

良信股份 (002706)

从施耐德产品组合看良信在电气行业的成长空间

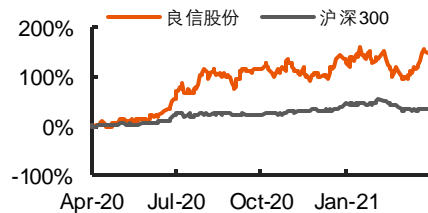
推荐 (维持)

现价: 31 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/10.40%
实际控制人	任思龙、樊剑军、陈平、丁发晖
总股本(百万股)	785
流通 A 股(百万股)	603
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	243.27
流通 A 股市值(亿元)	186.92
每股净资产(元)	2.6
资产负债率(%)	37.5

行情走势图



相关研究报告

《良信股份*002706*从施耐德毛利率变动看良信中长期盈利能力的提升》 2021-03-09

证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 zhudong615@pingan.com.cn
王霖	投资咨询资格编号 S1060520120002 wanglin272@pingan.com.cn
皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 pixiu809@pingan.com.cn

研究助理

王子越	一般从业资格编号 S1060120090038 wangziyue395@pingan.com.cn
-----	--



平安观点:

■ **复盘施耐德: 以低压为核心, 横向+纵向拓展业务边界。**根据施耐德最新的年报数据, 在 20 年公司实现营收 251.59 亿欧元, 其中能效管理业务实现营收 193.44 亿欧元, 按照不同板块业务占比测算, 我们估算低压配电业务占公司能效管理业务的收入比例在 50%左右。近二十年里, 施耐德在确立低压电器领域全球领导地位之后, 通过大幅扩展其产品组合的覆盖范围, 使得公司成为了一家以配电产品为核心, 业务覆盖整个电气行业的龙头企业。具体来看, 在纵向施耐德以低压断路器作为基础, 向中压配电、终端电器延伸; 在横向以配电设备业务作为核心, 拓展了楼宇自动化、关键电源和工业自动化等相关应用领域。通过产品线的延伸, 施耐德的业务边界被大幅扩展。根据施耐德年报数据, 公司的可达市场空间从约 600 亿欧元上升至 3000 亿欧元, 实现了从低压配电设备向整个电气行业的扩张。

■ **若对标施耐德能效管理业务, 良信可达市场空间有望在目前基础上翻倍。**与施耐德相比, 目前公司的产品线相对较为集中, 在电气设备的多个领域尚未进行产品布局。通过将良信现有产品组合与施耐德的产品线进行对标, 可以看到: (1) 在低压断路器领域, 公司布局完善, 与外资正面竞争; (2) 在盘柜和智能家居等领域, 公司处于快速起步阶段; (3) 在中压配电和 IT 电源等与低压配电在部分高端行业具有较好的协同性的业务上, 公司尚无产品布局。在当前阶段, 我们无法去推测公司未来在整个电气行业的具体拓展方向, 但是结合施耐德在确立聚焦电气业务后的发展历程, 我们估算公司若未来向与低压协同性较强的领域拓展, 有望将可达市场空间扩大一倍。

■ **产品组合实力增加+市场推广发力, 公司收入规模有望快速扩大:** 在我们于 19 年 7 月发布的行业报告《全球低压电器龙头施耐德电气的启示: 本土化+产品力》中, 我们从产品/Product、价格/Price、推广/Promotion、

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,039	3,017	4,574	6,056	8,226
YoY (%)	29.5	48.0	51.6	32.4	35.8
净利润(百万元)	273	375	610	821	1,126
YoY (%)	23.0	37.5	62.4	34.7	37.1
毛利率(%)	40.8	40.3	40.9	41.2	41.4
净利率(%)	13.4	12.4	13.3	13.6	13.7
ROE(%)	15.1	18.4	25.3	27.7	29.5
EPS(摊薄/元)	0.35	0.48	0.78	1.05	1.44
P/E(倍)	89.1	64.8	39.9	29.6	21.6
P/B(倍)	13.5	11.9	10.1	8.2	6.4

渠道/Place 四个维度对国产厂家与施耐德的差距进行了分析，对良信股份的发展路径提出的情景假设是：现阶段规模提升是关键，而规模提升则是建立在产品技术提升和产品线更加丰富的基础之上。从近两年公司的发展情况来看，公司产品组合的实力在大幅的增强，包括原有系列产品性能升级和在轨交、电力物联网和海上风电等领域推出补齐覆盖空白的新产品。此外，公司在品牌推广上的资源投入有望加速公司的进口替代进程。

- **投资建议：**公司定位低压电器高端市场，目前在地产、通信、新能源等优势行业发展势头良好，龙头地位不断巩固。展望未来，公司在增强低压电器业务优势的基础上，业务有向电气行业多个领域延伸的空间。若公司未来发展对标施耐德能效管理业务，从低压电器龙头成长为整个电气行业的龙头企业，将对公司可达市场空间有一倍左右的提升。我们维持对公司的归母净利润预测为 21/22/23 年分别为 6.10/8.21/11.26 亿元，对应 4 月 7 日收盘价 PE 分别为 39.9/29.6/21.6 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 若宏观经济大幅下行，将对低压电器行业整体需求产生不利影响；2) 在高端项目型市场，目前仍然以外资为主，若公司市场开拓不达预期，可能影响业绩增速；3) 外资竞争对手大幅降价风险。

正文目录

一、	复盘施耐德：以低压为核心，横向+纵向拓展业务边界	5
二、	良信股份：对标施耐德，公司在电气行业的潜在空间有多大？	8
三、	良信股份：为何产品组合的增强对公司现阶段发展有重要推动作用？	11
四、	投资建议	13
五、	风险提示	13

图表目录

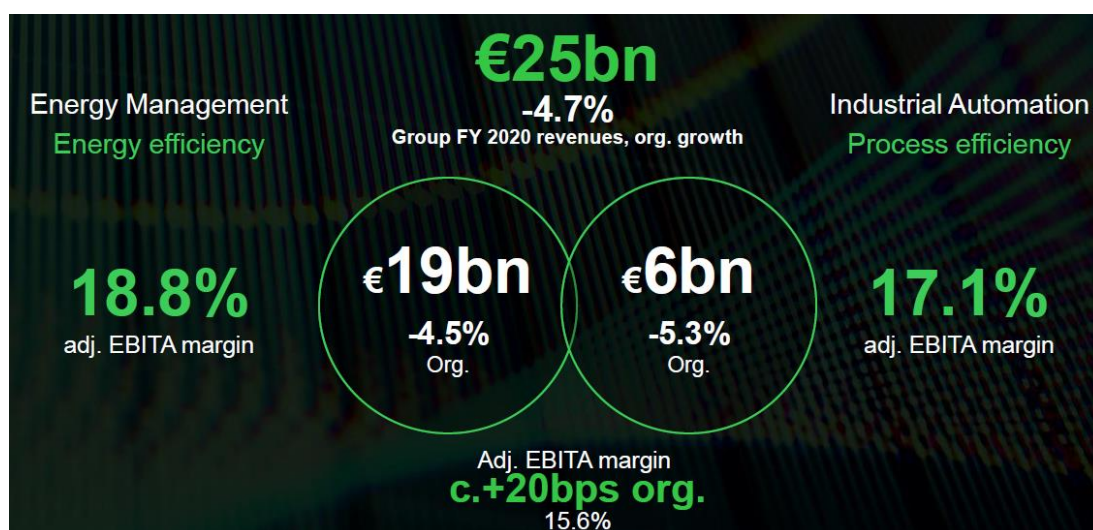
图表 1	2020 年施耐德电气营收情况.....	5
图表 2	2018 年施耐德电气四大业务营收占比及全球份额排名.....	6
图表 3	梅兰日兰、TE 电器和 SquareD 简介.....	6
图表 4	施耐德在电气行业的可达空间从 600 亿欧元提升至 300 亿欧元.....	7
图表 5	施耐德电气通过并购等措施向中压、UPS 等业务领域拓展.....	7
图表 6	国内低压电器整体市场规模测算.....	8
图表 7	施耐德电气在中国市场的主要产品线.....	9
图表 8	施耐德产品线与良信股份对比.....	9
图表 9	良信股份 NEA M 系列品牌柜.....	10
图表 10	施耐德在数据中心行业中压+低压的配电方案.....	10
图表 11	在 19 年 7 月的行业报告中我们对良信股份发展路径的情景假设.....	11
图表 12	公司框架断路器电气性能有明显提升.....	12
图表 13	良信股份 20 年 9 月推出的 NDQ3HP 新品.....	12
图表 14	良信股份 20 年 8 月推出的海风领域新品.....	12
图表 15	公司组织化工行业配电方案研讨会.....	13
图表 16	公司运用科技展车进行全国巡展.....	13

一、复盘施耐德：以低压为核心，横向+纵向拓展业务边界

目前在全球低压电气设备市场，施耐德电气是综合实力最强的行业龙头。通过对施耐德产品线布局的复盘，我们可以看出良信股份在现有“断路器+接触器”为核心的低压电器基础上，若未来公司发展对标施耐德，成长为电气行业的龙头企业，产品线的潜在延伸方向和对公司可达市场空间的提升作用。

根据施耐德最新的年报数据，在 20 年公司实现营收 251.59 亿欧元，其中能效管理业务实现营收 193.44 亿欧元，工业自动化业务实现营收 58.15 亿欧元。施耐德电气的能效管理业务包括低压配电及楼宇自动化、中压配电及电网自动化和关键电源三大板块，按照施耐德在 18 年披露的数据，低压配电及楼宇自动化占公司整体营收的比例为 45%，按照不同板块业务占比测算，我们估算低压配电业务占公司能效管理业务的收入比例在 50%左右。

图表1 2020 年施耐德电气营收情况



资料来源：Schneider Electric，平安证券研究所

图表2 2018年施耐德电气四大业务营收占比及全球份额排名



资料来源: Schneider Electric, 平安证券研究所

施耐德电气在 1997 年确立了聚焦电气业务的公司战略,在后续的数十年里通过内生增长和一系列在全球范围内的并购活动,将公司的产品组合从低压及中压配电延伸到 UPS、运动控制和楼宇自动化等多个领域。公司产品线在电气设备领域的大幅拓展,为公司日后向客户提供基于行业的整体能效解决方案和推出 EcoStruxure 物联网平台奠定了基础。

从施耐德的发展历程来看,公司在 1988-1992 年收购的梅兰日兰(Merin Gerin)、TE 电器和 SquareD 构成了公司在低压电器和控制电器领域的产品基础;其中梅兰日兰更是公司最初在低压电器领域的核心技术来源。梅兰日兰在 1986 年发布了 Masterpact 系列空气断路器,至今 MT 系列经过多次技术迭代,依然是施耐德在空气断路器领域的核心全球产品线。

图表3 梅兰日兰、TE 电器和 SquareD 简介

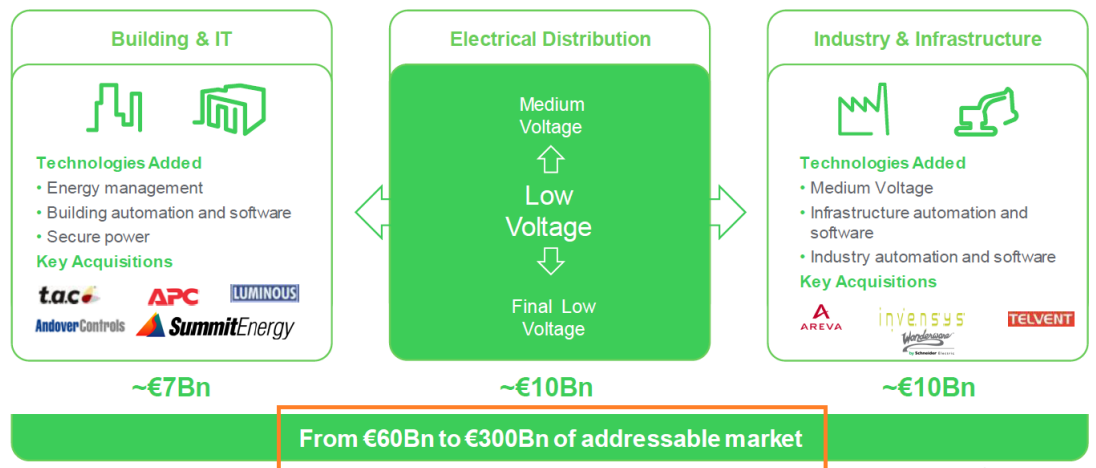


资料来源: Schneider Electric, 平安证券研究所

近二十年里,施耐德在确立低压电器领域全球领导地位之后,通过大幅扩展其产品组合的覆盖范围,使得公司成为了一家以配电产品为核心,业务覆盖整个电气行业的龙头企业。具体来看,在纵向施耐德以低压断路器作为基础,向中压配电、终端电器延伸;在横向以配电设备业务作为核心,拓展了楼宇自动化、关键电源和工业自动等相关应用领域:

- (1) **纵向产品线延伸:** 在配电设备环节向上拓展中压配电设备, 向下拓展楼宇内的面板开关、插座等终端设备;
- (2) **横向产品线拓展:** 通过对 APC、Andover Controls 等公司的收购, 拓展了在楼宇自动化和关键电源领域的业务, 并且进一步与低压配电设备整合成了能效解决方案;
- (3) **横向产品线拓展:** 通过对阿海珐 (AREVA)、Invensys 等公司的收购, 大幅增强了在中压配电设备和工业软件方面的技术能力和产品线布局, 由此带来的中低压整体配电解决方案能力的提升和工业软件实力的增强, 使得公司后续推出了能实现多个系统整合的 EcoStruxure 物联网平台, 并为公司目前在低压配电领域的智能化升级提供了技术支撑。

图表4 施耐德在电气行业的可达空间从 600 亿欧元提升至 300 亿欧元



资料来源: Schneider Electric、平安证券研究所

图表5 施耐德电气通过并购等措施向中压、UPS 等业务领域拓展

序号	时间	并购标的	标的业务	地区	目前所属施耐德电气业务板块
1	2003	TAC	楼宇自动化	瑞典	能效管理
2	2004	Clipsal	电气附件	澳洲	能效管理
3	2006	Merten	楼宇自动化	德国	能效管理
4	2006	Invensys Building	楼宇自动化	美国	能效管理
5	2007	APC	数据中心基础设施、UPS	美国	关键电源

6	2007	Pelco	楼宇自动化	美国	能效管理
7	2008	Xantra	逆变器	加拿大	能效管理
8	2009	Areva	中压配电	法国	能效管理

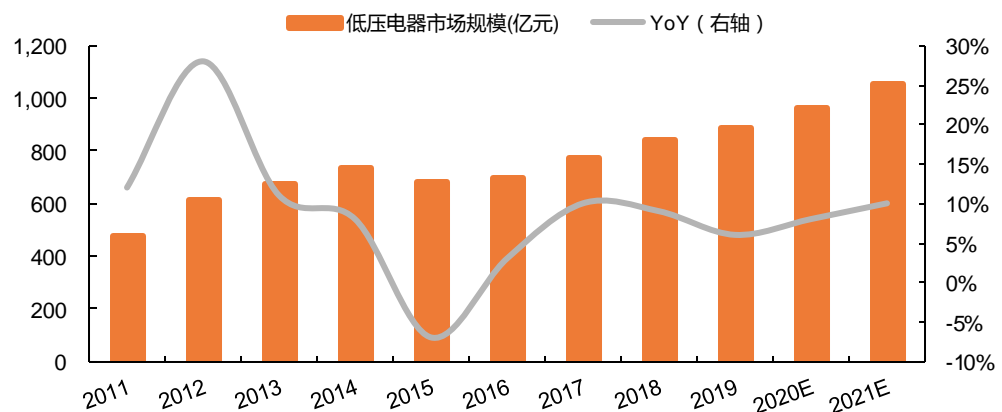
资料来源: Schneider Electric、平安证券研究所

通过产品线的延展,施耐德的业务边界被大幅扩展。根据施耐德年报数据,公司的可达市场空间从以 600 亿欧元上升至 3000 亿欧元,实现了从低压配电设备向整个电气行业的扩张。

二、良信股份：对标施耐德，公司在电气行业的潜在空间有多大？

公司目前主要产品为低压断路器以及接触器,根据我们此前的测算,20 年以“断路器+接触器”为主的国内低压电器市场规模约为 960 亿元,在 21 年预计整体市场规模将超过 1000 亿元;其中,与公司定位相符的中高端市场规模约为 450 亿元左右。

图表6 国内低压电器整体市场规模测算



资料来源: Wind, 平安证券研究所

与施耐德相比,目前良信的产品线相对较为集中,在电气设备的多个领域尚未进行产品布局。通过将良信现有产品组合与施耐德的产品线进行对标,能够较好的反映未来随着公司业务的发展,通过产品线的纵向和横向扩展,公司在电气设备赛道潜在的业务拓展边界在哪。我们对施耐德在国内市场的主要产品线按照配电、工业自动化两大板块进行梳理,并且在配电业务中细分至低压和中压配电,需要注意的是这样更便于进行对标的产品线梳理与施耐德自身的业务划分并不完全一致。

图表7 施耐德电气在中国市场的主要产品线



资料来源: Schneider Electric, 平安证券研究所

图表8 施耐德产品线与良信股份对比

序号	业务板块	主要产品线	良信是否有对标产品
1	配电业务/低压	A9 Series 微断, 如 Acti 9/Multi 9 等	是
2		Pact 系列塑壳和框架断路器, 如 Compact/Masterpact	是
3		Set 系列盘柜, 如 Okken/BlokSet 等	是
		面板开关	是
		浪涌保护器	是
		Easy 系列经济型断路器	是
		电气火灾监测系统	/
4		PowerLogic 系列表计、电能治理	/
5		Galaxy 系列 UPS	/
6		Line 系列母线槽	/
	配电业务/中压	SpaceLogic 系列楼宇自动化	
7		Tesys 系列电机软启	/
8		PIX 系列空气绝缘中压成套柜	/
9		GM 系列气体绝缘中压成套柜	/
10		HVX 中压真空断路器	/
		PowerLogic 系列继电保护	/
11	工业自动化	Trihal 变压器	/
12		Easergy 配网自动化终端	/
13		Altivar 系列变频器	/
14		Lexium 系列伺服	/
15		Modicon 系列 PLC	/
16		Harmony 系列继电器和 HMI 等工控附件	/

资料来源: Schneider Electric, 平安证券研究所

从与施耐德产品线对标的角度来看, 良信目前的产品线布局可以分为三类:

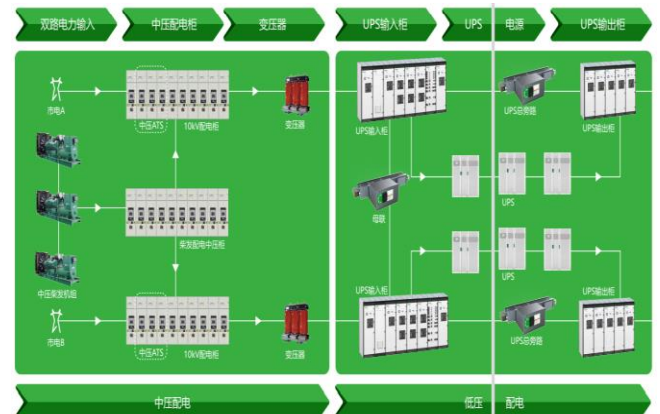
- (1) **布局完善，已经与外资正面竞争：**主要集中在低压断路器领域，包括框架断路器、塑壳断路器和微断产品，公司这两年高端新品加速上市，在地产、新能源、工建等多领域对外资形成替代之势。
- (2) **公司产品刚开始起步，处于快速发展阶段：**以盘柜业务和智能家居业务为代表。公司盘柜业务近两年刚开始起步，由于在数据中心、大型商建等领域部分高端项目客户需要元器件厂家提供成套柜进行直投，预计未来随着公司在项目型市场的渗透率加速提升，公司盘柜业务将迎来快速发展期；面板开关业务公司通过与万科等龙头地产商合作，处于快速增长阶段，预计未来随着智能家居需求的上升和公司产品在 C 端品牌认可度的提升，智能家居类业务有望份额持续上升。
- (3) **公司目前尚无产品布局的业务：**主要包括中压配电、IT 电源和工业自动化业务。从施耐德的业务经验来看，中压配电和 IT 电源业务与低压配电在部分高端行业具有较好的协同性，例如在超大型数据中心项目中，考虑到后期的维护便利性和对整体能效的设计优化，客户现在逐步倾向于供应商能够中压+低压+精密配电的整体供电解决方案；此外，在超高层建筑中，由于用电负荷的大幅增加，中压发电机组作为应急电源的方案也越来越被客户接受，若具备一定的中压技术能力，将提升在此类大型项目中的中标成功率。

图表9 良信股份 NEA M 系列品牌柜



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表10 施耐德在数据中心行业中压+低压的配电方案



资料来源: Schneider Electric, 平安证券研究所

在当前阶段，我们无法去推测公司未来在电气行业的具体拓展方向，但是结合施耐德在确立聚焦电气业务后的发展历程，我们可以对良信未来业务在不同方向拓展的协同性以及由此带来的公司成长边界扩展进行判断：

- (1) **业务协同性较强的拓展方向：**从施耐德的业务现状和目前技术发展趋势来看，单体项目用电负荷的增加使得中压配电与低压配电的协同性在增强，尤其是在高端项目领域。此外，大型数据中心客户在低压配电的基础上，对于上端中压配电和下端精密配电产品的需求也在明显增长，因此**关键电源**业务在数据中心等精密负荷领域与低压有较好的协同效应。在建筑领域，低压电气设备的需求不仅是最核心的断路器及接触器，包括**楼宇自动化、电气火灾监测、电能质量管理**等产品都能与低压电器实现交叉销售。
- (2) **业务协同性一般的拓展方向：**从下游客户结构和核心技术基础等角度来看，**工业自动化**与低压电器的协同效应较弱。从施耐德在中国市场的产品销售表现来看，相较于其具有市场领导地位的低压配电业务，工业自动化业务的竞争力相对较弱。

- (3) **对良信可达市场空间的提升：**施耐德在从低压配电向整个电气领域扩展的过程中，根据其年报中的表述，可达市场空间从 600 亿欧元提升至 3000 亿欧元。我们认为，这个成长边界的大幅扩展一部分来自自动化市场的较大需求规模。从良信的可达空间来看，考虑到未来公司在配电领域可能会形成类似施耐德的布局以及目前低压配电占施耐德能效管理业务营收的 50%左右，我们估算公司若未来向上述协同性较强的领域拓展，有望将可达市场空间扩大一倍。

三、良信股份：为何产品组合的增强对公司现阶段发展有重要推动作用？

在我们于 19 年 7 月发布的行业报告《全球低压电器龙头施耐德电气的启示：本土化+产品力》中，我们从产品/Product、价格/Price、推广/Promotion、渠道/Place 四个维度对国产厂家与施耐德的差距进行分析，得出的核心结论是：对于国内低压电器企业来说，提升技术实力，尽早追平与施耐德等外资在产品性能和可靠性上的差距是当前阶段最重要的；而对渠道差距的追赶，是需要建立在公司拥有具备技术竞争力的产品、一定的品牌知名度上和销售体量上的。在该行业报告中，我们对良信股份的发展路径提出的情景假设是：现阶段规模提升是关键，而规模提升则是建立在产品技术提升和产品线更加丰富的基础之上。

图表11 在 19 年 7 月的行业报告中我们对良信股份发展路径的情景假设



资料来源：平安证券研究所

产品组合竞争力的增强，包含了产品性能、可靠性提升和产品线更加齐全两个方面。产品技术性能的提升，使得公司能够更快的向高端市场渗透，并且提升品牌认可度；产品线更加齐全则能够提升对特殊应用场景的覆盖，带来更多的业务机会及提升品牌形象。

从近两年公司的发展情况来看，公司产品组合的实力在大幅的增强：

- (1) **在产品性能提升方面：**通过对比公司同系列产品在 2016 年和 2020 年产品样本中的性能参数，可以看出公司框架断路器等配电产品的性能在近几年实现了明显的提升，为公司在高端领域的份额增长奠定了产品基础；
- (2) **在产品线更加齐全方面：**公司推出了 NDW3-4000 海上风电型框架断路器、NDQ3HP 系列双旁路转换开关、NDM3E 物联网塑壳断路器等产品，补齐了公司在海上风电、轨交、数据

中心、电力等行业中针对恶劣环境、不断电检修、智能化等特殊应用的产品空白，打破了外资此前在部分领域凭借产品优势获得的垄断地位。

图表12 公司框架断路器电气性能有明显提升

性能参数	良信 NDW3-4000 2020年样本参数	良信 NDW3-4000 2016年样本参数
额定绝缘电压 (V)	1140	1000
极限分断能力 (kA)	415V: 100 690V: 85 1140V: 60	415V: 85 690V: 85 1140V: 不适用
运行分断能力	=100%极限分断能力	=100%极限分断能力
短时耐受电流 (kA)	415V: 100 690V: 85 1140V: 60	415V: 85 690V: 85 1140V: 不适用
免维护机械寿命 (次)	10000	10000

资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表13 良信股份20年9月推出的NDQ3HP新品



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表14 良信股份20年8月推出的海风领域新品



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

在产品组合实力增强的基础上, 在 20 年可以看到公司在品牌推广上的发力。在产品需求具有较强行业特征的领域例如石化等过程控制行业, 公司通过组织技术研讨会的方式提升在重点行业客户中的品牌认可度; 在客户较为分散的区域或者行业, 公司推出的科技展车集成了行业系统解决方案、项目案例、典型产品等内容, 通过全国巡展的方式促进目标客户对公司在技术能力、交付保障等各方面有更全面的认识。

图表15 公司组织化工行业配电方案研讨会



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

图表16 公司运用科技展车进行全国巡展



资料来源: 良信股份, 平安证券研究所

我们认为, 对于国产品牌而言, 实现在中高端市场的进口替代, 核心基础是产品组合的竞争力; 在产品具备竞争力的基础上, 品牌推广将加速公司的替代进程。目前公司在低压电器领域的产品组合已经基本具备了与施耐德等一线外资正面竞争的实力, 叠加公司在品牌推广上的资源投入增加, 公司有望在未来几年实现规模的快速扩张。

展望未来, 公司在巩固低压电器中高端市场龙头地位的基础上, 业务有向电气行业多个领域延伸的空间。若公司未来发展对标施耐德能效管理业务, 从低压电器龙头成长为整个电气行业的龙头企业, 向与低压配电有明显协同效应的方向拓展, 按照我们前文的测算, 将对公司可达市场空间有一倍左右的提升。

四、 投资建议

公司定位低压电器高端市场, 目前在地产、通信、新能源等优势行业发展势头良好, 龙头地位不断巩固。展望未来, 公司在增强低压电器业务优势的基础上, 业务有向电气行业多个领域延伸的空间。若公司未来发展对标施耐德能效管理业务, 从低压电器龙头成长为整个电气行业的龙头企业, 将对公司可达市场空间有一倍左右的提升。我们维持对公司的归母净利润预测为 21/22/23 年分别为 6.10/8.21/11.26 亿元, 对应 4 月 7 日收盘价 PE 分别为 39.9/29.6/21.6 倍, 维持“推荐”评级。

五、 风险提示

1. 低压电器市场规模的增长短期与固定投资相关, 长期与用电量相关, 若宏观经济大幅下行, 将导致用电量下降、固定投资增速放缓, 将对低压电器的整体市场需求产生不利影响。
2. 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。
3. 低压电器行业竞争对手较多, 若外资厂商采取大幅降价等措施与公司进行竞争, 可能在短期对公司营收和毛利率产生不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1891	2094	2716	3498
现金	548	511	787	1057
应收票据及应收账款	421	411	691	805
其他应收款	14	32	29	53
预付账款	2	7	5	12
存货	355	581	653	1019
其他流动资产	552	552	552	552
非流动资产	1370	1731	2059	2597
长期投资	25	25	24	24
固定资产	726	1126	1486	2045
无形资产	149	160	175	192
其他非流动资产	470	420	374	337
资产总计	3261	3824	4775	6095
流动负债	1190	1379	1776	2241
短期借款	30	30	30	30
应付票据及应付账款	671	831	1149	1533
其他流动负债	489	519	598	678
非流动负债	33	33	33	33
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	33	33	33	33
负债合计	1223	1412	1809	2274
少数股东权益	0	0	0	0
股本	785	1020	1020	1020
资本公积	432	197	197	197
留存收益	931	1106	1323	1662
归属母公司股东权益	2038	2413	2966	3821
负债和股东权益	3261	3824	4775	6095

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	633	662	1013	1267
净利润	375	610	821	1126
折旧摊销	85	106	145	194
财务费用	-2	-0	1	-1
投资损失	-2	-4	-4	-4
营运资金变动	129	-50	51	-47
其他经营现金流	47	-0	-0	-0
投资活动现金流	-316	-463	-469	-728
资本支出	389	362	329	539
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	73	-101	-140	-189
筹资活动现金流	-54	-235	-268	-270
短期借款	30	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-0	235	0	0
资本公积增加	48	-235	0	0
其他筹资现金流	-132	-235	-268	-270
现金净增加额	262	-36	276	270

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3017	4574	6056	8226
营业成本	1801	2701	3560	4824
营业税金及附加	12	19	25	33
营业费用	369	563	751	1012
管理费用	143	220	285	378
研发费用	274	393	515	707
财务费用	-2	-0	1	-1
资产减值损失	-10	0	0	0
其他收益	12	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	2	4	4	4
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	420	682	925	1278
营业外收入	19	22	22	24
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	437	704	946	1301
所得税	62	94	125	175
净利润	375	610	821	1126
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	375	610	821	1126
EBITDA	508	796	1074	1469
EPS(元)	0.48	0.78	1.05	1.44

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	48.0	51.6	32.4	35.8
营业利润(%)	46.5	62.5	35.5	38.2
归属于母公司净利润(%)	37.5	62.4	34.7	37.1
获利能力				
毛利率(%)	40.3	40.9	41.2	41.4
净利率(%)	12.4	13.3	13.6	13.7
ROE(%)	18.4	25.3	27.7	29.5
ROIC(%)	17.3	24.2	26.7	28.5
偿债能力				
资产负债率(%)	37.5	36.9	37.9	37.3
净负债比率(%)	-24.0	-18.8	-24.6	-26.2
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.9	0.7	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	9.7	11.0	11.0	11.0
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.78	1.05	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.84	1.29	1.62
每股净资产(最新摊薄)	2.60	3.07	3.78	4.87
估值比率				
P/E	64.8	39.9	29.6	21.6
P/B	11.9	10.1	8.2	6.4
EV/EBITDA	61.2	39.1	28.7	20.8

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。

免责声明：

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 2021 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

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

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

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