CN111092760A	2020-05-01
	Smart home equipment set and shipment mode	CN111047380A	2020-04-21
	Control method of multi-protocol and multi-function smart home central control equipment	CN111049967A	2020-04-21
	Automatic networking method and system for smart home equipment	CN111049708A	2020-04-21
	Ejection mechanism for function conversion module of extensible smart home system	CN210142777U	2020-03-13
	Extensible function module rotary self-locking mechanism for smart home system	CN210142765U	2020-03-13
	Smart home socket	CN210142783U	2020-03-13
通信	Communication adapter and communication system	CN211150894U	2020-07-31
	Communication-based intelligent accessory control device for circuit breaker and implementation method thereof	CN111342551A	2020-06-26
	Circuit breaker, circuit breaker system and circuit breaker communication method and device	CN111211811A	2020-05-29
	COMMUNICATION FUNCTION-BASED SYNCHRONIZATION DETECTION METHOD AND DEVICE FOR CIRCUIT BREAKER	W02020093762A1	2020-05-14
	Synchronous detection method and synchronization detection device based on communication function and used for circuit breaker	CN111146813A	2020-05-12

引领产品周期，带来超额利润

- 我们认为良信有为下游龙头企业解决行业痛点的能力，能够研发最新技术方案，引领产品周期。
- 良信与华为合作，率先推出1U断路器。良信研发的1U断路器除应用于5G通信基站外，也应用于轨道交通末端配电。轨道交通配电规模不断扩大，为配合高密度、大容量配电网，**轨道末端使用1U断路器可提升配电密度**，进一步提高其配电箱空间利用率。

图15：良信轨道车辆配电解决方案



对于传统行业，不断积累案例证明“可靠性”，打开替代空间

- 良信逐步累积自己的“案例”，通过证明自身的“可靠性”代替其它品牌。公司在公商建领域提供产品和配电解决方案。到2019年公司给70+家医院、80+家学校、230+家综合商业体、120+个国内政府项目等。随着项目逐渐积累，公司产品的可靠性将得到验证，有助于获得更多项目，提高市占率。
- 在新兴领域积累的案例或能帮助良信在传统领域打开替代空间。良信在新兴领域多个解决方案在外部环境极为严苛的条件下，如5G设备在珠峰上需保持稳定运行。除5G断路器外，良信为中兴通讯定制NDM1A-63系列微型断路器，帮助中兴通讯提升珠峰网络信号覆盖，保障珠峰基站不间断运行。

图16：良信电器5G专用断路器



图17：良信为中兴通讯定制NDM1A-63系列微断

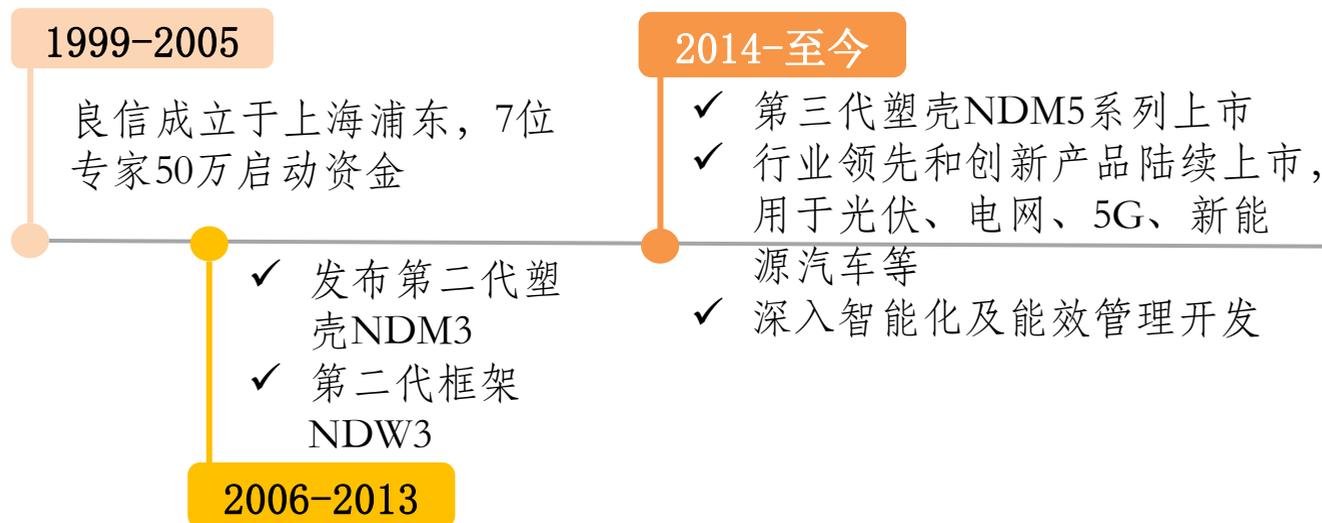


为何当下是公司成长加速期？

产品：品类扩充+产品升级，形成方案解决能力并扩充产能

- 良信成立于1999年，早期选择微/小型断路器（MCB）。90年代很多大公司不重视MCB中高端市场，给了良信切入的机会。
- 2006-2013年：良信发布第二代塑壳NDM3、第二代框架NDW3。
- 2014年-至今：第三代塑壳NDM5系列上市，用于新应用场景的创新产品陆续上市，包括用于光伏、电网、5G、新能源汽车等的产品。
- 从最早的小型断路器，到塑壳、框架，良信的产品品类不断完善，良信逐渐形成方案解决能力，并且不断建立产能。公司2019年开工建设海盐智能生产基地，预计年产能40-50亿元，有望在今年投产。

图18：良信产品线不断完善



客户：绑定优质客户，标杆效应提升扩张速度

- ❑ 公司在建立初期就与优质的下游客户进行合作，而下游客户认可细分领域行业龙头的选择，因此公司能不断开拓新客户。
- ✓ 1999-2005年：建立初期与通信领域的华为、维谛、中兴，并且与电梯行业龙头三菱电梯签署合作协议。
- ✓ 2006-2013年，公司与地产领域优质企业万科、万达战略合作，并全面进入国家电网设备，与南自、南瑞开展合作。
- ✓ 2014年-至今：获得国家重点产业振兴及技术改造项目：康桥智能产业园；入驻线上销售平台拓展C端客户。
- ❑ 公司的客户集中的在不断下降，前五大客户集中度从2015年21.8%下降至2019年16.8%，表明客户数量在不断增加。

图19：良信客户开拓时间轴



人员：通过管理变革提升效率，人均收入、利润提升

- 公司通过引入外部咨询提高组织效率，除2018年，人均创收、创利均保持正增长。2019年公司人均创收91.5万元，同比增长15%；人均创利12.3万元，同比增长9%。与其它工控企业相比，良信人均利润处于较高水平，2019年人均利润高于汇川、宏发、麦格米特等。
- 除2018年，2013年以来公司保持人均创收、创利不断提升。今年1月，公司开展IPD 2.0变革，目标为不断优化产品管理体系，增强产品竞争力。从战略到执行、薪酬绩效、干部管理，良信不断激发组织活力，团队积极性。

图20：良信股份人均创利（万元）与增速（%）

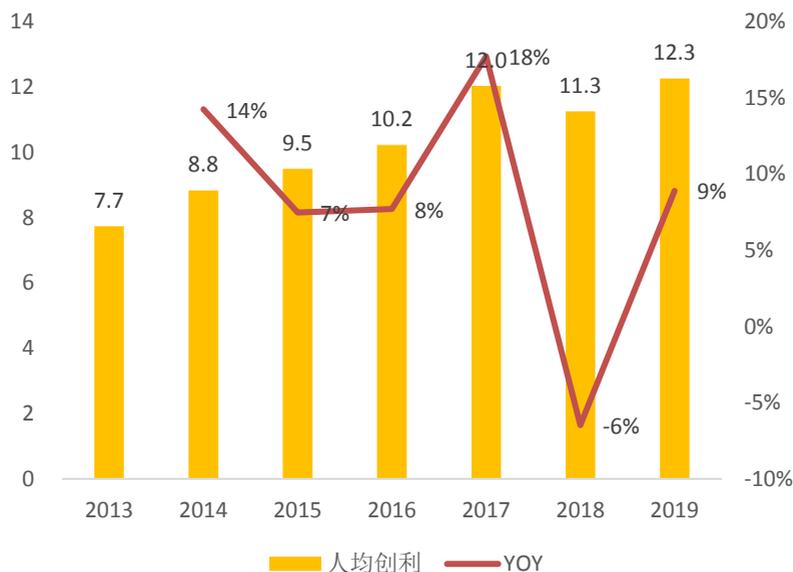


表8：工控企业人均创利比较（万元）

人均利润:万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
汇川技术	22.59	22.13	20.61	16.02	15.02	8.49
宏发股份	3.15	4.01	4.54	4.98	5.18	5.36
麦格米特	3.46	3.29	5.18	4.96	7.54	11.74
鸣志电器	4.75	4.58	6.79	6.57	5.56	5.90
信捷电气	15.16	15.14	16.03	17.34	15.32	15.98
正泰电器	10.04	10.21	12.07	14.19	17.68	14.96
良信电器		9.49	10.22	12.03	11.25	12.25

人员：加速扩张引进优秀人才，薪资水平大幅提升

- 低压电器产品品类众多，且下游行业及客户分散。产品研发、行业开发、方案解决、产品销售都离不开人。
- 2019年，公司员工总人数2229人，同比增长13%，相比2018年增加256人。2020年8月，公司发布求贤令，核心岗位扩招200人，年薪30-100万，招聘岗位包括大客户开发总监、解决方案经理、战略房企销售经理等。相较于2019年，公司招聘人数和薪资力度大幅增加。2019年8月，公司全国招聘50人，薪资20-60万元。
- 从员工平均薪酬看，2019年良信人均薪酬21.17万元，在工控企业中处于较高水平，高于汇川、宏发等企业。

图21：良信核心岗位扩招200人

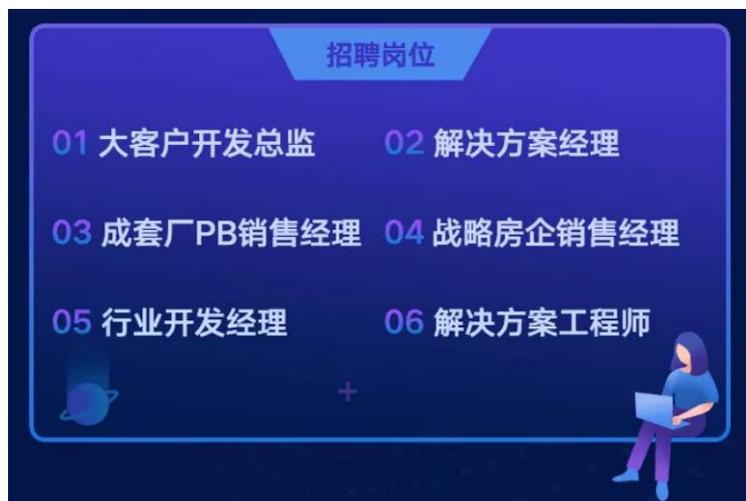


图22：工控企业人均薪酬对比（万元）

人均薪酬：万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
汇川技术	13.48	13.58	14.69	14.40	16.04	14.06
宏发股份	6.88	8.65	8.89	9.79	11.33	11.90
麦格米特			9.54	11.37	13.40	14.65
鸣志电器		14.01	16.75	17.04	17.51	19.68
信捷电气			7.96	10.07	8.76	10.86
正泰电器	8.06	8.11	11.33	13.32	17.05	13.64
良信电器	16.68	17.60	17.47	18.74	18.33	21.17

投资建议

良信对应的市场为中高端，预计到2025年市场规模819亿元，良信营收有望达到166.4亿元，在中高端市场占比20%

我们在《良信股份：良玉不琢，信以为本》报告中测算，2025年低压电器行业空间1639亿元，其中中高端行业空间819亿元。预计到2025年，公司营收166.4亿元，5年复合增速40.9%，归母净利润20.3亿元，5年复合增速41.5%。

预计2025年良信在中高端市场的市占率为20%，仍有较大提升空间。

表9：良信股份营收拆分（亿元）

		单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2025E
地产+智能家居	营收	亿元	6.5	8.5	11.1	13.5	20.5	24.5	48.4
	YOY/5年CAGR			29.5%	30.6%	22.2%	51.9%	19.5%	29%
通信	营收	亿元	2.2	1.8	2.5	5.0	7.0	8.5	14
	YOY/5年CAGR			-16.2%	37.0%	100.0%	40.0%	21.4%	24%
新能源	营收	亿元	2.2	1.5	2.2	4.5	6.0	7.5	13
	YOY/5年CAGR			-33.4%	48.3%	109.3%	33.3%	25.0%	24%
电力	营收	亿元	2.2	2.0	1.9	2.2	3.0	6.0	24
	YOY/5年CAGR			-10.5%	-5.1%	18.9%	36.4%	100.0%	61%
工建	营收	亿元		0.4	0.7	1.5	3.0	6.0	23
	YOY/5年CAGR				49.0%	130.8%	100.0%	100.0%	72%
公商建	营收	亿元		0.7	1.0	1.5	3.0	6.0	23
	YOY/5年CAGR				47.0%	50.0%	100.0%	100.0%	72%
工控	营收	亿元	1.5	1.0	0.8	0.9	1.1	1.5	4.2
	YOY/5年CAGR			-31.1%	-18.0%	14.6%	17.0%	40.0%	35%
新能源汽车、充电桩	营收	亿元			0.43	0.6	1	2	4
	YOY/5年CAGR					39.5%	66.7%	100.0%	46%
其它	营收	亿元		-0.1	-0.1	0.2	-0.1	2.4	7.4
	YOY/5年CAGR								
合计	营收	亿元	14.5	15.7	20.4	30.0	44.5	64.5	166.4
	YOY/5年CAGR			8.4%	29.5%	47.0%	48.6%	44.8%	40.9%
	毛利率	%	38.6%	40.8%	40.8%	41.6%	41.2%	40.6%	40.8%
	净利润	亿元	2.1	2.2	2.7	3.6	5.3	7.7	20.3
	YOY/5年CAGR			6%	23%	31%	48%	47%	41.5%
	净利率	%	14.5%	14.1%	13.4%	11.9%	11.9%	12.0%	12.2%

推荐良信股份：预计2021、2022年公司归母净利润5.3、7.55亿元，对应PE 39、27x，维持“买入”评级。

- 未来3-5年，我们认为公司主要增长来自地产+智能家居、电力（包括智能电网）、工建、公商建。
- 公司在新兴行业、传统行业有不同的成长路径。对于新兴行业（智能家居、智能电网）：下游变化快，良信成为技术引领者，新的产品周期带来超额利润。对于成熟行业（地产、工建、公商建）：产品迭代放缓，相同分断能力实现更低的成本，实现进口替代。
- 我们认为2019年是公司业绩加速提升的拐点，并在未来3-5年有望继续保持高增，国产替代进程加速。原因为低压电器与用电安全有关，可靠性是选择产品的重要标准，产品力与售后服务是企业的核心竞争力。良信已创立超过20年，从创立初期确立定制化，面对行业大客户的路线。不断积累的可靠案例是公司的护城河，与优秀企业长期合作也证明了公司的产品质量、服务能力。
- 我们预计2021、2022年公司归母净利润5.3、7.55亿元，对应PE 39、27x，维持“买入”评级。

2025年市值预计506亿元，考虑贴现对应2021年市值401亿元，仍有90%以上空间

- 预计2025年，公司归母净利润20.25亿元。考虑到2025年，公司在中高端市场市占率20%，仍有提升空间，给予2025年PE 25x，对应2025年市值506亿元。
- 考虑4.8%贴现率，对应2021年合理市值401亿元，仍有90%以上空间，年化超额收益率达到14%。

表10：良信股份中期市值测算（亿元）

	单位	2020年E	2025年E
总收入	亿元	30.0	166.4
地产+智能家居	亿元	13.5	48.4
通信	亿元	5.0	13.0
新能源	亿元	4.5	13.0
电力	亿元	2.2	20.3
工建	亿元	1.5	22.5
工商建	亿元	1.5	22.5
工控	亿元	0.9	4.2
新能源汽车、充电桩	亿元	0.5	10.0
其它	亿元	0.3	12.6
低压电器市场空间	亿元	1018	1639
年增长率	%	10%	
市占率	%	2.9%	10.1%
归母净利润	亿元	3.6	20.25
归母净利润率	%	12.0%	12.2%
估值水平		25	
远期市值	亿元	506	
当前市值	亿元	205	
上涨空间		146%	
无风险收益率		4.8%	
贴现后2025市值	亿元	401	
上涨空间		95%	
年化超额收益率		14%	

风险提示

- 行业竞争加剧：良信产品在价格上具有竞争力，若竞争对手大幅降价，可能影响公司市占率提升。
- 客户开拓不及预期：若新客户开拓不顺利，可能影响良信营收及利润。
- 地产行业低迷：地产占良信业务比例较高，超过 40%。若地产整体行业低迷，影响到公司大客户，营收可能不及预期。
- 海盐基地建设不及预期：若海盐基地投产时间延后，公司可能面临产能瓶颈，影响良信收入。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS