

良信股份 (002706)

从施耐德毛利率变动看良信中长期盈利能力的提升

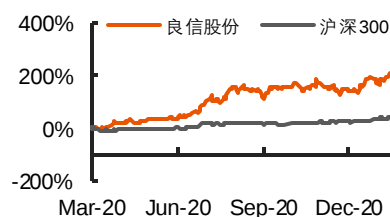
推荐 (维持)

现价: 25.06 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.sh-liangxin.com
大股东/持股	任思龙/10.40%
实际控制人	任思龙、樊剑军、陈平、丁发晖
总股本(百万股)	785
流通 A 股(百万股)	603
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	196.66
流通 A 股市值(亿元)	151.10
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	32

行情走势图



相关研究报告

《良信股份*002706*发力工建等项目型市场,未来百亿营收可期》 2021-01-26

证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 zhudong615@pingan.com.cn
王霖	投资咨询资格编号 S1060520120002 wanglin272@pingan.com.cn
皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 pixiu809@pingan.com.cn

研究助理

王子越	一般从业资格编号 S1060120090038 wangziyue395@pingan.com.cn
-----	--



平安观点:

- **复盘施耐德,产品结构优化推动毛利率持续提升:**根据施耐德公布的2020年报,公司整体毛利率达到了40.4%,同比提升0.9pct;从五年时间来看,施耐德2016年整体毛利率为38%,在近五年呈现持续上升趋势。通过对2016-2020年施耐德毛利率的复盘,我们可以得出以下结论:(1)产品结构优化带来的定价能力提升,是中长期推动公司毛利率上升的核心驱动力;(2)在原材料上涨阶段,适当的价格策略可以平抑对成本的影响,从中长期看,原材料波动不是影响毛利率的核心因素;(3)生产效率的提升可以持续驱动毛利率上升,并且可以抵消人力成本增加等负面因素。
- **良信股份近年来推出多款高端配电新品,产品结构优化带来定价能力提升:**公司近年来推出了NDW1A-2000 物联网型框架断路器等多款高端新产品,高价值量产品占比的上升不仅在短期可以缓解原材料上涨对整体毛利率的影响,而且从中长期将驱动公司盈利能力的持续上行。从此前我们对公司专利储备的分析来看,公司目前在配电技术上的储备处于业内领先水平,预计未来几年将有更多高端产品上市,产品结构的优化将持续推动公司定价能力的上升。
- **公司发力工建等高端项目型市场,高价值业务占比上升:**我们在1月26日发布的报告《良信股份:发力工建等项目型市场,未来百亿营收可期》中,对公司在工建等高端市场的开拓进行了分析。我们预计,公司未来五年在项目型市场的份额有望快速增长至15-20%左右,并且由于高端项目型市场的高毛利率,将会对公司的整体盈利能力有明显提升作用。
- **投资建议:**从中长期看,我们预计以工建、商建和基础设施等行业为主的高端项目型市场将成为公司增长的重要领域。尽管短期的原材料价格波动对公司成本端有少量影响,但是公司产品定价能力的增强、生产效率的提升等因素都将推动公司盈利的持续上升。我们维持对公司的归母净利润预测为20/21/22年分别为3.79/6.10/8.21亿元,对应3月8日收盘价PE

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,574	2,039	3,041	4,575	6,024
YoY(%)	8.4	29.5	49.2	50.4	31.7
净利润(百万元)	222	273	379	610	821
YoY(%)	5.6	23.0	38.7	61.0	34.7
毛利率(%)	40.8	40.8	40.9	41.6	42.3
净利率(%)	14.1	13.4	12.5	13.3	13.6
ROE(%)	12.6	15.1	19.0	25.7	27.5
EPS(摊薄/元)	0.28	0.35	0.48	0.78	1.05
P/E(倍)	88.6	72.0	51.9	32.2	23.9
P/B(倍)	11.2	10.9	9.9	8.3	6.6

分别为 51.9/32.2/23.9 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：** 1) 若宏观经济大幅下行，将对低压电器行业整体需求产生不利影响；2) 在高端项目型市场，目前仍然以外资为主，若公司市场开拓不达预期，可能影响业绩增速；3) 外资竞争对手大幅降价风险。

正文目录

- 一、 复盘施耐德，产品结构优化推动毛利率持续提升.....5
- 二、 在高端市场发力，叠加技术降本等措施，良信中长期盈利能力有望持续上升7
- 三、 投资建议8
- 四、 风险提示8

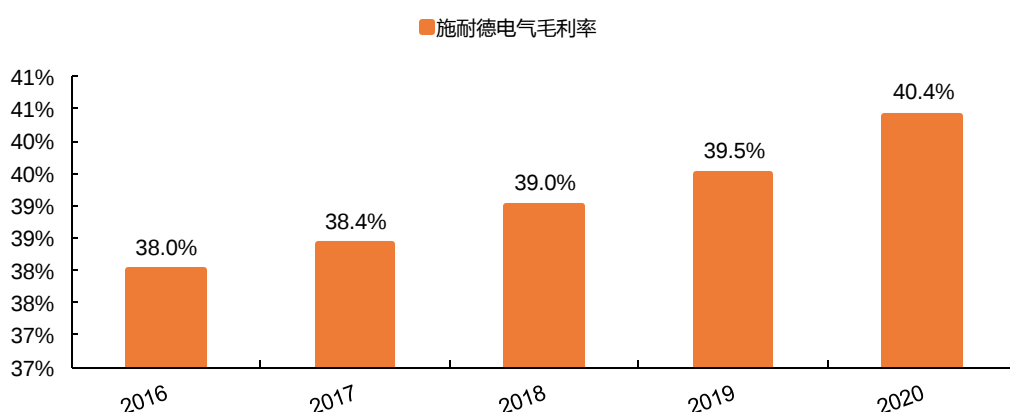
图表目录

图表 1	2016-2020 年施耐德电气毛利率持续上升	5
图表 2	2016-2020 期间原材料价格变动和产品定价对施耐德毛利率影响	6
图表 3	2019 年施耐德电气毛利率变动分析	6
图表 4	2020 年施耐德电气 EBITA 变动分析	6
图表 5	良信股份新产品 NDQ5-4000 双电源开关	7
图表 6	良信股份配电类业务营收占比超过终端类	7

一、复盘施耐德，产品结构优化推动毛利率持续提升

近期铜、银和钢等原材料上涨对低压电器企业在成本端有一定的影响，但是根据我们对施耐德近五年影响毛利率变动的复盘，对于高端市场的低压电器企业而言，产品组合的优化带来的定价能力提升才是中长期影响毛利率的核心因素。根据施耐德公布的 2020 年报，公司整体毛利率达到了 40.4%，同比提升 0.9pct；从五年时间来看，施耐德 2016 年整体毛利率为 38%，在近五年呈现持续上升趋势。

图表1 2016-2020 年施耐德电气毛利率持续上升

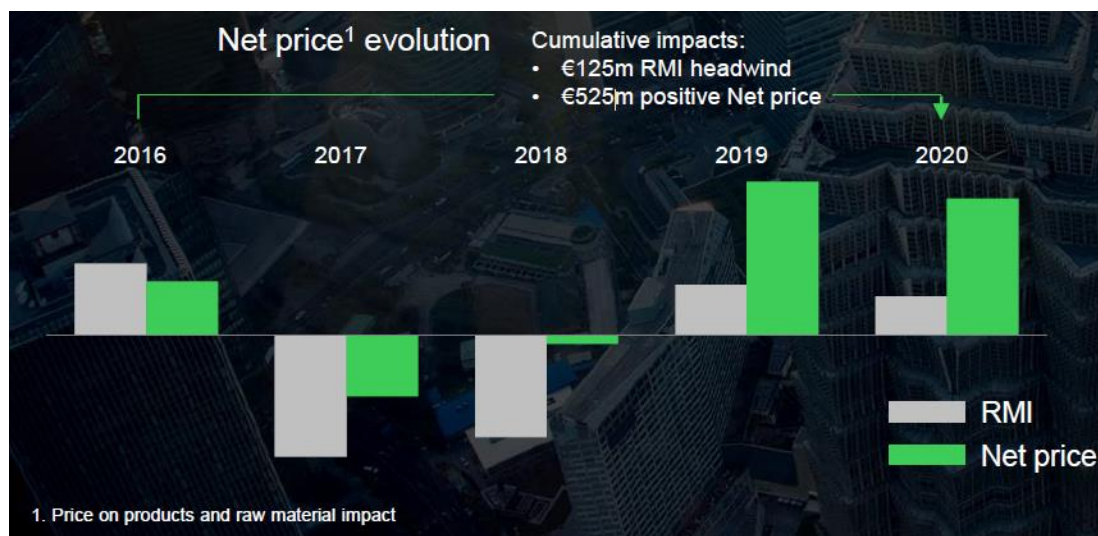


资料来源：Schneider Electric，平安证券研究所

根据施耐德披露的数据，可以将价格端对毛利率的影响因素划分为原材料成本影响和公司产品定价两方面：

- (1) 在原材料成本影响方面，在 2016-2020 年期间，2017 和 2018 年由于原材料价格上涨，对施耐德毛利率的影响为负贡献，在 2016、2019-2020 期间则为正贡献。
- (2) 在产品定价方面，在 2017-2018 年原材料价格上涨期间，施耐德通过产品定价策略可以在当年大幅降低原材料对毛利率的影响，使得产品净价格（产品价格变动-原材料价格变动）趋近于零，也就是说通过优化产品结构和价格策略等方式，基本抵消原材料上涨的影响；在 2019-2020 年原材料价格总体处于低位区间，正向的定价策略使得公司产品净价格明显提升。

图表2 2016-2020 期间原材料价格变动和产品定价对施耐德毛利率影响



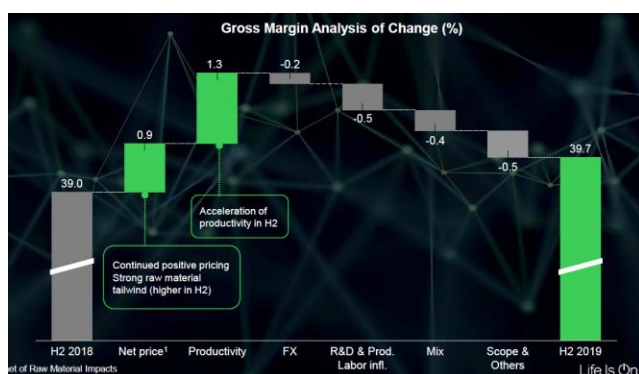
注：Net price 指的是产品价格变动减去原材料价格变动的净值

资料来源：Schneider Electric，平安证券研究所

从五年的时间上来看，在 2016-2020 年，由于原材料波动带来的毛利润累计负贡献为 1.25 亿欧元，但是由于产品结构优化带来的定价能力提升，对毛利润的累计正贡献为 5.25 亿欧元。因此，从原材料成本波动和产品定价来看，产品溢价的上升在短期可以降低甚至基本对冲原材料价格上涨的影响，在中长期则能持续提升公司的整体盈利能力；而产品定价能力的上升，根源则是公司产品组合的优化。

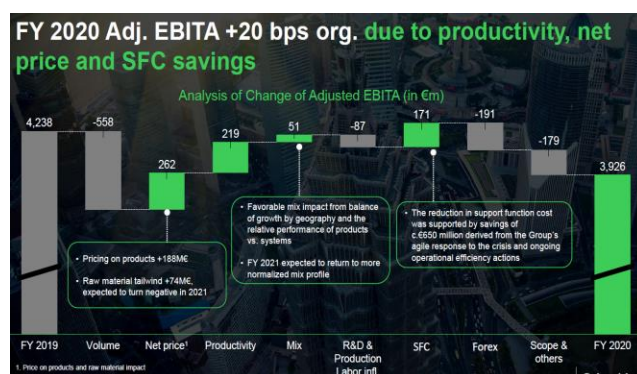
除了产品结构优化带来的溢价能力上升之外，从施耐德对 2019 年公司毛利率变动的分析来看，生产效率的提升对公司毛利率有明显的正贡献，而固定资产折旧、人力成本上升和产品销售区域变动带来的结构变化在 19 年则是负贡献。

图表3 2019 年施耐德电气毛利率变动分析



资料来源：Schneider Electric，平安证券研究所

图表4 2020 年施耐德电气 EBITA 变动分析



资料来源：Schneider Electric，平安证券研究所

通过以上对 2016-2020 年施耐德毛利率的复盘，我们可以得出以下结论：

(1) 产品结构优化带来的定价能力提升，是中长期推动公司毛利率上升的核心驱动力；

- (2) 在原材料上涨阶段,适当的价格策略可以平抑对成本的影响,从中长期看,原材料波动不是影响毛利率的核心因素;
- (3) 生产效率的提升可以持续驱动毛利率上升,并且可以抵消人力成本增加等负面因素。

二、在高端市场发力,叠加技术降本等措施,良信中长期盈利能力有望持续上升

在我们2月2日发布的报告《良信股份:公司如何做到产品逆市不涨价》中,我们从:(1)设计、工艺和采购等维度降本;(2)海盐基地投产实现向上游核心零部件延伸这两大方面对公司盈利能力的提升进行了分析。若按照前文对施耐德毛利率的分析,这两个方面的措施主要是从生产力(Productivity)的角度提升公司的盈利水平;我们认为,公司近年来推出的各类高端新产品,以及在工建等高端项目型市场的发力,将在中长期优化公司的产品和业务结构,公司高价值量产品占比的上升不仅在短期可以缓解原材料上涨对整体毛利率的影响,而且从中长期将驱动公司盈利能力的持续上行。

公司产品结构的优化和高价值业务占比的提升,在产品端和销售端都有明显的体现:

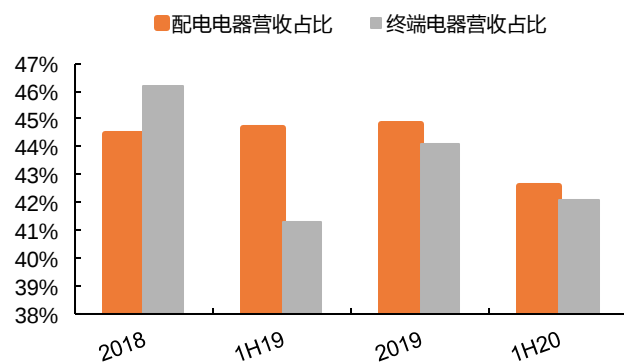
- (1) **推出多款高端配电新品,产品结构优化:**公司在20年推出了NDW1A-2000物联网型框架断路器、具备中性线重叠转换功能的NDQ5-4000双电源转换开关等多款配电类高端产品,并且从19年中报开始,毛利率更高的配电类产品营收占比已经超越终端电器,成为公司的第一大业务。从此前我们对公司专利储备的分析来看,公司目前在配电技术上的储备处于业内领先水平,预计未来几年将有更多高端产品上市,产品结构的优化将推动公司定价能力的上升。

图表5 良信股份新产品 NDQ5-4000 双电源开关



资料来源:良信股份,平安证券研究所

图表6 良信股份配电类业务营收占比超过终端类



资料来源:良信股份,平安证券研究所

- (2) **发力工建等高端项目型市场,高价值业务占比上升:**我们在1月26日发布的报告《良信股份:发力工建等项目型市场,未来百亿营收可期》中,对公司在工建等高端市场的开拓进行了分析。我们预计,公司未来五年在项目型市场的份额有望快速增长至15-20%左右,并且由于高端项目型市场的高毛利率,将会对公司的整体盈利能力有明显提升作用。

因此,从影响毛利率的主要因素来看,尽管短期的原材料价格波动和人力成本的持续上升会对公司的毛利率产生负面影响,但是在更为核心的产品定价能力和生产效率提升、业务结构优化等方面,公司不断增强的能力将驱动公司中长期盈利能力的持续上升。

三、投资建议

公司定位低压电器高端市场，目前在地产、通信、新能源等优势行业发展势头良好，龙头地位不断巩固。从中长期看，我们预计以工建、商建和基础设施等行业为主的高端项目型市场将成为公司增长的重要领域。尽管短期的原材料价格波动对公司成本端有少量影响，但是公司产品定价能力的增强、生产效率的提升等因素都将推动公司盈利的持续上升。我们维持对公司的归母净利润预测为20/21/22年分别为3.79/6.10/8.21亿元，对应3月8日收盘价PE分别为51.9/32.2/23.9倍，维持“推荐”评级。

四、风险提示

1. 低压电器市场规模的增长短期与固定投资相关，长期与用电量相关，若宏观经济大幅下行，将导致用电量下降、固定投资增速放缓，将对低压电器的整体市场需求产生不利影响。
2. 高端项目型市场是公司未来几年需要开拓的重要市场，该市场进入的技术门槛较高、营销难度均大，需要在技术和品牌建设上持续投入。若公司在项目型市场的开拓不达预期，将会对公司营收增长产生负面影响。
3. 低压电器行业竞争对手较多，若外资厂商采取大幅降价等措施与公司进行竞争，可能在短期对公司营收和毛利率产生不利影响。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1238	1506	1842	2244
现金	285	182	229	305
应收票据及应收账款	199	354	477	618
其他应收款	10	20	26	35
预付账款	4	8	10	14
存货	269	471	630	802
其他流动资产	471	471	471	471
非流动资产	1092	1333	1707	2071
长期投资	25	51	76	102
固定资产	672	897	1252	1578
无形资产	102	105	110	117
其他非流动资产	292	279	268	275
资产总计	2330	2839	3549	4315
流动负债	514	841	1166	1315
短期借款	0	22	112	0
应付票据及应付账款	330	595	780	1009
其他流动负债	184	224	273	306
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	523	850	1175	1324
少数股东权益	0	0	0	0
股本	785	785	785	785
资本公积	385	385	385	385
留存收益	747	855	1016	1210
归属母公司股东权益	1807	1989	2373	2991
负债和股东权益	2330	2839	3549	4315

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	331	394	673	888
净利润	273	379	610	821
折旧摊销	70	83	110	122
财务费用	-2	3	12	13
投资损失	-7	-4	-4	-4
营运资金变动	-14	-67	-54	-65
其他经营现金流	11	-0	-0	-0
投资活动现金流	45	-320	-480	-482
资本支出	319	216	348	339
长期投资	-26	-25	-25	-25
其他投资现金流	339	-130	-157	-168
筹资活动现金流	-243	-199	-237	-217
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-248	-199	-237	-217
现金净增加额	133	-125	-44	188

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2039	3041	4575	6024
营业成本	1207	1797	2673	3478
营业税金及附加	7	14	20	26
营业费用	277	408	599	813
管理费用	92	146	215	283
研发费用	176	262	380	494
财务费用	-2	3	12	13
资产减值损失	-0	0	0	0
其他收益	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	4	4	4
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	287	416	680	921
营业外收入	28	22	23	24
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	314	438	703	944
所得税	41	59	93	123
净利润	273	379	610	821
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	379	610	821
EBITDA	376	514	811	1062
EPS (元)	0.35	0.48	0.78	1.05

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	29.5	49.2	50.4	31.7
营业利润(%)	26.5	45.2	63.3	35.4
归属于母公司净利润(%)	23.0	38.7	61.0	34.7
获利能力				
毛利率(%)	40.8	40.9	41.6	42.3
净利率(%)	13.4	12.5	13.3	13.6
ROE(%)	15.1	19.0	25.7	27.5
ROIC(%)	14.6	18.5	24.4	27.2
偿债能力				
资产负债率(%)	22.5	29.9	33.1	30.7
净负债比率(%)	-15.3	-7.6	-4.5	-9.9
流动比率	2.4	1.8	1.6	1.7
速动比率	1.1	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.2	1.4	1.5
应收账款周转率	6.8	11.0	11.0	11.0
应付账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.48	0.78	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.50	0.86	1.13
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.53	3.02	3.81
估值比率				
P/E	72.0	51.9	32.2	23.9
P/B	10.9	9.9	8.3	6.6
EV/EBITDA	51.4	37.8	24.1	18.2

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±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±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 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

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