

良信电器（002706）：专注高端，拥抱新基建

2020年03月31日

推荐/首次

良信电器 公司报告

报告摘要：

定位中高端市场，十年业绩稳定增长。公司目前从事终端电器、配电电器、控制电器等三大类低压电器产品的研发、生产和销售，下游广泛应用于电力、通信、建筑、轨交、新能源等领域，公司定位于低压电器中高端市场，凭借出色的研发能力和优质的客户结构，十年来业绩稳定增长。2019年公司营业收入达20.4亿元，同比增长29.53%，十年符合增长率约17%，归母净利润达2.73亿元，同期上升23.03%，十年符合增长率约15%。

持续高研发投入，进口替代加速，新基建有望带来新动力。我国低压电器市场规模约800亿元/年，与我国全社会固定资产投资有一定的相关性。公司定位于中高端市场，主要竞争对手有施耐德、ABB、西门子等，存在较大的进口替代空间。公司注重研发投入和技术积累，2019年研发费用占比高达8.64%，产品毛利率40%，均远高于行业平均水平，建立了全球顶级认证的实验体系和数字化制造平台，在智能楼宇、5G等领域战胜外资品牌，实现进口替代。在我国新基建的背景下，我们认为公司有望在5G，充电桩、轨道交通、数据中心等领域持续收益。

绑定优质大客户，建立真实护城河。高端低压电器性能关键，验证周期长，转化成本高，下游粘性强，公司已经与部分下游大客户形成了10年以上的深度合作关系，建立了真实护城河。2007年公司成为华为的合格供应商并签署了框架协议，同时和中兴、艾默生等公司也达成了良好的合作关系。建筑行业中公司是78家房企的战略供应商，与万科更有近10年的合作历史。未来公司一方面绑定现有标杆客户共同发展，另一方面公司也在积极导入新客户，支撑公司业绩稳定增长。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2020-2022年净利润分别为3.29、3.96、4.67亿元，对应EPS分别为0.42、0.50、0.60元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为28.21、23.46和19.87倍。看好公司高研发投入和客户粘性支撑公司业绩增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：地产行业不及预期，产品拓展不及预期，工业制造业不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,573.7	2,038.5	2,618.8	3,202.8	3,831.0
增长率(%)	8.38%	29.53%	28.47%	22.30%	19.61%
归属母公司净利润(百万元)	221.97	273.09	329.21	395.85	467.46
增长率(%)	5.60%	23.03%	20.55%	20.24%	18.09%
基本每股收益(元)	0.28	0.35	0.42	0.50	0.60
PE	42.25	33.80	28.21	23.46	19.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

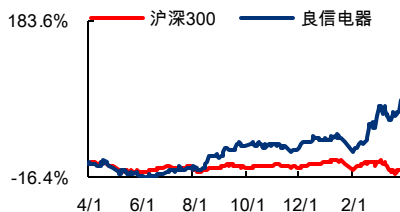
公司是国内低压电器行业中专注于中、高端市场产品研发、生产和销售的领先公司之一。公司拥有近百项专利。目前，公司产品在电力、通信、建筑、冶金、石化等行业中到广泛应用，成为华为技术、唐山松下、三菱电梯、西安高压、中兴通讯、万科地产、绿地集团等众多中国知名企业的合作伙伴，同时也被美国GE、艾默生网络能源等诸多国际百强企业认可，成为其全球供应商。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间(元)	11.83-6.69
总市值(亿元)	92.87
流通市值(亿元)	69.6
总股本/流通A股(万股)	78502/58830
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.25

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024

liysh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554033

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

目录

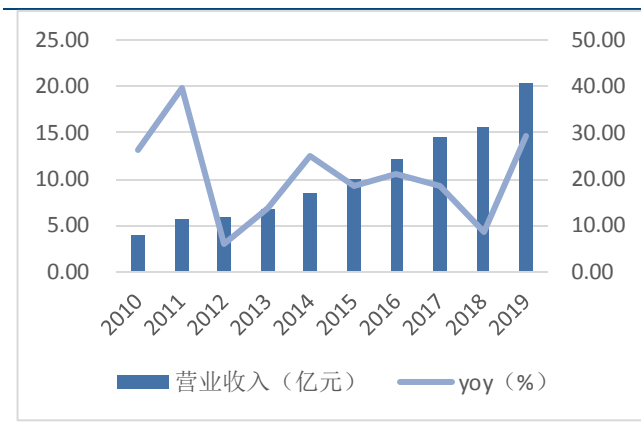
1.专注低压电器中高端市场，十年业绩稳定增长	3
2.定位中高端市场，持续高研发投入，进口替代加速	4
2.1 公司定位于低压电器中高端市场，已经成为行业领军者	4
2.2 持续高研发投入，进口替代过程正在加速	6
3.绑定优质大客户，建立真实护城河	8
4.估值及投资建议	10
5.风险提示	10

插图目录

图 1:东方日升发展历程	错误!未定义书签。
图 2: 公司营业收入变动趋势	错误!未定义书签。
图 3: 公司归母净利润变动趋势	错误!未定义书签。
图 4:公司毛利率、净利率及费用率	错误!未定义书签。
图 5:公司营收构成(亿元)	错误!未定义书签。
图 6: 公司 2019 年 H1 收入构成	错误!未定义书签。
图 7: 公司组件毛利率及营收	错误!未定义书签。
图 8: 公司 EVA 胶膜营收及毛利率	错误!未定义书签。
图 9: 公司 EVA 胶膜产量及销量	错误!未定义书签。
图 10:公司研发支出	错误!未定义书签。
图 11:彭博社 2020 年全球光伏需求预测	错误!未定义书签。
图 12:全球、我国光伏新增装机容量及同比增长	错误!未定义书签。
图 13: 公司国内外收入结构	错误!未定义书签。
图 14: 2019 年光伏组件制造商出口情况	错误!未定义书签。
图 15:2018-2019 前十大中国组件出口厂家 (MW)	错误!未定义书签。
图 16: 公司组件产能 (GW)	错误!未定义书签。
图 17: 公司组件销量 (GW)	错误!未定义书签。
图 18: 2018 年组件市占率	错误!未定义书签。
图 19: 2019 年 H1 组件市占率	错误!未定义书签。
图 20:HIT 电池效率提升趋势 (以汉能为例)	错误!未定义书签。
图 21:公司异质结组件优势	错误!未定义书签。
图 22 不同类型电池工序对比	错误!未定义书签。

1. 专注低压电器中高端市场, 十年业绩稳定增长

良信电器以高端低压电气系统解决方案专家为品牌定位, 以解决客户的压力和挑战为己任, 为客户创造价值。在电力电源、电力及基础设施、工控、新能源、信息通讯、智能楼宇等行业与华为、阳光电源、三菱电梯、中国移动、中国联通、万科、绿地等企业形成了持续稳定的合作关系。2019 年公司营业收入达 20.4 亿元, 同比增长 29.53%, 十年符合增长率约 17%, 归母净利润达 2.73 亿元, 同期上升 23.03%, 十年符合增长率约 15%。

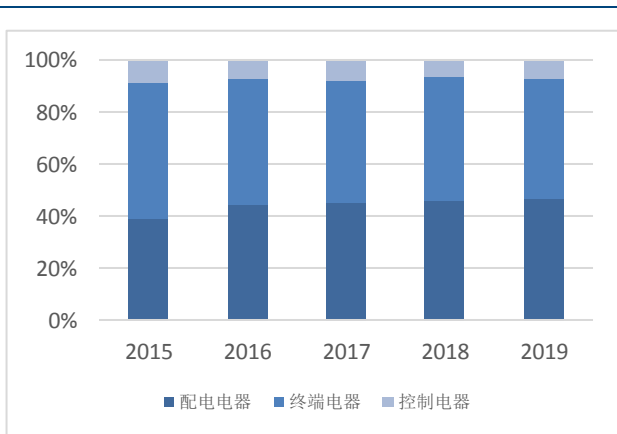
图 1: 公司营业收入状况


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

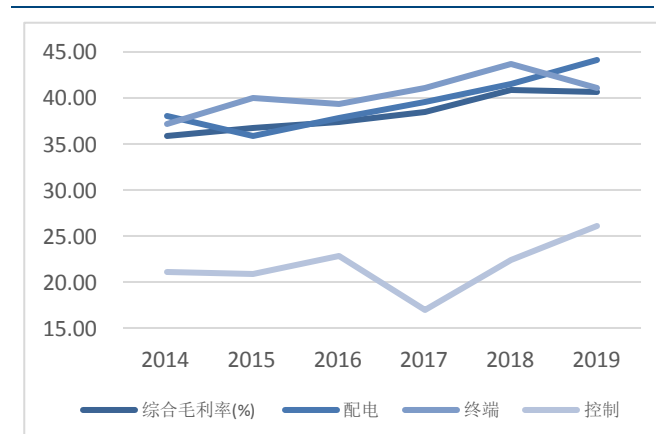
图 2: 公司归母净利润情况


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

定位中高端市场, 高研发带来高毛利率。公司目前主要产品是低压配电电器、终端电器和控制电器, 其中配电电器和终端电器每年稳定贡献约 90%左右的营收。并且配电电器和终端电器产品的毛利率多年来稳定在 35%以上, 2019 年综合毛利率达到 40.78%。这与公司以中高端客户的需求为导向, 紧跟行业技术发展趋势, 重视研发投入, 不断拓宽产品线以完善产品系列, 满足目标客户的要求有一定关系。

图 3: 2015-2019 年公司营收结构


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

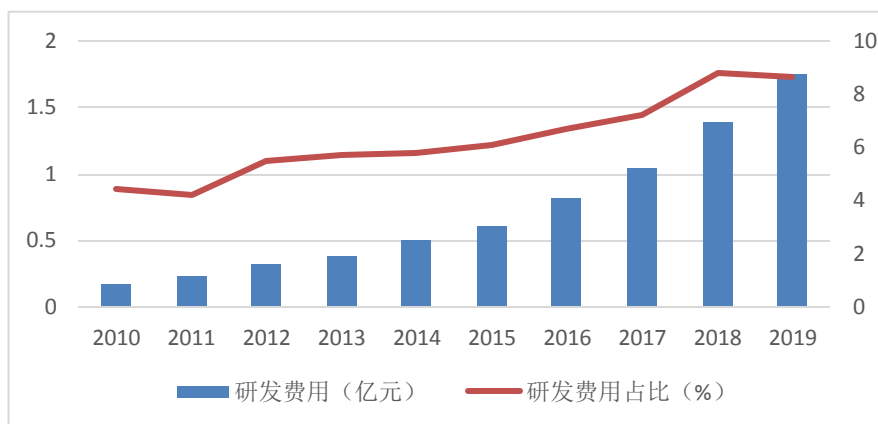
图 4: 公司毛利率情况 (%)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

以客户需求驱动产品研发, 持续高研发投入。报告期内研发支出占营业收入的比例为 8.64%, 研发支出比上年增长 26.57%。主要是由于公司已经顺利导入并不断完善 IPD 集成产品开发体系, 编制了近五年

的产品战略规划，确定了六个产品线产品项目路标，初步形成了未来五年的产品格局，使得研发支出较上年有较大增长。

图 5:2010-2019 年公司研发费用及占比情况



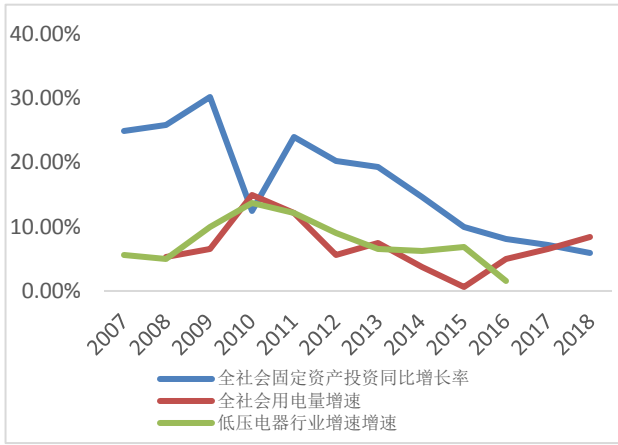
资料来源：wind，公司公告，东兴证券研究所

2. 定位中高端市场，持续高研发投入，进口替代加速

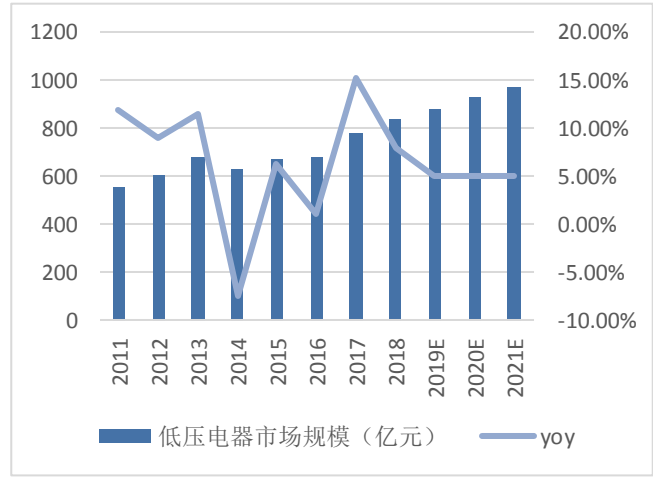
低压电器市场规模与宏观经济增速和固定资产投资相关，我国正在产业转型阶段，5G、新能源、新能源汽车、智能楼宇等新兴行业高速发展，电网、石油化工等传统行业升级改造，因此我们预计未来低压电器市场将稳定增长，未来三年有望达到千亿。公司定位为中高端市场（S1/S2），主要竞争对手是海外品牌，具有一定的进口替代空间，公司已经形成了具有全球竞争力的实验平台和制造平台，研发费用占比高达 8%，处在行业领先水平，公司已经在国内高端标杆项目中证明了实力，未来有望进一步拓展 S1 市场，完成高端进口替代。

2.1 公司定位于低压电器中高端市场，已经成为行业领军者

低压电器市场空间广阔。作为国民经济的基础配套产品，固定资产投资的速度在宏观层面上决定低压电器行业的增长速度。我国低压电器行业发展主要取决于全社会固定资产投资的整体带动，与工业、电力、建筑、能源等发电用电部门的投资额和投资增长速度紧密相关。随着固定资产投资的持续增长，工业生产总产值及电力消耗水平持续攀升，从而带动低压电器产业产值规模不断增长。据中国产业信息网数据显示，2018 年我国低压电器行业市场规模达 843 亿元，较 2017 年增加约 8%，预计 2019-2020 年将继续延续此增速。同时下游建筑、配网、工控和电信行业都有较好的景气度，在用电量需求稳定增长的驱动下，预计在未来三年，低压电器总体市场规模将保持 3%-5% 的同比增速。至 2021 年，预计低压电器市场规模可达千亿人民币。

图 6:低压电器市场与固定资产投资和社会用电增速比较


资料来源：wind，中国产业信息网，东兴证券研究所

图 7:我国低压电器市场规模


资料来源：wind，中国产业信息网，东兴证券研究所

根据产品性能、价格，目前低压电器行业可以分为高、中、低端三类。三类产品在价格差异大。目前高、中、低端产品的生产量和市场需求呈“宝塔”型态势，市场占有最大的中低端需求产生相对较低的利润，市场中大部分利润集中在高端、中高端市场上。

国内市场上，行业已拥有 2000 多家生产企业，其中外资企业约占 10%，内资企业占 90% 左右，具有一定规模的企业约 110 家，总产值占我国低压电器行业总产值的 80% 左右。国际低压电器行业领先企业垄断着我国低压电器行业的高端市场，代表性的跨国公司主要包括施耐德（以中压、低压元器件和成套设备为主）、ABB（高、中、低压元器件和成套设备、变压器等）等。行业的中高端市场则主要由国内优秀企业进行竞争，形成了以产品技术、服务能力、销售渠道为核心的竞争格局。行业的低端市场则由众多中小型企业围绕产品价格进行竞争，以销售同质化、技术含量低的低端低压电器产品为主，市场竞争激烈。

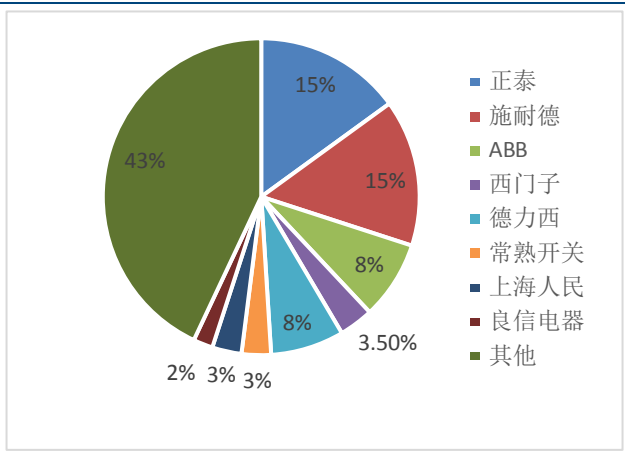
表 1:我国低压电器行业三类企业代表分析

类型	市场容量和特点	代表企业
高端市场	市场规模约：250 亿元 应用在航天航空、核电、等高端技术领域或高端写字楼、大型工业建筑、重要市政设施中 产品附加值高，利润水平最高	施耐德 ABB 西门子
专注于行业	市场规模约：200 亿元 定位在一两个子行业的中端市场，销售对象为 B 端用户，较多应用在工业领域 产品有一定的差异性，毛利率水平有一定保障	良信电器 常熟开关 人民电器
面对零售商	市场规模约：350 亿元 以中端、中低端产品为主，产品覆盖面广有一定的同质性，直接面对经销商，对销售渠道有很高的要求。 产品同质化，竞争激烈，毛利率水平差异很大	正泰电器 德力西

资料来源：wind，中国产业信息网、彭博财经，东兴证券研究所

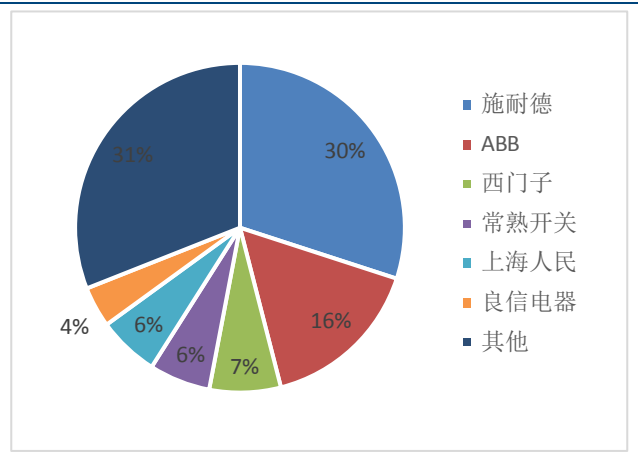
高、中、低端（或称 S1、S2、S3）市场规模比重分别为 20%、30%和 50%，但是随着消费升级和环保门槛的提高，用户对低压产品品质提出更高的要求，中高端的市场规模将会进一步提高，市场将由原来的梯形结构变为菱形结构（中高端占比提高，极高端和极低端的市场规模会很小）。

图 8:低压电器竞争格局分散



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 9:S1/S2 市场规模情况



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

目前我国低压电器的高端市场还是由海外企业所占据，施耐德、西门子和 ABB 等海外公司第三代高端产品的主要生产商，也是第四代产品的技术领导者。国内从产品结构上来讲，良信电器专注于 S2 的高端市场，产品附加值高，已经接近 S1 市场，成为我国中高端低压电器的领跑者。未来有望迅速进入 S1 市场，实现我国高端低压电器的进口替代。

公司深耕低压电器行业数十年，现拥有 500 余人的营销队伍，60 多个遍布全国和海外的办事处，全方位地发现和收集客户需求，多年来，公司紧扣变革和创新，坚持不断研发和推出适应市场需求和发展趋势的新产品，占领行业的制高点，公司研制的新能源专用断路器 NDZ3-250 等产品已经成为新能源行业的压轴产品，使得良信稳居行业第一，公司现已经成为国内中高端市场名副其实的领导者。

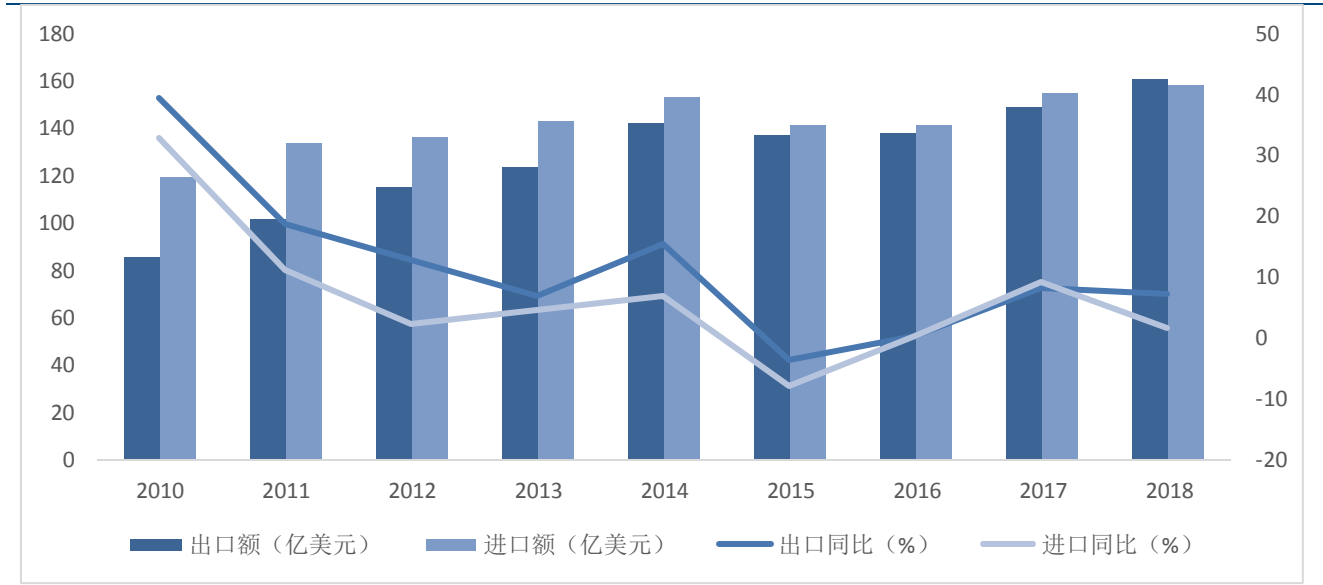
2.2 持续高研发投入，进口替代过程正在加速

第四代低压电器产品除了继承第三代产品的特性外，还具有智能化、高性能、多功能、小型化、高可靠性、绿色环保、节能与节材等显著特点。部分低压电器厂商在重要应用领域如市政建设领域，或技术水平要求最高的核电、航空、生命科学等领域，基本以外资品牌为主。除品牌认知外，国产品牌在四代产品和三代产品落后主要原因是研发制造。这些技术需要拥有大量的知识产权，这也将加速整个低压电器产品行业的更新换代。

中、高端低压电器产品客户主要集中在电信、电力、冶金、石化、工控、高端房产等行业，重点建设项目，以及对质量及性价比要求比较高的小型终端用户。中国政府立足于本国国情和发展阶段，提出“中国制造 2015”，作为未来 10 年中国制造业发展的路线图。随着中国制造 2025 战略的不断推进，十三五期间低压电器的智能化与自动化水平进一步提高。科学技术的快速发展带来的更为激烈的市场竞争。随国内企业技术、制造工艺的提升，国内品牌开始逐步掌握新一代低压电器的核心技术，国产品牌开始在中高端市场中，逐步替代国外品牌。进口产品金额和数量逐步下降，国内市场对进口低压电器的依赖度已逐步下降，总体上，国产品牌实现外资垄断的主要方式是加大研发投入，更新产品以及渠道扩张，进

口替代过程正在加速。

图 10:2010-2018 年我国低压电器进出口情况



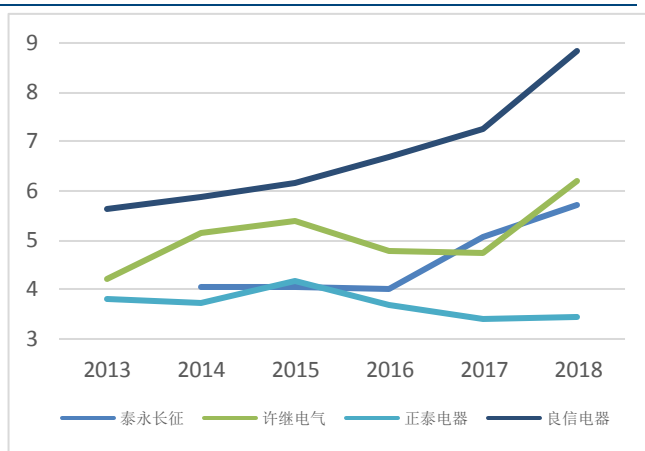
资料来源：中国机电产品进出口商会低压电器分会,东兴证券研究所

2010-2018 年，我国低压电器产品进出口较稳定，贸易逆差呈逐年递减趋势。2018 年出口额为 160.77 亿美元，同比增长 7.4%，连续第二年创出新高。虽然低压电器行业持续了 2017 年原材料价格上涨等因素影响，但企业控制成本等措施取得了一定的成效。2018 年低压电器延续 2017 年出口上升态势，开始稳步增长，同比增长 7.4%；进口额同比上升 1.8。年度贸易逆差较 2017 年的 5.66 亿美元减少至 2.51 亿美元，延续缩窄趋势。依此趋势推断，2019 年我国低压电器出口将继续保持稳定上升势头。

注重研发，拓展品类提升解决方案实力。良信电器从成立之初就坚持高端定位，注重研发投入和技术积累。但是高端市场对品牌和产品性能要求都很高，国产品牌需要在要求略低的中高端市场不断取得行业用户的认可，并且持续进行研发投入以提高产品技术水平，逐步才能具备挑战外资品牌在高端市场份额的实力。因此，研发实力是公司在中高端市场份额扩大、保持持续竞争力的必要条件。

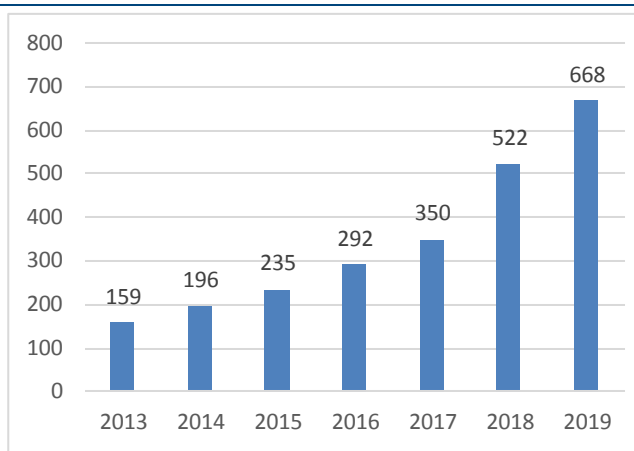
公司研发中心各部门形成了以产品线为编制、按技术专题组件项目组的矩阵式组织架构，建立了以行业内知名专家为核心的一支技术过硬的队伍，既保证了产品的快速推出，同时又便于技术人员以老带新，技术协同提升和积累，能够充分发挥协作优势。公司品牌定位在中高端市场，为此需要投入大量的资金和人力进行技术的研究开发。公司研发费用占比稳步上升且处于同行业较高占比水平。公司 2009-2018 年间研发费用投入的复合增速高达 34.83%，研发费用率水平一直保持在 6%以上，累计专利持续上升，凸显了公司的技术创新能力和产权保护意识。

图 11:国内低压电器企业研发费用占比情况 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12:公司累计有效专利数



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司目前已经完成 IPD 集成产品开发体系，IPD 是一套产品开发的模式、理念与方法，最早在 IBM 和 华为成功应用，支撑 4000 人-70000 人的研发团队。公司研发的理念认为：产品开发时投资行为，基于平台的异步开发模式和重用策略，基于市场的创新，技术开发与产品开发相分离。公司的预研及仿真平台使得新产品可靠性从 60%提升至 99.74%。公司经过多年的沉淀，建立完善了全球顶级认证的实验室，可以覆盖低压电器所有实验项目，是全球少有的同时具备 CNAS 国家实验室，UL 美国认证，德国莱茵集团合作实验室，南德 TUV 合作实验室认证的大型实验平台。

同时公司也建立了具备国际认证的数字化制造平台，目前拥有 26 条自动检测线，配电、终端、工控、电子、中试、点焊 6 大认证车间，产能为 7000 万台/年。高研发投入使得公司能够不断推出面向中高端行业应用的新产品。

目前，公司已经越来越多的参与到行业标杆项目中，展示了自身的创新水平和产品质量，培育品牌的长期影响力，从而破解外资品牌的客户认知优势。目前，公司已经在世界首座商用第 4 代核电站国核压水堆示范工程-山东石岛湾、中国移动呼和浩特、哈尔滨数据中心、青海锡铁山 100MW 光伏项目、龙源酒泉瓜州风场项目等多个项目实践中取得客户认可。公司未来有望迅速进入 S1 市场，实现我国高端低压电器的进口替代。

3. 绑定优质大客户，建立真实护城河

公司经营目标清晰，定位中高端市场，搭建低压电器大研发平台和智能生产工艺，从客户需求角度出发，在智能楼宇、新能源、工业控制、信息通讯、电力设备、电力电源等领域深入绑定具有标杆意义的大客户，如华为、万科、中兴、国家电网、比亚迪等都属于在子行业中具有领先地位的龙头企业。这些企业对供应链要求较高，需要较长的验证周期，同时期间客户会对供应商的研发、采购、生产工艺、质量管理等方面的实力进行全面的考评。同时明星客户的示范效应也会为公司导入更多客户资源。因此，优质的大客户资源就是公司真实的护城河。

良信电器已经成为部分大客户的战略供应商，建立了稳定且深入的合作关系。公司 2007 年进入华为供应

链，至今多次获得华为“最佳供应保障奖”；2009年开始与万科合作，至今万科地产低压元器件公司供应占比达95%。

图 13:公司战略客户



资料来源：公司官网,东兴证券研究所

低压电器的质量直接影响低压供电的可靠性和安全性。因此，在中高端行业中对产品性能要求较高，验证周期较长，下游粘性较高。公司与大客户合作时间超过10年，已经形成了深度的合作关系。

表 2:公司下游应用场景、代表客户及标杆项目

子行业	应用领域	公司产品	客户代表	标杆项目
新能源发电	核电、风电、光伏	断路器、接触器、塑壳产品等	中广核、阳光电源、特变电工等	第4代核电站国核压水堆示范工程;青海锡铁山100MW光伏项目;
智能楼宇	商业建筑、工业建筑、民用建筑	全系列产品	万科、中海地产、华夏幸福等	万科地产、山东青岛东方影都
信息通信	数据中心、5G网络	断路器、电源产品等	华为、中兴、中国移动、中国联通等	中国移动——呼和浩特、哈尔滨数据中心
轨道交通与充	高铁、地铁、新能源	断路器、接触器	比亚迪、上汽、宇通	国内首条具备电动汽车快充服务功能

电设施 汽车充电 等 等 的高速公路

资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

转换成本存在于每个行业，良信电器的护城河也是建立在转换成本的基础上的。良信电器目前下游行业客户分布在地产、电力、电信、新能源和工控领域。其中地产客户贡献约 45%左右的营收，新能源、电信和电力各贡献约 10%-15%的营收，其余营收来自工控行业。这些行业的客户对产品质量的要求较高，有着严格的供应商筛选标准和体系，从最初接触到建立稳定的合作关系需要长达 2-5 年的时间。期间客户会对供应商的研发、采购、生产工艺、质量管理等方面的实力进行全面的考评。不仅对产品功能、性能、质量有较高的要求，还要求供应商能够提供快速的专业化服务、提供配套解决方案，或完成个性化产品的定制。由于较大的转换成本，客户在确定供应商之后便与其建立起稳定的合作关系。

4. 估值及投资建议

公司为国内中高端低压电器领先品牌，大客户粘性大，新客户不断拓展，在通信、地产、新能源等领域优势明显。当前受益于 5G、新能源、智能家居等下游需求放量，未来公司业绩有望进一步增长。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 3.29、3.96、4.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.50、0.60 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 28.21、23.46 和 19.87 倍。看好公司高研发投入和客户粘性支撑公司业绩增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

地产行业不及预期，产品拓展不及预期，工业制造业发展不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1310	1238	2498	2729	3036	营业收入	1574	2039	2619	3203	3831
货币资金	151	285	1405	1498	1657	营业成本	931	1207	1571	1922	2299
应收账款	99	145	186	228	273	营业税金及附加	7	7	12	14	17
其他应收款	9	10	13	16	19	营业费用	204	277	393	480	575
预付款项	4	4	4	4	4	管理费用	81	92	301	368	441
存货	228	269	350	428	512	财务费用	-3	-2	-2	-2	-3
其他流动资产	516	77	77	77	77	资产减值损失	10.50	-0.49	5.00	2.26	3.63
非流动资产合计	856	1092	1042	1038	992	公允价值变动收	0.00	0.37	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	25	25	25	25	投资净收益	19.47	7.20	13.34	10.27	11.80
固定资产	649	672	634	644	613	营业利润	227	287	352	429	511
无形资产	61	102	91	82	74	营业外收入	26.54	27.98	27.26	27.62	27.44
其他非流动资产	47	145	145	145	145	营业外支出	0.34	0.19	0.30	0.28	0.26
资产总计	2166	2330	3540	3766	4029	利润总额	253	314	379	456	538
流动负债合计	401	514	619	717	820	所得税	31	41	50	60	71
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	222	273	329	396	467
应付账款	291	330	424	518	620	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	19	40	40	40	40	归属母公司净利	222	273	329	396	467
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	320	439	423	505	588
非流动负债合计	5	9	9	9	9	EPS (元)	0.28	0.35	0.42	0.50	0.60
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020E	2021E	2022E	
负债合计	407	523	629	726	830	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	8.38%	29.53%	28.47%	22.30%	19.61%
实收资本(或股本)	785	785	785	785	785	营业利润增长	3.07%	26.50%	22.83%	21.68%	19.28%
资本公积	380	385	1262	1262	1262	归属于母公司净	5.60%	23.03%	20.55%	20.24%	18.09%
未分配利润	552	605	549	470	385	获利能力					
归属母公司股东权	1760	1807	2912	3040	3199	毛利率(%)	40.84%	40.78%	40.00%	40.00%	40.00%
负债和所有者权益	2166	2330	3540	3766	4029	净利率(%)	14.10%	13.40%	12.57%	12.36%	12.20%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	1.89%	10.25%	11.72%	9.30%	10.51%	
经营活动现金流	262	331	351	427	495	偿债能力					
净利润	222	273	329	396	467	资产负债率(%)	19%	22%	18%	19%	21%
折旧摊销	96.35	155.10	0.00	69.93	71.73	流动比率	3.26	2.41	4.03	3.81	3.70
财务费用	-3	-2	-2	-2	-3	速动比率	2.70	1.89	3.47	3.21	3.08
应收账款减少	0	0	-41	-42	-45	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.75	0.91	0.89	0.88	0.98
投资活动现金流	-54	45	-22	-72	-32	应收账款周转率	15.42	16.67	15.79	15.45	15.30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.28	6.57	6.95	6.80	6.74
长期股权投资减少	0	0	-30	0	0	每股指标(元)					
投资收益	19	7	13	10	12	每股收益(最新摊	0.28	0.35	0.42	0.50	0.60
筹资活动现金流	-184	-243	790	-262	-304	每股净现金流(最	0.03	0.17	1.43	0.12	0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.24	2.30	3.71	3.87	4.08
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	261	0	0	0	0	P/E	42.21	33.77	28.18	23.44	19.85
资本公积增加	-249	5	878	0	0	P/B	5.27	5.14	3.19	3.05	2.90
现金净增加额	24	133	1119	93	159	EV/EBITDA	28.53	20.47	18.61	15.40	12.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：郑丹丹

郑丹丹，华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015 “慧眼识券商” 分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼” 中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

分析师：李远山

李远山，西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

研究助理：张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。