

加码海盐提质增利，低压龙头再攀高峰 买入（维持）

2021 年 07 月 04 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,017	4,244	5,785	7,665
同比（%）	48.0%	40.7%	36.3%	32.5%
归母净利润（百万元）	375	505	710	1,013
同比（%）	37.5%	34.6%	40.5%	42.7%
每股收益（元/股）	0.37	0.50	0.70	0.99
P/E（倍）	59.82	44.46	31.65	22.18

投资要点

■ **事件：**2021 年 7 月 2 日发布《2021 年度非公开发行 A 股股票预案》，本次定增募集资金不超过 15.8 亿元，结合自有资金，投入智能型低压电器研发及制造项目（良信海盐）23.85 亿元，项目建设周期为 54 个月，计划 2024 年达产。此外，补充流动资金 2.5 亿元。

■ **定增加码海盐工厂，未来盈利能力有望稳中有升。**2019 年公司即投资 13.5 亿元建设海盐基地以自制零部件，涵盖注塑、电镀等多个工序，2021 年定增 15.8 亿元加码海盐工厂。建设进度方面，海盐一期于 20 年底封顶、二期有望明年 Q4 封顶。21Q4 电镀、焊接、电子车间有望投产。我们预计 2023 年定增项目有望对毛利率产生显著正向贡献，长期看毛利率有望有 5%-8%提升空间。

■ **短期来看，21Q2 原材料延续涨价导致公司上半年利润端压力大。但近期原材料价格有望见顶+5G/新能源招标启动，利润端下半年有望显著修复。**1) **原材料价格回落：**良信原材料占成本比重高，2021 年初至今铜、塑料涨幅均 25%以上，21Q2 毛利率或进一步承压，但我们预计 21Q3 会有所好转。短期看，铜、银价格均在 21 年 5 月达到高峰、6 月有所回落，21H2 利润进入修复轨道。2) **下游需求回暖：**上半年 5G 招标延迟、风电装机不及预期，导致通信、新能源板块增速不及预期，但近期 5G 大规模招标重启，风电装机量有望开始回升，21H2 收入端有望提速。

■ **中长期看，良信已搭建契合公司基因的组织架构与激励模式，存量行业“老树开新花”、增量行业有望持续领先，成长属性凸显。**公司目前已形成产品线-营销体系交织的组织架构，并优化了绩效与激励体系，打造出强有力的进攻型组织。良信下游行业覆盖广且持续突破新市场，公司研发&营销管理体系均能较好适配各下游领域，经营α凸显。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑铜等大宗商品价格涨幅超预期，我们小幅下调公司 2021-23 年归母净利润分别为 5.05 亿元（-0.59 亿元）、7.10 亿元（-0.89 亿元）、10.13 亿元（-0.93 亿元），同比分别+34.6%、+40.5%、+42.7%，对应现价 PE 分别 44 倍、32 倍、22 倍，给予目标价 27.5 元，对应 21 年 55x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，下游资本开支不及预期，国产替代进度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.04
一年最低/最高价	14.89/26.26
市净率(倍)	8.60
流通 A 股市值(百万元)	17253.42

基础数据

每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	45.33
总股本(百万股)	1019.12
流通 A 股(百万股)	782.82

相关研究

1、《良信股份 (002706)：精益求精，信诚存志远》2021-05-20

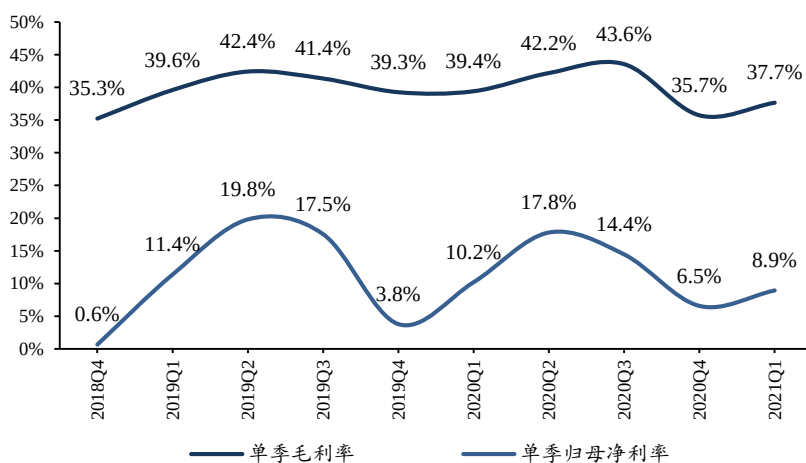
事件：2021 年 7 月 2 日发布《2021 年度非公开发行 A 股股票预案》，本次定增募集资金不超过 15.8 亿元，结合自有资金投入智能型低压电器研发及制造项目 23.85 亿元，均投入全资子公司良信海盐。其中，项目建设周期为 54 个月，计划 2024 年达产。根据公司测算，项目内部收益率（税后）为 34.92%，静态投资回收期（税后）为 6.75 年。此外，补充流动资金 2.5 亿元。

点评：1) 加码海盐工厂提升零部件自主配套能力，中长期有望提升毛利率水平、定制化响应速度及产品可靠性，利于抢占传统行业高端市场份额、在新兴行业占得先机。2) 今年原材料价格上涨，叠加 5G 招标延期、风电装机低于预期，导致公司上半年收入增速略低于预期、利润率有所承压，但短期原材料价格或见顶，5G 招标近期开启，公司营收及利润有望修复。

定增加码海盐工厂，未来盈利能力有望稳中有升。2019 年公司即投资 13.5 亿元建设海盐基地以自制零部件，涵盖注塑、电镀、焊接、电子、装配、仓储物流等工序，本次定增前已投入 5.29 亿元用于前期建设，定增将继续投入 13.3 亿元。进度方面，海盐一期于 20 年底封顶、二期有望明年 Q4 封顶。21Q4 电镀、焊接、电子车间有望投产，针对框架断路器等高价值、高毛利的产品计划自制核心部件。公司 21 年定增 15.8 亿元加码海盐工厂投资建设，我们预计 2023 年有望对毛利率产生显著正向贡献，长期看毛利率有望有 5%-8%提升空间。

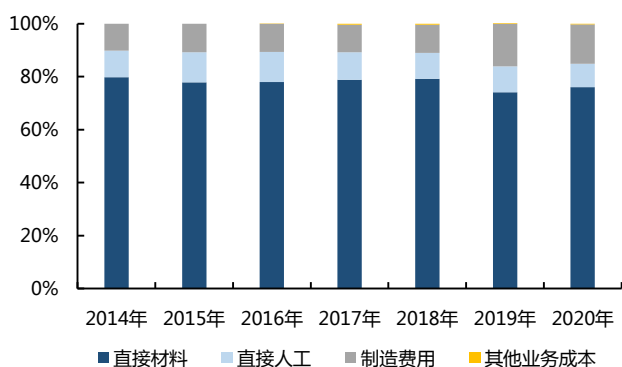
短期来看，21Q2 原材料延续涨价导致公司上半年利润端压力大。但近期原材料价格有望见顶+5G 及光伏招标启动，利润端下半年有望显著修复。1) 原材料价格开始回落：据公告披露，报告期内原材料占成本比重达 70%-80%，2021 年初至今铜、塑料涨幅均达 25%以上，良信 20Q4/21Q1 毛利率分别为 35.7%/37.7%，同比-3.6pct/-1.7pct，21Q2 毛利率或进一步承压，但我们预计 21Q3 会有所好转。短期看，根据长江有色市场及隆众化工近期数据，铜、银价格均在 21 年 5 月达到高峰、6 月有所回落，价格短期有望见顶，21H2 利润进入逐季修复的轨道。2) 下游需求回暖：上半年 5G 招标延迟、风电装机不及预期，导致通信、新能源板块增速不及预期，但近期 5G 大规模招标开始重启，风电装机量有望开始回升，21H2 收入端整体有望提速。3) 今年优势行业地产、通信、新能源有望保持 30%以上高增长，公商建、工业建筑发力、增速有望翻倍，电力、工控等维持中速较好增长。

图 1: 公司 20Q4/21Q1 毛利率同比有所下滑



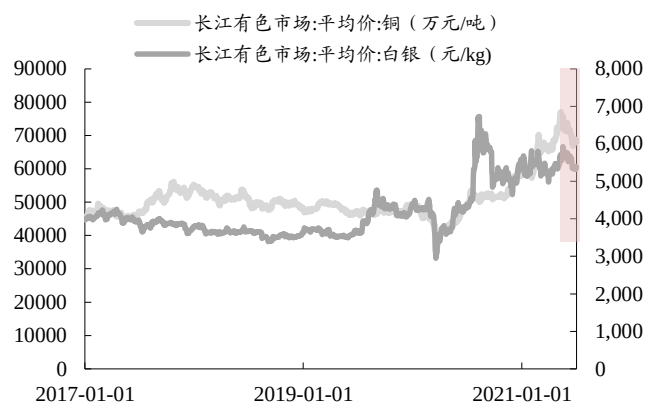
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 低压电器产品成本主要是原材料



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

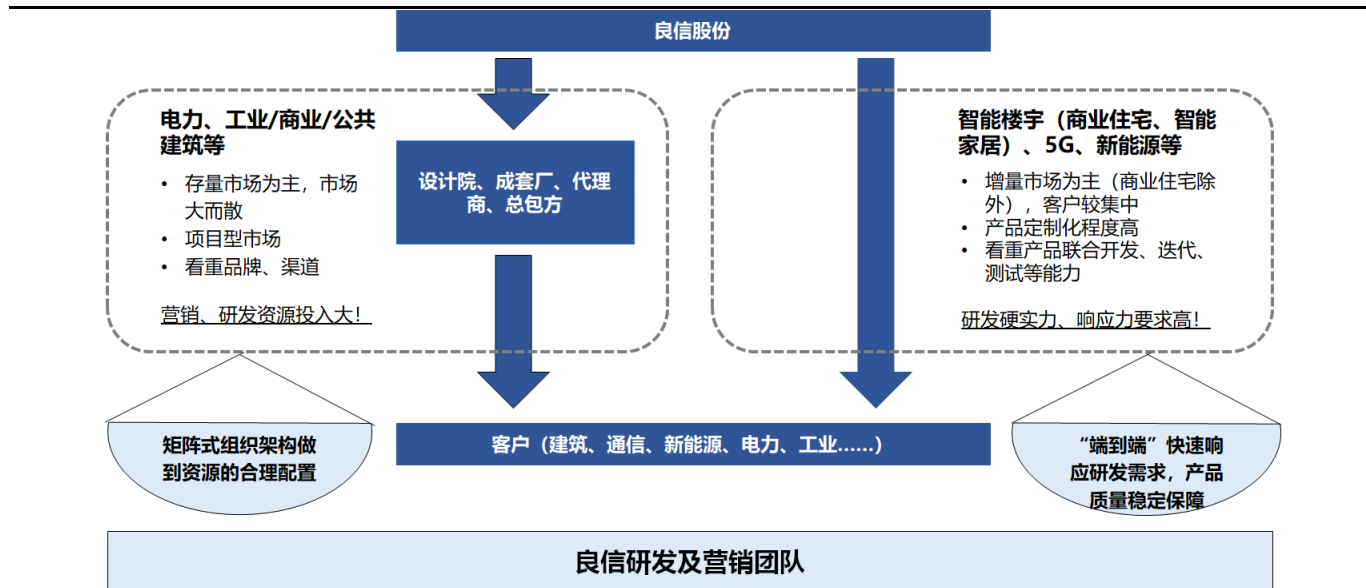
图 3: 短期铜、银原材料或见顶



数据来源: 长江有色市场, 隆众化工, 东吴证券研究所

中长期看, 良信已搭建契合公司基因的组织架构与激励模式, 存量行业“老树开新花”、增量行业有望持续领先, 成长属性凸显。公司从 15-16 年开始起步推行组织变革, 到 19、20 年逐步形成了产品线-营销体系交织的矩阵式、端到端的组织架构, 并很大程度优化了绩效与激励体系, 打造出强有力的进攻型组织。良信下游行业覆盖广且持续突破新市场, 公司研发&营销管理体系均能较好适配下游各细分领域, 中长期经营 α 将持续凸显。

图 4：良信的组织结构与行业开拓能力“良性”匹配



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：考虑铜等大宗商品价格涨幅超预期，我们小幅下调公司2021-23年归母净利润分别为5.05亿元（-0.59亿元）、7.10亿元（-0.89亿元）、10.13亿元（-0.93亿元），同比分别+34.6%、+40.5%、+42.7%，对应现价PE分别44倍、32倍、22倍，给予目标价27.5元，对应21年55x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，下游资本开支不及预期，国产替代进度不及预期

良信股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,891	2,401	3,153	3,691	营业收入	3,017	4,244	5,785	7,665
现金	548	610	695	675	减:营业成本	1,801	2,483	3,355	4,362
应收款项	895	1,079	1,601	1,983	营业税金及附加	12	17	23	30
存货	355	501	690	837	营业费用	369	573	769	1,004
其他流动资产	94	211	167	195	管理费用	418	628	856	1,134
非流动资产	1,370	1,718	2,137	2,660	财务费用	-2	-0	5	11
长期股权投资	25	24	24	23	加:投资净收益	2	4	3	4
固定资产	726	1,051	1,454	1,962	其他收益	12	7	9	8
无形资产	149	160	175	192	营业利润	420	562	804	1,153
其他非流动资产	242	241	226	200	加:营业外净收支	17	23	20	21
资产总计	3,261	4,118	5,290	6,351	利润总额	437	585	824	1,174
流动负债	1,190	1,779	2,521	2,854	减:所得税费用	62	80	114	162
短期借款	30	30	30	30	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	671	1,339	1,919	2,316	归属母公司净利润	375	505	710	1,013
其他流动负债	489	410	573	508	EBIT	423	569	806	1,156
非流动负债	33	33	33	33	EBITDA	508	673	947	1,345
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	33	33	33	33					
负债合计	1,223	1,811	2,554	2,887	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.37	0.50	0.70	0.99
归属母公司股东权益	2,038	2,307	2,736	3,464	每股净资产(元)	2.00	2.26	2.69	3.40
负债和股东权益	3,261	4,118	5,290	6,351	发行在外股份(百万股)	785	1019	1019	1019
					ROIC(%)	26.8%	31.7%	36.7%	37.7%
					ROE(%)	18.4%	21.9%	25.9%	29.2%
					毛利率(%)	40.3%	41.5%	42.0%	43.1%
					销售净利率(%)	12.4%	11.9%	12.3%	13.2%
					资产负债率(%)	37.5%	44.0%	48.3%	45.4%
					收入增长率(%)	48.0%	40.7%	36.3%	32.5%
					净利润增长率(%)	37.5%	34.6%	40.5%	42.7%
					P/E	59.82	44.46	31.65	22.18
					P/B	11.02	9.73	8.21	6.48
					EV/EBITDA	43.16	32.49	22.98	16.21
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	633	745	928	983					
投资活动现金流	-316	-446	-557	-708					
筹资活动现金流	-54	-236	-286	-295					
现金净增加额	262	62	86	-20					
折旧和摊销	85	103	141	189					
资本开支	389	333	417	528					
营运资本变动	129	141	75	-225					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>