

良信电器 (002706)

从微观视角测算公司地产行业空间及成长性

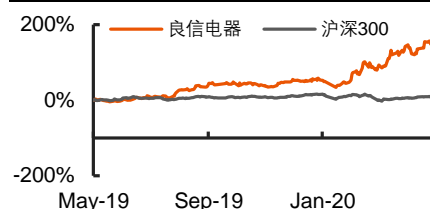
推荐 (维持)

现价: 13.59 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	任思龙
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)	106.68
流通 A 股市值(亿元)	79.95
每股净资产(元)	2.36
资产负债率(%)	21.1

行情走势图



相关研究报告

《良信电器*002706*业绩大幅超越行业,员工持股计划为公司成长增添新动力》 2020-04-24
 《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》 2020-04-01

证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN
杨侃	投资咨询资格编号 S1060514080002 0755-22621493 YANGKAN034@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:

目前智能楼宇为公司第一大下游行业,估算收入占比超过50%。本篇报告由电力设备和地产组联合推出,重点围绕20/21年地产竣工增速、住宅市场低压电器需求规模和公司未来在地产行业营收增长的持续性三个方面分析了公司的地产业务。根据我们的测算,仅住宅入户箱和楼层非标箱部分,20年市场规模预计将接近90亿元,公司短期将受益于地产竣工加速和房企集中度提升,中长期看市占率提升和小区配电房需求释放将带来超过15亿元的营收增长,此外智能家居将在未来带来广阔成长空间。

平安观点:

- **20 年地产竣工增速有望超 10%,需求增长具备确定性:**我们通过拆分 17/18/19 年期房、现房销售面积对 20/21 年实际竣工面积进行测算, 20 年竣工面积增速预计将超过 10%,21 年竣工面积绝对值仍将保持高位;由于低压电器采购安装一般领先竣工半年左右,20 年需求的增长具备较高确定性。此外,Top30 房企竣工面积占比已从 15 年的 16%上升至 18 年的 31%以上,公司目前是 Top30 房企中约 20 家的战略供应商,将显著受益于地产集中度的提升,其地产客户需求增速预计将明显超过我们测算的行业平均水平。
- **以万科和碧桂园实际项目进行测算,20 年住宅竣工预计将带来近 90 亿元低压电器需求:**目前住宅项目中房企自行招标建设的为入户箱和楼层非标箱部分,小区配电房大部分仍为当地供电部门配套建设。我们根据万科、保利地产的电气设计指导书,结合碧桂园的实际项目设计图,测算得出以 100 平的公寓为例,入户箱的实际价值量约为 490 元,在单个项目中,楼层非标箱的价值量约为入户箱价值量的 1.4 倍。根据统计局竣工数据,19 年住宅竣工面积 6.8 亿平,按照 20 年竣工增速 10%保守测算,住宅竣工在入户箱和非标箱部分带来的低压电器需求为 88 亿元,目前公司市占率不到 15%,仍有巨大替代空间。

	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)	48.1	39.1	29.3	22.0	16.3
P/B(倍)	6.1	5.9	5.4	4.8	4.0

- **公司在龙头房企份额提升+小区配电房由开发商自建有望带来翻倍营收增长空间：**从中长期看，在地产行业份额提升、小区配电房改由开发商建设和智能家居渗透率提升将是公司在地产行业营收持续增长的主要推动力。根据我们的测算，在未来几年仅市占率提升+小区配电房需求释放将为公司贡献超过 15 亿元的营收增量；此外，精装修比例上升和智能家居在高端住宅中的逐步普及将为公司打开千亿蓝海市场，公司凭借与万科等龙头房企的全方位合作关系，有望从中显著受益。
- **投资建议：**根据我们对过去几年期房、现房销售面积的计算，20/21 年预计将是地产竣工大年，此外，叠加地产行业集中度提升以及精装房占比提高，预计公司 20 年来自地产行业的营收将保持快速增长势头。根据我们的测算，每年仅住宅竣工带来的低压电器需求已经接近 90 亿元，公司目前市占率不到 15%，在品牌影响力不断提升和房企成本控制压力日益增大的背景下，我们预计公司在住宅市场的份额有翻倍提升空间。从中长期看，市占率提升、小区配电房需求释放和智能家居放量将推动公司来自地产行业的收入持续增长。我们维持对公司 20/21/22 年归母净利润预测分别为 3.64/4.86/6.54 亿元，对应 5 月 15 日收盘价 PE 分别为 29.3/22.0/16.3 倍，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、 地产进入竣工高峰期，低压电器需求增长具备确定性..... 5
 - 1.1 地产行业低压电器需求与竣工面积正相关，近几年新开工与竣工数据背离.....5
 - 1.2 从销售面积看 20 年地产竣工加速的确定性.....6
 - 1.3 房企集中度提升，公司大客户战略受益明显8
- 二、 如何测算地产竣工带来的低压电器需求规模？ 10
- 三、 如何看待公司来自地产行业收入增长的持续性？ 14
 - 3.1 公司在龙头房企份额持续增长 14
 - 3.2 小区配电房转交开发商建设成为趋势，有望释放约 30 亿元增量空间 16
 - 3.3 智能家居业务千亿成长空间，电工产品快速增长 17
- 四、 投资建议 19
- 五、 风险提示 19

图表目录

图表 1	地产行业低压电器主要应用场景	5
图表 2	竣工滞后新开工 3 年左右	6
图表 3	销售与新开工面积近年来保持在高位	6
图表 4	由于楼市景气度维持高位，2016-2019 待售面积净消耗	6
图表 5	竣工面积测算明细	7
图表 6	第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积比例一览	7
图表 7	按照一二线、三四线拆分测算竣工面积（考虑 5%停工率）	8
图表 8	房地产行业集中度提升（以销售额计）	8
图表 9	公司部分典型客户近几年竣工面积 单位：万平	8
图表 10	典型房企客户低压电器品牌招标流程	9
图表 11	公司地产行业解决方案	9
图表 12	入户箱公司相关产品	10
图表 13	万科电气设计指导书对开关配置要求	11
图表 14	保利地产电气设计指导书对开关配置要求	11
图表 15	常见入户箱配置	11
图表 16	保利地产电气设计指导书入户箱配置图例	11
图表 17	住宅入户箱公司产品价值量测算	11
图表 18	楼层非标箱公司相关产品	12
图表 19	碧桂园某项目设计图纸目录	12
图表 20	碧桂园某项目配电箱数量清单	12
图表 21	碧桂园某项目进线箱设计图	13
图表 22	碧桂园某项目电表箱设计图	13
图表 23	楼层非标箱公司相关产品	13
图表 24	公司高端商业综合体案例	15
图表 25	公司高端写字楼项目案例	15
图表 26	公司高端酒店案例	15
图表 27	公司高端住宅项目案例	15
图表 28	公司高端新品 NDW3-6300	16
图表 29	公司高端产品性能超越同行	16
图表 30	小区配电房内配电柜及框架断路器	17
图表 31	公司配电产品营收及占比	17
图表 32	智能家居各类别产品市场规模占比	17
图表 33	公司智能系统全屋解决方案	17
图表 34	公司智能电工业务营收情况	18
图表 35	公司智能电工产品	18
图表 36	我国精装修房占比持续上升	18

一、地产进入竣工高峰期，低压电器需求增长具备确定性

1.1 地产行业低压电器需求与竣工面积正相关，近几年新开工与竣工数据背离

地产是公司下游第一大行业，19 年来自地产行业营收占公司整体营收比例超过 50%。目前公司是万科、碧桂园等龙头房企的战略供应商，在 Top10 房企中与 8 家签有战略协议，Top30 房企签约数量约 20 家。在近几年地产新开工快速增长的背景下，从 19 年下半年开始，地产行业进入加速竣工周期，公司来自地产行业的订单保持较快增长。从应用的具体位置来看，低压电器在地产中的需求包括入户配电箱、楼层非标箱和小区低压配电房这三大部分，从订单下达节奏来看，由于低压电器是在建筑土建部分完工，进入水电气管路安装阶段进行大批量采购，因此其需求释放节奏与竣工具备很高的相关性，一般来说领先竣工半年左右。

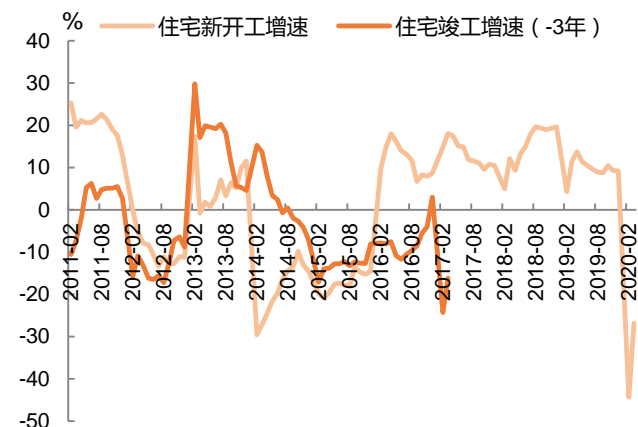
图表1 地产行业低压电器主要应用场景



资料来源：良信电器、平安证券研究所

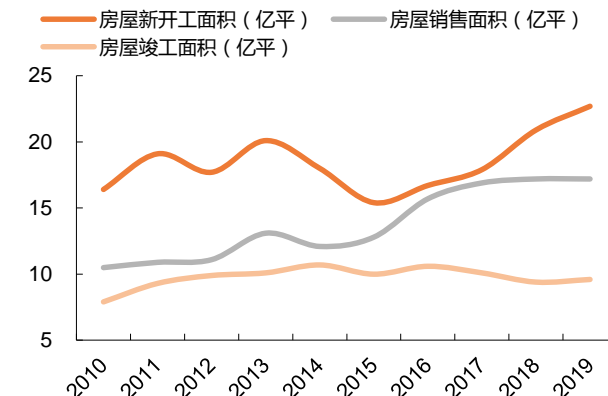
从行业历史数据以及实际情况来看，一般竣工滞后开工 3 年左右、滞后期房销售 2 年左右，但是近几年统计局数据中竣工面积与新开工、销售面积的相关性已经明显减弱。16/17/18/19 年地产新开工面积分别为 17.0/17.9/20.9/22.7 亿平，销售面积分别为 15.7/16.9/17.2/17.2 亿平，均保持在高位，然而统计局数据中地产竣工面积（包含住宅和商建）在近五年时间里一直保持在年均 10 亿平左右，数据绝对值之间的较大差异意味着仍有大量已开工楼盘尚未竣工。

图表2 竣工滞后新开工 3 年左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 销售与新开工面积近年来保持在高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 从销售面积看 20 年地产竣工加速的确定性

从行业调研实际情况来看, 19 年下半年起, 地产竣工节奏已经明显加速, 对低压电器的需求无论是同比还是环比均有较大增长。我们认为, 统计局竣工数据与行业实际情况可能有一定出入, 可能会难以充分反映行业的真实需求情况。考虑到在实际情况中, 销售面积与竣工面积存在高度正相关性, 并且销售领先竣工的时间较容易判断, 因此我们以近几年销售面积为基础来测算 20 年地产竣工对低压电器的需求量。

我们将竣工拆分为当年竣工前已售面积和当年竣工时未售面积, 计算公式为: **第 N 年竣工面积=第 N 年竣工前已售面积+第 N 年竣工时未售面积**。分两部分分别估算:

- 1) 参照历史经验, 按期房销售领先竣工 2 年估算;
- 2) 根据统计局待售面积的定义: 第 N 年末待售面积=第 N-1 年末待售面积+第 N 年竣工时未售面积-第 N 年现房销售面积。由于本轮周期楼市景气度维持高位, 2016-2019 年待售面积处于持续净消耗状态, 随着 2018-2019 年市场调整压力加大, 2019 年商品房销售面积增速亦降至-0.1%, 期末待售面积下行幅度有所放缓。考虑疫情的冲击及行业本身步入下行周期, 我们预计 2020、2021 年末待售面积与上年末持平。

图表4 由于楼市景气度维持高位, 2016-2019 待售面积净消耗

	商品房待售面积(亿平)	现房销售面积(亿平)	当年竣工时未售面积(亿平)
2015	7.2	3.2	4.1
2016	7.0	3.9	3.7
2017	5.9	4.0	2.9
2018	5.2	3.1	2.5
2019	5.0	2.5	2.2

资料来源: Wind, 平安证券研究所

基于此，竣工面积计算公式可调整为：

第 N 年竣工面积=第 N 年竣工前已售面积+第 N 年竣工时未售面积

第 N 年竣工面积=第 N-2 年期房销售面积+第 N 年竣工时未售面积

第 N 年竣工面积=第 N-2 年期房销售面积+（第 N 年末待售面积-第 N-1 年末待售面积+第 N 年现房销售面积）

假定：2020（2021）年末待售面积=上一年末待售面积

第 N 年竣工面积=第 N-2 年期房销售面积+第 N 年现房销售面积（N=2020、2021）

按此测算，则 17/18/19 年竣工面积分别为 12.6/14.3/15.1 亿平，与近年新开工和销售面积更为接近。对于 2020/2021 年竣工，过去五年“第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积”均值为 53%，且 2017 年以来呈下行趋势，按照 2020（2021）现房销售=上年末待售面积*50%估算，则对应 2020/2021 年竣工面积分别为 16.6/17.2 亿平，同比增长 9.7%/3.6%。

由于采用期房和现房进行拆分计算时，我们未考虑期房的停工率，故测算所得绝对值较真实情况有一定高估，但同比增长趋势仍然具有较高确定性。若按照期房 5%的停工率进行修正，则 2020 年竣工面积仍然接近 16 亿平，同比增长 9.2%。

图表5 竣工面积测算明细

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
期房销售面积（亿平）	9.2	9.7	11.8	12.9	14.1	14.7	-	-
当年竣工时未售面积（亿平）	-	-	3.7	2.9	2.5	2.2	2.5	2.5
竣工面积测算（亿平）	-	-	12.9	12.6	14.3	15.1	16.6	17.2
竣工面积 YoY	-	-	-	-2.04%	12.78%	6.15%	9.72%	3.61%
考虑期房停工修正后的竣工面积（亿平）	-	-	12.4	12.1	13.7	14.5	15.9	16.4
修正后竣工面积 YoY	-	-	-	-2.31%	12.63%	6.28%	9.18%	3.63%

资料来源：Wind、平安证券研究所

图表6 第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积比例一览

	现房销售面积（亿平）	商品房待售面积（亿平）	第 N 年现房销售面积/第 N-1 年末待售面积
2015	3.2	7.2	51.6%
2016	3.9	7.0	54.2%
2017	4.0	5.9	57.1%
2018	3.1	5.2	52.5%
2019	2.5	5.0	48.1%
2020E	2.5	5.0	50.0%
2021E	2.5	5.0	50.0%

资料来源：Wind、平安证券研究所

考虑到地产一二线和三四线城市对于预售要求的分化，三四线城市预售政策明显更为宽松，因此其从预售到竣工的时间跨度更长，并且在近几年三四线城市的地产销售面积显著扩大，因此我们对上述期房和现房拆分测算进行进一步细化，以一二线城市销售至竣工时间周期 2 年，三四线城市销售至竣工时间周期 3 年估算，测算公式为：**第 N 年竣工面积=第 N-2 年一二线城市期房销售面积+第 N-3 年三四线城市期房销售面积+第 N 年竣工时未售面积**。按此测算 2020 年竣工数值略小于前文考虑期房停工修正计算值，但两者均体现出相较前期更高的增长幅度。我们认为 2020 年地产竣工加速的趋势具备较高的确定性，将对公司来自地产行业的收入有明显推动作用。

图表7 按照一二线、三四线拆分测算竣工面积（考虑 5%停工率）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
一二线期房销售面积 (亿平)		3.6	3.9	4.8	4.8	5.1	-	-
三四线期房销售面积 (亿平)	6.1	5.5	5.8	7.0	8.2	9.0	-	-
当年竣工时未售面积 (亿平)	-	-	-	3.7	2.9	2.5	2.2	2.5
考虑期房停工修正后的 竣工面积(亿平)	-	-	-	12.9	11.9	12.5	13.4	15.1
修正后竣工面积 YoY	-	-	-	-	-7.67%	4.67%	7.36%	12.47%

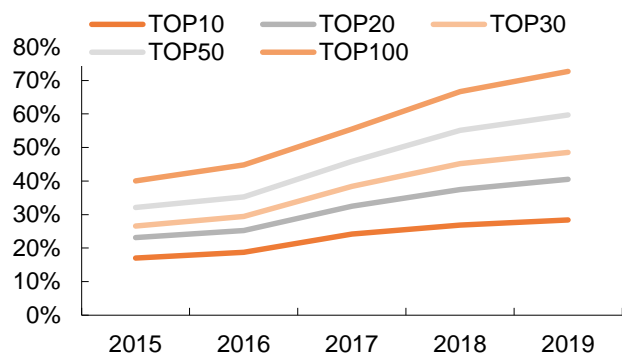
资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 竣工面积测算时考虑了一二线及三四线期房销售面积中 5%停工率

1.3 房企集中度提升，公司大客户战略受益明显

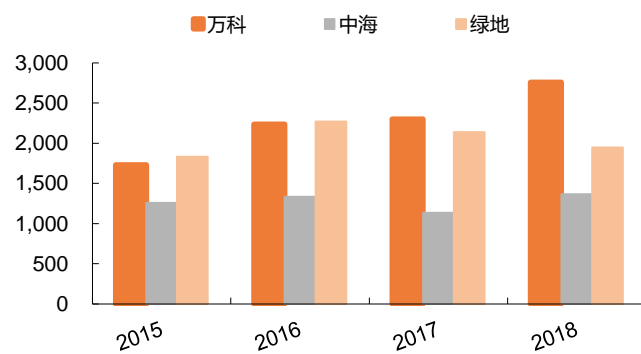
由于公司产品定位中高端市场，因此在地产行业目前开拓的客户以 Top30 房企为主，估算 19 年公司来自万科的营收超过 3 亿元，来自碧桂园和中海的营收体量也在亿元级别左右。目前随着房企集中度的提升，头部房企在竣工周期对于低压电器的需求增速预计将超过我们此前测算的行业水平，并且头部房企由于其楼盘定位的原因，其低压电器品牌选择仍然以中高端为主，因此对于公司而言，其在地产行业的可达市场空间增速将明显高于行业需求的平均增速。

图表8 房地产行业集中度提升（以销售额计）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

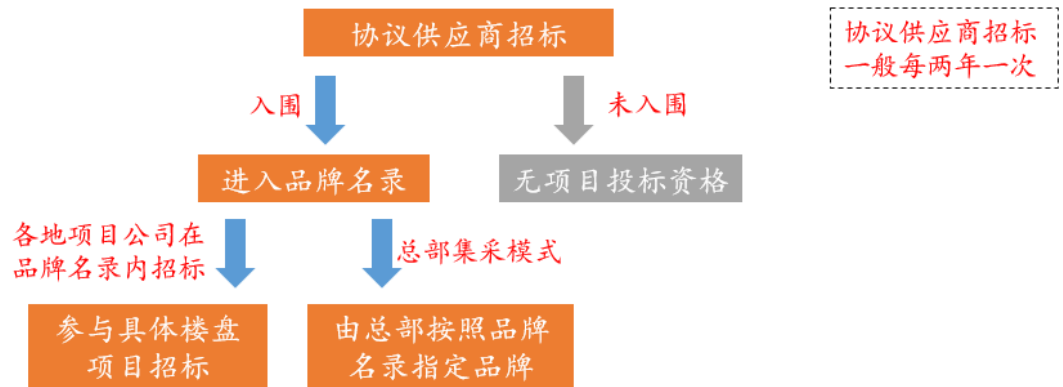
图表9 公司部分典型客户近几年竣工面积 单位: 万平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

目前国内大中规模的房企客户在采购低压电器时普遍采用**签署协议供应商+具体项目招标**的方式，一般是每两年房企总部进行一次供应商招标，入围的供应商与房企签署战略合作协议，进入房企的供应商品牌名录，然后才具备具体项目投标的资格。大型房企由于其开发的楼盘项目在一二线和三四线城市均有分布，并且楼盘定位也不尽相同，因此一般会确定 3-6 家协议供应商，其中约 2/3 为中高端定位品牌，如合资品牌施耐德、ABB 以及国产高端品牌良信电器；剩余 1/3 为中档品牌，如德力西、天正等，主要配套在三四线城市开发的楼盘。

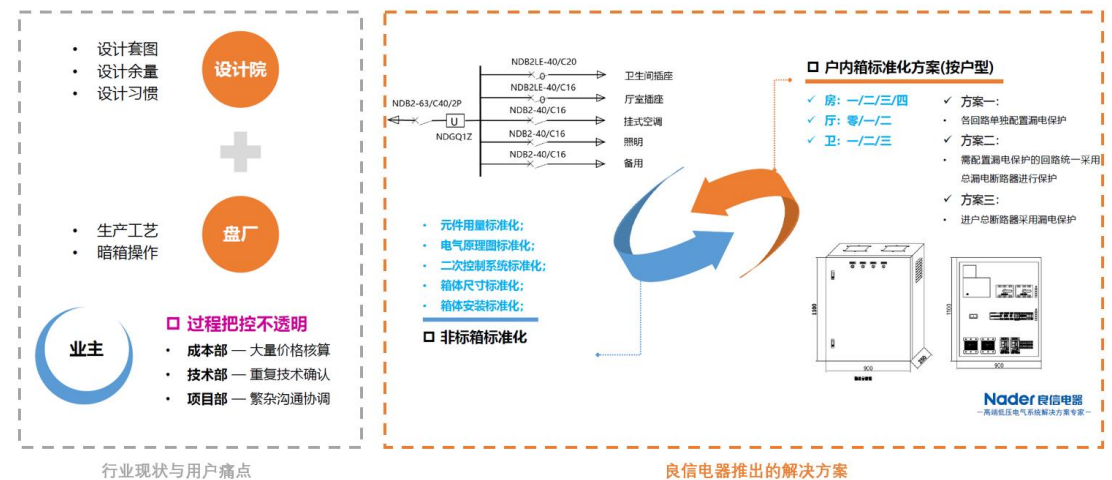
图表10 典型房企客户低压电器品牌招标流程



资料来源：行业调研、平安证券研究所

公司针对地产项目的招标模式，专门成立了地产行业 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，其执行力在业内均深受好评。除了在销售端的领先实力之外，公司在产品端针对房企客户经常遇到的设计院套图、盘厂暗箱操作等痛点，推出了户内箱标准化等多种解决方案。随着公司国产高端品牌的定位在近两年被越来越多 Top10 房企客户认可，公司在碧桂园、中海等客户中的份额在快速提升，对外资品牌呈加速替代之势。

图表11 公司地产行业解决方案



资料来源：良信电器、平安证券研究所

二、 如何测算地产竣工带来的低压电器需求规模？

民用住宅对低压电器的需求主要分为末端入户箱、二级配电环节的楼层非标箱和首端配电的小区配电房这三部分。在这三部分中，房企对于入户箱和非标箱的低压电器品牌选择具备完全的自主权，龙头房企通常采用签署协议供应商+按项目定位在品牌库内进行招标或者总部指定品牌集采的方式；在小区配电房部分，目前全国大部分地区小区配电房的建设仍由当地供电部门主导，只在部分地区大型开发商能够自行按当地供电标准建设小区配电房并在验收合格后向供电部门移交，故在本章中我们主要对入户箱和非标箱这两部分的低压电器需求进行详细测算。

■ 入户箱部分

图表12 入户箱公司相关产品



资料来源：良信电器、平安证券研究所

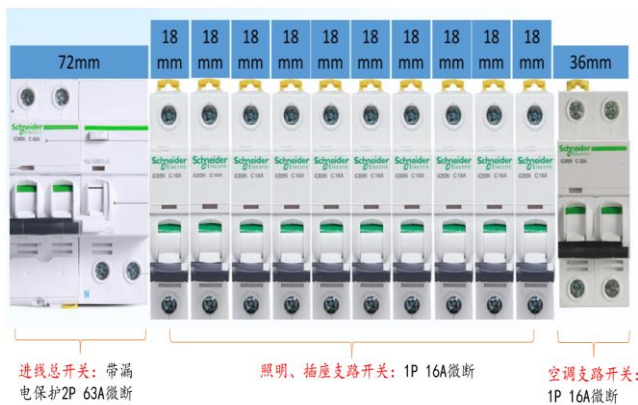
根据万科、保利等龙头房企的电气设计指导书，每 100 平米住宅的负荷容量通常在 5-7kW 左右，入户箱的进线总开关一般采用 2P 40A 或者 63A 的微型断路器。分支回路中卫生间、厨房灯插座一般采用带漏电保护 1P+N 16A 的微断，照明分支回路采用 1P16A 微断，在空调回路考虑到用电负荷较大，一般会单独配置一个 2P 32A 的微断。一般来说，入户箱回路数在 16-20 回路之间，除了照明分支的 1P 断路器各占据一个回路之外，其余 1P+N 和 2P 断路器均占据两个回路，中高端楼盘在入户箱内还设置有浪涌保护器，额外占据 2 个回路。

图表13 万科电气设计指导书对开关配置要求

户内面积 (m ²)	负荷指标 (W/m ²)	用电负荷 (kW)	户内总开关 配置(A)
S≤70	-	4	40/2P
70<S≤100	70	6	40/2P
100<S≤130	70	8	50/2P
130<S≤160	70	10	63/2P
160<S≤180	70	12	32/4P

资料来源: 万科, 平安证券研究所

图表15 常见入户箱配置



资料来源: 施耐德, 平安证券研究所

图表14 保利地产电气设计指导书对开关配置要求

户内面积	多层户型				别墅户型
	90m ²	130m ²	90m ² 带阁楼	130m ² 带阁楼	
容量	5kW/户	7kW/户	6kW/户	8kW/户	11kW/户
供电电源	单相	单相	单相	单相	单相

资料来源: 保利地产, 平安证券研究所

图表16 保利地产电气设计指导书入户箱配置图例



资料来源: 保利地产, 平安证券研究所

从上述各大房企的电气设计指导书来看, 对于入户箱的配置基本标准基本一致, 因此我们按照平均每户 6kW 的负荷进行入户箱价值量的测算, 详细配置包括 1 个进线总开关, 5 个带漏电保护分路开关, 1 个照明分路开关, 1 个浪涌保护器和一个空调分路开关, 按照良信电器产品的经销商列表价测得总价值量为 980 元。考虑到公司与各大房企均签有战略协议, 实际销售中会给予客户一定的折扣, 因此我们按照五折的折扣进行计算, 则实际平均每个入户箱的价值量为: 980*0.5=490 元。

图表17 住宅入户箱公司产品价值量测算

应用位置	产品	单价(列表价)	数量
进线总开关	NDB1-63/2P C40A	66 元	1
插座分路开关	NDB1L-32/1P+N C16A	99 元	5
照明分路开关	NDB1-63/1P C16A	23	1
空调分路开关	NDB1-63/2P C16A	56 元	1
浪涌保护器	NDU1-10/275/1P	223 元	1
入户箱本体	NDP1-18 回路	173 元	1
总计		980 元	

资料来源: 良信电器、平安证券研究所

■ 楼层非标箱部分

在地产项目中，除了入户箱部分外，楼层非标箱也有较大需求量，具体来看，楼层非标箱包括总进线箱、电表箱、应急照明箱、公共区域配电箱和双电源切换箱等。在楼层非标箱中，主要使用的产品包括塑壳断路器、双电源转换开关、负荷开关和微断等，其中塑壳断路器和双电源转换开关的价值量占比较高，尤其是在消防应急系统中，对双电源产品的配置有强制的法规要求。

图表18 楼层非标箱公司相关产品



资料来源：良信电器、平安证券研究所

对于在地产项目中非标箱价值量的占比，我们以实际楼盘项目为例进行测算。根据我们获得的碧桂园某楼盘项目的电气设计图纸，该项目为 10 层单元式住宅，每层两户，在图纸的主要设备材料表中，可以看到每栋楼在户内部分共需配置 20 套入户箱，在楼层非标箱部分，需配置集中式电表箱 3 套、进线箱 1 套、公共区域配电箱 2 套、应急配电箱 2 套、双电源切换箱 5 套以及若干其它配电箱。

图表19 碧桂园某项目设计图纸目录

设计院有限公司		工程号	GZ
图 纸 目 录		专 业	电气
审 定		校 对	
审 核		设 计	
项 目 负 责		专 业 负 责 人	
项 目 名 称	碧桂园一期四、五、十二号楼	日 期	2016.03
序 号	图 纸 名 称	图 号	图 幅
	电气设计		
1	电气设计总说明一	D-01	A2
2	电气设计总说明二（节能专篇）	D-02	A2
3	灯具安装、线缆敷设国标符号及穿管槽标准 塑料电线导管在墙体或现浇楼板内敷设做法大样图	D-03	A2
4	图例及主要设备材料表	D-04	A2
5	配电干线走向系统图、视频监控、电梯运行状态监控、消防系统图	D-05	A1
6	有线电视、电话、网络、可视对讲系统及电井大样图	D-06	A1
7	配电箱系统图（一）	D-07	A1

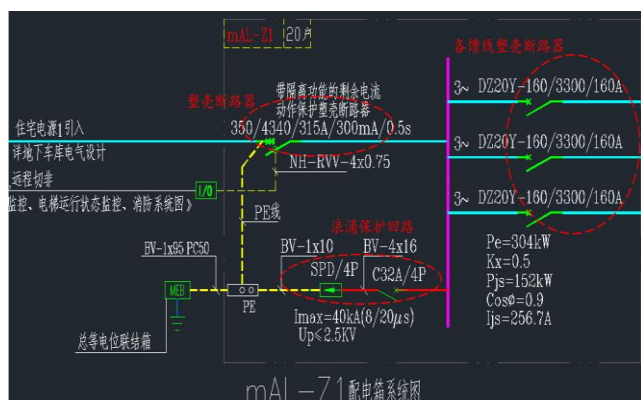
资料来源：碧桂园，平安证券研究所

图表20 碧桂园某项目配电箱数量清单

序号	图例	设备名称	型号及规格	数量	单位
1		进线开关mAP-Z1~Z2	按系统图定制	--	套
2		电表箱mAWn	按系统图定制	3	套
3		进线开关mAL-Z1	按系统图定制	1	套
4		住户配电箱	甲方标准箱16位1排	--	套
5		住户配电箱	甲方标准箱20位1排	20	套
6		公共区域配电箱mALG1	按系统图定制	2	套
7		应急照明配电箱mALE1	按系统图定制	2	套
8		双电源切换箱mXDT-AP	按系统图定制	2	套
9		双电源切换箱mAC-PW1	按系统图定制	2	套
10		电源专用配电箱mDT1、mDT2	电梯厂家配套提供	4	套
11		电梯电源箱mDT-AP	按系统图定制	2	套
12		双电源切换箱mFJ-AT	按系统图定制	1	套

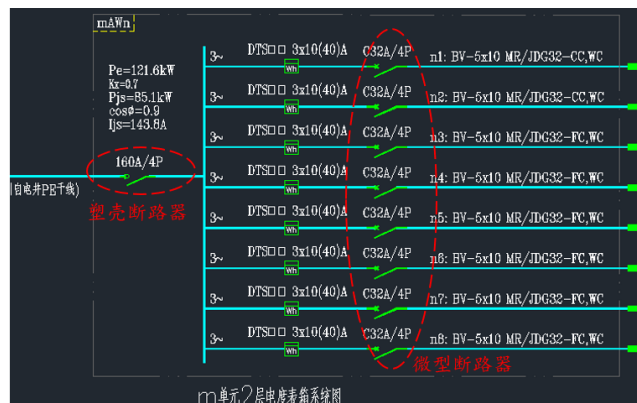
资料来源：碧桂园，平安证券研究所

图表21 碧桂园某项目进线箱设计图



资料来源: 碧桂园, 平安证券研究所

图表22 碧桂园某项目电表箱设计图



资料来源: 碧桂园, 平安证券研究所

根据设计图纸中各配电箱的数量以及断路器配置，我们以公司相应产品的价格计算出该项目每栋楼非标箱中内低压电器的需求为 **2.79 万元**，考虑到地产战略客户折扣，**估算实际价值量约为 $2.79 \times 0.5 = 1.4$ 万元。**

图表23 楼层非标箱公司相关产品

配电箱类型	数量	箱内低压电器配置	单箱低压电器价值量
进线箱	1	塑壳：NDM2-400/315A*1； NDM3-160/160A*3； 微断：NDB1-63/4P C32A*1； 浪涌保护器：NDU1-40/4P*1	3906 元
电表箱	3	塑壳：NDM2-160/160A*1 微断：NDB1-63/4P C32A*8	1542 元
公共区域配电箱	2	微断：NDB1-63/4P C32A*1； NDB1-63/1P C16A*10； NDB1-63/1P+N C25A*1； 浪涌保护器：NDU1-40/4P*1	1567 元
应急照明箱	2	微断：NDB1-63/1P C16A*4； NDB1-63/2P C20A*1； NDB1-63/2P C32A*1	208 元
双电源切换箱	5	双电源：NDQ2-63/32A/4P*1； 微断：NDB1-63/3P C16A*1； NDB1-63/1P+N C16A*2； NDB1-63/1P C16A*2	3165 元
总计		27907 元	

资料来源：良信电器、平安证券研究所

由于楼层非标箱内低压电器的用量与楼宇的单元数量和负荷总量有明显的正相关，因此非标箱低压电器价值量与入户箱低压电器价值量呈一定的比例关系，我们继续以上述碧桂园项目为例进行测算。从设计图配电箱数量清单中可以看到，每栋楼户内配电箱的数量为 20 套，按照此前我们测算的每套户内箱列表价为 980 元，则每栋楼户内箱的价值量为 $980 \times 20 = 1.96$ 万元，则户内箱与楼层非标箱的价值量比例为 $1.96 / 2.79$ ，**楼层非标箱价值量是户内箱价值量的 1.4 倍左右。**

根据统计局的数据，19 年住宅竣工面积为 6.8 亿平，按照平均每套房 100 平米进行计算，则 19 年住宅竣工带来的入户箱低压电器需求为 33.3 亿元（6.8 亿平/100 平*490 元），楼层非标箱低压电器需求为 46.6 亿元（33.3 亿元*1.4），即不包含小区低压配电房，19 年民用住宅市场根据统计局竣工面积测算的低压电器需求为 80 亿元。如我们此前所分析，近几年统计局对实际竣工情况有所低估。此外，按照我们通过拆分期现房测算的未来几年竣工情况，我们认为 20 年 10%左右的竣工增速具备较高确定性。因此，按照 19 年统计局数据进行保守测算，20 年住宅竣工带来的户内和楼层配电两部分的低压电器需求至少为 $80*1.1=88$ 亿元。

对于上述测算，我们选取万科的低压电器采购情况对其准确性进行验证。19 年万科竣工面积为 3008 万平，因此，按我们的方法测算，其入户箱+非标箱部分低压电器需求约为 3.54 亿元（3008 万平/100 平*490 元*2.4）。19 年公司来自万科的营收超过 3 亿元，公司在万科入户箱和非标箱部分的份额在 90%左右；此外，考虑到公司来自万科的营收中一部分由小区配电房内低压电器和精装修房面板开关贡献，因此，我们认为上述测算方法与实际情况具备较高的一致性，能够反映地产竣工带来的真实低压电器需求。

三、如何看待公司来自地产行业收入增长的持续性？

我们认为，短期公司将受益于地产竣工面积增长带来的需求提升，从中长期看，公司在龙头房企中份额的提升、小区配电房转交开发商建设提供增量市场和智能家居业务快速发展这三点因素将为公司地产业务提供持续的增长动力和成长空间。

3.1 公司在龙头房企份额持续增长

公司目前已经与 Top30 房企中约 20 家签有战略协议，成为上述房企低压元器件品牌库中的签约品牌。19 年公司来自地产行业的收入估算在 11 亿元左右，仅占我们测算的 80 亿元市场规模的 14% 不到，仍有巨大的份额提升空间。根据行业调研了解到的信息，地产 Top10 客户的低压电器品牌库一般会有 3-6 家品牌，由于楼盘定位的原因，主要以施耐德、ABB 等外资品牌和以公司为代表的国产高端品牌为主，中低端品牌如天正、德力西主要应用在龙头房企定位偏低端的楼盘项目中。目前在碧桂园等客户的低压元器件采购中，施耐德等外资凭借品牌优势和前期在地产行业的营销投入，仍然占据一半以上的份额；近几年随着公司品牌影响力的提升和产品相对外资的价格优势，在碧桂园等客户中的份额在快速提升，对外资呈明显替代之势，预计 20 年公司在碧桂园的份额有望提升至 40%以上，长期看公司在龙头房企中均有可能复制在万科上的成功。

对于公司在地产行业的进口替代进程，我们可以从公司在龙头房企中销售产品的量和价来验证。根据我们测算，公司 19 年来自万科和碧桂园的营收分别超过了 3 亿元和 1 亿元，在中海和龙湖也分别有数千万元的营收，从量上已经可以证明公司在地产领域的竞争力。另一方面，由于大型房企开发的楼盘项目是高端和普通定位均有，在普通项目中出于成本考虑通常会采用偏中端定位的低压元器件，因此，对于大型房企的产品销售价格也是验证公司在地产行业竞争力的另一重要指标。由于无法获得公司具体的每个项目产品销售价格，从外部跟踪角度来看，由于房企对低压电器的档次选择与楼盘的定位是直接相关的，公司与头部房企合作的多个高端综合商业体、高端写字楼、高端星级酒店和高端住宅项目案例，是对公司产品中高端定位获得客户认可的最好佐证。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，房企通常倾向于使用外资品牌的低压电器产品，目前公司已经具有例如希尔顿酒店、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24 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25 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26 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27 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，公司在地产行业的持续进口替代，从内部原因看，主要驱动力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。在新品研发上，公司于 18 年底推出的 NDW3-6300 框架断路器具有高分断、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。从外部原因看，房企成本压力逐渐加大使得通过与供应商签集采协议建立品牌库控制成本的方式从 16、17 年开始成为主流，并且在加速使用国产高端品牌替换过去使用较多的合资产品；此外前两年由于人事变动、组织架构调整导致施耐德、ABB 等外资在 KA 房企客户开发上的投入减少，也给公司近几年份额的快速提升创造了一定的机会。

图表28 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29 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 AC1140V: 50kA	AC400V: 150kA 无	AC400V: 135kA 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

3.2 小区配电房转交开发商建设成为趋势，有望释放约 30 亿元增量空间

由于地产项目的电源接入、报装等环节需要供电部门审批，在过去小区配电房主要是由当地电力系统的下属公司进行建设，目前随着国网三产分离加速，越来越多的小区配电房建设改为由开发商按照当地供电要求自行建设，在供电部门验收合格后进行移交，后期的运维管理仍由供电部门进行。根据媒体报道，国家电网在 3 月 22 日公布的《中共国家电网有限公司党组关于十九届中央第三轮巡视整改进展情况的通报》中表态将“以更高的政治站位坚守电网主责主业，下决心退出传统制造业和房地产业务，坚决按期完成深化集体企业改革任务。”我们预计，国网内部主辅分离的改革有望在 20 年加速，小区配电房交由开发商建设将成为趋势。根据我们产业调研了解到的信息，目前在东部省份，地市级供电系统三产剥离已经加速，龙头开发商如万科、碧桂园在部分地区开发的地产项目从 19 年起，低压配电房部分已经逐步改为自行建设。

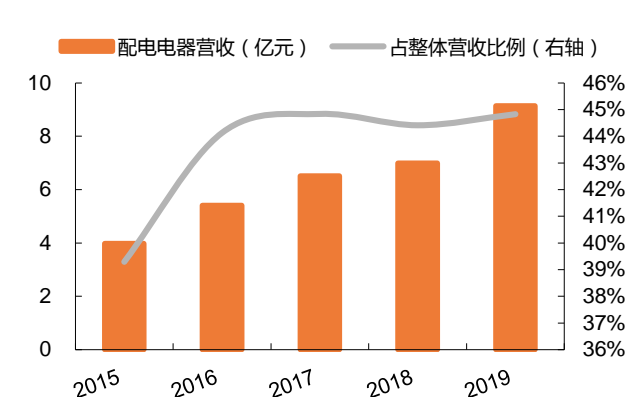
小区配电房部分主要应用的产品包括框架断路器和塑壳断路器，应用于进线柜、馈线柜和电容补偿柜等位置，为整个住宅项目提供电源接入、保护和无功补偿等功能。由于配电房内低压电器的需求与整个项目的设计负荷是正相关，而总的设计负荷取决于入户箱的数量和功率，因此配电房内低压电器的需求与入户箱内低压电器的需求呈一定的比例关系。从通常项目的采购额来看，低压配电房内低压电器的需求与入户箱内需求基本相当，按照我们此前对入户箱部分低压电器的需求测算，则每年地产行业小区配电房建设对低压电器的需求规模在 30 亿元左右。小区配电房建设由当地电力部门转交给房企，对于房企而言，与电力部门代建相比，自建能够明显降低项目投资成本，工期和质量也更容易纳入楼盘项目的整体管理中；对于公司而言，凭借与房企现有的合作关系，预计将能够在近两年逐步释放的小区配电房市场拿到更多份额。从 19 年半年报开始，公司配电产品的营收体量首次超过了终端电器，并且这个趋势在 19 年全年得到了延续，我们分析认为，配电产品营收占比的上升，一方面来自于公司在工商建市场的开拓，另一方面例如万科等龙头房企小区配电房自建比例的提升，也明显推动了公司配电产品的收入增长。

图表30 小区配电房内配电柜及框架断路器



资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

图表31 公司配电产品营收及占比



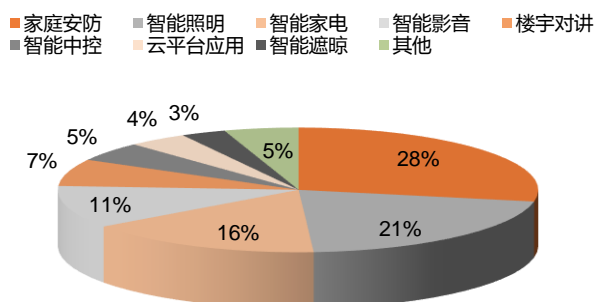
资料来源: Wind, 平安证券研究所

在小区配电房市场的竞争中, 公司得益于与签约房企客户的长期合作关系, 加之公司的框架、塑壳和双电源等高端配电新品的快速推出, 预计公司将在这一市场复制其在地产入户箱和非标箱市场的成功。我们预计随着国网剥离三产的加速, 预计在 20/21/22 年小区配电房自建比例分别为 15%/25%/40%, 有望在今后三年每年分别释放 4.5/7.5/12 亿元的增量市场, 考虑到自建的趋势是从龙头房企逐步扩展到中小房企, 而公司的地产客户主要以 Top30 房企为主, 我们估算公司在这部分市场的份额将超过 20%。

3.3 智能家居业务千亿成长空间, 电工产品快速增长

根据第三方咨询机构智研咨询的测算, 18 年国内智能家居市场规模达到了 3600 多亿元, 并且预计在未来几年保持 20%左右的复合增速, 至 21 年市场规模有望达到 6000 亿元以上, 其中智能家电、智能中控、智能照明和云平台应用等与公司业务相关度较高的产品类别占比超过 40%。公司在 18 年与万科成立了联合实验室, 致力于智能家居和能效管理等领域的应用研究和应用开发, 目前公司开发的全屋智能系统方案涵盖智能照明系统、门窗遮阳系统、Wi-Fi 覆盖等多个领域, 其全屋智能家居方案在 19 年已经应用于万科的十多套样板间内。

图表32 智能家居各类别产品市场规模占比



资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

图表33 公司智能系统全屋解决方案

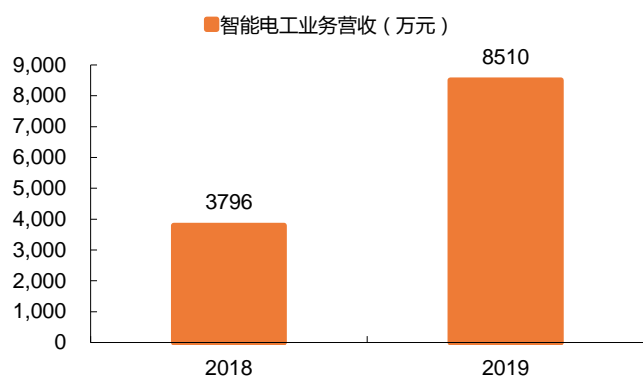


资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

公司的全屋智能家居产品配置在 100 平左右的公寓每套的价值量在 5000-20000 元左右, 产品价值量远高于入户箱。目前智能家居产品仍处于前期推广阶段, 预计将率先在万科等公司合作多年的房

企高端楼盘中推出。除了尚处市场推广初期的智能家居产品之外，公司以面板开关、插座为主的智能电工产品在近两年也呈快速发展之势，19年公司智能电工产品营收达到了8500万元，同比增长124%。

图表34 公司智能电工业务营收情况



资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

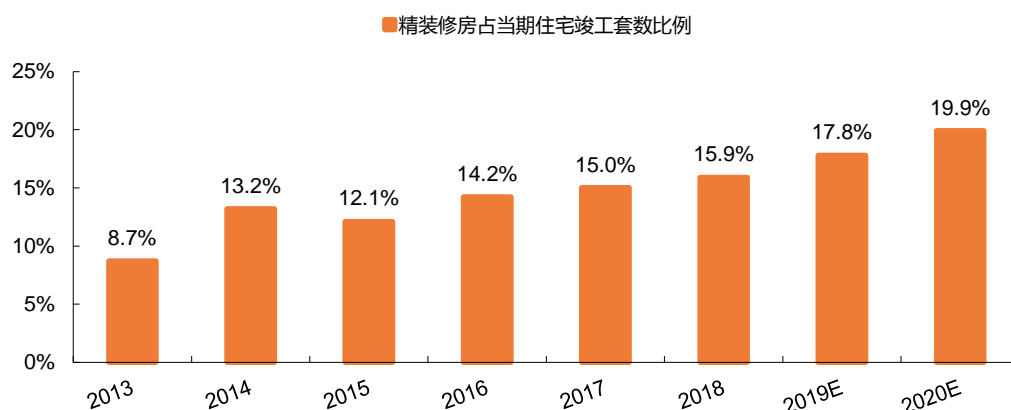
图表35 公司智能电工产品



资料来源: 良信电器, 平安证券研究所

公司的面板开关等产品主要面向B端房企客户进行销售，一般来说只有精装房才会在交房时屋内配置面板开关、插座等电工产品，普通毛坯房交房时仅配有入户箱，因此，近年来精装房占比的提升对于公司智能电工产品的销售也起到了明显推动作用。根据全联房企商会的数据，15年精装房占当期住宅竣工套数的比例为12%，预计在20年将达到20%，其中一线城市精装修占比将超过35%，二线城市精装修占比超过14%。与其他竞争对手相比，公司最大的优势在于与房企客户已经建立的合作关系，从中短期来看，随着精装修占比的持续提升，龙头房企对面板开关等电工产品的需求在不断增长，公司智能电工业务有望保持快速增长的势头；从长期看，全屋智能家居在高端楼盘将率先得到普及，释放千亿市场需求，公司作为万科在智能楼宇领域的全方位合作方，有望率先进入智能家居的to B端业务，成长空间巨大。

图表36 我国精装修房占比持续上升



资料来源: 良信电器、平安证券研究所

根据我们文中的测算，19年入户箱与非标箱的低压电器市场需求合计达到80亿元，公司目前占比仅为14%，在房企成本控制压力增大和公司品牌认可度持续提升的背景下，我们预计公司份额有望在近几年提升至30%以上，带来近13亿元的营收增量；在小区配电房领域，我们预计至22年约有

40%的小区房由开发商自建，释放约 12 亿元的市场需求，公司有望在其中占据约 20%的份额，带来 2.5 亿元的营收增量，因此在地产行业传统配电产品市场，公司在未来几年有望获得约 15 亿元以上的营收增长。在智能家居领域，20 年面板开关等电工产品在竣工加速和精装修占比提升的推动下，预计营收增速有望超过 50%；此外，智能家居产品有望从 20 年开始逐步在高端楼盘中实现批量应用，单户价值量是入户箱的 10 倍左右，在千亿级的蓝海市场中，公司具备巨大的成长空间。

四、投资建议

基于 17/18/19 年期房、现房销售面积，我们测算认为 20 年地产竣工加速具备较高的确定性，竣工面积增速同比有望达到 10%以上，并且在 21 年竣工面积绝对值仍将保持高位，推动低压电器需求的持续增长。此外，龙头房企竣工面积占比在 18 年已达到 30%以上，份额较 15 年提高近一倍，公司作为 Top30 房企中约 20 家的签约战略供应商，将显著受益于 20 年竣工加速及地产行业集中度提升。

根据我们的测算，19 年民用住宅领域入户箱和楼层非标箱部分低压电器的需求保守估计为 80 亿元，公司在其中占比约为 14%，仍有翻倍的提升空间；小区配电房由供电局转交房企自建，每年约 30 亿元的市场需求有望逐步释放，预计在 22 年将为公司带来约 2.5 亿元左右的营收增量；此外，公司智能电工业务营收在地产竣工和精装房比例上升的推动下快速增长，智能家居业务有望逐步落地，为公司打开千亿蓝海市场。我们维持对公司 20/21/22 年归母净利润预测分别为 3.64/4.86/6.54 亿元，对应 5 月 15 日收盘价 PE 分别为 29.3/22.0/16.3 倍，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	39.1	29.3	22.0	16.3
P/B	5.9	5.4	4.8	4.0
EV/EBITDA	27.5	21.4	15.8	12.5

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：

此报告旨在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

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