

鲁亿通(300423)/电气设备
民用+工业齐发力，低估龙头持续高增
评级：增 持(首次)

市场价格：12.27

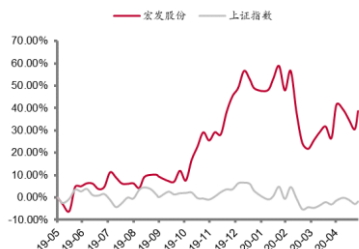
分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	499
流通股本(百万股)	257
市价(元)	12.27
市值(百万元)	6127
流通市值(百万元)	3153

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,031.11	3,942.19	5,022.69	6,519.49	8,339.99
增长率 yoy%	1048.13%	30.06%	27.41%	29.80%	27.92%
净利润	450.54	593.00	783.54	1,070.84	1,407.58
增长率 yoy%	1530.25%	31.62%	32.13%	36.67%	31.45%
每股收益(元)	0.90	1.19	1.57	2.14	2.82
每股现金流量	1.50	-0.24	0.43	0.60	0.73
净资产收益率	15.62%	17.12%	18.15%	20.03%	21.00%
P/E	13.6	10.3	7.8	5.7	4.4
PEG	0.41	0.31	0.04	0.17	0.13
P/B	2.1	1.8	1.4	1.1	0.9

备注：股价取自 2020 年 5 月 26 日收盘价

投资要点

- **强强联合打造工业+民用电气成套设备龙头，并购完成激发新增长动力。**公司 2003 年成立以来深耕高低压电气成套设备领域，2015 年登陆深交所，2018 年并购昇辉电子，实现工业与民用领域电气成套设备的协同互补、强强联合，并带来技术与产能方面的融合优化，激发出强大增长驱动力；同时公司切入 LED 照明及智慧社区领域，业务结构显著优化，成功注入增长新驱动力。2019 年公司营收规模接近 40 亿，为国内领先的电气成套设备综合解决方案服务商。
- **绑定碧桂园锁定高增长，新客户拓展带来显著增量。**昇辉电子 2010 年成立以来深耕大客户碧桂园，在高低压电器设备与三箱领域已成为碧桂园在广东地区最大供应商，形成相互依存关系。我们测算碧桂园年化电气设备需求规模在 200-300 亿元，公司目前份额仅 10-15%，仍有较大提升空间，随着公司产能扩张、份额提升，碧桂园业务有望持续高增长。此外，2018 年以来公司积极推进新客户拓展，2019 年公司非碧桂园业务规模已增至近 9 亿元左右，碧桂园业务占比由 2018 年的 80.54% 降至 78.42%；行业需求向好叠加新客户持续渗透将为公司带来显著业绩增量。
- **新基建打开工业领域增长窗口，电网投资提振需求景气度。**2020 年新基建持续发力，多环节投资加速将充分拉动上下游和软硬件配套需求，电力能源为新基建各环节关键要素，工业领域电气成套设备需求增速有望提升。此外，2020 年特高压、信息化、智能化等多个环节投资有望加码，预计电网整体投资稳健增长，电力系统领域电气成套设备需求景气度有望提升。
- **LED 业务毛利率行业领先，优势客户资源支撑高速增长。**昇辉电子 2011 年进入碧桂园供应体系，深入参与多种 LED 产品设计与生产，为碧桂园在 LED 照明设备采购的重要供应商之一；凭借较强设计能力、持续改进的工艺、不断优化产品结构及成本构成，公司 LED 业务毛利率行业领先。公司通过成套电气设备已建立深厚客户资源，深度绑定碧桂园等民用领域客户以及多个工业龙头客户，现有客户及未来新客户资源将支撑公司 LED 业务持续高增长。
- **前瞻性布局智能家居，渗透率提升带动需求快速扩张。**消费升级与信息化智能化基础设施加速建设大背景下，国内智能家居渗透率有望持续提升、智慧社区需求空间有望持续扩张。公司布局智能家居领域较早，重点在智慧社区、公共安全、智能电气、智能照明、景观亮化等方面持续推出新产品，借助强大地产及工业客户资源，公司智慧社区业务有望贡献显著业绩增量。
- **投资建议：**公司为国内电气成套设备龙头，民用领域绑定龙头房企碧桂园，需求规模扩张+份额提升确保碧桂园业务持续高增，新客户拓展顺利带来显著业绩增量；此外，新基建及电网投资推动工业领域需求景气度提升。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别达 7.83/10.71/14.08 亿元，EPS 分别为 1.57/2.14/2.82 元，对应 2020 年 5 月 26 日收盘价 PE 分别为 7.8/5.7/4.4，当前估值处于较低水平，首次覆盖，给与增持评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、市场竞争加剧、客户拓展不及预期

内容目录

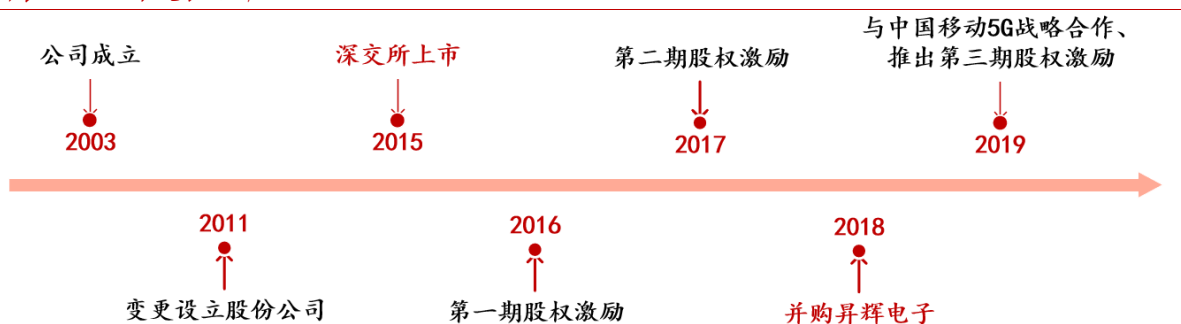
强强联合打造工业+民用成套电气设备龙头	- 4 -
绑定碧桂园锁定高增长 拓展客户迎显著新增量	- 9 -
新基建打开增长窗口 电网投资提振需求景气度	- 13 -
优势客户资源有望支撑 LED 配套业务高速增长	- 16 -
前瞻性布局智能家居 渗透率提升带动需求快速扩张	- 17 -
投资建议	- 19 -
风险提示	- 20 -
图表 1: 公司发展沿革	- 4 -
图表 2: 2018-2019 年公司营收构成 (亿元)	- 5 -
图表 3: 2019 年公司业务占比 (外圈毛利/内圈营收)	- 5 -
图表 4: 公司各业务毛利率	- 5 -
图表 5: 公司主要产品总览	- 6 -
图表 6: 公司股权结构	- 6 -
图表 7: 公司子公司总览	- 6 -
图表 8: 并购致 18 年营收及业绩大幅增长 19 年维持高增速 (金额: 亿元) ...	- 7 -
图表 9: 并购昇辉电子致 2018-2019 年毛利率与净利率提升	- 7 -
图表 10: 公司期间费用管控良好, 疫情及奖励计提因素致 2020Q1 费用率下滑	- 8 -
图表 11: 公司近年来研发占比维持在 3.5% 以上 (金额: 亿元)	- 8 -
图表 12: 公司资产负债率保持稳定	- 8 -
图表 13: 2019 年及 2020Q1 经营现金流显著改善	- 8 -
图表 14: 昇辉电子电气成套设备产品总览 (部分)	- 9 -
图表 15: 公司并购昇辉电子产生显著协同互补效应	- 10 -
图表 16: 昇辉电子营收及扣非归母净利润规模持续高速增长	- 10 -
图表 17: 昇辉电子 2017-2019 年持续大幅超额完成业绩承诺	- 10 -
图表 18: 碧桂园龙头地位稳固	- 11 -
图表 19: 公司深度绑定核心大客户碧桂园	- 11 -
图表 20: 公司碧桂园业务规模高速增长 (亿元)	- 12 -
图表 21: 2018-2019 年新开工面积增速显著回升 (单位: 万平方米)	- 12 -
图表 22: 2019 年竣工面积增速显著回升 (单位: 万平方米)	- 12 -
图表 23: 公司非碧桂园业务拓展顺利, 2019 年实现翻倍增长 (亿元)	- 13 -

图表 24: 鲁亿通工业领域主要成套电气设备产品总览.....	- 13 -
图表 24: 一二级用电负荷领域成套电气设备需求分布.....	- 14 -
图表 25: 配电开关控制设备行业增速与电网投资、用电量增速相关性较高....	- 14 -
图表 26: 2020 国网投资规模有望稳健增长	- 15 -
图表 27: 国内 LED 渗透率持续快速提升.....	- 16 -
图表 28: 国内 LED 通用照明产值增至 2679 亿元	- 16 -
图表 29: 公司 LED 产品总览 (部分)	- 17 -
图表 31: 中国智能家居渗透率提升空间较大.....	- 18 -
图表 32: 2018 年国内智能家居市场规模全球第二.....	- 18 -
图表 33: 智慧社区产品总览.....	- 18 -
图表 34: 公司估值处于较低水平 (股价日期为 2020 年 5 月 26 日)	- 19 -
图表 35: 财务预测总览 (百万元, 股价取自 2020 年 5 月 26 日收盘价)	- 20 -

强强联合打造工业+民用成套电气设备龙头

- **强强联合打造工业+民用成套电气设备龙头。**鲁亿通成立于 2003 年，近二十年来持续深耕高低压电气成套设备领域，产品全面覆盖 0.4kV-40.5kV 电压等级的高中低压电气成套设备。2015 年公司在深交所创业板上市，2017 年公司并购昇辉电子，在电气成套设备领域实现产品、销售与客户的协同互补、强强联合，打造工业+民用电气成套设备龙头；同时公司切入 LED 照明及智慧社区领域，产品线进一步拓展，注入增长新驱动力。当前公司已成为国内领先的电气成套设备综合解决方案服务商，2019 年公司营收规模达 39.42 亿元。

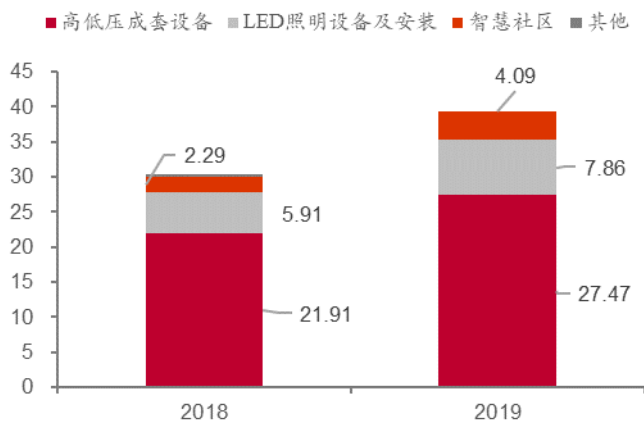
图表 1：公司发展沿革



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

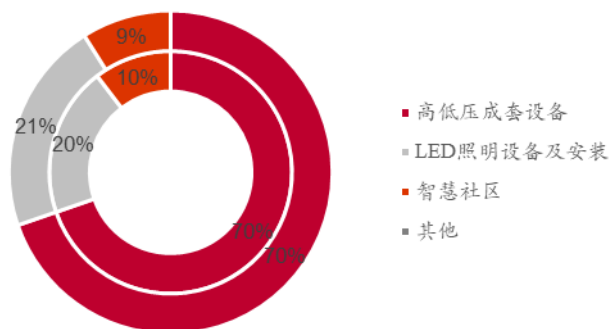
- **并购昇辉电子切入民用领域，业务结构显著优化。**2018 年公司通过发行股份与支付现金相结合的方式收购昇辉电子 100% 股权，实现工业与民用电气成套设备两大领域的协同互补，整体竞争力大幅提升；除民用电气成套设备业务外，昇辉电子的 LED 照明及智能家居业务显著优化公司整体业务结构、完善产业链布局。目前公司已形成电气成套设备、LED 照明、智慧社区三大业务板块，2019 年业务营收占比分别为 69.7%/19.9%/10.4%，毛利占比分别为 69.7%/21.3%/9.0%。公司 LED 业务毛利率相对较高，2019 年公司电气成套设备、LED 照明、智慧社区业务毛利率分别为 37.43%/39.95%、32.29%，整体毛利率为 37.34%，同比下降 1.83pct。

图表 2: 2018-2019 年公司营收构成 (亿元)



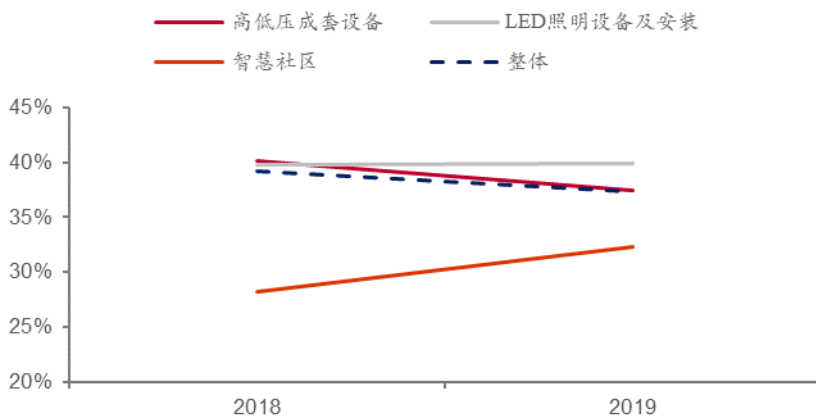
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 2019 年公司业务占比 (外圈毛利/内圈营收)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司各业务毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

- **公司打造四大业务板块, 电气成套设备为核心业务。**当前公司主营业务为电气成套设备、LED 照明、智慧社区、公共安防四大类, 其中电气成套设备业务为核心业务, 2019 年营收占比达 70%, 主要包括高低压成套设备以及智能化箱式变电站、母线槽、电缆桥架等; LED 照明业务 2019 年营收占比约 20%, 主要包括 LED 照明灯具、城市亮化工程、EMC 工程、LED 显示屏等; 智慧社区和公共安防业务 2019 年营收占比约 10%, 主要包括社区集中管理平台、智慧社区、智能配电系统、视频监控、智感社区、智慧交通等, 2019 年公司成立公共安防事业部以加大业务拓展力度。

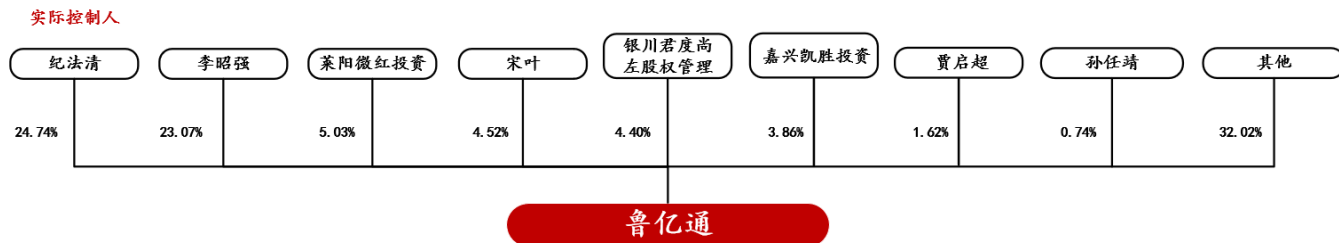
图表 5: 公司主要产品总览

业务板块	具体产品
电气成套设备 (2019 营收占比 70%)	高压成套设备
	KYN-40.5 系列、KYN28-12 系列等
	低压成套设备
	MNS 系列
	绝缘真空环网开关设备
	XGN-12/24 系列
LED 照明 (2019 营收占比 20%)	预装式变电站
	YBM 系列
	抽出式开关柜
	GCK 系列
	住宅配电箱
智慧社区、公共安全 (2019 营收占比 10%)	SPZ 系列
	家居照明
	墙角灯、全塑筒灯、雷达/普通吸顶灯等
	商业照明
	模组化射灯、酒店射灯系列等
	办公照明
	T8 一体化支架灯、明装办公线性灯等
	户外照明
	投光灯、泛光灯等
	S2 舒享系列等

来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司实控人为纪法清先生, 截至 2020 年一季度末, 纪法清先生持股比例 24.74%, 前十大股东持股比例合计为 69.36%。截至 2019 年底, 公司拥有昇辉电子、聪信贸易、昇信贸易、昇辉科技、昇佑安装工程、智昇科技六家子公司及孙公司。

图表 6: 公司股权结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

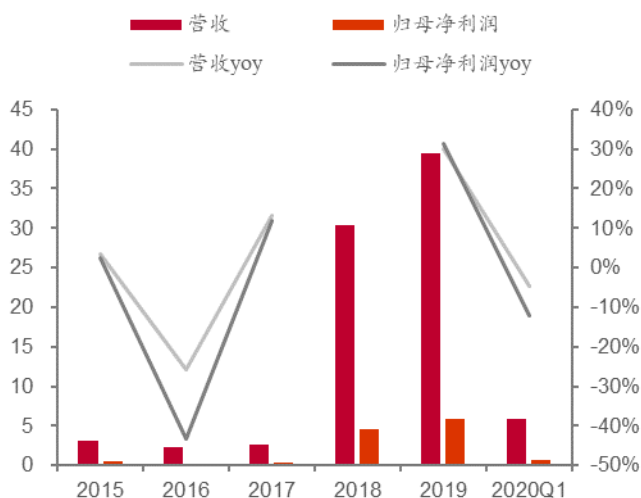
图表 7: 公司子公司总览

主要子公司、孙公司	主要业务
广东昇辉电子控股有限公司	高低压成套设备, LED 照明及智慧社区
佛山市聪信贸易有限公司	电气设备销售
肇庆市昇信贸易有限公司	电气设备销售
昇辉科技有限公司	节能技术、能源技术咨询; 软件及信息技术咨询、开发服务; 智能化工程安装服务
佛山市昇佑安装工程有限公司	电气系统、管道和设备、智能化、建筑装饰工程施工及上门安装; 公衡管理服务
佛山市智昇科技有限公司	技术、软件开发, 计算机系统服务

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

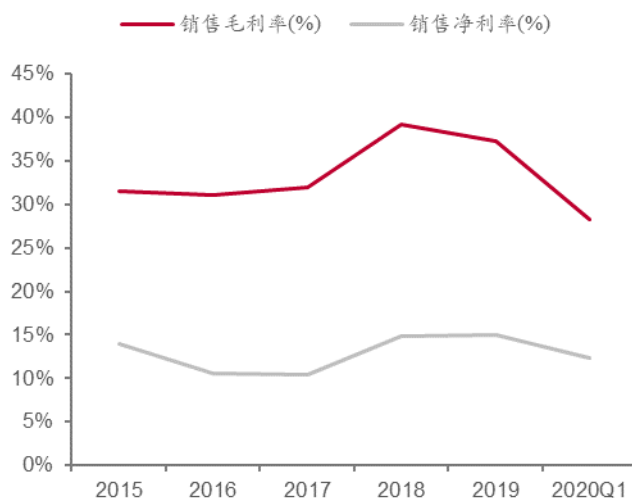
- **2018 年昇辉电子并购完成致营收业绩大幅增长, 2019 年维持较高增速, 2020Q1 表现显著优于行业。**2011-2017 年公司营收与归母净利润规模保持相对稳定, 2018 年公司完成并购昇辉电子, 营收与归母净利润大幅增至 30.31/4.51 亿元。2019 年公司维持较高增速, 在碧桂园业务持续扩张的基础上顺利取得新客户业务增量, 营收与归母净利润增速分别达 30.06%/31.49%。2018 年公司毛利率与净利率分别提升 7.24pct/4.39pct, 主要由于公司并购的昇辉电子毛利率相对较高, 2019 年公司毛利率与净利率分别下滑 1.83/0.18pct。2020 年一季度公司营收与归母净利润分别同比下滑 4.73%/12.20%, 疫情影响下整体经营趋稳, 体现较强响应能力。

图表 8: 并购致 18 年营收及业绩大幅增长 19 年维持高增速 (金额: 亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

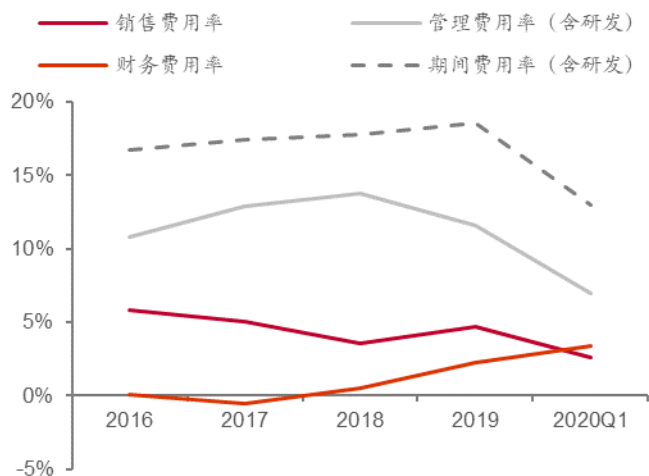
图表 9: 并购昇辉电子致 2018-2019 年毛利率与净利率提升



来源: wind, 中泰证券研究所

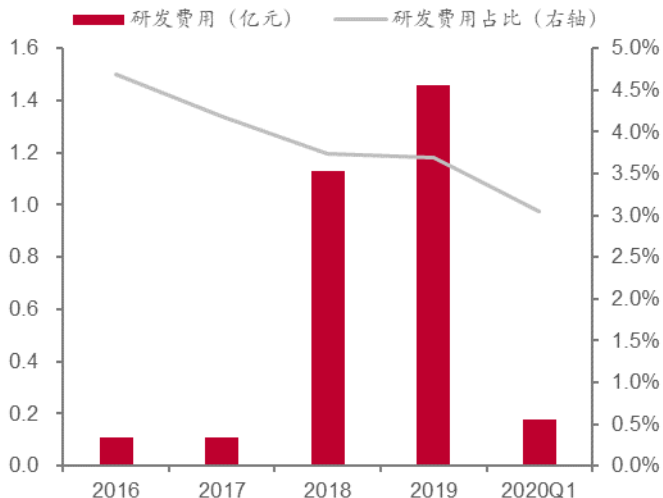
- **2019 年费用管控良好, 疫情与奖励计提因素致 2020Q1 费用率下滑。**2019 年公司管理费用 (含研发)、销售费用、财务费用分别为 4.59/1.86/0.88 亿元, 分别同比增长 3.09%/74.21%/490.12%, 费用率分别为 11.63%/4.72%/2.22%, 期间费用率为 18.58%, 同比小幅提升 0.82pct, 费用管控良好, 其中销售费用大幅增长主要由于业务量扩张以及子公司昇辉电子广告费增加, 财务费用提升较多主要由于贷款增加等。2020 年一季度公司管理费用 (含研发)、销售费用、财务费用率分别为 7.01%/2.63%/3.38%, 期间费用率为 13.02%, 同比大幅下滑 11.65cpt, 其中销售费用下滑由于疫情下部分销售活动无法展开, 管理费用下滑由于不再计提超额业绩奖励。2019 年公司研发投入 1.46 亿元, 同比增长 28.89%, 研发投入占比为 3.70%, 近年来研发占比维持在 3.5%以上。

图表 10: 公司期间费用管控良好, 疫情及奖励计提因素致 2020Q1 费用率下滑



来源: wind, 中泰证券研究所

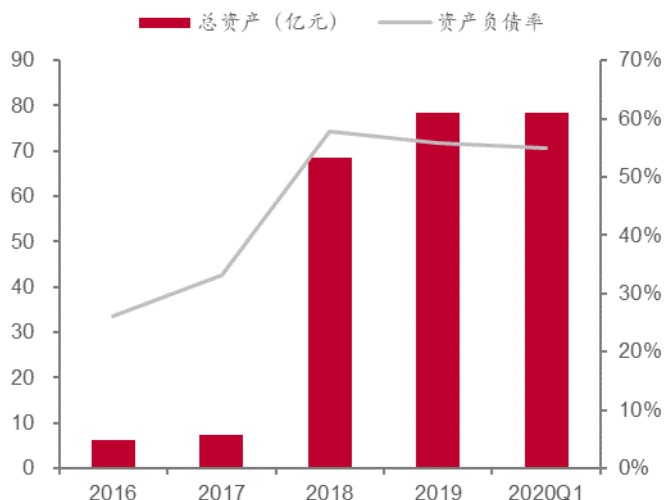
图表 11: 公司近年来研发占比维持在 3.5% 以上 (金额: 亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

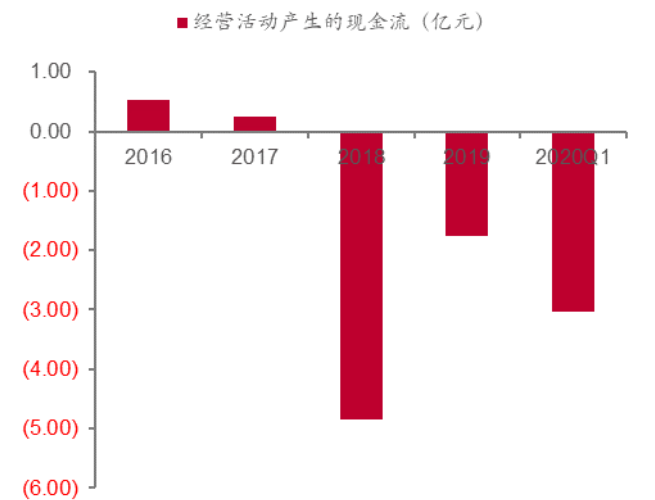
- **资产负债率保持稳定, 经营性现金流有所改善。**截至 2020 年一季度末, 公司总资产规模为 78.56 亿元, 资产负债率为 54.95%, 近两年资产负债率保持相对稳定。2019 年公司经营性现金流净额为-1.76 亿元, 净流出规模同比显著收窄, 与净利润规模差距仍然较大原因为公司高速发展资金需求量大且结算主要以票据为主。2020 年一季度公司经营性现金流净额为-3.03 亿元, 同比显著好转, 原因为销售回款较上年增加、支付货款有所减少。

图表 12: 公司资产负债率保持稳定



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 2019 年及 2020Q1 经营现金流显著改善



来源: wind, 中泰证券研究所

绑定碧桂园锁定高增长 拓展客户迎显著新增量

- **并购昇辉电子，打开新增长空间。**2017 年公司并购昇辉电子 100% 股权，交易对价为 20 亿元，其中通过现金支付 5.7 亿元、发行股份支付 14.3 亿元，作价 28.92 元/股；同时，公司通过发行股份募集配套资金 5.2 亿元。昇辉电子自 2010 年成立以来深耕房地产行业，与国内多家大中型房企客户建立深度合作关系，且近年来持续拓展公共安防、智慧城市、智慧社区、智能家居等领域，核心业务为民用电气成套设备与 LED 照明，产品包括高低压设备、配电柜箱、电工产品、母线槽、各类 LED 照明产品等，广泛用于居民小区、酒店、办公楼等场景。

图表 14：昇辉电子电气成套设备产品总览（部分）



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **公司并购昇辉电子可带来显著协同互补、强强联合效应：**
- **1) 产品、客户、区域上的协同互补：**公司聚焦于发输配电、石油、石化、冶金等工业领域市场，产品可靠性、安全性及智能化程度高，业务区域主要位于华东、西北等地区；昇辉电子则深耕住宅小区、商业地产等民用领域，对地产行业技术要求、采购需求及需求节奏理解深刻，业务区域主要在珠三角地区。本次并购为公司带来技术领域、客户结构、业务区域上的协同互补。
- **2) 业务结构优化，储备新增长驱动力：**本次并购为公司注入 LED 照明、智能家居、物联网等业务板块，在电力信息化、能源互联网、智能家居场景化等大方向下，公司获得充沛增长潜力。

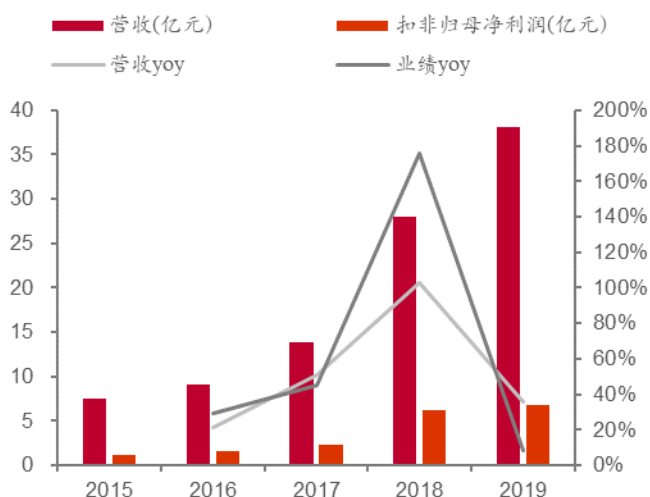
图表 15: 公司并购昇辉电子产生显著协同互补效应

	鲁亿通	昇辉电子	协同效应
产品结构	工业领域智能成套电气设备	民用箱式变电站、中置柜、环网柜、小型化固定柜、电缆分接箱及低压三箱产品等	产品结构互补、优化
下游行业	石油化工、电力电网、轨道交通、冶金等一二级用电负荷市场	办公楼、居民小区等民用建筑领域	下游互补、拓展业务面
技术水平	高压电气设备等工业领域技术优势明显	对地产等民用领域客户需求、响应速度理解深刻	技术互补、提升竞争力
客户资源	主要以电力、石油、石化、冶金行业为主	主要集中在房地产行业	丰富客户结构，份额提升
业务领域	生产在山东地区，经营在华东、西北等地区	生产经营主要在珠三角地区	降低物流及销售成本，拓展业务链条

来源：公司公告，中泰证券研究所

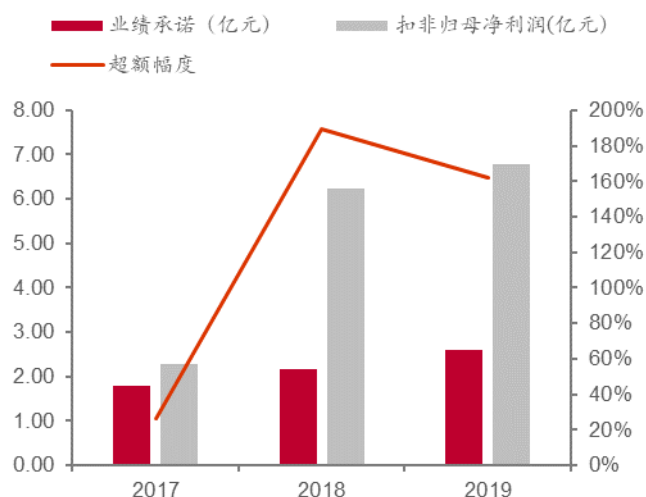
- 大幅超额完成业绩承诺，彰显强大增长动力。**根据公司公告，昇辉电子业绩承诺为 2017-2019 年扣非归母净利润规模分别不低于 1.80/2.16/2.59 亿元，合计不低于 6.55 亿元，同时公司承诺将按照累计实际净利润超出累计承诺净利润总和部分金额的 50%作为奖励对价，以现金形式奖励给 2019 年度结束后仍于昇辉电子任职的核心管理团队。在核心客户碧桂园需求快速扩张、新客户持续切入以及现金激励机制下，昇辉电子近三年营收及业绩规模持续高速扩张。根据公司公告，昇辉电子 2017-2019 年实现扣非归母净利润分别为 2.27/6.25/6.79 亿元，超额幅度分别达 26.1% /189.3%/162.2%；合计实现扣非归母净利润 15.31 亿元，超出业绩承诺合计规模 8.76 亿元，超额幅度达 133.74%。

图表 16: 昇辉电子营收及扣非归母净利润规模持续高速增长



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17: 昇辉电子 2017-2019 年持续大幅超额完成业绩承诺



来源：公司公告，中泰证券研究所

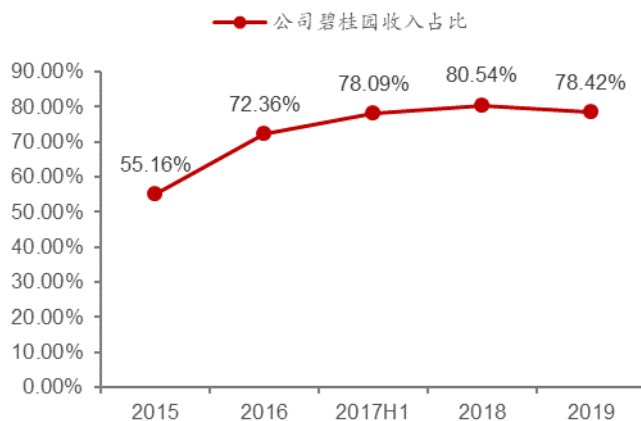
- **深度绑定碧桂园，龙头扩张带动营收快速增长。**考虑到房地产及上下游行业存在工程周期长、资金占用大等特点，昇辉电子发展初期采取重点服务大客户的销售战略。2011 年昇辉电子进入碧桂园的供应商名录并签订了长期合作框架协议，2017 年公司获得碧桂园授予的“2017-2020 年战略合作伙伴”，彰显碧桂园对于昇辉电子供应产品及能力的高度认可。近年来昇辉电子与碧桂园已形成相互依存的合作关系，在高低压电器设备与三箱领域已成为碧桂园在广东地区最大供应商。从收入端来看，2015-2018 年与碧桂园业务占比由 55%提升至 81%左右（2015-2017H1 数据为昇辉电子碧桂园业务占比），2019 年非碧桂园业务拓展顺利，公司碧桂园业务占比小幅下降至 78.42%左右。

图表 18：碧桂园龙头地位稳固

年度	碧桂园合同销售额（亿元）	yoy	中国房地产销售额排名
2015	1401	9%	7
2016	3088	120%	3
2017	5508	78%	1
2018	5019	31%	1
2019	5522	10%	1

来源：wind，中泰证券研究所

图表 19：公司深度绑定核心大客户碧桂园

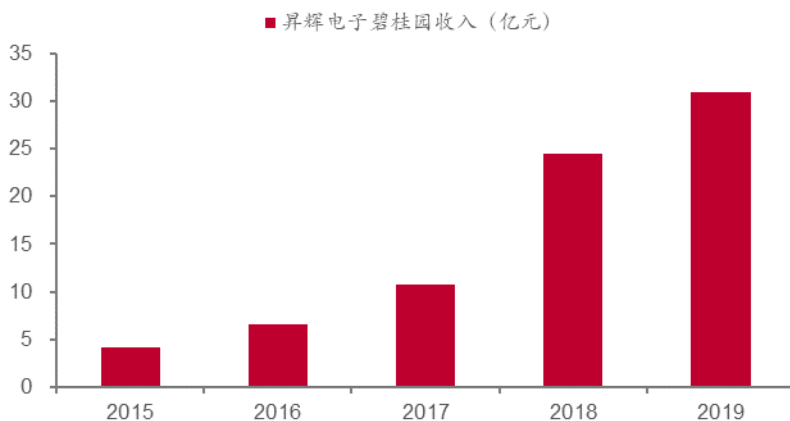


来源：公司公告，中泰证券研究所

注：2015-2017H1 取自公司并购公告，为昇辉电子碧桂园业务占比；2018-2019 年取自公司年报第一大客户占比，为公司整体碧桂园业务占比

- **碧桂园年化成套电气设备需求空间预计 200-300 亿，公司份额仍有较大提升空间。**根据根据万科与绿地年报，2019 年万科及绿地材料设备供应商采购额分别为 2230/3591 亿元；参考碧桂园、万科、绿地 2018-2019 年销售面积与销售金额规模，碧桂园作为国内房企龙头，保守预计年化材料及设备采购金额在 2000-3000 亿元，假设成套电气设备采购成本占比为 1%，则对应年化需求空间 200-300 亿元。2019 年公司在碧桂园的收入规模为 31 亿元左右，根据测算结果，预计目前公司在碧桂园电气设备整体需求规模份额在 10%-15%，仍有较大提升空间。随着公司产能持续扩张、份额进一步提升，未来公司碧桂园业务收入规模有望持续上台阶。

图表 20: 公司碧桂园业务规模高速增长 (亿元)

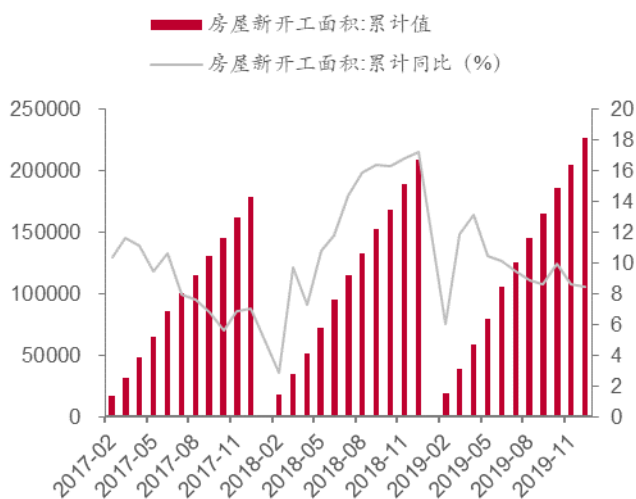


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 2017 年数据为 2017H1 碧桂园业务占比*昇辉电子全年营收计算得到

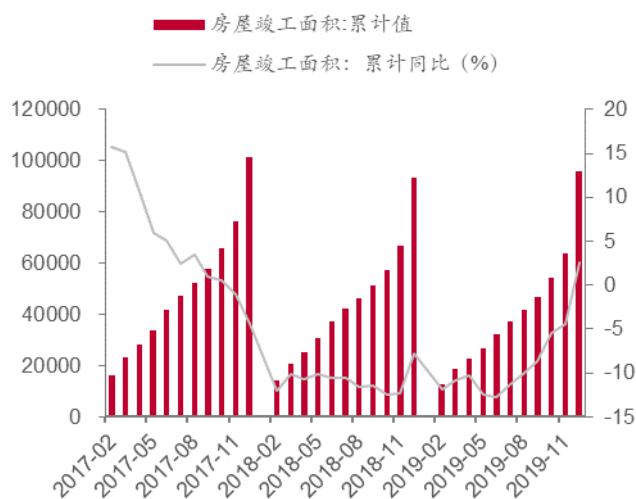
- **地产领域成套电气设备需求持续增长, 公司新客户拓展顺利业务已翻倍增长。**2018-2019 年国内房屋新开工面积累计增速分别为 17.2%/8.5%, 增速较 2017 年的 7% 有显著改善; 2019 年国内房屋竣工面积累计增速为 2.6%, 较 2017-2018 年显著回升。考虑到成套电气设备一般在地产竣工前配套完成, 较地产开发周期有 1-2 年的滞后, 近两年碧桂园销售面积快速扩张及国内整体地产开工及销售面积较高增速将支撑 2020-2021 年地产成套电气设备需求规模的持续扩张。2018 年以来公司积极推进客户多元化, 在保持核心客户碧桂园的深度战略合作外, 已陆续开拓万科、融创、中铁等知名房企以及中建五局、阿里、海尔能源动力等客户, 2019 年公司非碧桂园业务规模接近 9 亿元, 较 2018 年已取得大幅增长, 公司碧桂园业务占比从 2018 年的 80.54% 降至 78.42%。行业需求向好+新客户拓展将为公司带来非碧桂园业务领域的显著增量。

图表 21: 2018-2019 年新开工面积增速显著回升 (单位: 万平方米)



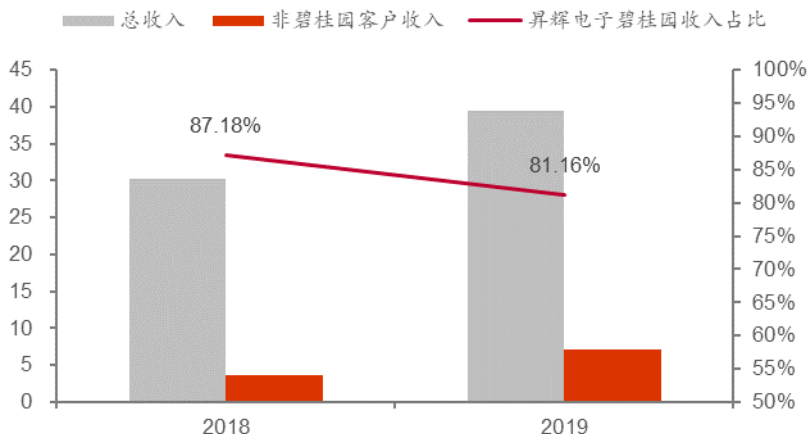
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: 2019 年竣工面积增速显著回升 (单位: 万平方米)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: 公司非碧桂园业务拓展顺利, 2019 年实现翻倍增长 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

新基建打开增长窗口 电网投资提振需求景气度

- **工业领域深耕多年, 覆盖多个国家大型企业客户。**公司深耕工业领域电气成套设备多年, 产品主要为 40.5kV 及以下电压等级的高低压成套设备及智能化预装式变电站、绝缘母线槽、电缆桥架等, 业务覆盖全国 27 个省、自治区, 客户覆盖中石油、中石化、中国兵工、中国化工、国家电网、中国冶金等国家大型企业, 且为施耐德和 ABB 的战略合作伙伴。

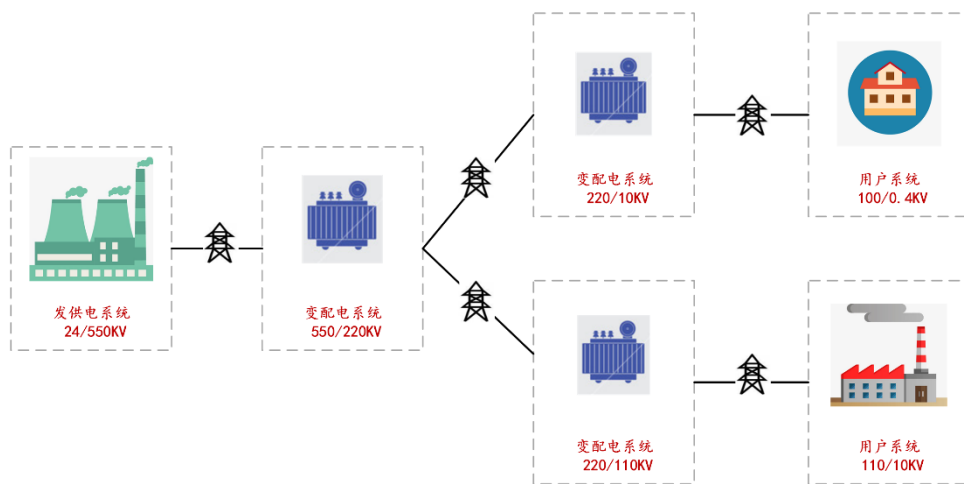
图表 24: 鲁亿通工业领域主要成套电气设备产品总览



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **电气成套设备为电力系统环节的关键设备之一**，承担控制、保护、分配电能的角色，广泛用于一、二级负荷用电区域，其中中低压配电开关控制设备多用于各行业终端电力用户配电设备、电网配电网、发电企业电网建设等领域，高压配电开关控制设备多用于电力系统的输电网。

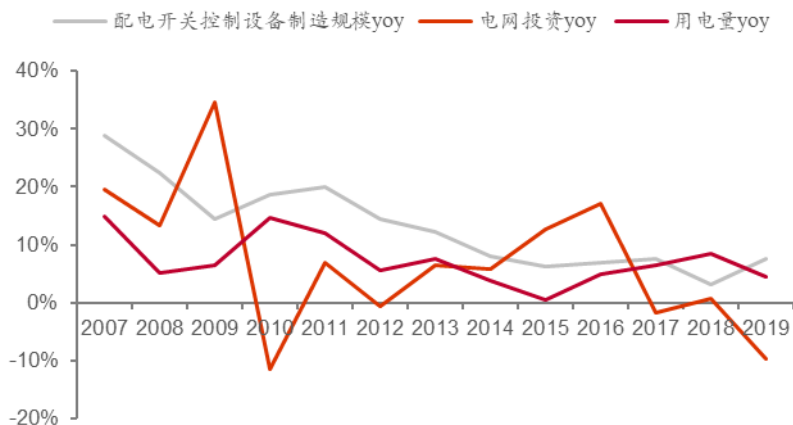
图表 25：一二级用电负荷领域成套电气设备需求分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **新基建多环节发力，工业领域电气设备景气度提升**。电气成套设备广泛用于一、二级负荷用电区域，具有“量大面广”的特点，工业领域需求规模与电网投资、全社会用电量等宏观因素密切相关。2020 年新基建持续发力，其涵盖的特高压、5G 基站、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心等环节将充分拉动上下游和软硬件配套需求，电力能源作为核心能源形式将深度贯穿新基建各环节，2020 年工业领域电气成套设备需求增速有望提升。

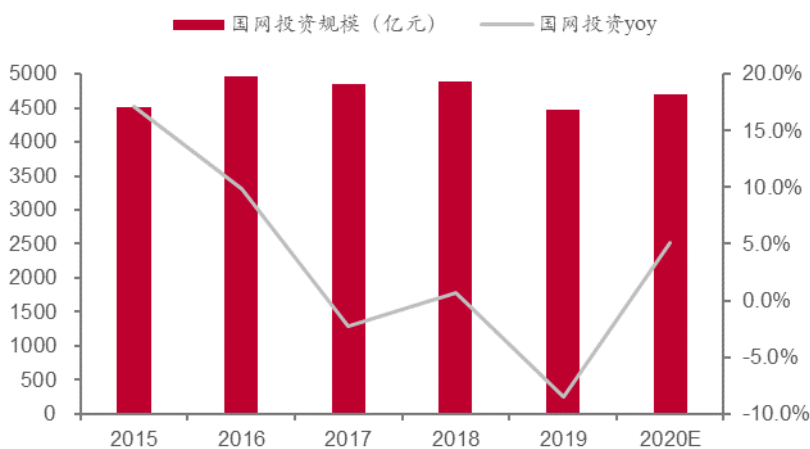
图表 26：配电开关控制设备行业增速与电网投资、用电量增速相关性较高



来源：wind，中泰证券研究所

- **电网多环节投资加码，电力领域成套电气设备需求有望增长。**2020 年国网特高压规划超预期，投资额达 1811 亿元；3 月国网印发《2020 年设备管理重点工作任务》，推进新一代配电自动化系统建设；4 月国网召开两次“新基建”工作领导小组会议，加速推进新型数字基础设施建设；叠加 2020 年 3 月国家电网“2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）”已获上交所受理，拟发行规模高达 800 亿元，国网资本开支能力得以保证。2020 年特高压、信息化、智能化等多个环节投资有望加码，预计电网整体投资稳健增长，从而带动电力系统领域电气成套设备需求增长。

图表 27：2020 国网投资规模有望稳健增长

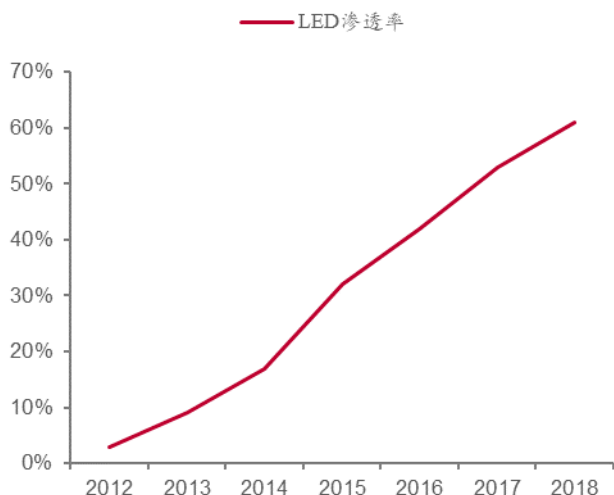


来源：国网社会责任报告，中泰证券研究所

优势客户资源有望支撑 LED 配套业务高速增长

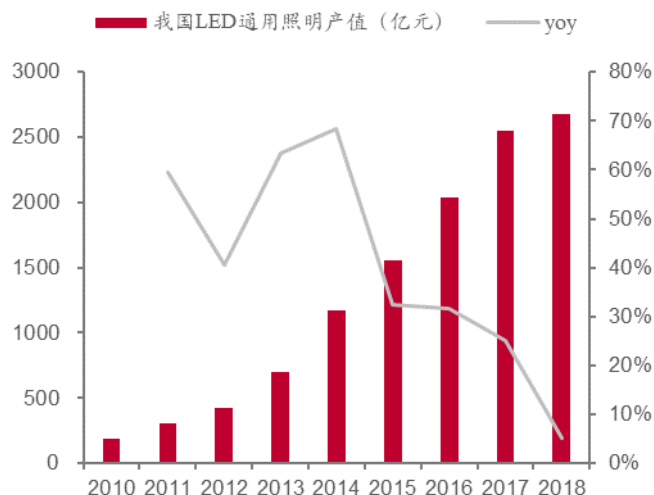
- **优势客户资源有望支撑 LED 配套业务高速增长。**LED 照明产品在能耗、使用寿命、发光效率等方面较其他光源具备显著优势，渗透率有望继续快速提升。

图表 28: 国内 LED 渗透率持续快速提升



来源：前瞻产业研究，中泰证券研究所

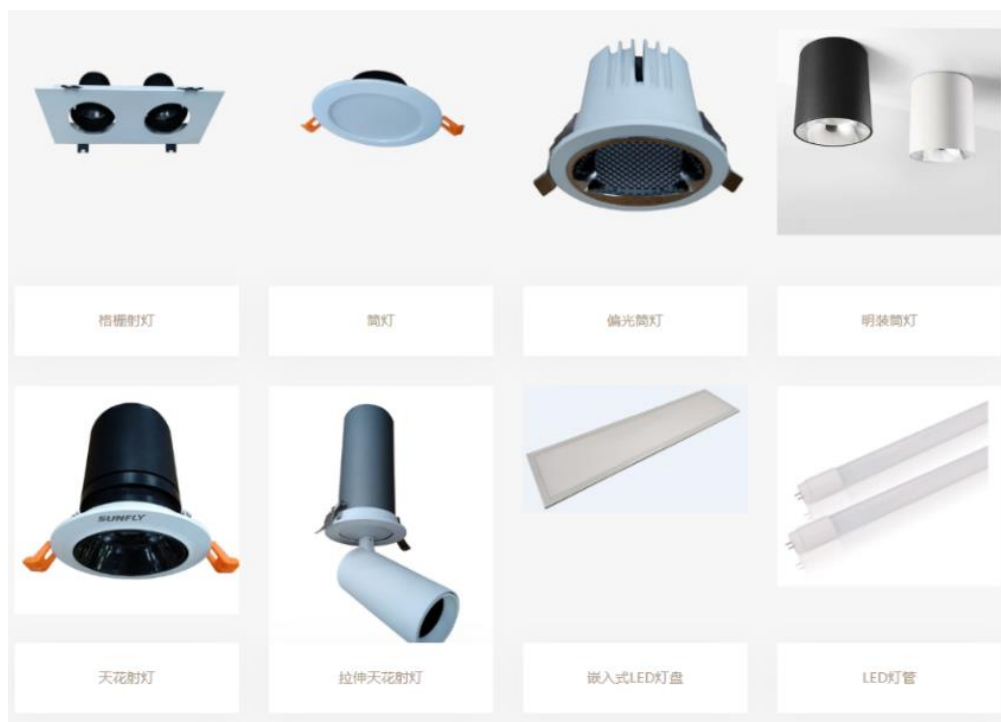
图表 29: 国内 LED 通用照明产值增至 2679 亿元



来源：中国产业信息，中泰证券研究所

- **打造 LED 多元化领先方案，现有客户资源支撑未来高增长。**公司基于较强 LED 产品设计能力打造多元化行业领先方案：LED 景观亮化灯具产品较传统照明灯具可节能 70%以上、自主研发红外/雷达感应系列产品为社区公共照明区域提供多元化节能照明方案，采用线性驱动技术与高压 SMD 光源技术等大幅优化性能与成本等，并已前瞻性布局健康照明、变焦光学、石墨烯散热等领域。同时，公司积极布局智慧灯杆产品，可集成智慧照明、视频监控、交通管理、环境监测、无线通信、信息交互、应急求助、智慧充电桩等功能。公司通过成套电气设备已建立深厚客户资源，深度绑定碧桂园等民用领域客户以及多个工业龙头客户，同时公司积极拓展新龙头客户，现有客户及未来新客户资源将支撑公司 LED 业务持续高增长。

图表 30: 公司 LED 产品总览 (部分)

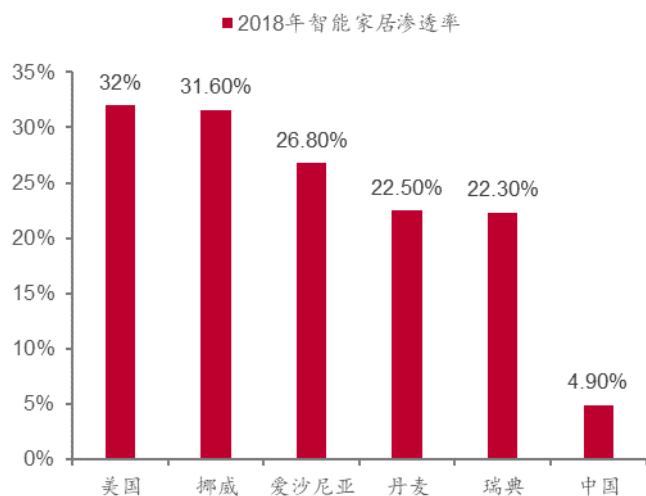


来源：公司官网，中泰证券研究所

前瞻性布局智能家居 渗透率提升带动需求快速扩张

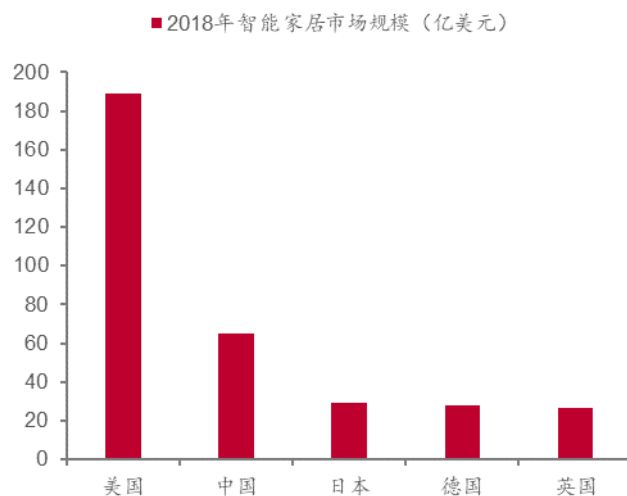
- **智能家居渗透率有望提升，需求空间广阔。**在消费升级与信息化智能化基础设施加速建设大背景下，国内智慧社区需求空间有望持续扩张。以智能家居环节为例，根据《2018 中国智能家居产业发展白皮书》，2018 年国内智能家居渗透率仅为 4.9%，与美国市场 32% 的智能家居渗透率差距较大，2018 年国内智能家居市场规模 65.2 亿美元，仅次于美国，未来随着以龙头房企为代表的地产客户智能家居渗透率持续提升，国内智能家居及智慧社区需求空间有望快速增长。

图表 31：中国智能家居渗透率提升空间较大



来源：Statista，中泰证券研究所

图表 32：2018 年国内智能家居市场规模全球第二



来源：Statista，中泰证券研究所

- **公司前瞻性布局智慧社区，有望贡献显著增量。**公司布局智能家居领域较早，2014 年 6 月昇辉电子便举行“智慧社区与安防系统”产品新闻发布会；公司根据客户个性化需求，以打造全连接和全场景的智慧平台和设备为核心，重点在智慧社区、公共安全、智能电气、智能照明、景观亮化等方面持续推出新产品，可通过方案设计、软件平台开发等环节为城市、社区、酒店、商业楼宇、普通家庭等提供智能化解决方案及相关产品。公司已先后完成以“慧昇活”为品牌的物联网平台 2.0、家庭/社区智能用电平台 1.0、智慧公寓管理系统 2.0、智慧珠宝店 1.0、智慧物业管理系统 1.0、智能家居和智慧物业 APP、慧昇活园区综合能源管理大数据平台、智慧城市大数据平台、智慧社区大数据平台等一系列平台和系统的开发，借助强大地产及工业客户资源，公司智慧社区业务有望贡献显著业绩增量。

图表 33：智慧社区产品总览



来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议

■ 关键假设：

- **1、民用领域：**成套电气设备需求滞后于地产周期 1-2 年，2018-2019 年地产新开工及竣工增速回暖将支撑未来三年需求空间扩张，考虑到 1) 公司在核心客户碧桂园供应体系中份额仍有较大提升空间、2) 依靠品牌与相应速度持续拓展的新客户增量持续兑现，假设 2020-2021 年民用领域成套电气设备营收增速分别为 25%/28%/26%，毛利率分别为 37.5%/38.0%/38.0%；假设 2020-2021 年民用领域 LED 业务营收增速分别为 30.0%/33.0%/31.0%，毛利率分别为 40.0%/40.5%/41.0%。
- **2、工业领域：**2020 年电网多环节投资加码，全年投资额有望稳健增长，假设 2020-2021 年工业领域成套电气设备营收增速分别为 10%/9%/8%，毛利率分别为 37.5%/38.0%/38.0%。
- **3、智慧社区及其他：**智能家居渗透率持续提升、信息化建设投资持续加码，假设 2020-2021 年智慧社区营收增速分别为 50%/45%/40%，毛利率保持在 32.0%。
- **公司为国内电气成套设备龙头，民用领域绑定龙头房企碧桂园，需求规模扩张+份额提升确保碧桂园业务持续高增，新客户拓展顺利带来显著业绩增量；此外，新基建及电网投资推动工业领域需求景气度提升。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别达 7.83/10.71/14.08 亿元，EPS 分别为 1.57/2.14/2.82 元，对应 2020 年 5 月 26 日收盘价 PE 分别为 7.8/5.7/4.4，当前估值同行业横向对比与历史纵向对比均处于较低水平，首次覆盖，给与增持评级。**

图表 34：公司估值处于较低水平（股价日期为 2020 年 5 月 26 日）

代码	公司	市值（亿元）	股价（元）	EPS				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002028.SZ	思源电气	138.81	18.26	0.73	1.04	1.28	1.56	25.01	17.62	14.31	11.69
002402.SZ	和而泰	126.42	13.83	0.36	0.42	0.59	0.79	38.61	32.79	23.37	17.44
603515.SH	欧普照明	189.17	25.02	1.18	1.21	1.39	1.54	21.20	20.61	17.99	16.20
300423.SZ	鲁亿通	61.27	12.27	1.22	1.57	2.14	2.82	10.06	7.82	5.72	4.35
平均值（不含鲁亿通）		147.38	151.47	19.04	-	-	-	-	28.28	23.67	18.56

来源：wind，中泰证券研究所

风险提示

- **宏观经济形势不及预期**
- 成套电气设备需求下游广泛，整体需求增速与宏观经济增速、用电量增速、电网投资等多个宏观因素密切相关，如果未来宏观经济增速继续下行、电网投资及用电量增长放缓，成套电气设备需求规模可能面临增速放缓甚至下滑风险。
- **客户拓展不及预期**
- 公司核心客户为碧桂园，业务占比较高，如果未来拓展新客户不及预期，则业务增速可能面临不及预期风险。
- **市场竞争加剧**
- 成套电气设备参与者较多，公司深耕工业与民用领域多年，产品具备较强领先优势，若未来市场竞争进一步加剧，公司可能面临份额增长不及预期、产品售价及毛利率水平下降风险。

图表 35：财务预测总览（百万元，股价取自 2020 年 5 月 26 日收盘价）

2020年5月27日											
利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,031.1	3,942.2	5,022.7	6,519.5	8,340.0	成长性					
减:营业成本	1,843.8	2,470.3	3,147.4	4,061.5	5,192.1	营业收入增长率	1048.1%	30.1%	27.4%	29.8%	27.9%
营业税金	21.4	23.8	52.6	68.3	87.3	营业利润增长率	1447.3%	30.8%	32.1%	36.4%	31.1%
销售费用	106.9	186.1	286.3	358.6	442.0	净利润增长率	1530.3%	31.6%	32.1%	36.7%	31.4%
管理费用	303.4	312.8	602.7	782.3	1,000.8	EBITDA增长率	1597.2%	48.0%	-9.0%	37.4%	31.8%
财务费用	14.8	87.5	1.0	1.0	1.0	EBIT增长率	1911.0%	48.4%	-9.2%	37.4%	31.7%
资产减值损失	113.3	-	70.0	60.0	50.0	NOPLAT增长率	1617.6%	44.2%	16.4%	36.8%	31.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	911.6%	28.4%	25.4%	22.5%	23.6%
投资和汇兑收益	2.1	7.3	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	494.5%	20.1%	24.6%	23.8%	25.4%
营业利润	516.6	675.6	892.7	1,217.8	1,596.7	利润率					
加:营业外净收支	-2.4	-1.9	2.8	2.5	2.8	毛利率	39.2%	37.3%	37.3%	37.7%	37.7%
利润总额	514.1	673.7	895.5	1,220.3	1,599.5	营业利润率	17.0%	17.1%	17.8%	18.7%	19.1%
减:所得税	63.6	80.7	111.9	149.5	191.9	净利润率	14.9%	15.0%	15.6%	16.4%	16.9%
净利润	450.5	593.0	783.5	1,070.8	1,407.6	EBITDA/营业收入	21.9%	24.9%	17.8%	18.8%	19.4%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	21.3%	24.3%	17.3%	18.3%	18.9%
货币资金	839.2	791.0	1,007.8	1,308.1	1,673.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	19	30	39	37	35
应收账款	1,464.8	1,116.3	2,371.7	1,974.6	3,817.1	流动资产周转天数	88	141	150	160	165
应收票据	1,483.2	2,291.0	2,517.7	3,724.1	4,260.6	流动资产周转天数	326	484	477	471	476
预付账款	30.9	7.7	41.5	21.9	59.2	应收账款周转天数	102	118	125	120	125
存货	1,032.0	1,390.8	1,696.1	2,287.3	2,805.0	存货周转天数	63	111	111	110	110
其他流动资产	115.1	28.7	48.3	64.0	47.0	总资产周转天数	450	671	643	613	600
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	193	309	307	293	282
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	19.9	26.5	35.3	47.1	ROE	15.6%	17.1%	18.2%	20.0%	21.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	7.6%	7.8%	8.9%	9.0%
固定资产	180.0	483.2	601.4	732.8	894.2	ROIC	159.0%	22.7%	20.5%	22.4%	24.0%
在建工程	28.5	7.7	157.7	307.7	457.7	费用率					
无形资产	71.3	69.0	62.6	56.1	49.7	销售费用率	3.5%	4.7%	5.7%	5.5%	5.3%
其他非流动资产	1,606.4	1,636.2	1,579.0	1,586.2	1,576.9	管理费用率	10.0%	7.9%	12.0%	12.0%	12.0%
资产总额	6,851.5	7,841.4	10,110.2	12,098.3	15,087.8	财务费用率	0.5%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	602.3	964.6	1,293.7	1,496.7	1,708.7	三费/营业收入	14.0%	14.9%	17.7%	17.5%	17.3%
应付账款	1,397.7	1,338.2	2,147.6	2,350.6	3,399.8	偿债能力					
应付票据	737.4	899.9	1,186.2	1,505.8	1,935.7	资产负债率	57.9%	55.8%	57.3%	55.8%	57.3%
其他流动负债	606.2	1,170.2	949.7	1,031.8	1,477.2	负债权益比	137.6%	126.3%	134.2%	126.3%	134.0%
长期借款	400.0	-	139.9	266.9	402.5	流动比率	1.49	1.29	1.38	1.47	1.49
其他非流动负债	224.1	4.1	76.1	101.4	60.5	速动比率	1.18	0.97	1.07	1.11	1.16
负债总额	3,967.7	4,377.0	5,793.3	6,753.3	8,984.4	利息保障倍数	43.45	10.93	868.69	1,193.82	1,572.72
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	291.4	499.3	499.3	499.3	499.3	DPS(元)	0.13	0.09	0.12	0.21	0.23
留存收益	2,653.1	3,022.4	3,817.6	4,845.7	6,204.1	分红比率	14.7%	7.6%	7.4%	9.9%	8.3%
股东权益	2,883.8	3,464.4	4,316.9	5,345.0	6,703.4	股息收益率	1.1%	0.7%	1.0%	1.7%	1.9%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	450.5	593.0	783.5	1,070.8	1,407.6	EPS(元)	0.90	1.19	1.57	2.14	2.82
加:折旧和摊销	19.6	32.5	24.2	33.0	44.2	BVPS(元)	5.78	6.94	8.65	10.70	13.43
资产减值准备	113.3	51.2	-	-	-	PE(X)	13.6	10.3	7.8	5.7	4.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	1.8	1.4	1.1	0.9
财务费用	27.2	85.3	1.0	1.0	1.0	P/FCF	-5.0	-1,019.8	63.0	17.1	14.7
投资收益	-2.1	-7.3	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	2.0	1.6	1.2	0.9	0.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	7.9	7.1	7.4	5.4	4.1
营运资金的变动	-799.2	-679.6	-655.9	-813.9	-1,077.4	CAGR(%)	33.5%	33.4%	204.9%	33.5%	33.4%
经营活动产生现金	-483.8	-175.7	147.8	285.9	370.3	PEG	0.4	0.3	0.0	0.2	0.1
投资活动产生现金	-453.0	-217.7	-280.9	-303.0	-344.0	ROIC/WACC	16.0	2.3	2.1	2.3	2.4
融资活动产生现金	1,373.8	272.9	349.9	317.4	339.0	REIC	0.1	0.8	0.7	0.5	0.4

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。