

从四大预期差再论良信股份投资价值

2022年07月01日

➤ **新能源领域优质客户赋能，下游增长动力充足。** 1) **新能源发电领域**，风电、光伏占比及储能配置需求快速提升带动低压电器需求高涨，25年风光储领域低压电器市场规模有望达226亿元。21年公司市场份额约7%，未来有望通过绑定阳光、华为等大客户享受下游需求高涨与市场份额提升双重红利。21年公司新能源发电板块增速超40%，22年预计约100%增长。2) **新能源车领域**，高压直流接触器、充电桩等受益于新能源车销量高涨、车桩比合理化等，25年市场规模有望达470亿元，21年公司新能源车产品市场份额不到2%。公司高压直流继电器已通过奇瑞、零跑、威马、小康等多家客户的产品测试，部分客户已批量供应；充电桩领域与国网、特来电、比亚迪等代表企业长期合作；未来两大产品有望持续放量。21年公司新能源车板块增速超170%，22年预计约60%增长。

➤ **地产下游筑底有望受益稳增长，工建和公商建领域加速开拓。** 传统地产受益于稳增长与市场份额向龙头集中，工建、公商建两大领域低压电器市场规模超200亿元，21年公司市场份额约3%，工建、公商建有望提供新增量。1) **工建领域**，技术装备升级、产业集群等对低压电器产生新需求，公司针对化工等八个行业提供系统解决方案。21年公司工建板块增速约150%，22年约60%增长。2) **公商建领域**，医疗需求提升驱动医院数量增长、高校建设对供电系统智能化刚性需求提升等。21年公司公商建板块增速超110%，22年预计约60%增长。

➤ **前瞻布局智能配电系统，有望享受行业需求&市场份额双重提升逻辑。** “十四五”期间配网侧投资占比有望提升至60%以上，驱动关键器件低压电器需求提升，2025年中国智能配电市场规模有望增至190亿元，未来几年有望维持高速增长。随智能配电产品需求持续高涨，以及出于供应链安全的考虑下国产替代有望加速进行，公司有望享受行业需求与市场份额双重提升逻辑。21年公司电网板块增速约50%，22年预计约65%增长。

➤ **上游原材料价格下行叠加海盐基地一体化赋能，公司盈利能力持续提升。** 1) **上游原料价格方面**，22年5月铜、银、钢等主要大宗原料价格已明显下行，同环比分别变动-2%/-3%、-16%/-6%、-17%/-3%。2) **海盐基地方面**，海盐项目4.0一期电子、点焊已经投产使用，二期预计年底交付。海盐工厂投产后，公司关键原材料自制率、产品备料率均有望提升，助力公司进一步提升盈利能力。

➤ **投资建议：**我们预计公司22-24年营收分别为52.52、70.44、95.59亿元，增速分别为30.4%、34.1%、35.7%；归母净利润分别为5.68、8.06、11.63亿元，增速分别为35.6%、41.9%、44.4%。公司为低压电器高端市场龙头，下游多个领域增长强劲，盈利能力有望提升，以22年6月30日收盘价为基准，公司22-24年PE分别为30X、21X、14X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料超预期上涨风险；疫情反复风险；新客户开发低预期风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4027 | 5252 | 7044 | 9559 |
| 增长率(%) | 33.5 | 30.4 | 34.1 | 35.7 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 419 | 568 | 806 | 1163 |
| 增长率(%) | 11.5 | 35.6 | 41.9 | 44.4 |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.56 | 0.79 | 1.14 |
| PE | 40 | 30 | 21 | 14 |
| PB | 7.6 | 6.5 | 5.4 | 4.3 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年6月30日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.77元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李佳

执业证号：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理：郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

相关研究

1.良信股份(002706.SZ)深度报告：勇立潮头，奋楫者先

2.良信股份(002706.SZ)2021年报及22Q1季报点评：下游多领域贡献增量，一体化布局有望提质增效

目录

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 1 1 优质客户赋能，公司新能源业务高速增长 | 3 |
| 1.1 风、光装机量大幅增长，公司绑定龙头客户加速成长 | 3 |
| 1.2 新能源车销量持续高增，公司相关业务有望快速增长 | 6 |
| 2 地产有望受益稳增长，工建、公商建贡献新增量 | 10 |
| 2.1 地产行业有望受益稳增长，龙头集中度将进一步提升 | 10 |
| 2.2 工建、公商建市场份额提升，有望贡献业绩新增量 | 11 |
| 3 前瞻布局智能配电系统，有望受益行业需求提升 | 13 |
| 3.1 电网投资规模显著提升，配网智能化改造为核心环节 | 13 |
| 3.2 公司前瞻布局智能配电产品，电网业务有望充分受益 | 14 |
| 4 智能制造提质增效，原材料成本压力已有所缓解 | 16 |
| 4.1 关键元件自制带来提质增效 | 16 |
| 4.2 海盐 4.0 基地投产在即，公司智能制造能力加速提升 | 16 |
| 4.3 大宗材料价格有所下降，成本端压力已开始逐步缓解 | 17 |
| 5 盈利预测与投资建议 | 20 |
| 5.1 盈利预测假设与业务拆分 | 20 |
| 5.2 估值分析及投资建议 | 21 |
| 6 风险提示 | 22 |
| 插图目录 | 24 |
| 表格目录 | 24 |

1.1 优质客户赋能，公司新能源业务高速增长

1.1.1 风、光装机量大幅增长，公司绑定龙头客户加速成长

光伏、风电占比提升与配储需求提升，驱动低压电器需求提升。

1) **光伏**：低压电器主要使用于集中式光伏电站、组串式光伏电站以及分布式光伏电站三大场景中。

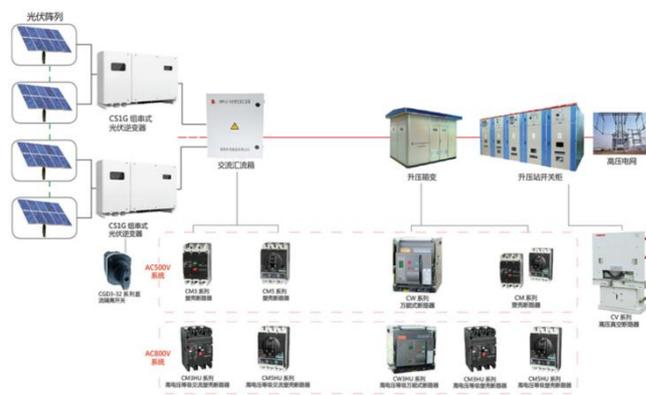
- **集中式光伏电站**：低压电器典型使用场景包括直流汇流箱、集中式逆变器、箱变，涉及低压电器类别主要有直流塑壳断路器、直流隔离开关、交流框架断路器。
- **组串式光伏电站**：低压电器典型使用场景包括组串式逆变、箱变，涉及低压电器类别主要有直流隔离开关、交流塑壳断路器、交流框架断路器。
- **分布式光伏电站**：低压电器典型使用场景包括组串式逆变器、分布式光伏并网箱，涉及低压电器类别主要有直流隔离开关、光伏并网断路器。

图 1：集中式光伏电站典型方案示意图



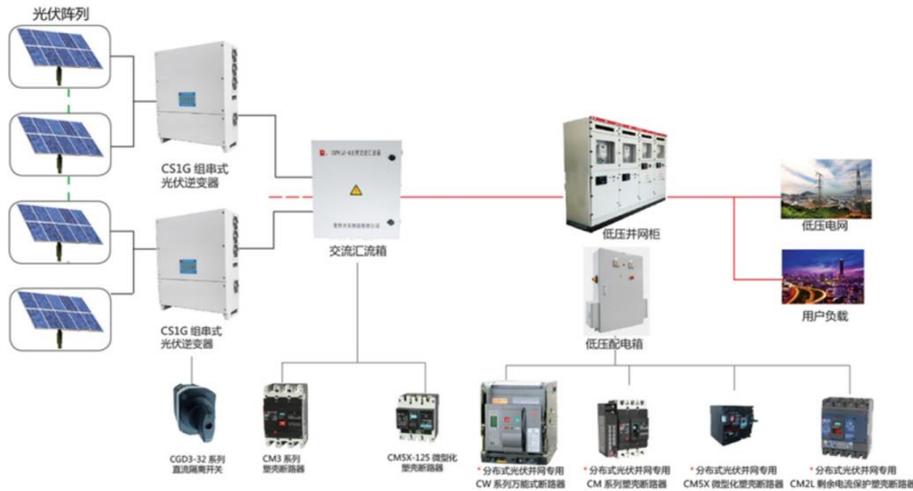
资料来源：常熟开关官网，民生证券研究院

图 2：组串式光伏电站典型方案示意图



资料来源：常熟开关官网，民生证券研究院

图 3：分布式光伏电站典型方案示意图

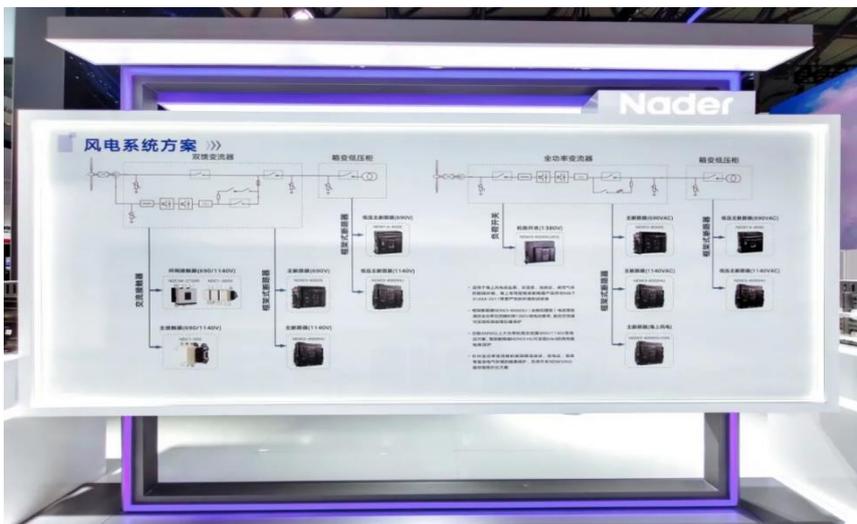


资料来源：常熟开关官网，民生证券研究院

2) 风电：低压电器主要用于陆上风电、海上风电。

- **陆上风电**：低压电器典型使用场景包括全功率变流器（半直驱型陆上风电）、双馈变流器（双馈型陆上风电）、主控/变桨、箱变。涉及低压电器类别主要有交流框架断路器、交流并网接触器（双馈型陆上风电）、框架式隔离开关（半直驱型陆上风电）、微断&马保&接触器、交流框架断路器。
- **海上风电**：低压电器典型使用场景包括全功率变流器、主控/变桨、箱变。涉及低压电器类别主要有框架式隔离开关、交流框架断路器、微断、马保、接触器、交流框架断路器。

图 4：风电典型方案示意图（全功率变流器）

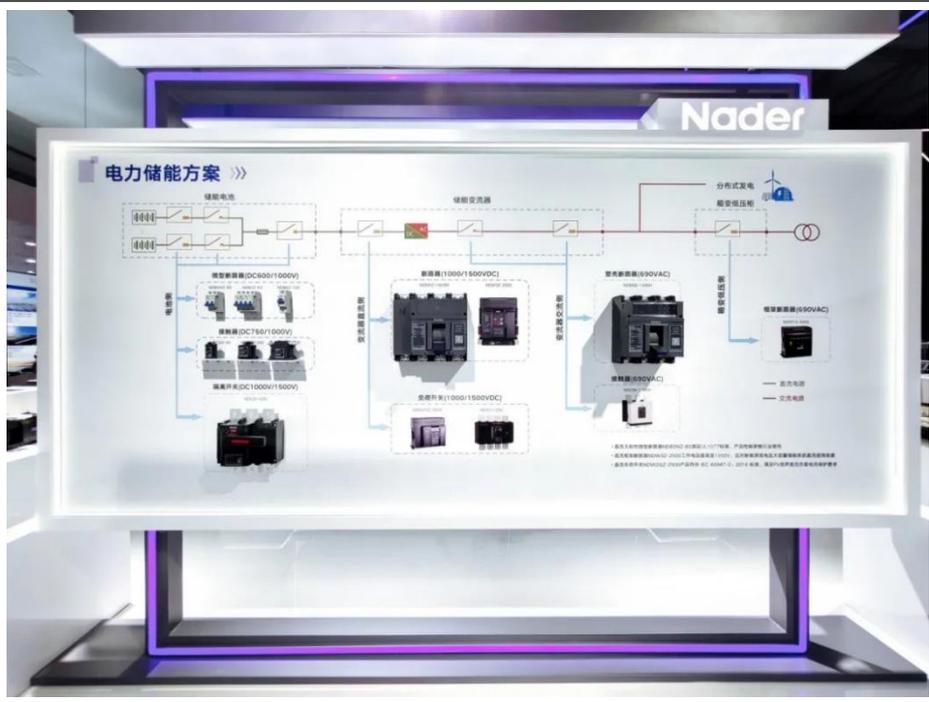


资料来源：良信股份官网，民生证券研究院

3) 储能：低压电器典型使用场景包括电池簇开关盒、电池堆汇流柜、储能变流器、箱变。涉及低压电器类别主要有直流隔离开关、直流接触器、交流

框架断路器。

图 5：储能典型方案示意图



资料来源：良信股份官网，民生证券研究院

风、光等新能源占比快速提升，将带动低压电器需求高涨。双碳目标下，光伏、风电、储能装机占比不断提升，根据我们测算，考虑到主要低压电器应用场景的需求量，2025 年风光储三大场景对低压电器的需求合计约 226 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 27%，风光储三大场景对低压电器的需求维持高速增长态势。

表 1：2020-2025 年风光储低压电器市场空间测算

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 光伏 | | | | | | |
| 集中式光伏装机量 (GW) | 85 | 86 | 137 | 170 | 220 | 260 |
| 开关器件单位价值 (MW/万元) | 3.05 | 3.05 | 2.90 | 2.75 | 2.61 | 2.48 |
| 组串式光伏装机量 (GW) | 17 | 29 | 40 | 58 | 80 | 100 |
| 开关器件单位价值 (MW/万元) | 2.29 | 2.29 | 2.17 | 2.06 | 1.96 | 1.86 |
| 户用光伏装机量 (GW) | 25 | 43 | 60 | 90 | 120 | 160 |
| 户用光项目开关器件单位价值 (MW/万元) | 3.30 | 3.30 | 3.14 | 2.98 | 2.83 | 2.69 |
| 光伏开关器件市场空间 (亿元) | 38.06 | 47.06 | 67.26 | 85.54 | 107.07 | 126.15 |
| 风电 | | | | | | |
| 陆上风电装机量 (GW) | 87 | 74 | 80 | 95 | 120 | 150 |
| 开关器件单位价值 (MW/万元) | 2.25 | 2.25 | 2.14 | 2.03 | 1.93 | 1.83 |
| 海上风电装机量 (GW) | 6 | 20 | 18 | 22 | 30 | 36 |
| 开关器件单位价值 (MW/万元) | 2.59 | 2.59 | 2.46 | 2.34 | 2.22 | 2.11 |
| 风电开关器件市场空间 (亿元) | 21.13 | 21.83 | 21.55 | 24.43 | 29.82 | 35.05 |
| 储能 | | | | | | |
| 储能电站装机 (GW) | 20.0 | 21.0 | 31.0 | 46.0 | 80.0 | 120.0 |
| 开关器件单位价值 (MW/万元) | 3.97 | 3.97 | 3.77 | 3.58 | 3.40 | 3.23 |

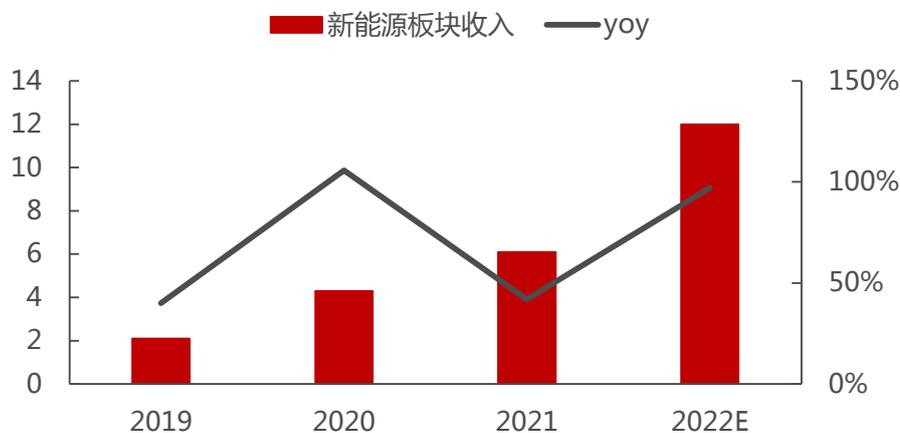
| | | | | | | |
|------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 户用光储 (GW) | 8.0 | 13.0 | 20.0 | 30.0 | 48.0 | 70.0 |
| 开关器件单位价值 (MW/万元) | 4.55 | 4.55 | 4.32 | 4.11 | 3.90 | 3.71 |
| 储能开关器件市场空间 (亿元) | 11.58 | 14.25 | 20.33 | 28.80 | 45.92 | 64.73 |
| 开关市场空间合计 (亿元) | 70.77 | 83.14 | 109.14 | 138.77 | 182.81 | 225.93 |

资料来源：CPIA，CWEA，CNESA，民生证券研究院测算

公司已具备完整解决方案，有望受益于风光储等需求快速增长。公司已经具备完整的光伏、风电、储能行业整体解决方案，并已绑定阳光、华为、金风等行业大客户，品牌认可度高。2021年公司新能源板块实现营业收入6.1亿元(YOY+42%)，有望同时享受行业需求高涨与国产替代双重逻辑，未来新能源相关业务有望超越行业平均增速，维持高速增长。

- 1) 光伏：具备组串式光伏方案提供能力，光伏逆变器等产品市占率领先，客户包括阳光、华为等。
- 2) 风电：提供双馈型风电、全功率型风电两种解决方案，客户包括金风、维谛、禾望等。
- 3) 储能：可为电池侧直流系统、储能变流器、箱式变压器提供一体化解决方案，客户包括宁德时代、科华、阳光等。

图 6：2019-2022E 良信新能源（风光储）板块增长情况（亿元）



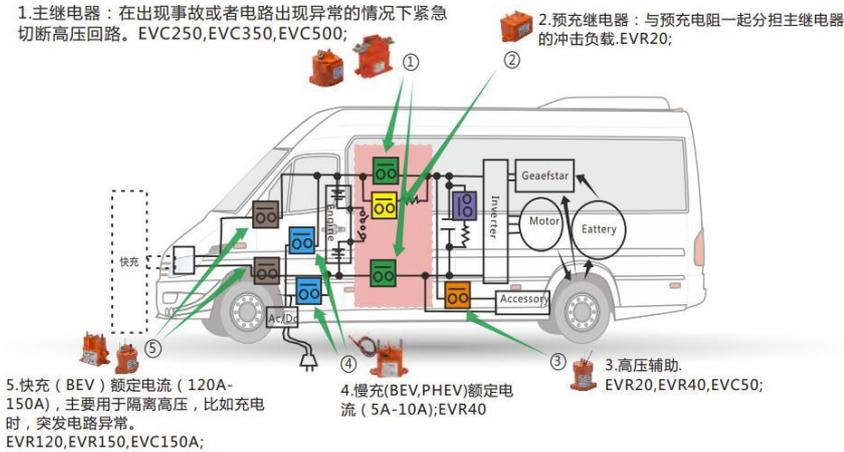
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

1.2 新能源车销量持续高增，公司相关业务有望快速增长

高压直流继电器是新能源汽车的核心部件，平均单车用量约为 5-8 个。高压直流继电器用于高电压环境下，控制电流为直流电，往往采用柔性制造技术。与传统汽车 12-48V 主电路电压相比，新能源汽车的主电路电压一般大于 200V，电动大巴可大于 750V，电路切断难度大幅提升，需采用高压直流继电器。平均而言，每台新能源汽车需配备 5-8 只高压直流继电器，包括 2 个主继电器、1 个预充继电器、2 个快速充电继电器、2 个普通充电继电器和 1 个高压系统辅助设备继电器。

器。根据车型及动力系统的差异，在汽车上使用的数量及规模也存在较大不同。

图 7：电动车继电器应用情况



资料来源：Ebusbar 官网，民生证券研究院

2022 年高压直流继电器市场空间超百亿元，未来仍有望维持较快增长。未来新能源汽车销量仍有望保持高涨态势，高压直流继电器作为重要部件将受益。考虑到未来高电压平台推广带来的高压直流继电器单车价值量提升，根据我们的测算，2022/23/24/25 年高压直流继电器市场规模分别达 115/180/275/390 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 50%，未来几年高压直流继电器市场规模维持高速增长。

表 2：新能源车用高压直流继电器需求测算

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新能源汽车销量（万辆） | 286 | 650 | 1000 | 1500 | 2200 | 3000 |
| YoY | 29% | 127% | 48% | 50% | 47% | 36% |
| 单车价值量（元/辆） | 1200 | 1200 | 1150 | 1200 | 1250 | 1300 |
| 市场规模（亿元） | 34 | 78 | 115 | 180 | 275 | 390 |
| YoY | - | 129% | 47% | 57% | 53% | 42% |

资料来源：GGII，民生证券研究院测算

汽车电动化趋势驱动充电桩刚需抬升，2025 年我国充电桩约达 400 万个。新能源汽车渗透率快速提升，充电桩作为电动汽车刚需产品需求持续高涨。2015-2021 年，我国充电桩数量快速提升、车桩比持续下降，但 2021 年车桩比（3：1）相较于 1：1 较合理的车桩比仍具备较大的提升空间。未来来看，随新能源车销量持续高速增长以及车桩比提升，充电桩增速有望超越新能源汽车增速，至 2025 年我国充电桩数量有望达 400 万个。

表 3：2020-2025 年国内充电桩数量测算

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 新能源车销量（万辆） | 137 | 352 | 550 | 688 | 859 | 1074 |
| YOY | | 157% | 56% | 25% | 25% | 25% |
| 车桩比 | 3 | 3 | 3 | 2.9 | 2.8 | 2.7 |
| 充电桩数量（万个） | 46 | 117 | 183 | 237 | 307 | 398 |
| YOY | | 157% | 56% | 29% | 29% | 30% |

| | | | | | | |
|--------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 直流充电桩占比 (%) | 40% | 40% | 42% | 44% | 46% | 48% |
| 直流充电桩数量 (万个) | 18 | 47 | 77 | 104 | 141 | 191 |
| 交流充电桩占比 (%) | 60% | 60% | 58% | 56% | 54% | 52% |
| 交流充电桩数量 (万个) | 27 | 70 | 106 | 133 | 166 | 207 |

资料来源：GGII，民生证券研究院测算

2025 年国内充电桩市场对低压电器需求规模约 80 亿元。一般而言，直流充电桩（假设为 120KW）多用于快充场景，所需低压电器包括塑壳断路器、交流接触器、直流接触器、微型断路器（防雷、弱电）、浪涌保护器，一般单桩用量 5 台，直流充电桩所单桩所需低压电器价值量为 3000 元/个（不考虑与直流充电桩相匹配的配电箱&配电室低压电器需求）。交流充电桩（假设为 7KW）多用于家庭慢充场景，所需低压电器类型包括交流接触器、微型断路器（漏电、防雷）、浪涌保护器，一般单桩用量 4 台，交流充电桩所需低压电器价值量为 2500 元/个。据我们测算，**2025 年国内充电桩对低压电器的需求合计约 80 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 12%。**

表 4：2020-2025 年国内充电桩所需低压电器情况

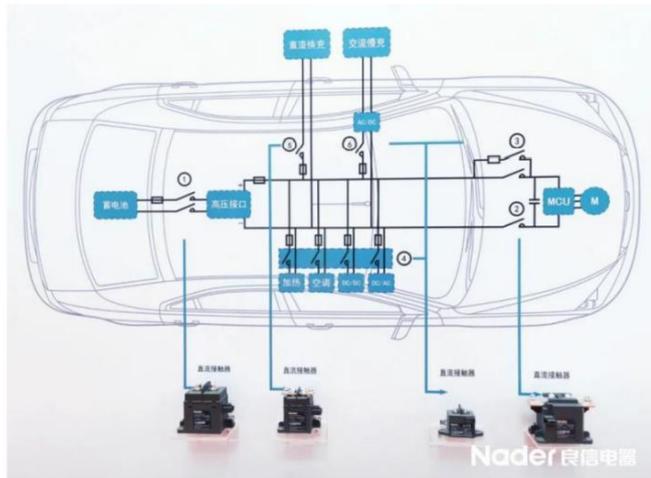
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 直流充电桩数量 (万个) | 18 | 47 | 77 | 104 | 141 | 191 |
| 单桩低压电器价值量(元) | 3000 | 3000 | 2700 | 2430 | 2187 | 1968.3 |
| 交流充电桩数量 (万个) | 27 | 70 | 106 | 133 | 166 | 207 |
| 单桩低压电器价值量(元) | 2500 | 2500 | 2375 | 2256 | 2143 | 2036 |
| 市场规模合计 (亿元) | 12.15 | 31.60 | 45.97 | 55.28 | 66.42 | 79.75 |

资料来源：GGII，民生证券研究院测算

公司在新能源车领域形成多元化系统解决方案，并已突破多个标杆客户。

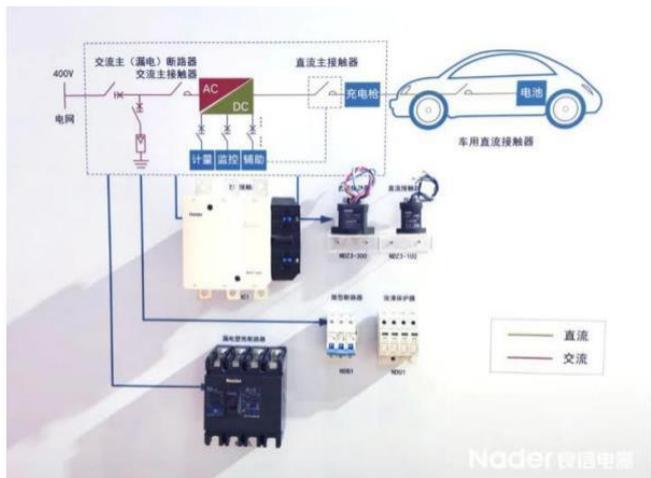
- **高压直流继电器**：公司已成功研发出 NDZ3T 及 NDZ3AT 系列陶瓷密封直流接触器产品，可为小型车（114V）、乘用车（500V）、商用车（750V）及重卡（1000V）等提供高压直流继电器完整解决方案，目前正大力开拓与众多车企的合作关系。
- **充电桩**：公司深耕充电桩多年，可根据不同充电方式的特点提供全面的充电桩系统解决方案，产品具备极端环境适应能力，并与国家电网、特来电、星星充电、比亚迪等代表企业长期合作，在北京大兴机场、京沪高速充电站、上海浦东机场充电站、比亚迪环形充电塔等项目中均已有相关产品在可靠运行。

图 8：良信新能源车载电器系统解决方案



资料来源：良信股份官网，民生证券研究院

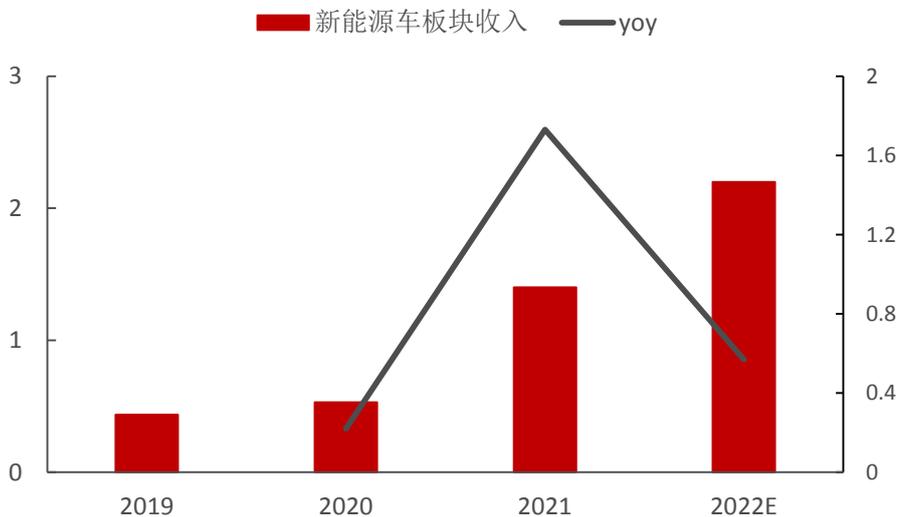
图 9：良信新能源车充电桩系统解决方案



资料来源：良信股份官网，民生证券研究院

公司新能源车业务高速增长。公司产品已通过多家乘用车、商用车客户产品测试，部分客户已批量供应，已与奇瑞、零跑、威马、小康、上汽、比亚迪、宇通、中车、安凯等客户达成合作关系，公司新能源车业务进入放量高速增长阶段，2021年新能源车板块实现营业收入 1.4 亿元（YOY+173%）。未来来看，**随新能源车销量持续高涨及公司已突破客户放量及新客户持续突破，公司新能源车业务有望维持高速增长。**

图 10：2019-2022E 良信新能源车板块增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2 地产有望受益稳增长，工建、公商建贡献新增量

2.1 地产行业有望受益稳增长，龙头集中度将进一步提升

5月政策力度显著加强，地产行业有望受益稳增长。22年5月以来，中央及地方层面地产行业政策支持力度显著提高。中央层面，提出下调首套房的房贷利率下限、调降5年期LPR等政策；地方层面，多地因城施策，提出降低首付比例、降低房贷利率等多重政策。

表5：地产行业部分支持政策

| | 时间 | 主要内容 |
|----------|------|---|
| 中央政治局会议 | 4/29 | 因城施策、支持刚改需求，优化预售资金监管 |
| 深交所 | 5/4 | 支持房地产企业合理融资需求，支持房企正常融资活动，允许优质房企进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目，促进房地产行业平稳健康发展 |
| 上交所 | 5/4 | 要继续做好服务实体企业发展工作，服务好民营房地产企业的合理融资需求 |
| 中共中央、国务院 | 5/6 | 到2025年县城城镇化建设取得重要进展 |
| 央行 | 5/15 | 下调首套房贷利率下限为LPR-20BP |
| 央行 | 5/20 | 5年期以上LPR由4.6%下调15BP至4.45% |
| 国常会 | 5/23 | 因城施策支持刚性和改善性住房需求 |
| 武汉 | 6/21 | 本市户籍居民家庭在全市限购区域已有2套住房的，可新增购买一套住房 |
| 合肥 | 6/24 | 户籍登记在市区的集体户、投靠亲友家庭户籍，与市区户籍家庭具有相同购房资格。限购资格查询时，非限购区域住房不再计为家庭住房套数，刚需资格认定标准不变 |

资料来源：政府官网，上交所，深交所，民生证券研究院

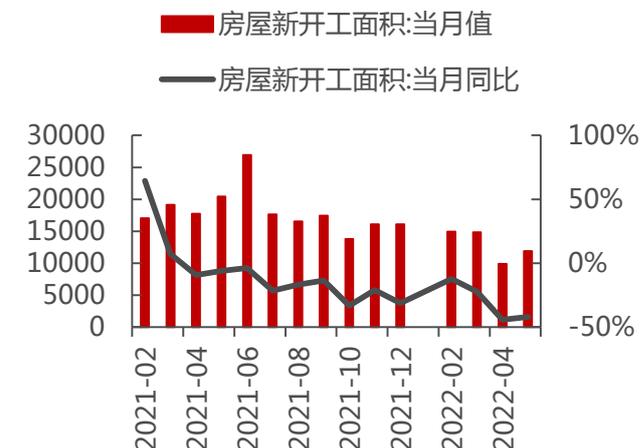
政策效果逐渐显现，地产销售端初现改善迹象。22年5月，全国房地产土地购置面积为622.84万平方米，环比提升45.85%，土地市场热度较4月显著回升；全国房地产新开工面积为11889.06万平方米，环比提升2.34%，房地产新开工情况环比也已有所改善。未来来看，随中央、地方层面多重利好政策加码，稳增长需求推动下，地产行业有望尽快回暖。

图11：2021-2022年房地产土地购置面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

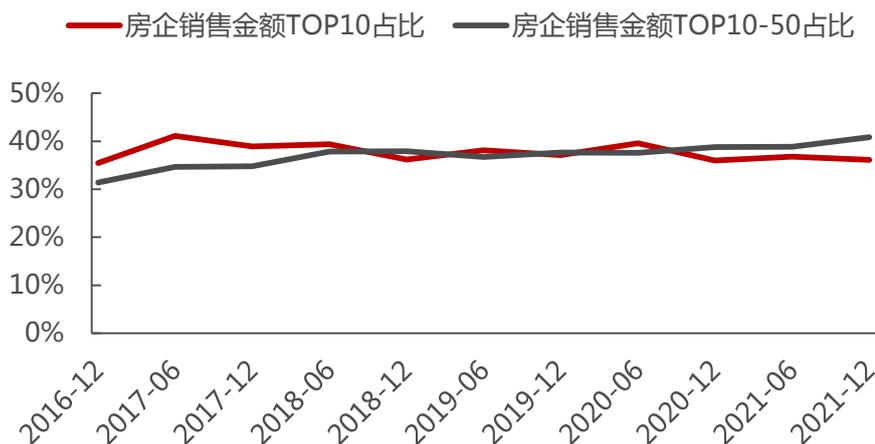
图12：2021-2022年房屋新开工面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

公司定位优质龙头客户，有望受益于地产回暖及行业格局优化。地产行业回暖后，龙头企业有望凭借资金等多重优势，在行业的未来发展中占绝更大的市场份额。良信地产行业的客户主要集中在 TOP10 的龙头企业，在华润、中海等客户的供应份额也在不断上升。借助绑定优质龙头客户，公司低压电器在地产行业内市场份额持续提升，业务有望实现稳健增长。

图 13：主要房企销售金额 TOP10 占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 工建、公商建市场份额提升，有望贡献业绩新增量

工建、公商建两大领域对低压电器的需求不断提升。

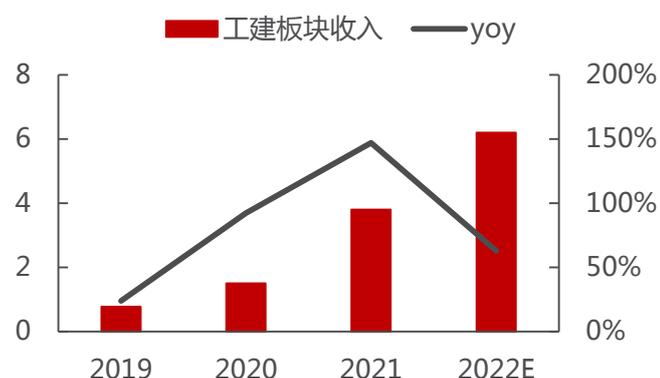
- 1) 工建方面**，下游以化工、冶金等流程型行业为主，化工等行业集群项目，冶金等行业结构性优化调整、区域战略性转移等机会将对低压电器产生新需求，工建领域对低压电器的市场需求广阔。
- 2) 公商建方面**，医疗需求提升驱动医院数量增长、高校建设对供电系统智能化的刚性需求提升、酒店户内终端等智能化需求提升、城市基础设施建设行业逐渐市场化等，公商建对低压电器需求有望持续提升。

公司在工建、公商建领域已突破多个标杆客户。区别于传统地产行业，工业建筑、公商建筑的客户对产品可靠性等性能要求极高，此前的市场份额主要被施耐德、ABB 等外资龙头企业所垄断，经过多年的正向研发，公司产品性能与高端外资品牌的差异已加速收敛，且不断进行品牌建设。目前良信股份已为化工、钢铁、造纸等八个工建行业以及医院、学校、商业综合体、酒店、体育馆等公商建行业提供完整解决方案，并已为国家鸟巢体育馆、武汉大学、永祥多晶硅项目等工建、公商建客户提供高性价比、智能化的解决方案。

公司在工建、公商建领域的市场份额快速提升，未来有望维持较高增速。2021 年公司在工建、公商建两大新领域分别实现营业收入 3.8 亿元 (YOY+147%)、3.0 亿元 (YOY+116%)，公司定点客户获得突破之后，市场份额快速提升。根据《中国低压电器白皮书-2021》(格物致胜)，2020 年国内低压电器建筑领域(不

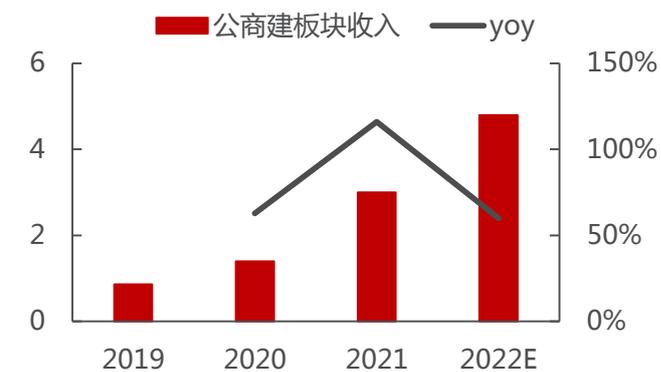
含民用建筑)对低压电器的需求规模超 200 亿元,公司虽然已打破工建、公商建两大领域外资龙头垄断的局面,但目前公司在工建、公商建的市场份额仍较低,随公司已突破客户的标杆效应及公司解决方案的高性价比等优势,公司未来成长空间广阔,有望维持较高增速。

图 14 : 2019-2022E 良信工建板块增长情况 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图 15 : 2019-2022E 良信公商建板块增长情况 (亿元)



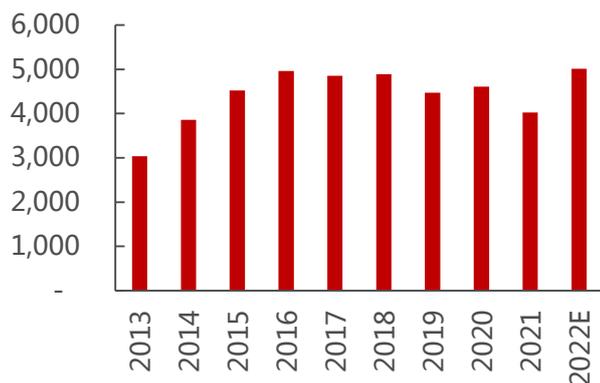
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3 前瞻布局智能配电系统，有望受益行业需求提升

3.1 电网投资规模显著提升，配网智能化改造为核心环节

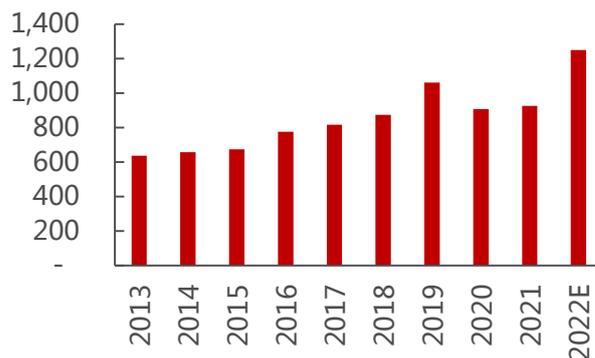
两网“十四五”电网计划投资规模增幅较大，配网智能化改造为重点投资环节。 新能源发电量占比提升、用电负荷结构变化等因素将导致电网结构复杂性大幅提高，推动以新能源为主体的新型电力系统建设需求显著提升。**国家电网方面**，2022年电网计划投资达 5012 亿元，为国家电网年度电网投资计划首次突破 5000 亿元，创历史新高，同比增长 8.84%。**南方电网方面**，“十四五”期间，南网规划投资约 6700 亿元，较“十三五”增加 51%；2022 年电网计划投资达 1250 亿元，超出往年两成。我国配电网目前在故障识别隔离、数据采集、自动化、智能化水平等方面仍存在较大提升空间，“十四五”期间配网侧投资占比有望提升至 60% 以上，“十四五”规划投资将向配网侧倾斜。

图 16：国家电网投资额（单位：亿元）



资料来源：国家电网，民生证券研究院

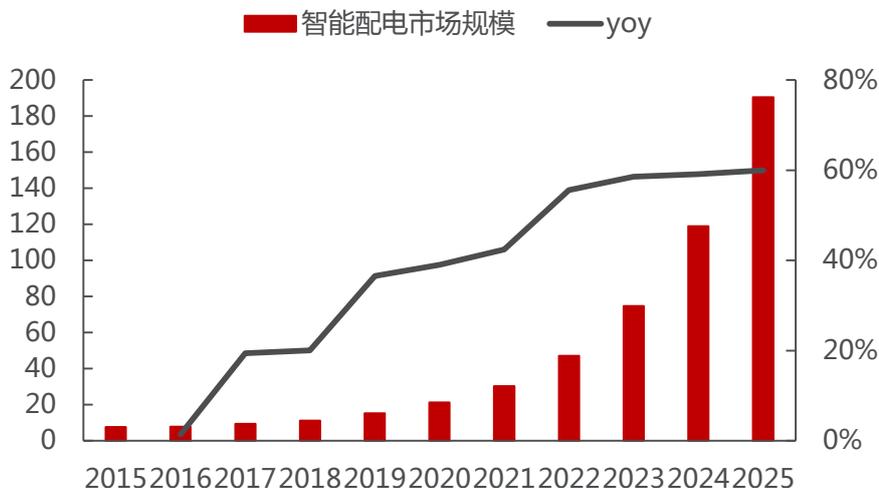
图 17：南方电网投资额（单位：亿元）



资料来源：南方电网，民生证券研究院

智能配电产品需求持续提升。 随配网智能化改造加速，下游客户对智能配电网产品的需求不断提升，配电智能化产品要求高可靠性、模块化、智能化、操作方便、低成本、少维护等，技术壁垒高，对厂商综合能力要求较高。根据《中国低压电器白皮书-2021》（格物致胜），2020 年中国智能配电市场规模达 21 亿元，2025 年有望增至 190 亿元，智能配电产品需求未来几年有望维持高速增长。

图 18 : 2015-2025E 智能配电整体市场概览



资料来源：《中国低压电器白皮书-2021》（格物致胜），民生证券研究院

3.2 公司前瞻布局智能配电产品，电网业务有望充分受益

公司已率先布局配电智能化产品。公司在电力物联网方面是行业标准的先行者，目前已率先布局智能云配电系统。良信智能云配电系统具备采集、监控、分析、预测、指导等多重功能，可通过底层良信智能配电元器件及智能传感器，采集项目配电线路状态、故障、电量、健康及环境等信息，使用边缘计算网关对数据处理，并运用多元通信技术进行上传，通过智能云配电 Web 端及 APP 软件数据分析，实现配电就地站控、本地、云端管理。

图 19 : 良信智能云配电平台

智能云配电平台展示

PLATFORM FUNCTION 平台功能

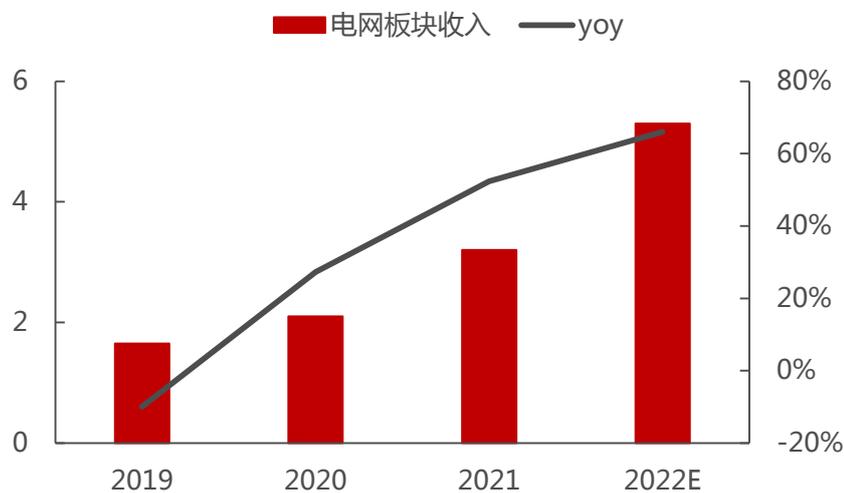
| 楼宇管理 | 能效管理 | 智能配电 | 故障管理 | 智能运维 |
|--|--|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 集控界面 信息汇总 系统管理 地址搜索 | <ul style="list-style-type: none"> 实时能耗 能效对比 质量分析 规划报表 | <ul style="list-style-type: none"> 状态信息 参数配置 远程操作 台帐管理 | <ul style="list-style-type: none"> 故障预警 报警定位 健康分析 自动生成 | <ul style="list-style-type: none"> 智能巡检 闭环工单 分级维护 专家诊断 |

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司现有客户资源优质，有望充分受益于智能配电产品需求高涨。公司目前已与国电南自、国电南瑞、四方股份、许继电气等电力行业代表性客户达成密切合作关系，同时积极参与国网、南网集采招标，并参与国网示范项目的建设，在继保行业产品应用占比达 48%。2021 年电力行业整体投资有所下滑，受益于市场份额快速提升，公司 2021 年电网板块实现营业收入 3.2 亿元(YOY+52%)。未来来看，

随智能配电产品需求持续高涨，以及出于供应链安全的考虑下国产替代有望加速进行，公司有望享受行业需求&市场份额双重提升逻辑。

图 20：2019-2022E 良信电网板块增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4 智能制造提质增效，原材料成本压力已有所缓解

4.1 关键元件自制带来提质增效

关键零部件自制，有望提升产品品质与盈利能力。低压电器（断路器）一般由触头系统、灭弧系统、脱扣器、操作机构、绝缘件等关键部件构成。低压电器厂商除了核心部件、核心工艺需要进行内部化生产外，大部分关键部件采用专业化生产或委外生产的模式。公司目前产品制造环节中部分零部件自制率较低，公司此前主要通过在生产前期导入零部件供应商，向其采购其加工后的基础件的模式进行生产。加强零部件自制能力可进一步提高公司产品品质，提升公司产品在高端市场领域的竞争力。

图 21：良信营业成本构成



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：低压电器上游零部件企业盈利能力



资料来源：Wind，民生证券研究院

在公司产品的成本结构中，直接材料成本占比 80%左右，其中金属件、塑料件、电子元件为主要构成部分。通过对比公司上游主要供应商（新宏泰、洛凯股份等）近年来的盈利情况来看，**提高关键元件的自制率，也有望提升公司产品的毛利率水平。**

4.2 海盐 4.0 基地投产在即，公司智能制造能力加速提升

海盐基地打造纵向一体化能力，助力公司加速降本。良信海盐 4.0 智能制造基地是公司向产业链上游延伸、完善产业链布局、提质增效的重要战略举措，投产后将进一步提升公司的研发制造水平、成本控制能力、产品交付能力和盈利能力，有效支撑公司中长期发展规划。海盐 4.0 智能制造基地占地面积约 206 亩，规划年产值 100 亿元。未来将覆盖模具、冲压、注塑、电镀、焊接、电子、装配、仓储物流等智能低压电器全产业链，以工业互联为基础，建立智能化工厂、智能化物流、智能化生产及智能化供应链体系。

图 23：良信海盐 4.0 智能制造基地


资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 24：良信海盐 4.0 智能制造基地规划情况


资料来源：公司官网，民生证券研究院

良信海盐基地打造数字化未来工厂。作为浙江省“未来工厂”试点，良信海盐 4.0 智能制造基地的落成将促进公司生产制造全面进入规模化和数字化时代，以行业标杆作为打造方向，以数字工厂智能制造能力全面赋能各行业数字化需求。从采购基础材料到加工工业，再到解决特殊需求的高端制造，推动企业转变为互联化、智能化和灵活的自动化，提升生产率和效率、灵活性、响应能力及产品上市速度，从而满足客户个性化、定制化需求。根据初步测算，海盐 4.0 智能制造基地投产后有望实现人均产值提升 30%，交货期缩短 35%，产品质量提升 20%。

非公开发行获批，助力海盐 4.0 智能制造基地建设。海盐项目规划投资约 23.85 亿元，拟通过非公司发行募集资金投入 13.3 亿元，2021 年 7 月公司发布了非公开发行预案并于 2022 年 3 月 1 日取得核准批文。到 2020 年末，公司海盐 4.0 智能制造基地累计投资额已达到 7.93 亿元，项目进度达到 33.25%。

表 6：良信智能型低压电器研发及制造基地项目（单位：万元）

| 序号 | 项目名称 | 实施主体 | 投资总额 | 拟投入募集资金 |
|----|------------------|--------------|---------|---------|
| 1 | 智能型低压电器研发及制造基地项目 | 良信电器（海盐）有限公司 | 238,467 | 133,000 |
| 2 | 补充流动资金 | - | 25,000 | 25,000 |
| 合计 | | | 263,467 | 158,000 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

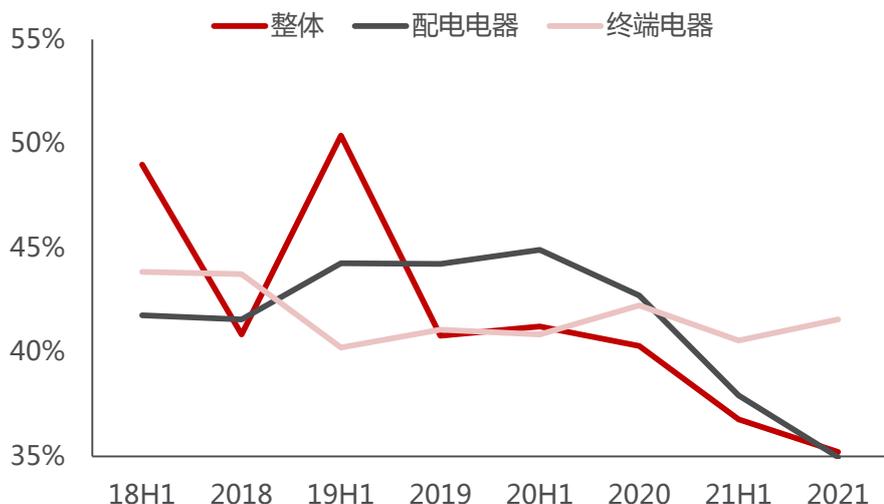
2022 年 1 月，良信海盐 4.0 智能制造基地一期厂房正式投运，并开始为上海公司提供部分关键零部件生产，22Q1 产值达到 6,650 万元。二期厂房也在稳步推进，到 2022 年 5 月已完成主体施工，预计将在 2022 年 9 月完成竣工验收。

4.3 大宗材料价格有所下降，成本端压力已开始逐步缓解

大宗材料价格大幅上涨，过去两年公司盈利能力持续承压。公司原材料主要是为生产而采购的零部件，包括金属件、塑料件、电子元件等，这些零部件的基础原

材料为铜、银、钢、工程塑料等大宗原材料。根据公司及同行可比公司过往成本拆分来看,上述四大原材料在占产品总成本的比重在 40%-50%之间。2020 年疫情之后,在全球经济复苏和通货膨胀的影响下,叠加部分大宗材料供需错配,铜、银、钢、工程塑料等大宗原材料价格大幅上涨,对公司零部件的成本和价格产生影响。尽管公司通过锁定部分上游材料及内部挖潜压减制造费用等措施积极降本,但相较于材料的快速涨幅仍无法完全覆盖。自 2020 年中以来,公司的整体毛利率及主要产品的毛利率呈现大幅下降趋势并一直延续到 2021 年底。

图 25：公司产品毛利率水平受大宗原材料影响较大

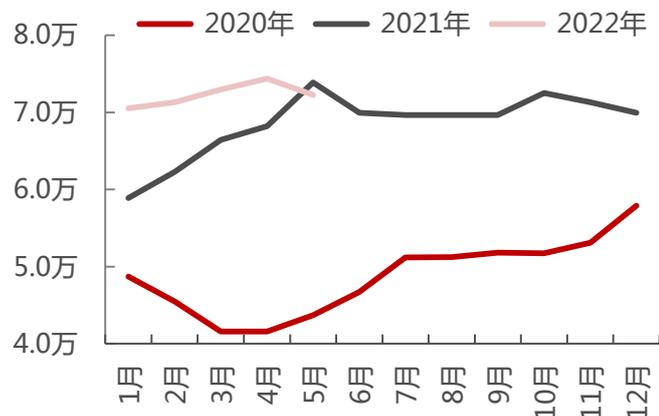


资料来源：Wind，民生证券研究院

近期大宗原材料价格已初步回落，公司成本端压力有望在 22H2 有所缓解。

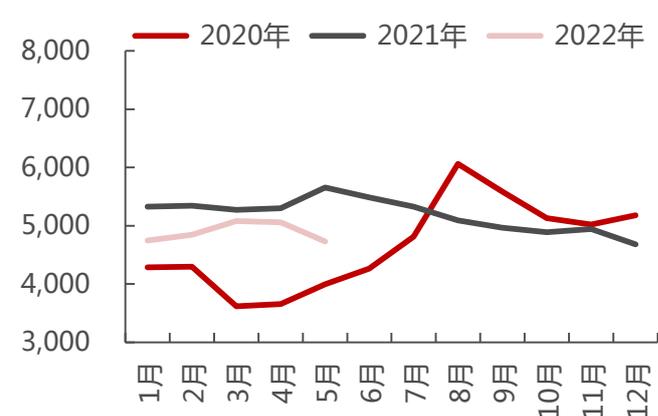
2022 年上半年情况来看,主要原材料的价格仍维持在高位,但 5 月份均出现现下滑趋势。以铜为例,2022 年 5 月的价格为 7.23 万元,同比/环比分别下降 2.15Pcts 和 2.80Pcts。从当前宏观经济走势及公司历史成本数据研判,成本端压力有望在下半年略有缓解。同时,海盐智能制造基地陆续进入投产阶段,也将缓解公司的成本压力。

图 26：月度铜材价格变化（单位：元/吨）



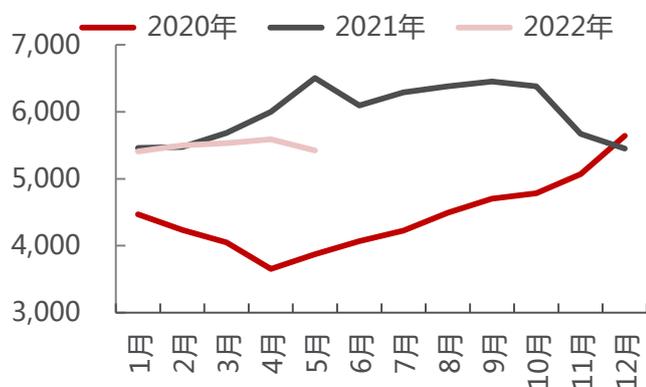
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：月度白银价格变化（单位：元/kg）



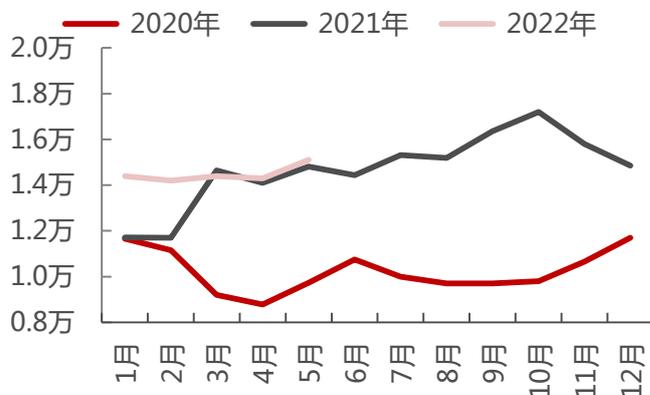
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：月度钢材价格变化（单位：元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：月度己内酰胺价格变化（单位：元/kg）



资料来源：Wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 52.52 亿元、70.44 亿元、95.59 亿元，同比增速分别为 30%、34%、36%。分板块来看：

1) 配电电器板块：“十四五”期间电网投资规模较“十三五”期间大幅提升，且投资重点向配网侧倾斜，公司配电电器有望受益，预计 2022-2024 年营业收入分别为 29.57 亿元、43.17 亿元、63.02 亿元，同比增速分别为 44%、46%、46%；

2) 终端电器板块：商住、写字楼等领域对终端电器仍有一定需求，预计 2022-2024 年营业收入分别为 15.69 亿元、18.20 亿元、21.11 亿元，同比增速分别为 14%、16%、16%；

3) 控制电器板块：冶金、石化、矿山等领域对控制电器需求仍有望持续提升，预计 2022-2024 年营业收入分别为 4.13 亿元、4.71 亿元、5.37 亿元，同比增速为 11%、14%、14%；

4) 电工产品板块：新建、更新改造等场景下的公用、民用建筑对室内低压用电产品通断开关仍存在一定需求，预计 2022-2024 年营业收入分别为 3.00 亿元、4.20 亿元、5.88 亿元，同比增速分别为 40%、40%、40%。

盈利能力方面，毛利率拐点初现。受大宗商品涨价等因素影响，21 年公司毛利率同比有所下滑，22Q1 公司通过加强大 B 端客户的供应链管理来应对成本压力，毛利率实现环比提升，从 2022 年的大宗商品走势来看年内有望下行，成本端的压力将随规模效应和海盐基地投产而逐步缓解。**我们预计 2022-2024 年公司的毛利率分别为 36.10%、37.27%、37.99%，净利率分别为 10.81%、11.45%、12.17%，公司盈利能力有望持续改善。**

费用投入方面，已基本匹配公司未来发展需求。当前公司的研发人员和营销人员配置，已基本匹配公司未来 2-3 年的发展战略落地需求，短期费用投入将不会有大幅增加，费用率水平有望在未来两到三年内逐步下降。随着公司费用管控、供应链优化等多方面措施积极生效，未来盈利能力有望回升至合理水平。公司对费用端进行积极管控，销售、管理、研发费用率均有改善，22Q1 公司净利率环比大幅提升。

表 7：公司分板块收入预测（单位：百万元）

| | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 合计 | 1,574 | 2,039 | 3,017 | 4,027 | 5,252 | 7,044 | 9,559 |
| YoY | | 30% | 48% | 34% | 30% | 34% | 36% |
| 毛利率 | 40.84% | 40.78% | 40.30% | 35.21% | 36.10% | 37.27% | 37.99% |
| 配电电器 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |

| | | | | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入 | 699 | 914 | 1,427 | 2,053 | 2,957 | 4,317 | 6,302 |
| YoY | | 31% | 56% | 44% | 44% | 46% | 46% |
| 毛利率 | 41.56% | 44.23% | 42.72% | 34.96% | 36.00% | 37.00% | 38.00% |
| 终端电器 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 收入 | 727 | 900 | 1,200 | 1,376 | 1,569 | 1,820 | 2,111 |
| YoY | | 24% | 33% | 15% | 14% | 16% | 16% |
| 毛利率 | 43.74% | 41.08% | 42.24% | 41.56% | 42.50% | 44.00% | 45.00% |
| 控制电器 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 收入 | 102 | 133 | 234 | 372 | 413 | 471 | 537 |
| YoY | | 30% | 76% | 59% | 11% | 14% | 14% |
| 毛利率 | 22.45% | 26.17% | 24.87% | 21.99% | 23.00% | 25.00% | 25.00% |
| 电工产品 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 收入 | | 85 | 146 | 214 | 300 | 420 | 588 |
| YoY | | | 72% | 47% | 40% | 40% | 40% |
| 毛利率 | | 21.97% | 24.50% | 18.83% | 21.00% | 24.00% | 24.00% |
| 其他 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 收入 | 45 | 7 | 9 | 11 | 14 | 17 | 21 |
| YoY | | -84% | 30% | 24% | 20% | 25% | 25% |
| 毛利率 | 24.43% | 58.46% | 57.22% | 52.40% | 52.00% | 55.00% | 55.00% |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析及投资建议

公司长期专注于低压电器高端市场的产品研发、生产和销售，坚持智能化高端低压电气系统解决方案专家的行业定位。我们选取上市公司中与公司行业属性、产品类型、业务情况类似的已介入低压电器领域的继电器龙头宏发股份、开关插座行业龙头公牛集团作为公司的参考标的。

表 8：可比公司 PE 数据对比

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 2021-2023 年归母 CAGR |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|--------------------------|
| | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E | |
| 603195.SH | 公牛集团 | 152.91 | 4.62 | 5.32 | 6.18 | 33 | 29 | 25 | 16% |
| 600885.SH | 宏发股份 | 41.85 | 1.43 | 1.87 | 2.45 | 29 | 22 | 17 | 31% |
| | 可比公司均值 | | | | | 31 | 26 | 21 | |
| 002706.SZ | 良信股份 | 16.53 | 0.41 | 0.56 | 0.79 | 40 | 30 | 21 | 39% |

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：公牛集团数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 6 月 30 日

投资建议：我们预计公司 22-24 年营收分别为 52.52、70.44、95.59 亿元，增速分别为 30.4%、34.1%、35.7%；归母净利润分别为 5.68、8.06、11.63 亿元，增速分别为 35.6%、41.9%、44.4%。公司为低压电器高端市场龙头，下游多个领域增长强劲，盈利能力有望提升。2022 年 6 月 30 日收盘价对应公司 22 年 30XPE，可比公司 22 年 PE 均值为 26X，公司 22-24 年成长性更佳，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 原材料价格大幅上涨,影响公司盈利能力的风险。公司主要原材料占公司生产成本的比重较大,原材料价格的大幅波动可能对公司的经营造成影响。

2) 疫情反复超预期的风险。公司作为制造业企业,生产、运输等环节会受到疫情的影响,虽然公司会积极采取措施保障正常生产经营,但若疫情若反复超预期,会对公司下游客户的需求以及公司的生产、运输等产生不利影响。

3) 新客户开发或主流客户导入不及预期的风险。公司积极开发导入优质客户供应链,但存在客户开发不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|------------|-------------|
| 营业总收入 | 4027 | 5252 | 7044 | 9559 |
| 营业成本 | 2609 | 3356 | 4419 | 5928 |
| 营业税金及附加 | 17 | 32 | 42 | 57 |
| 销售费用 | 412 | 525 | 704 | 953 |
| 管理费用 | 169 | 210 | 282 | 378 |
| 研发费用 | 328 | 473 | 669 | 908 |
| EBIT | 437 | 657 | 928 | 1336 |
| 财务费用 | 12 | 11 | -6 | -8 |
| 资产减值损失 | -11 | -1 | -1 | -1 |
| 投资收益 | 0 | -3 | -4 | 1 |
| 营业利润 | 425 | 660 | 948 | 1368 |
| 营业外收支 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 447 | 660 | 948 | 1368 |
| 所得税 | 29 | 92 | 142 | 205 |
| 净利润 | 419 | 568 | 806 | 1163 |
| 归属于母公司净利润 | 419 | 568 | 806 | 1163 |
| EBITDA | 543 | 767 | 1056 | 1483 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2023E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金 | 615 | 1238 | 1503 | 2081 |
| 应收账款及票据 | 663 | 898 | 1197 | 1618 |
| 预付款项 | 8 | 10 | 13 | 18 |
| 存货 | 508 | 644 | 847 | 1137 |
| 其他流动资产 | 710 | 904 | 1220 | 1657 |
| 流动资产合计 | 2504 | 3693 | 4781 | 6509 |
| 长期股权投资 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 固定资产 | 712 | 848 | 989 | 1130 |
| 无形资产 | 160 | 170 | 180 | 190 |
| 非流动资产合计 | 1915 | 2205 | 2477 | 2730 |
| 资产合计 | 4419 | 5898 | 7258 | 9239 |
| 短期借款 | 189 | 239 | 289 | 339 |
| 应付账款及票据 | 1298 | 1747 | 2300 | 3086 |
| 其他流动负债 | 355 | 505 | 698 | 1030 |
| 流动负债合计 | 1841 | 2490 | 3287 | 4454 |
| 长期借款 | 327 | 327 | 327 | 327 |
| 其他长期负债 | 45 | 506 | 506 | 506 |
| 非流动负债合计 | 371 | 833 | 833 | 833 |
| 负债合计 | 2213 | 3323 | 4119 | 5286 |
| 股本 | 1019 | 1019 | 1019 | 1019 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 2206 | 2575 | 3139 | 3953 |
| 负债和股东权益合计 | 4419 | 5898 | 7258 | 9239 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 33.50 | 30.42 | 34.12 | 35.70 |
| EBIT 增长率 | 5.07 | 50.26 | 41.32 | 43.92 |
| 净利润增长率 | 11.47 | 35.61 | 41.94 | 44.37 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 35.21 | 36.10 | 37.27 | 37.99 |
| 净利润率 | 10.39 | 10.81 | 11.44 | 12.17 |
| 总资产收益率 ROA | 9.47 | 9.62 | 11.10 | 12.59 |
| 净资产收益率 ROE | 18.97 | 22.04 | 25.66 | 29.42 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.36 | 1.48 | 1.45 | 1.46 |
| 速动比率 | 1.08 | 1.22 | 1.19 | 1.20 |
| 现金比率 | 0.33 | 0.50 | 0.46 | 0.47 |
| 资产负债率 (%) | 50.07 | 56.34 | 56.75 | 57.21 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 48.71 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 存货周转天数 | 71.01 | 70.00 | 70.00 | 70.00 |
| 总资产周转率 | 0.91 | 0.89 | 0.97 | 1.03 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.41 | 0.56 | 0.79 | 1.14 |
| 每股净资产 | 2.16 | 2.53 | 3.08 | 3.88 |
| 每股经营现金流 | 0.37 | 0.89 | 0.87 | 1.28 |
| 每股股利 | 0.30 | 0.19 | 0.24 | 0.34 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 40 | 30 | 21 | 14 |
| PB | 7.6 | 6.5 | 5.4 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 31.35 | 21.44 | 15.36 | 10.58 |
| 股息收益率 (%) | 1.79 | 1.16 | 1.41 | 2.04 |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 419 | 568 | 806 | 1163 |
| 折旧和摊销 | 105 | 110 | 128 | 147 |
| 营运资金变动 | -212 | 63 | -47 | -3 |
| 经营活动现金流 | 382 | 909 | 883 | 1300 |
| 资本开支 | -590 | -379 | -377 | -377 |
| 投资 | 0 | -7 | -7 | -7 |
| 投资活动现金流 | -541 | -414 | -413 | -408 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 563 | 50 | 50 | 50 |
| 筹资活动现金流 | 205 | 127 | -205 | -315 |
| 现金净流量 | 44 | 622 | 265 | 578 |

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1：集中式光伏电站典型方案示意图..... | 3 |
| 图 2：组串式光伏电站典型方案示意图..... | 3 |
| 图 3：分布式光伏电站典型方案示意图..... | 4 |
| 图 4：风电典型方案示意图（全功率变流器）..... | 4 |
| 图 5：储能典型方案示意图..... | 5 |
| 图 6：2019-2022E 良信新能源（风光储）板块增长情况（亿元）..... | 6 |
| 图 7：电动车继电器应用情况..... | 7 |
| 图 8：良信新能源车载电器系统解决方案..... | 9 |
| 图 9：良信新能源车充电桩系统解决方案..... | 9 |
| 图 10：2019-2022E 良信新能源车板块增长情况（亿元）..... | 9 |
| 图 11：2021-2022 年房地产土地购置面积（万平方米）..... | 10 |
| 图 12：2021-2022 年房屋新开工面积（万平方米）..... | 10 |
| 图 13：主要房企销售金额 TOP10 占比..... | 11 |
| 图 14：2019-2022E 良信工建板块增长情况（亿元）..... | 12 |
| 图 15：2019-2022E 良信公商建板块增长情况（亿元）..... | 12 |
| 图 16：国家电网投资额（单位：亿元）..... | 13 |
| 图 17：南方电网投资额（单位：亿元）..... | 13 |
| 图 18：2015-2025E 智能配电整体市场概览..... | 14 |
| 图 19：良信智能云配电平台..... | 14 |
| 图 20：2019-2022E 良信电网板块增长情况（亿元）..... | 15 |
| 图 21：良信营业成本构成..... | 16 |
| 图 22：低压电器上游零部件企业盈利能力..... | 16 |
| 图 23：良信海盐 4.0 智能制造基地..... | 17 |
| 图 24：良信海盐 4.0 智能制造基地规划情况..... | 17 |
| 图 25：公司产品毛利率水平受大宗原材料影响较大..... | 18 |
| 图 26：月度铜材价格变化（单位：元/吨）..... | 18 |
| 图 27：月度白银价格变化（单位：元/kg）..... | 18 |
| 图 28：月度钢材价格变化（单位：元/吨）..... | 19 |
| 图 29：月度己内酰胺价格变化（单位：元/kg）..... | 19 |

表格目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标..... | 1 |
| 表 1：2020-2025 年风光储低压电器市场空间测算..... | 5 |
| 表 2：新能源车用高压直流继电器需求测算..... | 7 |
| 表 3：2020-2025 年国内充电桩数量测算..... | 7 |
| 表 4：2020-2025 年国内充电桩所需低压电器情况..... | 8 |
| 表 5：地产行业部分支持政策..... | 10 |
| 表 6：良信智能型低压电器研发及制造基地项目（单位：万元）..... | 17 |
| 表 7：公司分板块收入预测（单位：百万元）..... | 20 |
| 表 8：可比公司 PE 数据对比..... | 21 |
| 公司财务报表数据预测汇总..... | 23 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001