

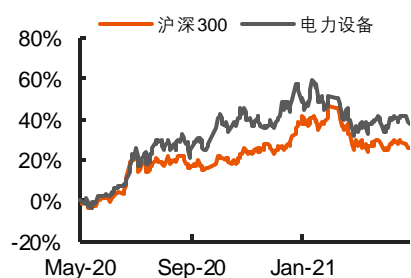
## 原材料涨价影响系列研究——低压电器篇

## 短期影响可控，定价能力提升更为关键

## 强于大市（维持）

## 投资要点

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*电力设备\*光伏2020年报总结：高成长，大扩张，优选景气环节》 2021-05-10

《行业动态跟踪报告\*电力设备\*20年业绩回顾&21年行业动态前瞻：电动车篇》 2021-05-09

## 证券分析师

**王霖** 投资咨询资格编号  
S1060520120002  
wanglin272@pingan.com.cn

**朱栋** 投资咨询资格编号  
S1060516080002  
021-20661645  
zhudong615@pingan.com.cn

**皮秀** 投资咨询资格编号  
S1060517070004  
010-56800184  
pixiu809@pingan.com.cn

## 研究助理

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



- **理论测算，原材料价格上涨对低压产品成本实际影响在 3.9%左右。**我们按照铜/银/钢材/塑料件占低压产品总成本比例分别为15%/9%/11%/13%，原材料价格涨幅以21年1月1日价格作为基准，按照截至5月19日的价格涨幅进行计算，则上述主要原材料价格涨幅对低压电器产品总成本的影响估算为9.71%。但是，需要重点强调的是，目前国内低压电器厂商普遍对零部件采用外协加工的方式，也就是说，低压电器厂商并不直接采购大宗原材料，而是以采购已经加工成型的零部件为主。因此，上述原材料成本上涨将由零部件供应商和低压电器厂商共同承担。按照零部件供应商与低压厂商60%/40%的分摊比例计算，则对低压电器厂商的产品成本实际影响在3.9%左右。
- **龙头企业均可通过内外部措施对冲部分成本上涨，短期无需过度担忧。**我们认为，尽管原材料价格的持续上涨对低压电器厂商的产品成本端造成了一定的压力，但是业内龙头企业如良信股份、正泰电器，均有一定的能力通过内外部措施部分对冲原材料上涨，因此从短期来看，无需对龙头企业的盈利能力过度担忧。从中长期看，目前国产品牌正处于加速进口替代的转折点，未来产品定位上移、定价能力提升带来的盈利能力大幅增加更加值得关注。
- **良信股份：短期通过内部措施降本，中长期定价能力提升推动盈利水平上行。**由于公司自身的市场策略和客户特点等原因，我们预计公司将更多的依赖内部措施进行降本，以对冲原材料价格上涨带来的成本压力。主要措施包括：（1）自动化线提升人均效率，降低质量成本；（2）产品设计降本，优化物料成本，改进制造工艺提升生产效率；（3）供应链变革，提升公司对零部件供应商的议价能力。从施耐德经验来看，定价能力才是影响公司中长期毛利率的核心因素，目前良信正在向工建、数据中心等高端市场突破，高端项目型市场业务占比的提升将在中长期推动公司盈利能力的持续上行。
- **正泰电器：分销业务具备较强的价格传导能力，直销业务趋势向好。**公司目前低压业务以分销为主，截至20年底，公司拥有475家一级经销商，5000余家二级分销商，超10万家终端渠道。由于分销业务更多的是面向散单市场，以中小客户群体为主，叠加公司在分销市场良好的品牌影响力，公司具备较强的价格传导能力。根据媒体公开报道，近期公司公布了第二轮低压产品的调价计划，部分低压产品的调价幅度达到了10-20%。公司分销业务凭借较强的议价能力，能够通过产品提价的方式实现成本端压力的转移。公司直销业务发展势头向好，引入具备丰富直销经验的前外资高管负责公司直销业务，并且对直销业务重点投入，一方面反映了公司向直销业务转型的决心；另一方面，直销业务的发展也将提升公司的需求响应能力和行业客户对公司品牌的认知度。

- **投资建议：**我们认为，尽管原材料价格的持续上涨对低压电器厂商的产品成本端造成了一定的压力，但是业内龙头企业均有一定的能力通过内外部措施部分对冲原材料上涨，因此从短期来看，无需对龙头企业的盈利能力过度担忧。从中长期看，目前国产品牌正处于加速进口替代的转折点，未来产品定位上移、定价能力提升带来的盈利能力大幅增加更加值得关注。1) 重点推荐良信电器，公司定位低压电器高端市场，目前在地产、通信等优势行业发展势头良好，21年公司有望在保持原有行业优势的同时，发力工建业务，开启在高端项目型市场的新征程。2) 推荐正泰电器，公司分销业务优势稳固，凭借较强的议价能力可以向下游转移成本压力，直销业务发展势头向好，目前处于估值低位，有望受益于行业景气度提升。
- **风险提示：**1) 若宏观经济大幅下行，将对行业需求产生不利影响；2) 若国产品牌在产品技术与市场推广上的进展不达预期，将难以实现在高端市场的进口替代；3) 若地产竣工增速或者新基建相关投资不达预期，将会导致低压电器行业需求疲软。

## 正文目录

一、	原材料价格上涨对成本端影响有多大? .....	5
二、	该如何看待低压龙头企业的盈利能力变化? .....	5
2.1	良信股份: 短期通过内部措施降本, 中长期公司定价能力提升更值得关注 .....	6
2.2	正泰电器: 分销业务具备较强的价格传导能力, 直销业务趋势向好 .....	9
三、	投资建议 .....	10
四、	风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1	长江有色市场铜 1#平均价 .....	5
图表 2	中钢协钢材价格综合指数.....	5
图表 3	公司 NDW2 框架断路器生产线.....	6
图表 4	公司 ATSE 双电源产品自动生产线 .....	6
图表 5	公司检测中心获 CNAS/UL/TUV 权威认可 .....	7
图表 6	公司电寿命试验室.....	7
图表 7	2016-2020 年施耐德电气毛利率持续上升 .....	8
图表 8	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.....	8
图表 9	良信股份新产品 NDQ5-4000 双电源开关.....	9
图表 10	良信股份配电类业务营收占比超过终端类.....	9
图表 11	ABB 宣布对中低压产品价格进行调整.....	10
图表 12	正泰电器宣布对部分低压产品提价.....	10

## 一、原材料价格上涨对成本端影响有多大？

低压电器主要原材料包括铜、钢材、银和塑料，上述原材料受近期大宗商品价格持续上涨的影响较大。结合业内各企业招股说明书披露的金属件、塑料件占产品总成本的比例，我们按照铜/银/钢材/塑料件占总成本比例分别为 15%/9%/11%/13%进行测算。对于上述原材料价格的涨幅，我们以 21 年 1 月 1 日价格作为基准，按照截至 5 月 19 日各原材料价格涨幅进行计算。其中：

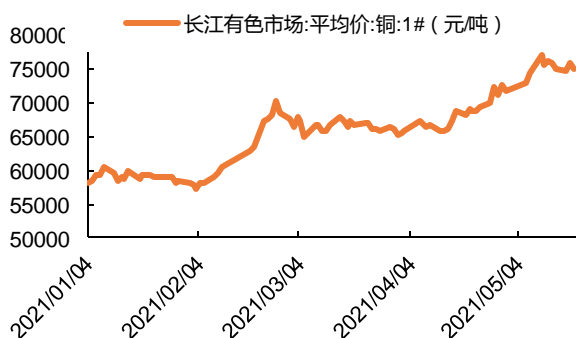
- (1) 铜价涨幅：按照长江有色市场“铜 1#平均价”进行计算，涨幅为 29%；
- (2) 银价涨幅：按照 SHFE 白银指数进行计算，涨幅为 2%；
- (3) 钢材涨幅：按照中钢协钢材价格综合指数进行计算，涨幅为 40%；
- (4) 塑料件涨幅：按照中塑现货价格指数进行计算，涨幅为 6%。

按照上述原材料占产品总成本比例加权计算，则铜、银、钢材、塑料件以 1 月初价格作为基准，对低压电器产品总成本的影响估算为 9.71%。

但是，需要重点强调的是，目前国内低压电器厂商普遍对零部件采用外协加工的方式，也就是说，低压电器厂商并不直接采购大宗原材料，而是以采购已经加工成型的零部件为主。因此，上述原材料成本上涨将由零部件供应商和低压电器厂商共同承担。考虑到目前无论是正泰还是良信，从采购体量上均对上游零部件供应商有一定的议价能力，以及零部件供应商大概有 15-20%左右的综合毛利率空间，我们预计成本可能会在零部件供应商与低压厂商之间按照 60%/40%的比例进行分摊，若按此计算，则对低压电器厂商的产品成本实际影响在 3.9%左右。同时，需要注意，该测算结果仅为我们按照原材料的公开市场报价涨幅和对各原材料占成本的大致比例进行的估算，并不代表特定公司的实际成本变动。

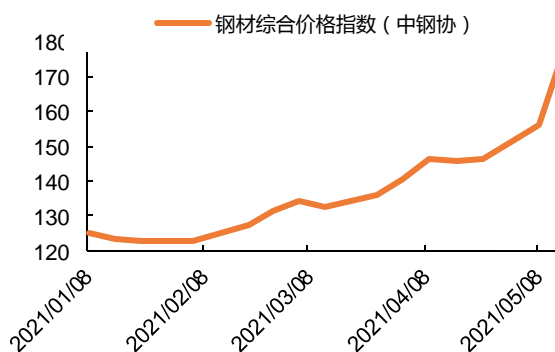
我们认为，尽管原材料价格的持续上涨对低压电器厂商的产品成本端造成了一定的压力，但是业内龙头企业如良信股份、正泰电器，均有一定的能力通过内外部措施部分对冲原材料上涨，因此从短期来看，无需对龙头企业的盈利能力过度担忧。从中长期看，目前国产品牌正处于加速进口替代的转折点，未来产品定位上移、定价能力提升带来的盈利能力大幅增加更加值得关注。

图表1 长江有色市场铜 1#平均价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 中钢协钢材价格综合指数



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、该如何看待低压龙头企业的盈利能力变化？

## 2.1 良信股份：短期通过内部措施降本，中长期公司定价能力提升更值得关注

由于公司自身的市场策略和客户特点等原因，我们预计公司将更多的依赖内部措施进行降本，以对冲原材料价格上涨带来的成本压力。

### ■ 自动化线提升人均效率，降低质量成本

目前公司共有各类自动生产线共计 50 条左右，其中公司销量最大的终端产品自动化产线超过 26 条，以满足不同客户在不同行业领域的差异化需求；此外，公司在配电、终端和工控三大车间共计配备接近 30 条自动检测线，确保对产品质量的严格把控。目前公司自动化程度在行业领先，尤其是公司的终端产品制造车间，于 18 年 8 月引进欧洲整线进口的全自动产线，工艺装备为世界顶尖水平，生产一台产品仅需 1.5 秒。全自动产线的引入，对于公司的人均效率提升和降低质量成本有明显的推动作用。

- (1) **多个制造环节实现自动化，人均效率提升：**公司全自动产线每 1.5 秒即可生产一台微型断路器，自动化的 ATSE 自动转换开关产线一条的实际效能相当于四条传统人工产线。目前公司在多个制造环节已实现了自动化，自动化率的上升使得公司在更好的响应客户各类非标需求的同时，人均效率得到了明显提升。
- (2) **产品质量提升，降低质量成本：**公司对关键产品及关键部件进行全自动生产，减少人为因素导致的焊接不良等故障，从而提升产品一致性和生产效率；此外，自动化的检测线使公司得以采用超声波无损检测，金相检测等方法在生产全流程严格监控质量风险，确保产品质量的提升。产品质量的提升，一方面有助于公司高端品牌形象的建立，另一方面与竞争对手相比，返工、客户退货等质量成本的降低使得公司产品线的盈利能力明显超越同行。

图 表 3 公 司 NDW2 框 架 断 路 器 生 产 线



资 料 来 源： 良 信 股 份， 平 安 证 券 研 究 所

图 表 4 公 司 ATSE 双 电 源 产 品 自 动 生 产 线



资 料 来 源： 良 信 股 份， 平 安 证 券 研 究 所

### ■ 拥有业内顶级试验室助力设计降本，供应链变革推动采购降本

对于中游电气设备厂商而言，设计降本是优化产品物料成本、提升制造工艺效率的重要方式；通过持续的设计降本，中游设备企业可以对冲大客户年度的产品例行降价需求。我们预计今年原材料大幅上行的环境下，下游客户对于产品年度降价的要求会暂缓，中游企业可以通过设计降本对冲部分原材料涨价影响。

良信股份近几年研发费用率保持在 7-8%左右，大幅超越行业平均水平。在产品端，公司通过优化产品设计，提升产品开发效率等措施，能够实现较好的设计降本。由于低压电器产品的设计改进均需要通过原型试验进行验证，公司在 2006 年就建立了检测中心服务于产品研发测试，目前无论从

试验设备还是认可资质上来看，公司的试验室均属业内顶级，公司的检测中心在 2010/2012 年分别获得了国内 CNAS 和美国 UL 的认可，为行业内首家获得中美双重资质认可的试验室。

公司的检测中心具有大电流试验室、电寿命试验室、振动试验室和霉菌试验室等多个测试单元，尤其是公司的大电流试验室，拥有国内规模最大的步入式恒温仓，能够同时对多台大电流框架断路器进行升温试验，其检测能力达到了长延时电流 AC10kA/DC3kA，瞬时电流 AC63kA/DC12kA，已经接近承担 CCC 认证的上海电科所的试验能力。

图表5 公司检测中心获 CNAS/UL/TUV 权威认可



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表6 公司电寿命试验室



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

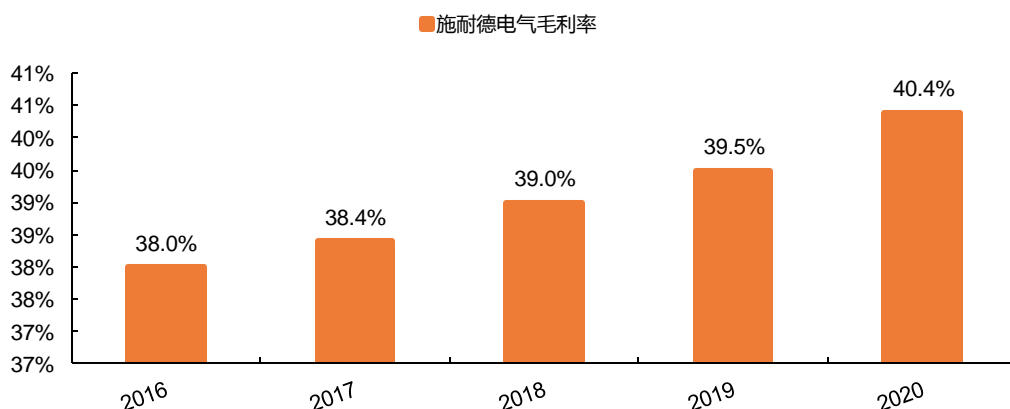
除了通过设计降本之外，公司在 20 年针对供应链进行了变革，采购端的成本管控能力得到大幅增强。在内部流程变革上，公司将整个采购环节划分为采购中心、工程中心、供应链中心，针对性的设置降本 KPI 进行考核；在外部降本措施上，公司对多个零部件采取了引入双供方、利用不断增强的规模优势与供应商议价等方式，降低零部件的采购成本，预计在当前环境下，公司在与供应商协商成本分摊时也将占据一定优势。

#### ■ 公司不断向高端市场突破，定价能力提升推动公司中长期盈利水平上行

我们认为，良信股份目前正在多个市场开启对外资的进口替代，公司通过产品端和品牌端定位的上移，带来的定价能力提升将推动公司中长期盈利能力的明显上升。

我们以外资龙头企业施耐德电气公布的近五年公司毛利率受产品成本端和公司自身定价能力变化的影响进行分析。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7 2016-2020年施耐德电气毛利率持续上升

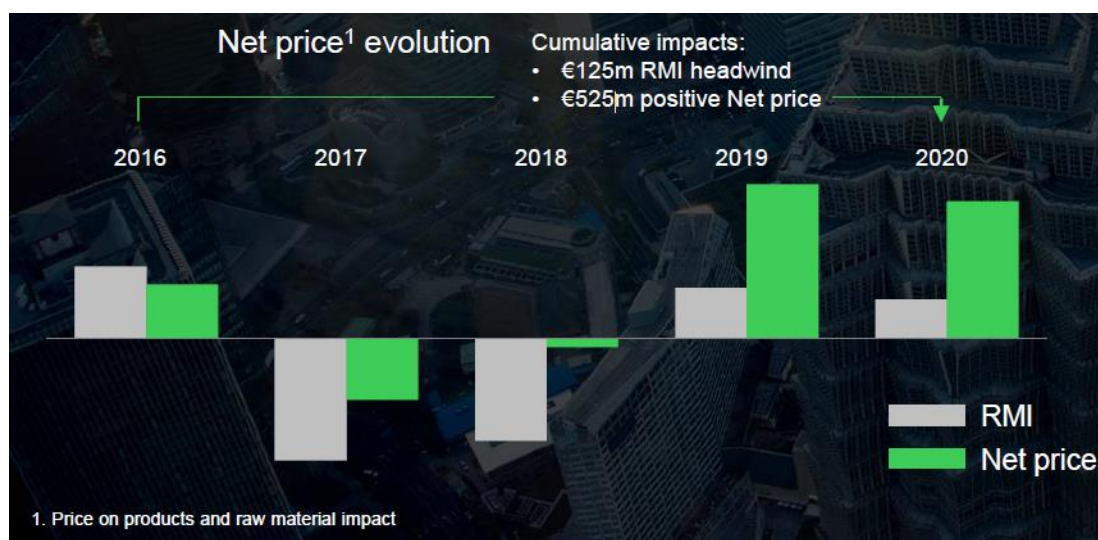


资料来源: Schneider Electric, 平安证券研究所

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 年期间则为正贡献。
- (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抵消原材料涨价对毛利率的影响, 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8 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，尽管原材料价格的上行/下行会带来低压电器企业成本端的波动，但是从五年的时间维度来看，企业定价能力的提升才是最核心影响盈利能力的因素。

从良信目前的业务发展来看，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：

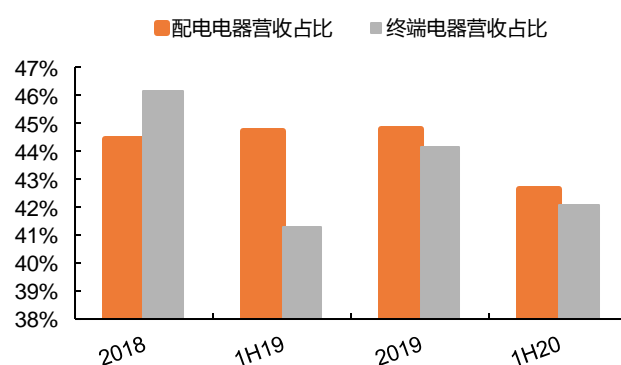
- (1) **推出多款高端配电新品，产品结构优化：**公司在 20 年推出了 NDW1A-2000 物联网型框架断路器、具备中性线重叠转换功能的 NDQ5-4000 双电源转换开关等多款配电类高端产品，并且从 19 年中报开始，毛利率更高的配电类产品营收占比已经超越终端电器，成为公司的第一大业务。从此前我们对公司专利储备的分析来看，公司目前在配电技术上的储备处于业内领先水平，预计未来几年将有更多高端产品上市，产品结构的优化将推动公司定价能力的上升。

图表9 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10 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。

## 2.2 正泰电器：分销业务具备较强的价格传导能力，直销业务趋势向好

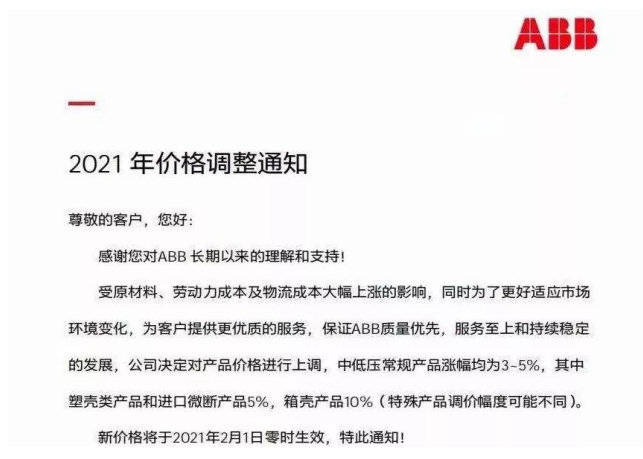
### ■ 分销业务凭借龙头优势具备较强的价格传导能力

公司 20 年低压业务营收达到了 184.22 亿元，从营收体量上位居行业龙头。公司目前低压业务以分销为主，根据公司公开数据，截至 20 年底，公司拥有 475 家一级经销商，5000 余家二级分销商，超 10 万家终端渠道，实现一二级渠道、地市级覆盖率 96%以上，构建了业内最健全、最深入的渠道网络，实现渠道网络全国覆盖。

由于分销业务更多的是面向散单市场，以中小客户群体为主，叠加公司在分销市场良好的品牌影响力，公司具备较强的价格传导能力。在今年年初，由于从 20 年三季度开始的原材料价格上涨，包括 ABB、正泰、德力西在内的企业进行了第一轮产品价格调整；根据国际电力网等媒体的公开报道，在近期公司公布了第二轮低压产品的调价计划，部分低压产品的调价幅度达到了 10-20%。在目前下

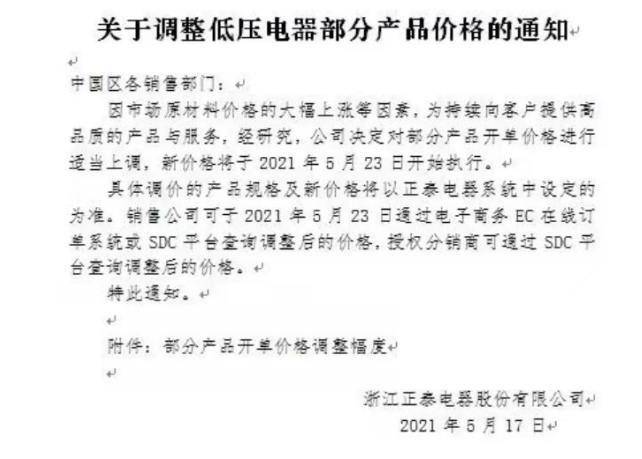
游需求旺盛的背景下，我们预计公司的本轮调价将能够顺利向客户端传导，公司分销业务凭借较强的议价能力，将能够通过产品提价的方式实现成本端压力的转移。

图 11 ABB 宣布对中低压产品价格进行调整



资料来源: ABB, 平安证券研究所

图 12 正泰电器宣布对部分低压产品提价



资料来源: 国际电力网, 平安证券研究所

### ■ 直销业务引入外部高管，发展势头向好提升公司品牌力

公司于 4 月 29 日发布公告，聘任刘淼先生担任公司副总裁。根据网络公开资料查询，刘淼先生曾担任施耐德电气销售总监、客户服务业务副总裁，在低压电器行业具备丰富的从业经验。我们预计刘淼先生将主要负责公司的直销业务，推动公司实现低压业务分销稳健发展，直销业务快速增长的目标。

我们认为，公司对直销业务的重点投入，将对公司未来发展具备长远意义。公司目前最具优势的分销业务，主要是通过经销商渠道销售通用产品，对于客户需求的快速响应和精准把握行业动态，相较于拥有较强直销团队的外资龙头企业，仍然有所欠缺。本次引入具备丰富直销经验的前外资高管负责公司直销业务，并且对直销业务重点投入，一方面反映了公司向直销业务转型的决心；另一方面，直销业务的发展也将提升公司的需求响应能力和行业客户对公司品牌的认知度。

## 三、投资建议

根据我们的理论测算，铜、银、钢材和塑料件以 1 月初价格作为基准，对低压电器产品总成本的影响估算为 9.71%；考虑到上述原材料成本上涨将由零部件供应商和低压电器厂商共同承担，我们估算对低压电器厂商的产品成本实际影响在 3.9% 左右。我们认为，尽管原材料价格的持续上涨对低压电器厂商的产品成本端造成了一定的压力，但是业内龙头企业如良信股份、正泰电器，均有一定的能力通过内外部措施部分对冲原材料上涨，因此从短期来看，无需对龙头企业的盈利能力过度担忧。从中长期看，目前国产品牌正处于加速进口替代的转折点，未来产品定位上移、定价能力提升带来的盈利能力大幅增加更加值得关注。

低压电器板块在地产竣工、关键基础设施领域投资增加和制造业复苏等因素推动下，预计全年景气度呈上升趋势。1) 重点推荐良信电器，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；21 年公司有望在保持原有行业优势的同时，

发力工建业务，开启在高端项目型市场的新征程。**2) 推荐正泰电器**，公司分销业务优势稳固，凭借较强的议价能力可以向下游转移成本压力，直销业务发展势头向好，目前处于估值低位，有望受益于行业景气度提升。

#### 四、风险提示

- 1、低压电器行业需求增速与用电量、固定资产投资增速等相关性较大，若宏观经济出现大幅下滑，将对低压电器行业需求产生不利影响，导致行业内公司业绩增速可能放缓。
- 2、目前国内低压电器市场高端细分领域仍然以外资产品为主，国内企业想要在高端市场份额大幅增长，需要在产品和品牌两端实现提升，若业内公司高端市场开拓不及预期，可能会对中长期的发展产生负面影响。
- 3、若地产竣工增速不达预期，或者 5G、数据中心等新基建项目的建设进度放缓，则可能导致低压电器行业整体需求疲软，将对行业内主要公司的业绩产生负面影响。

## 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 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

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

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

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