

鲁亿通

300423

审慎增持 (首次)

受益地产竣工，业绩加速释放

2020年06月03日

市场数据

市场数据日期	2020-6-3
收盘价(元)	14.03
总股本(百万股)	499
流通股本(百万股)	257
总市值(百万元)	7005
流通市值(百万元)	3600
净资产(百万元)	3464
总资产(百万元)	7841
每股净资产	6.94

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3942	4790	5823	7081
同比增长	30.1%	21.5%	21.6%	21.6%
净利润(百万元)	593	724	871	1065
同比增长	31.6%	22.0%	20.3%	22.3%
毛利率	37.3%	36.9%	36.9%	36.9%
净利润率	15.0%	15.1%	15.0%	15.0%
净资产收益率(%)	17.1%	17.2%	17.4%	17.8%
每股收益(元)	1.19	1.45	1.74	2.13
每股经营现金流(元)	-0.35	0.80	0.89	0.96

相关报告

投资要点

- 收购民用电气标的，公司业务全面转型。2017年12月鲁亿通收购了主营民用电气成套设备、LED照明产品、智能家居的异辉电子，2018年1月开始并表，此后主营业务从之前的工业领域覆盖至民用领域，异辉电子成为鲁亿通现阶段主要的营收来源。
- 短期来看，电气成套设备主要于房地产竣工前交付，因此鲁亿通（异辉电子）营收与碧桂园竣工建筑面积相关度较高。碧桂园竣工建筑面积通常滞后于营业收入1-2年，例如2012年碧桂园营业总收入同比增速达到高峰，2年后竣工面积也达到高峰。2016-2018年碧桂园营业总收入增速进入上升期，预计2020-2022年也将迎来竣工高峰期，对于鲁亿通成套电气设备的需求也将快速增长。
- 长期来看，公司正在加快其他房企以及房地产以外行业客户开拓，目前已初见成果，同时公司围绕房地产客户优势，继续开拓了LED照明、智慧社区两大业务，预计“客户+产品”双轮驱动战略将为公司带来可持续的增长动力。
- 投资建议：公司具有完备的电气成套设备产业链，客户包含工业、民用两大领域，短期、长期均有增长点。预计公司2020-2022年归母净利润分别为7.24亿元、8.71亿元、10.65亿元，对应EPS分别为1.45元、1.74元、2.13元，对应6月3日收盘价PE分别为9.7倍、8.0倍、6.6倍当前公司市盈率不足10倍，价值被低估，首次覆盖，给予审慎增持评级。

风险提示：房地产交付、建设进度不及预期，新客户开拓速度不及预期。

分析师：

朱玥

zhuyueyj@xyzq.com.cn

S0190517060001

研究助理：

王吉颖

wangjiying@xyzq.com.cn

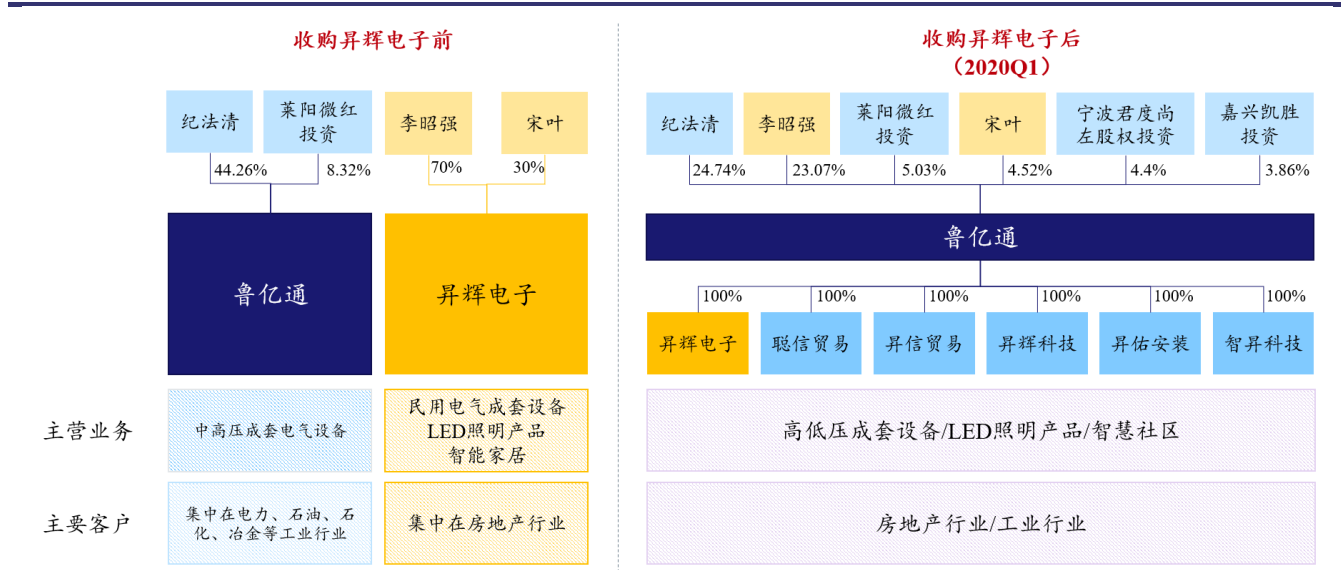
报告正文

1、收购民用电气标的，公司业务全面提速

山东鲁亿通智能电气股份有限公司成立于2003年，于2015年上市，上市时公司主营业务为中高压电气成套设备的研发、生产和销售，下游行业为发电、输配电、石油、石化、冶金等对电压要求较高的工业领域。

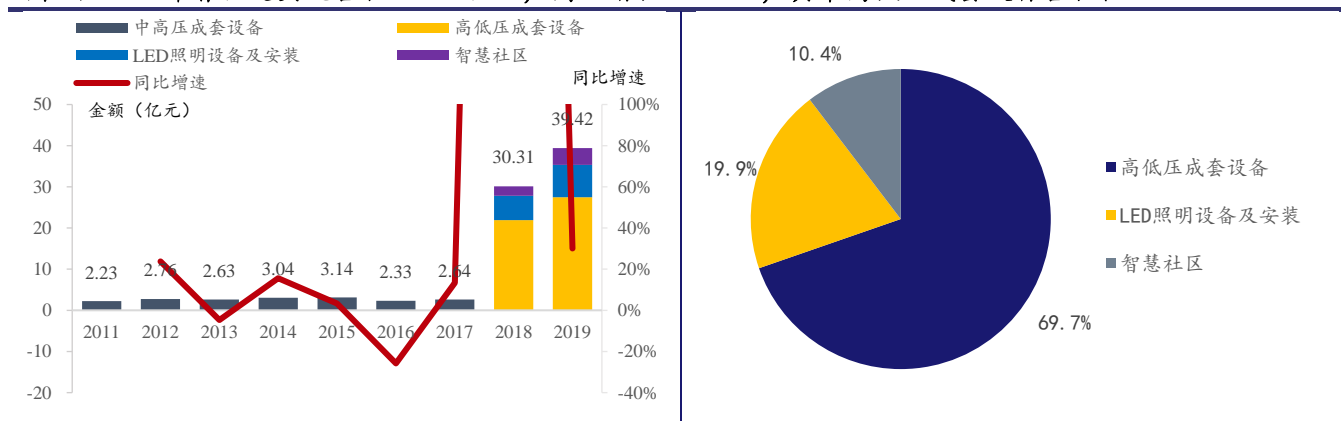
2017年12月，公司收购了主营民用电气成套设备、LED照明产品、智能家居的昇辉电子，2018年1月开始并表，主营业务从工业领域覆盖至民用领域，昇辉电子原有业务成为鲁亿通现阶段主要的营收来源。

图1、收购昇辉电子后，鲁亿通、昇辉电子主营业务及客户全面整合



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2019年鲁亿通实现营收39.42亿元，同比增长30.06%，其中高低压成套设备营收占比69.69%



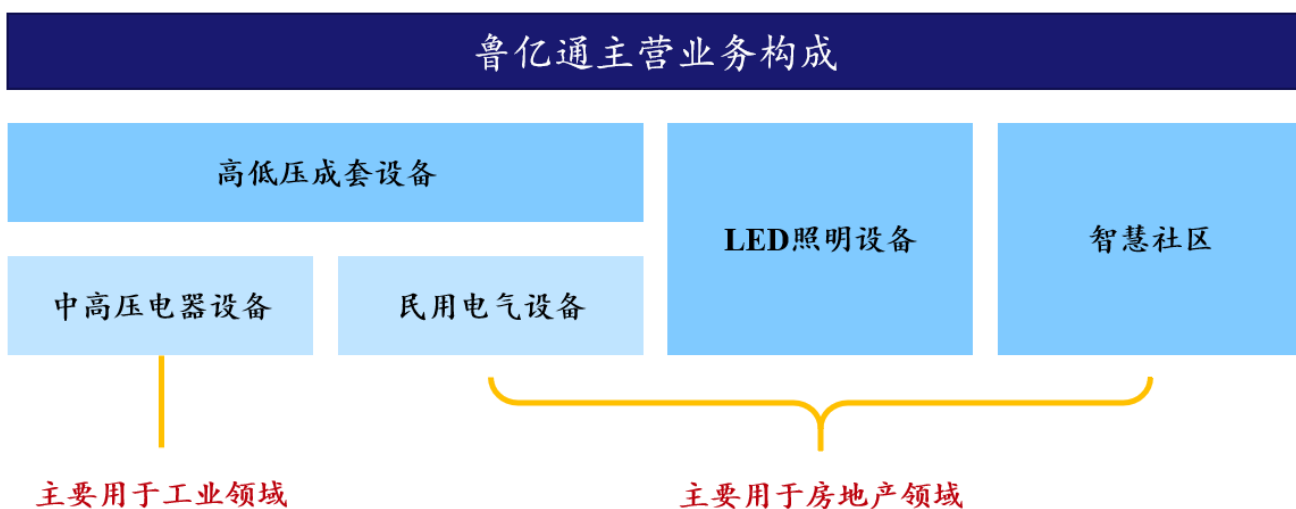
资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2018年起昇辉电子100%营收开始并表，鲁亿通营收同比增长1048.1%。

2、当前公司业务主要围绕房地产市场需求展开

收购昇辉电子后，鲁亿通原有的中高压电气成套设备业务与昇辉电子的低压电气成套设备业务合并，营业收入被分为电气成套设备、LED照明设备及安装、智慧社区三类，从之前服务的工业领域覆盖至民用领域。公司也全面加大在技术创新和产品研发上的投入，以满足石油、石化大型工业企业及各房地产企业客户的发展需求。目前，鲁亿通的产品主要服务于房地产客户。

图3、当前鲁亿通主营业务主要服务于房地产市场客户



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 高低压成套设备

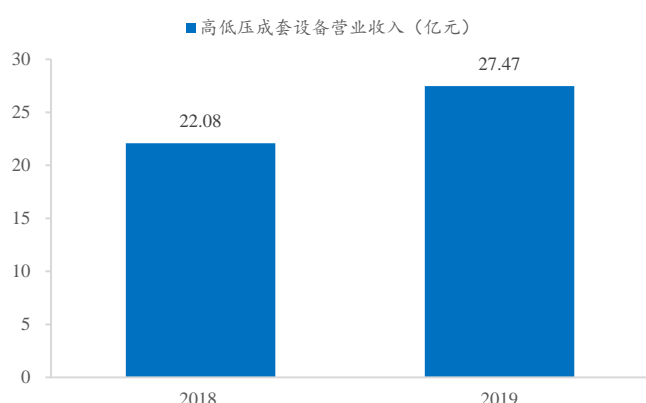
主要包括工业用电气成套设备和民用电气成套设备两大类，工业用电气成套设备主要应用于石油、石化、电力、冶金、轨道交通、节能环保等领域；民用电气成套设备主要应用于房地产、市政工程等领域。2019年公司高低压成套设备实现营收27.47亿元，同比增长24.41%，毛利率为37.34%。

图4、高低压成套设备产品示意图



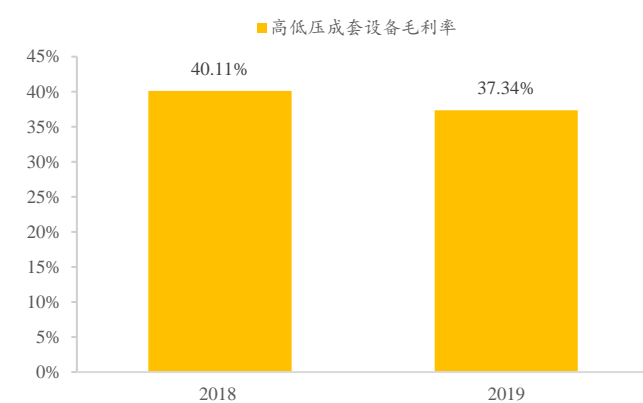
资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2019 年高低压成套设备实现营收 27.47 亿元



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019 年高低压成套设备毛利率 37.34%

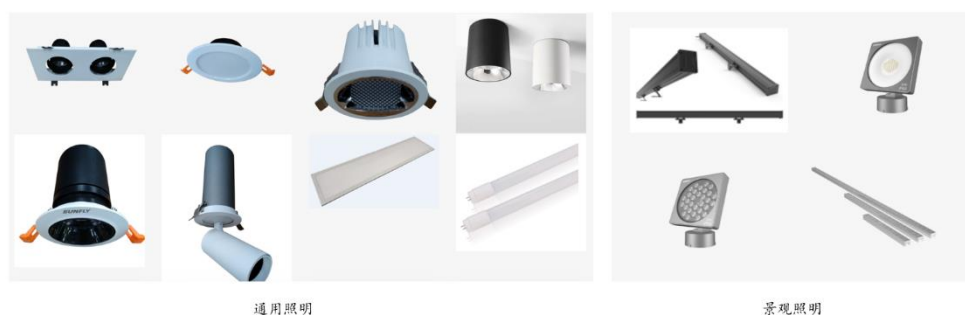


资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● LED 照明设备

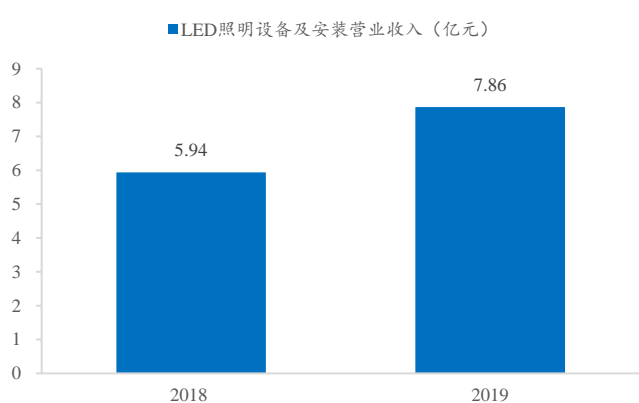
主要包括亮化类照明、家居类照明、光源类照明、办公类照明、商业类照明及户外类照明等系列产品，产品广泛应用于住宅小区、写字楼、酒店、商场、学校、城市亮化等多种场景。2019 年公司 LED 照明产品实现营收 7.86 亿元，同比增长 32.45%，毛利率为 39.95%。

图 7、LED 照明设备产品示意图



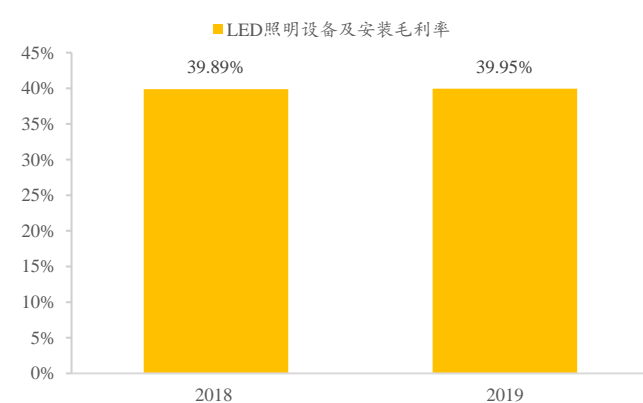
资料来源：上市公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2019 年 LED 照明设备实现营收 7.86 亿



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2019 年 LED 照明设备毛利率 39.95%



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 智慧社区

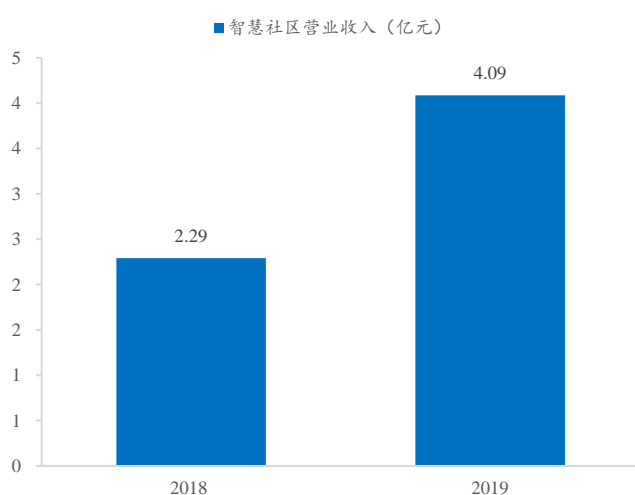
根据客户个性化需求制定的各类解决方案,包括智慧门禁、智慧电梯、智慧停车、区域布防、设备维护、视频监控、人员实施定位、公共信息发布等。2019 年公司智慧社区实现营收 4.09 亿元,同比增长 78.33%,毛利率 32.29%。

图 10、智慧社区产品示意图



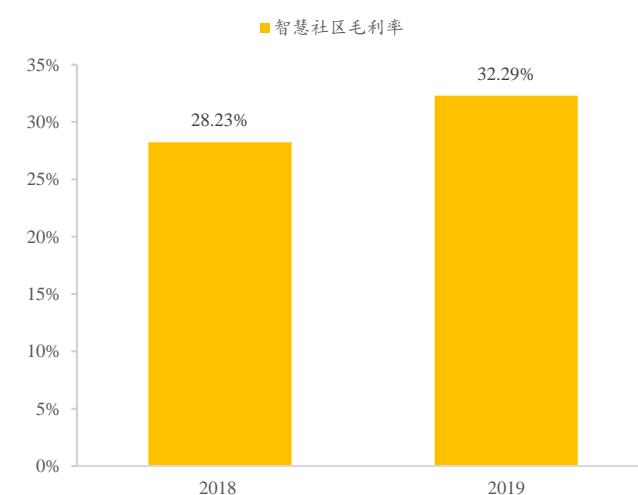
资料来源:上市公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2019 年智慧社区实现营收 4.09 亿



资料来源:上市公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2019 年智慧社区毛利率 32.29%

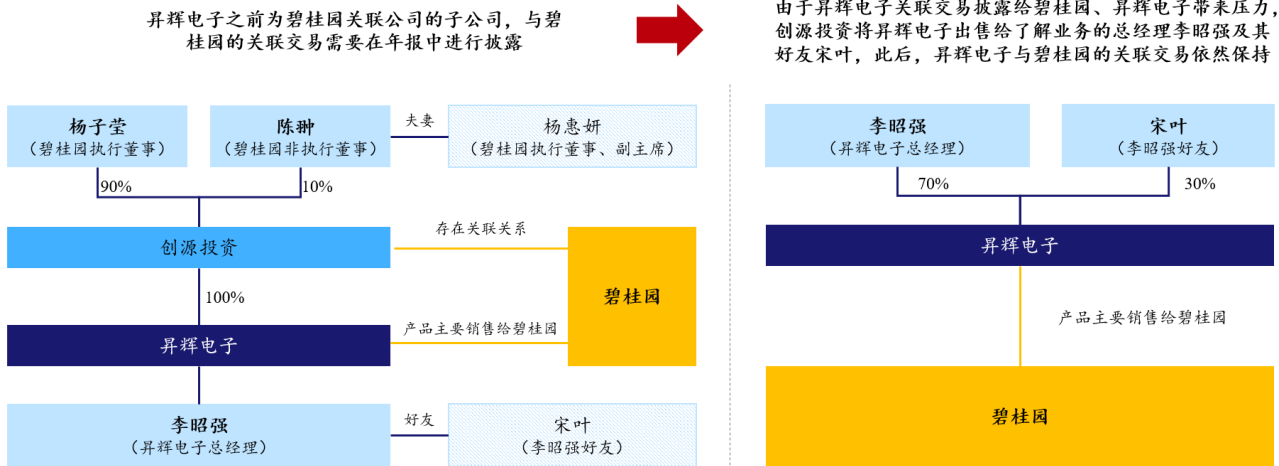


资料来源:上市公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

3、碧桂园项目进入集中竣工期,提振公司业绩增速

昇辉电子最大的客户为碧桂园,营收占比超过 50%,主要原因系昇辉电子立足于服务碧桂园而创立,近几年营收随着碧桂园的成长而成长。

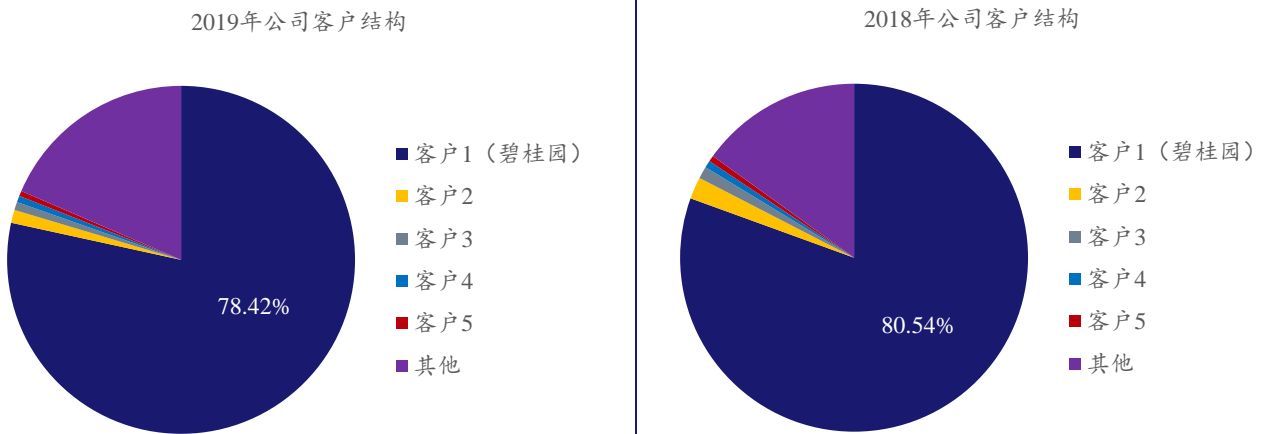
图 13、昇辉电子前身由碧桂园高层管理人员创立，因此公司与碧桂园关系紧密



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

尽管近几年公司在新客户开发方面有突破，但目前碧桂园依然是最大的客户。在保持与碧桂园的长期战略合作的基础上，公司逐步开拓了万科、融创、中铁、天鸿等知名房企，并与国家电网、南方电网、中铁集团、海尔集团、中国移动等国内知名企业展开了相关业务合作。2019 年鲁亿通来自碧桂园的销售收入占比为 78.42%，同比下降 2.12pct。

图 14、2019 年公司来自碧桂园的销售收入占比为 78.42%，同比下降 2.12pct，但碧桂园依然是最大的客户

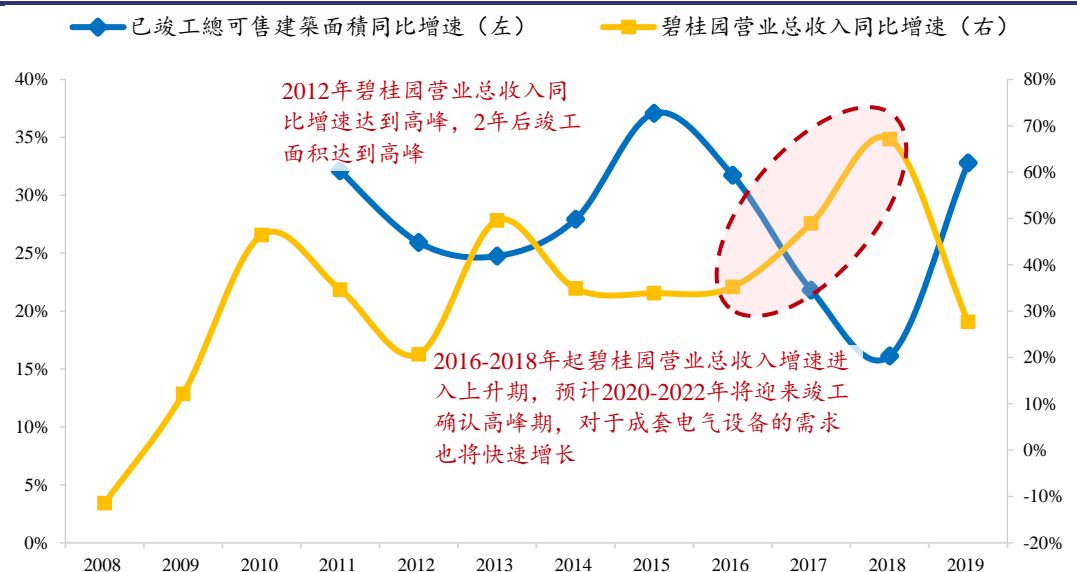


资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司年报中未披露前 5 大客户的名称，但由于公司客户结构特殊，第一大客户大概率为碧桂园。

电气成套设备主要于房地产竣工前交付，因此鲁亿通（昇辉电子）营收与碧桂园竣工建筑面积相关度较高。碧桂园竣工建筑面积通常滞后于营业收入 1-2 年，例如 2012 年碧桂园营业总收入同比增速达到高峰，2 年后竣工面积达到高峰。2016-2018 年碧桂园营业总收入增速进入上升期，预计 2020-2022 年将迎来竣工高峰期，对于鲁亿通成套电气设备的需求也将快速增长。

图 15、预计碧桂园 2020-2022 年将来竣工高峰期，对成套电气设备的需求也将快速增长



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、投资建议

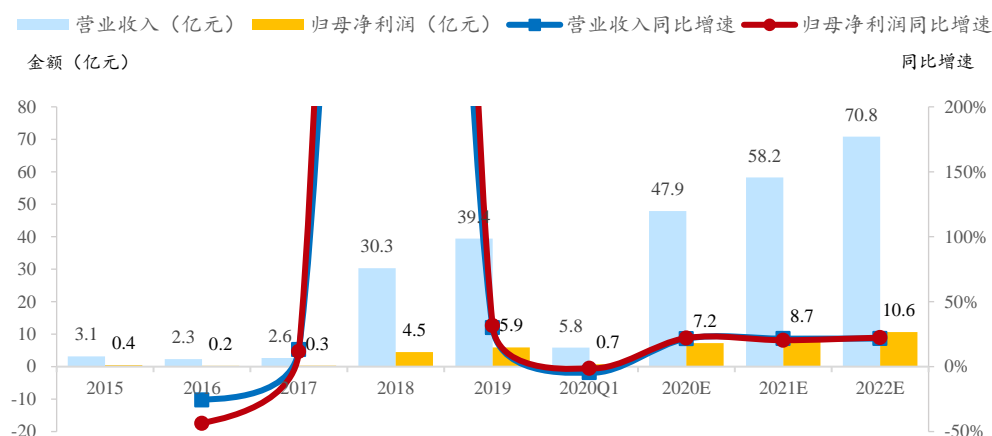
盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 47.9 亿元、58.2 亿元、70.8 亿元，归母净利润分别为 7.24 亿元、8.71 亿元、10.65 亿元，对应 EPS 分别为 1.45 元、1.74 元、2.13 元，对应 6 月 3 日收盘价 PE 分别为 9.7 倍、8.0 倍、6.6 倍，首次覆盖，给予审慎增持评级。

表 1、盈利预测结果（基于 6 月 3 日收盘价）

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3942	4790	5823	7081
同比增长	30.1%	21.5%	21.6%	21.6%
净利润(百万元)	593	724	871	1065
同比增长	31.6%	22.0%	20.3%	22.3%
毛利率	37.3%	36.9%	36.9%	36.9%
净利率	15.0%	15.1%	15.0%	15.0%
每股收益(元)	1.19	1.45	1.74	2.13
每股经营现金流(元)	-0.35	0.80	0.89	0.96
市盈率	11.8	9.7	8.0	6.6
市净率	2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

图 16、预计公司 2020 年净利润为 7.2 亿元，同比增长 22%



资料来源：上市公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

注：2018 年起昇辉电子 100% 营收开始并表，鲁亿通营收同比增长 1048.1%。

投资建议：公司具有完备的电气成套设备全产业链，客户包含工业、民用两大领域，短期、长期均有增长点。**短期来看**，公司与国内龙头房地产商碧桂园合作紧密，2016-2018 年碧桂园营业总收入增速进入上升期，预计 2020-2022 年将迎来竣工高峰期，对于鲁亿通成套电气设备的需求也将快速增长。**长期来看**，公司正在加快其他房企以及房地产以外行业客户开拓，目前已初见成果，同时公司围绕房地产客户优势，继续开拓了 LED 照明、智慧社区两大业务，预计“客户+产品”双轮驱动战略将为公司带来可持续的增长动力。**当前公司市盈率不足 10 倍，价值被市场低估，首次覆盖，给予审慎增持评级。**

图 17、鲁亿通收盘价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、鲁亿通当前市盈率较低



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

房地产交付不及预期，房地产建设进度不及预期，新客户开拓速度不及预期。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5625	6987	8113	9798
货币资金	791	815	803	809
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1107	1819	1922	2513
其他应收款	9	13	15	19
存货	1391	1697	2066	2511
非流动资产	2216	2506	2798	3054
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	20	20	20	20
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	483	769	1043	1299
在建工程	8	29	39	45
油气资产	0	0	0	0
无形资产	69	72	69	69
资产总计	7841	9493	10911	12852
流动负债	4373	5216	5819	6818
短期借款	965	1315	1409	1496
应付票据	900	1155	1372	1688
应付账款	1063	1588	1756	2243
其他	1445	1158	1282	1391
非流动负债	4	76	101	61
长期借款	0	0	0	0
其他	4	76	101	61
负债合计	4377	5293	5921	6879
股本	499	499	499	499
资本公积	1834	1834	1834	1834
未分配利润	1152	1822	2599	3568
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3464	4200	4990	5974
负债及权益合计	7841	9493	10911	12852

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	593	724	871	1065
折旧和摊销	33	49	72	95
资产减值准备	51	57	16	52
无形资产摊销	14	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	85	98	115	123
投资损失	-7	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-906	-621	-646	-818
经营活动产生现金流	-176	398	443	480
投资活动产生现金流	-218	-359	-353	-356
融资活动产生现金流	273	-15	-102	-117
现金净变动	-120	24	-12	6
现金的期初余额	603	791	815	803
现金的期末余额	482	815	803	809

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3942	4790	5823	7081
营业成本	2470	3023	3676	4471
营业税金及附加	24	31	37	45
销售费用	186	240	291	354
管理费用	313	383	466	566
财务费用	88	98	115	123
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
营业利润	676	826	992	1214
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	3	2	2
利润总额	674	824	990	1212
所得税	81	100	120	147
净利润	593	724	871	1065
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	593	724	871	1065
EPS(元)	1.19	1.45	1.74	2.13

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	30.1%	21.5%	21.6%	21.6%
营业利润增长率	30.8%	22.3%	20.1%	22.4%
净利润增长率	31.6%	22.0%	20.3%	22.3%
盈利能力				
毛利率	37.3%	36.9%	36.9%	36.9%
净利率	15.0%	15.1%	15.0%	15.0%
ROE	17.1%	17.2%	17.4%	17.8%

偿债能力

资产负债率	55.8%	55.8%	54.3%	53.5%
流动比率	1.29	1.34	1.39	1.44
速动比率	0.97	1.01	1.04	1.07

营运能力

资产周转率	0.54	0.55	0.57	0.60
应收帐款周转率	2.83	3.00	2.85	2.92

每股资料(元)

每股收益	1.19	1.45	1.74	2.13
每股经营现金	-0.35	0.80	0.89	0.96
每股净资产	6.94	8.41	9.99	11.96

估值比率(倍)

PE	11.81	9.68	8.05	6.58
PB	2.02	1.67	1.40	1.17

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn