中国平安 金融·科技
平安证券 PING AN SECURITIES

电力设备
2020 年 04 月 01 日

良信电器 (002706)

产品制造、试验能力行业领先，向全球低压电器领先企业迈进

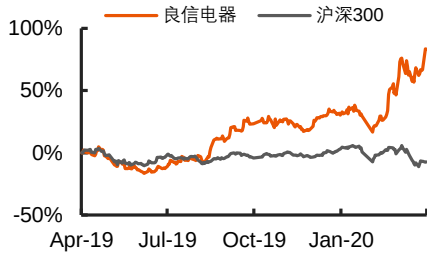
推荐（维持）

现价：11.82 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/10.39%
实际控制人	陈平
总股本(百万股)	785
流通 A 股(百万股)	588
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	92.79
流通 A 股市值(亿元)	69.54
每股净资产(元)	2.3
资产负债率(%)	22.5

行情走势图



相关研究报告

《良信电器*002706*“迈 20”目标完成，公司进入快速发展新阶段》 2020-03-29
《良信电器*002706*从驰援雷神山看医疗设施投资对公司业绩的拉动》 2020-02-27

证券分析师

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

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

公司于3月31日举办云直播活动，通过网上直播方式展示了公司的自动化生产车间和获得全球顶级认证的试验室。我们认为，公司在本次云直播中介绍的地产行业高端项目案例、全自动的产品制造产线和行业顶级的检测中心，均体现了公司成长为全球领先的低压电器企业的潜力。

平安观点：

- **与龙头房企战略合作多年，高端项目案例彰显公司实力：**公司是万科、碧桂园等多家龙头房企的战略供应商，与万科有 13 年的合作历史，在本次云直播中，公司按照高端综合商业体、高端写字楼、高端五星级酒店、高端住宅和普通住宅这五大类分别展示了其与头部房企合作的项目案例。在过去的行业使用习惯中，对于高端定位的商业或者住宅项目，房企客户通常会倾向于使用外资品牌的低压电器产品，本次公司展出的例如希尔顿酒店、大型商业综合体和超高层写字楼等多个高端地产行业项目案例，有力的证明了龙头房企客户对公司高端品牌定位和产品可靠性的认可。
- **公司在地产行业的成功，来自于营销端和产品端的共同发力：**公司地产 KA 客户部在战略协议签署、具体项目落地等方面均有着丰富的经验，其执行力在业内深受好评；在产品端，公司在本次云直播中展示的 NDW3-6300 框架断路器为 18 年底推出的高端新品，具有高分断、保护功能强大、机构合闸速度快等多个优点，性能比肩行业标杆施耐德 MTZ 系列产品，助力于公司在高端商业综合体和超高层等总用电负荷较大的项目中加速进口替代。
- **全自动化产线行业领先，助力公司产品力提升：**公司在本次云直播中展示了框架断路器、ATSE 自动转换开关和 MCB 微型断路器等产品的先进制造产线，目前公司共有各类自动生产线共计 48 条，自动化程度行业领先。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。我们认为，

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,574	2,039	2,761	3,539	4,535
YoY(%)	8.4	29.5	35.5	28.1	28.2
净利润(百万元)	222	273	364	486	654
YoY(%)	5.6	23.0	33.1	33.6	34.6
毛利率(%)	40.8	40.8	41.0	41.4	42.0
净利率(%)	14.1	13.4	13.2	13.7	14.4
ROE(%)	12.6	15.1	18.4	21.7	24.4
EPS(摊薄/元)	0.28	0.35	0.46	0.62	0.83
P/E(倍)	41.8	34.0	25.5	19.1	14.2
P/B(倍)	5.3	5.1	4.7	4.2	3.5

全自动产线的引入，对于公司的产能、产品质量和对客户需求的响应能力均有较大提升作用，公司在制造端实力的不断提升，是公司产品性能不断超越国产竞争对手，与外资品牌同台竞争的重要基础。

- **拥有行业顶级试验室，提升产品质量与研发效率：**无论从试验设备还是第三方认可资质来看，公司的试验室检测试验能力均为行业顶级。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。我们认为，公司所具备的行业顶级试验能力，一方面可以提升对批量生产产品的质量控制能力，另一方面能够大幅提高公司的研发效率，检测中心拥有的全面的型式试验使得公司研发人员可以及时根据试验数据进行产品改进，显著缩短公司新产品的开发周期。

- **投资建议：**公司目前已经成长为国产低压电器高端品牌龙头企业，随着建筑行业的复工复产，公司目前来自地产行业的订单已经明显回温。我们预计 20 年地产加速竣工和 5G 大规模建设将推动公司业绩的快速增长，此外，公司在医疗建筑、数据中心等新基建领域的突破将进一步增加公司的业绩弹性。从中长期来看，我们认为公司多年技术投入带来的产品技术实力提升将推动公司加速在高端市场实现进口替代，在关键基础设施和工商建等高端应用领域公司仍有广阔的成长空间。我们维持公司 20/21/22 年 EPS 预测分别为 0.46/0.62/0.83 元，对应 3 月 31 日收盘价 PE 分别为 25.5/19.1/14.2，维持公司“推荐”评级。

- **风险提示：**1）若铜、钢材等原材料价格大幅上涨，将对公司的毛利率产生不利影响；2）若地产竣工不达预期，将对公司营收产生不利影响；3）目前高端市场仍然是外资主导，若公司的新产品在高端市场的开拓不达预期，将会对公司的营收增速产生负面影响。

正文目录

一、 与龙头房企战略合作多年，高端项目案例彰显公司实力 5
二、 全自动化产线行业领先，助力公司产品力提升 7
三、 拥有行业顶级试验室，提升产品质量与研发效率 9
四、 投资建议 9
五、 风险提示 10

图表目录

图表 1 公司与万科战略合作十三年 5
图表 2 公司部分与万科合作的典型项目 5
图表 3 公司高端商业综合体案例 5
图表 4 公司高端写字楼项目案例 5
图表 5 公司高端酒店案例 6
图表 6 公司高端住宅项目案例 6
图表 7 公司展示的全楼宇配电解决方案 6
图表 8 公司高端新品 NDW3-6300 7
图表 9 公司高端产品性能超越同行 7
图表 10 公司 NDW2 框架断路器生产线 8
图表 11 公司 ATSE 双电源产品自动生产线 8
图表 12 公司智能电批螺钉防错工艺 8
图表 13 公司塑壳产品 NDM2 同步测试单元 8
图表 14 公司检测中心获 CNAS/UL/TUV 权威认可 9
图表 15 公司电寿命试验室 9
图表 16 公司大电流试验室 9
图表 17 公司大电流检测能力仅次于上海电科所 9

一、 与龙头房企战略合作多年，高端项目案例彰显公司实力

地产行业是公司的第一大下游行业，目前公司与 Top10 房企中的 8 家签有战略协议，Top30 房企的签约数量达到了 20 家。自 07 年与万科战略签约以来，经过十三年的发展，公司已经从万科的低压配电产品供应商成长为能够提供地产行业全系列、全档次电器产品的战略合作伙伴，公司目前向万科提供的产品包括低压配电、面板开关、智能家居和信息箱四大类产品，并且是万科采筑平台联盟核心成员。公司目前与万科的合作已经从产品供应延伸至技术研发、市场开发和智能家居方案应用等多个领域，18 年公司与万科成立联合实验室，致力于建筑电气、智能家居、能效管理等领域的研究和应用开发。

图表1　公司与万科战略合作十三年

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表2　公司部分与万科合作的典型项目

资料来源：良信电器，平安证券研究所

除了与万科数十年的深入合作之外，公司还是碧桂园、中海、绿地等龙头房企的战略供应商，并且随着公司品牌认可度的持续提升，公司在龙头房企中的份额在快速增长。在本次云直播中，公司按照高端综合商业体、高端写字楼、高端五星级酒店、高端住宅和普通住宅这五大类分别展示了其与头部房企合作的项目案例。在过去的行业使用习惯中，对于高端定位的商业或者住宅项目，房企客户通常会倾向于使用外资品牌的低压电器产品，**本次公司展出的例如希尔顿酒店、大型商业综合体和超高层写字楼等多个高端地产行业项目案例，有力的证明了龙头房企客户对公司高端品牌定位和产品可靠性的认可。**

图表3　公司高端商业综合体案例

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表4　公司高端写字楼项目案例

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表5　公司高端酒店案例

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表6　公司高端住宅项目案例

资料来源：良信电器，平安证券研究所

我们认为，公司在地产行业的成功，来自于营销端和产品端的共同发力。在营销端，公司设有地产行业 KA 客户部，专注于房企客户的开发，与竞争对手相比，公司地产 KA 客户部门在协议名单入围、具体项目落地等方面均有着丰富的经验，其执行力在业内深受好评。在产品端，公司具备从小区低压配电房至末端入户箱的三级配电系统整体解决方案，并且针对地产客户经常遇到的设计院套图、盘厂工艺质量层次不齐等痛点，提出了非标箱标准化等多种解决方案。**公司在本次云直播中展示的 NDW3-6300 框架断路器为 18 年底推出的高端新品，具有高分断、保护功能强大、机构合闸速度快等多个优点，性能比肩行业标杆施耐德 MTZ 系列产品，助力于公司在高端商业综合体和超高层等总用电负荷较大的项目中加速进口替代。**

图表7　公司展示的全楼宇配电解决方案

资料来源：良信电器、平安证券研究所

图表8　公司高端新品 NDW3-6300

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表9　公司高端产品性能超越同行

	良信电器 NDW3-6300	施耐德 MTZ3-63	常熟开关 CW3-6300
额定工作电压	AC400/690V; AC1140V	AC690V	AC400/690V
极限分断能力	AC400V: 135kA	AC400V: 150kA	AC400V: 135kA
	AC1140V: 50kA	无	无
短时耐受(1S)	120kA	100kA	120kA
机械寿命	维护：15000	维护：10000	维护：13000

资料来源：各公司产品样本，平安证券研究所

二、 全自动化产线行业领先，助力公司产品力提升

公司在本次云直播中展示了框架断路器、ATSE 自动转换开关和 MCB 微型断路器等产品的先进制造产线，目前公司共有各类自动生产线共计 48 条，其中终端 26 条、塑壳 10 条、框架 2 条、双电源 2 条、隔离开关 2 条、接触器 3 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 26 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，对于公司的产能、产品质量和对客户需求的响应能力均有较大提升作用：**

（1） **产能提升：**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，使得公司即使在疫情期间也可以满足通信、医院等行业客户的紧急需求。

（2） **产品质量提升：**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。

（3） **客户需求响应能力提升：**公司的全自动化产线仅需 5 分钟即可实现换线生产，柔性化的生产模式可以满足客户小批量、定制化的需求，提升公司对客户的需求响应能力，进一步加速公司在高端市场对外资的进口替代。

图表10　公司 NDW2 框架断路器生产线

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表11　公司 ATSE 双电源产品自动生产线

资料来源：良信电器，平安证券研究所

从生产工艺流程来看，公司共有焊接、装配、检测、电子、OTS、工装六大模块，在各环节公司均拥有多项关键工艺技术，我们以焊接、装配和检测这三大工序为例进行分析：

（1）**焊接环节：**公司拥有如微断触点正反面识别、接触器/框架感应焊接等多项技术，微断触点自动焊接设备引进了动态、静态双识别系统，有效解决了单动态识别系统造成的返点比例高、人工分选成本高、客户投诉等问题，实现返点率小于 1/100000。

（2）**装配环节：**公司拥有如自动绕线、激光打标和智能电匹螺钉防错等技术，智能电批螺钉防错工艺导入阿特拉斯智能电批设备，对螺钉类扭力及数量上进行防呆，根本上解决螺错打、漏打、打不紧等问题

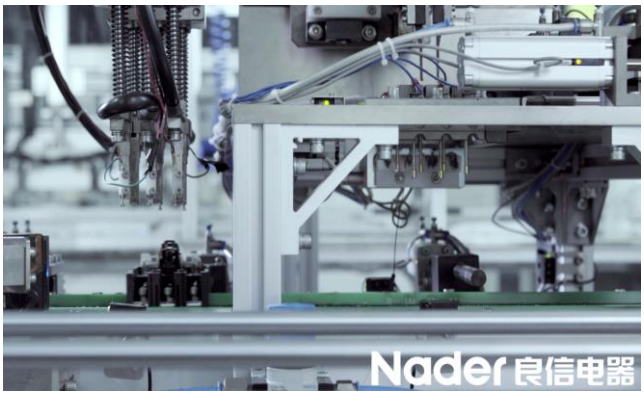
（3）**检测环节：**公司拥有二次复校、大电流测试、电操测试、外观自动检测等九道检测工序，层层把关确保产品质量的稳定可靠。

我们认为公司在制造端实力的不断提升，是公司产品性能不断超越国产竞争对手，与外资品牌同台竞争的重要基础。

图表12　公司智能电批螺钉防错工艺

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表13　公司塑壳产品 NDM2 同步测试单元



资料来源：良信电器，平安证券研究所

三、 拥有行业顶级试验室，提升产品质量与研发效率

公司的检测中心成立于 2006 年，**无论从试验设备还是第三方认可资质来看，公司的试验室检测试验能力均为行业顶级。**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，除了公司以外，迄今为止在国内低压电器行业具备同等认可资质的实验室依然寥寥无几。

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温升试验，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14 公司检测中心获 CNAS/UL/TUV 权威认可

资料来源：良信电器，平安证券研究所

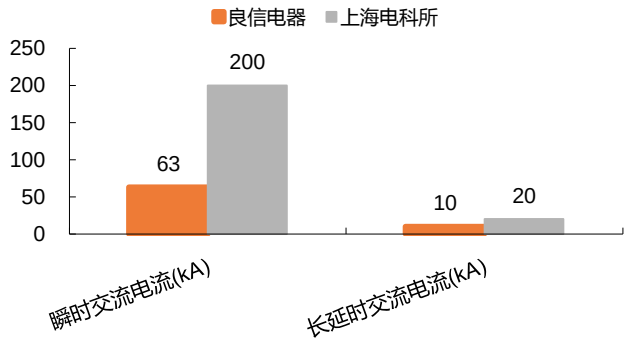
图表15 公司电寿命试验室

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表16 公司大电流试验室

资料来源：良信电器，平安证券研究所

图表17 公司大电流检测能力仅次于上海电科所



资料来源：CNAS，平安证券研究所

我们认为，公司所具备的行业顶级试验能力，一方面可以提升对批量生产产品的质量控制能力，另一方面能够大幅提高公司的研发效率，检测中心拥有的全面的型式试验使得公司研发人员可以及时根据试验数据进行产品改进，显著缩短公司新产品的开发周期。

四、 投资建议

公司目前已经成长为国产低压电器中高端市场龙头企业，随着建筑行业的复工复产，公司目前来自地产行业的订单已经明显回温。我们预计 20 年地产加速竣工和 5G 大规模建设将推动公司业绩的快

速增长，此外，公司在医疗建筑、数据中心等新基建领域的突破将进一步增加公司的业绩弹性。从中长期来看，我们认为公司多年技术投入带来的产品技术实力提升将推动公司加速在高端市场实现进口替代，在关键基础设施和工商建等高端应用领域公司仍有广阔的成长空间。我们维持公司20/21/22 年 EPS 预测分别为 0.46/0.62/0.83 元，对应 3 月 31 日收盘价 PE 分别为 25.5/19.1/14.2，维持公司“推荐”评级。

五、 风险提示

1. 低压电器原材料成本占比较高，若铜、钢、银等大宗商品价格大幅上升，将导致生产成本明显上升。部分行业客户具备一定的议价能力，低压电器厂商可能无法将新增成本完全向此类客户转移，故会对毛利率产生不利影响。

2. 公司来自地产行业的营收占比较高，若地产竣工不达预期，或者有大量竞争对手涌入楼宇建筑市场，将会对公司的营收增长和毛利率产生不利影响。

3. 高端项目型市场是公司未来几年需要开拓的重要市场，该市场目前主要被外资品牌占据，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。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1238	1697	1614	2353
现金	285	187	239	306
应收票据及应收账款	199	612	427	905
其他应收款	10	19	18	30
预付账款	4	7	7	11
存货	269	402	452	631
其他流动资产	471	471	471	471
非流动资产	1092	1310	1533	1839
长期投资	25	51	76	102
固定资产	672	834	1008	1247
无形资产	102	105	110	117
其他非流动资产	292	320	339	373
资产总计	2330	3007	3148	4192
流动负债	514	1024	904	1499
短期借款	0	309	116	441
应付票据及应付账款	330	509	559	795
其他流动负债	184	207	229	264
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	1033	914	1508
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	851	979	1134
归属母公司股东权益	1807	1974	2234	2684
负债和股东权益	2330	3007	3148	4192

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	84	795	359
净利润	273	364	486	654
折旧摊销	70	81	99	101
财务费用	-2	3	7	9
投资损失	-7	-6	-5	-4
营运资金变动	-14	-356	208	-401
其他经营现金流	11	-0	-0	-0
投资活动现金流	45	-293	-318	-403
资本支出	319	193	198	281
长期投资	-26	-25	-25	-25
其他投资现金流	339	-125	-145	-148
筹资活动现金流	-243	-199	-233	-213
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	-233	-213
现金净增加额	133	-407	245	-257

利润表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2039	2761	3539	4535
营业成本	1207	1630	2075	2631
营业税金及附加	7	13	16	19
营业费用	277	370	467	594
管理费用	92	116	142	177
研发费用	176	237	301	381
财务费用	-2	3	7	9
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	6	5	4
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	287	399	537	728
营业外收入	28	22	23	24
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	314	420	560	752
所得税	41	57	74	98
净利润	273	364	486	654
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	273	364	486	654
EBITDA	376	503	666	862
EPS（元）	0.35	0.46	0.62	0.83

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	29.5	35.5	28.1	28.2
营业利润(%)	26.5	39.1	34.7	35.6
归属于母公司净利润(%)	23.0	33.1	33.6	34.6
获利能力				
毛利率(%)	40.8	41.0	41.4	42.0
净利率(%)	13.4	13.2	13.7	14.4
ROE(%)	15.1	18.4	21.7	24.4
ROIC(%)	14.6	15.9	20.8	21.1
偿债能力				
资产负债率(%)	22.5	34.4	29.0	36.0
净负债比率(%)	-15.3	6.7	-5.1	5.3
流动比率	2.4	1.7	1.8	1.6
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	6.8	6.8	6.8	6.8
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	0.46	0.62	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.11	1.01	0.46
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.51	2.85	3.42
估值比率				
P/E	34.0	25.5	19.1	14.2
P/B	5.1	4.7	4.2	3.5
EV/EBITDA	23.8	18.6	13.7	10.9

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：

此报告旨为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 2020 版权所有。保留一切权利。

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