

泰永长征(002927)

定位中高端市场的低压电器新锐企业

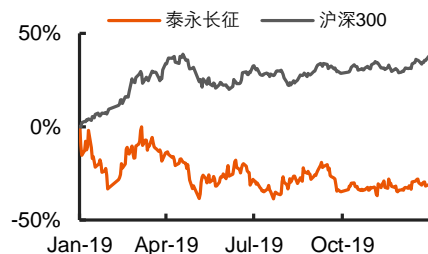
推荐 (首次)

现价: 20.06 元

主要数据

行业	
公司网址	www.taiyong.net
大股东/持股	泰永科技/54.67%
实际控制人	吴月平
总股本(百万股)	171
流通 A 股(百万股)	72
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	34.25
流通 A 股市值(亿元)	14.43
每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	23

行情走势图



证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 ZHUDONG615@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。

平安观点:

- **双电源产品毛利率较高, 公司技术实力行业领先:** 公司成立以来一直定位在中高端项目型市场, 拥有“TYT”双电源转换开关和“长九”配电电器两大品牌。公司是双电源产品国标的起草单位之一, 产品性能对标施耐德等外资, 是国产品牌中唯一拥有中性线重叠切换等高端技术的企业, 产品已广泛应用在数据中心、轨交等高端项目中。公司双电源产品毛利率一直稳定且高于同行, 显示出其凭借行业领先的技术实力, 拥有较强的溢价能力。
- **定位低压电器高端项目型市场, 在轨交、数据中心等领域有多个项目案例:** 公司自成立以来一直定位在高端项目型市场, 过往项目案例包括深圳地铁、成都地铁、中移动数据中心、深圳京基 100、北京首都机场、中石油宁夏炼油厂等, 覆盖关键基础设施、楼宇场馆和公建等领域。我们认为, 公司在项目型市场的成功主要得益于公司产品端的技术优势和具备成熟的项目型营销团队; 过往的多个成功项目案例既是公司行业竞争力的佐证, 也为公司未来加速在项目型市场的开拓打下了良好的基础。
- **受益于地产竣工和 5G、泛在建设, 低压电器行业景气度向上:** 随着地产进入竣工周期和地产行业集中度的提升, 对中高端低压电器的需求在不断增强。此外, 根据三大运营商的 5G 建设规划, 预计 2020 年将建设约 100 万个 5G 室外宏站, 对应 70 亿元以上的低压电器新增需求。国网在 19 年 10 月发布了泛在建设白皮书, 预计随着 2020 年泛在电力物联网建设的推进, 对于智能化低压电器的需求在逐步上升。公司目前是中国金茂、华侨城和旭辉等多家百强房企的战略合作供应商, 在通信领域的过往项目案例包括上海紫竹数据中心和广东电信基站等项目, 并且新推出了 TBBQ7 智能双电源转换开关, 预计将显著受益于本轮低压电器的景气度提升和智能化低压电器的渗透。
- **发布股权激励计划, 实现核心员工利益绑定:** 公司于 2019 年 12 月 17 日发布自上市以来的首次股权激励计划, 业绩考核目标为以 19 年营收和净利润为基数, 20/21/22 年营收或者净利润增长率达到 10%/21%/33.1%;

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	329	347	622	916	1,127
YoY(%)	1.5	5.7	78.9	47.4	23.0
净利润(百万元)	70	73	84	118	157
YoY(%)	9.9	5.1	14.7	40.6	33.3
毛利率(%)	55.8	54.1	38.8	34.4	34.8
净利率(%)	21.2	21.1	13.5	12.9	13.9
ROE(%)	18.9	10.0	11.0	14.0	16.2
EPS(摊薄/元)	0.41	0.43	0.49	0.69	0.92
P/E(倍)	49.2	46.8	40.8	29.0	21.8
P/B(倍)	9.3	4.7	4.3	3.8	3.3

激励对象为公司核心骨干员工共计 84 人，拟授予的权益总计 168.60 万份，占公司当前总股本的 0.99%。我们预计，通过本次股权激励计划，公司有望实现控股股东与核心员工利益的绑定，有利于公司在未来几年的持续成长。

- **募投项目逐步达产+外延并购协同效应显现，公司成长有望进入新阶段：**公司于 18 年初上市，募投项目为配电网、研发中心和品牌营销建设，随着公司募投项目的逐步达产，在产品和营销两端的实力将进一步增强。公司于 19 年 5 月份完成对重庆源通 65% 股权的收购，重庆源通主营业务为低压成套设备和变压器，主要客户为重庆地区国网系企业，与公司在产品和客户端均有较强的互补性。我们预计，随着募投项目逐步达产对公司竞争实力的增强和收购重庆源通的协同效应显现，公司业绩增长有望迈上新的台阶。
- **投资建议：**公司是国内低压电器中高端市场的领军企业之一，双电源产品凭借行业领先的技术实力具备较强的溢价能力。公司拥有技术领先的产品和较为成熟的项目型销售团队，在轨交、数据中心、大型场馆和工业厂房等项目型市场具有多个成功案例，这既是公司过往竞争力的佐证，也是公司未来在中高端市场渗透率不断提升的基础。我们预计，随着公司募投项目对于产品和营销两端实力的增强，以及外延并购的协同效应逐步显现，公司有望进入成长的新阶段。我们预计公司 19/20/21 年的 EPS 分别为 0.49/0.69/0.92 元，对应 12 月 31 日收盘价 PE 分别为 40.8/29.0/21.8。首次覆盖，我们给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 若国产品牌在产品技术与市场推广上的进展不达预期，有可能无法在高端市场与外资竞争。2) 若地产竣工或者 5G 建设不达预期，将影响低压电器整体市场规模的增长。3) 若铜、钢、银等原材料价格大幅上升，将影响低压电器厂商的毛利率水平。

正文目录

一、 专注双电源及低压断路器，定位中高端市场	5
1.1 专注双电源及低压断路器，发布股权激励计划进入发展新阶段	5
1.2 定位中高端市场，高毛利率双电源产品进口替代可期	5
1.3 收购重庆源通，布局国网泛在电力物联网	7
二、 受多重利好因素推动，低压电器中高端市场景气度向上	9
2.1 数据中心、轨交项目增长和 5G 建设开启，高端市场需求强劲	9
2.2 泛在建设推进，智能化低压电器有望在中高端市场加速渗透	12
2.3 双电源市场竞争格局良好，国产品牌份额提升空间较大	14
三、 技术领先+项目型营销团队，公司在中高端市场竞争优势不断提升	16
3.1 双电源产品技术优势明显，配电产品全流程自主生产提升品质	16
3.2 成熟的项目型营销团队，在中高端市场持续开拓	18
四、 投资建议	20
五、 风险提示	21

图表目录

图表 1	实际控制人与公司股权关系图	5
图表 2	泰永长征产品线	6
图表 3	施耐德断路器与双电源价格对比	6
图表 4	公司双电源产品与配电产品毛利率对比	6
图表 5	泰永长征公司营收情况	7
图表 6	泰永长征电源电器产品营收及毛利率	7
图表 7	泰永长征配电电器产品营收及毛利率	7
图表 8	泰永长征成套产品营收及毛利率	7
图表 9	配电网络中变压器和低压电器为上下游关系	8
图表 10	重庆源通成套及变压器业务情况	8
图表 11	国网为重庆源通主要客户之一	8
图表 12	国内低压电器中高端市场规模测算	9
图表 13	国内 IDC 业务市场规模预测	10
图表 14	数据中心建设成本拆分	10
图表 15	公司的数据中心配电解决方案	10
图表 16	2015~2019 上半年批复轨交项目投资额	11
图表 17	2015~2019 上半年批复轨交项目规划里程	11
图表 18	公司轨道交通行业配电系统解决方案	11
图表 19	三大运营商 4G 基站总量	单位：万站 12
图表 20	5G 室外宏站建设进度预测	12
图表 21	公司智能化配电产品系统示意图	13
图表 22	泰永长征 TBBQ7 智能云双电源转换开关	13
图表 23	泰永长征 MA60 智能云框架断路器	13
图表 24	公司智能化配电产品系统示意图	14
图表 25	国内双电源产品市场规模预测	14
图表 26	2018 年双电源市场份额测算	15
图表 27	泰永 TBBQ6 与施耐德 WOTPC 产品对比	15
图表 28	泰永双电源产品线与施耐德比较	16
图表 29	泰永 TBBQ3 与常熟开关双电源产品对比	17
图表 30	泰永长征研发费用与竞争对手比较	17
图表 31	泰永长征配电电器毛利率与竞争对手比较	18
图表 32	项目型销售模式	18
图表 33	低压电器项目型销售典型决策链	19
图表 34	公司在项目型市场有多个成功应用案例	19
图表 35	公司主要业务分项预测	单位：百万元 20

一、 专注双电源及低压断路器，定位中高端市场

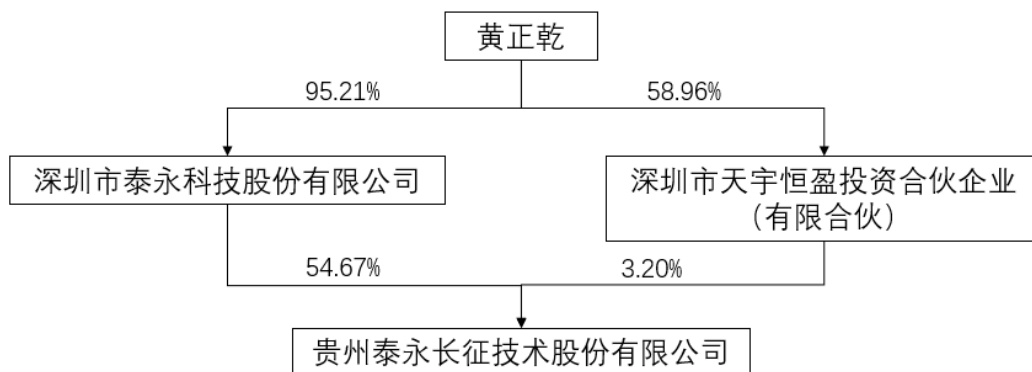
1.1 专注双电源及低压断路器，发布股权激励计划进入发展新阶段

公司成立于 2008 年，主营业务为低压断路器、双电源转换开关和低压成套设备的研发、生产和销售。公司专注于国内低压电器中高端市场，拥有多项低压电器核心专利技术，并参与起草了双电源转换开关的国家标准 GB/T 14048.11《低压开关设备和控制设备：多功能电器 转换开关电器》。目前，公司生产的低压电器产品已经应用在包括中国移动数据中心、上海轨交、深圳证券交易所等多个业内重大项目中，是国内低压电器行业的知名品牌。

公司前身为长征有限由泰永科技与长征电气共同投资设立，其中泰永科技此前一直从事双电源转换开关、配电及终端电器的研发生产和销售，其 TBBQ 系列双电源产品在国内低压电器市场具备较高知名度；长征电气的长九系列低压断路器具备悠久的行业历史，双方在市场销售渠道、产品类别和产能上具备较好的互补性。

公司实际控制人为黄正乾、吴月平夫妇，通过深圳市泰永科技股份有限公司和深圳市天宇恒盈投资合伙企业（有限合伙）合计持有公司 57.87% 的股份。公司实控人黄正乾先生在低压电器行业深耕多年，并且参与了低压电器国标 GB14048.1-2012 和双电源电器国标 GB/T 14048.11-2016 的制定和修订工作。公司于 2019 年 12 月 17 日发布自上市以来的首次股权激励计划，业绩考核目标为以 19 年营收和净利润为基数，20/21/22 年营收或者净利润增长率达到 10%/21%/33.1%；激励对象为公司核心骨干员工共计 84 人，拟授予的权益总计 168.60 万份，占公司当前总股本的 0.99%。我们预计，通过本次股权激励计划，公司有望实现控股股东与核心员工利益的绑定，有利于公司在未来几年的持续成长。

图表1 实际控制人与公司股权关系图



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 定位中高端市场，高毛利率双电源产品进口替代可期

公司一直定位在低压电器的中高端市场，拥有“TYT”双电源转换开关和“长九”低压断路器两大品牌，主要覆盖民用住宅、商业建筑、工业设施、轨道交通、通信等应用领域。公司的 TBBQ 系列双电源产品，具备较高的行业客户认可度，广泛应用于数据中心、轨交和高层建筑等高端项目中，根据公司年报披露的数据，历年来其电源电器产品的毛利率都高达 60% 以上。此外，公司还具备完

整的配电电器、电气火灾监控、防雷和成套产品线，能够向客户提供基于行业应用的整体配电解决方案。

图表2 泰永长征产品线



资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

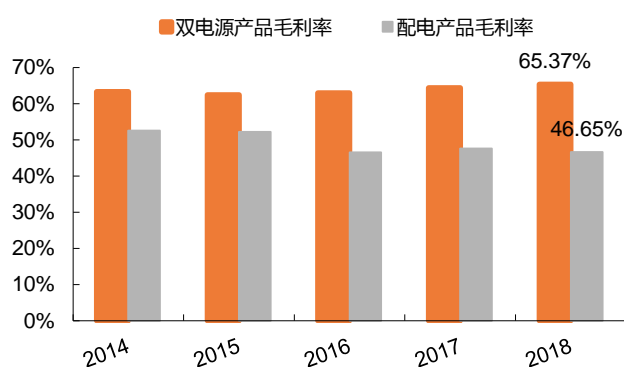
公司的主打产品双电源转换开关，属于低压电器行业中技术门槛最高的产品，因此也享有行业最高的毛利率。双电源产品的作用是在主电源出现故障时自动接通应急电源，当检测到主电源恢复正常时，又可以重新自动投入常用电源，属于保障重要负载供电连续性的关键设备。与常规低压电器同时面向个人客户与行业客户不同，双电源产品只在重要负载中应用的特点决定了其只面向行业客户，并且主要是在金融、数据中心、轨交和关键基础设施等高端项目中，属于低压电器细分市场中最为高端的领域。国内双电源市场的主要竞争厂商包括施耐德、ABB、ASCO（在2017年被艾默生出售给施耐德）、GE等外资品牌，国内品牌中仅泰永、良信等国产高端品牌具备一定的市场份额，但是相比外资品牌，整体份额依然偏少，属于尚待开拓的蓝海市场。

图表3 施耐德断路器与双电源价格对比

产品类型	型号	在施耐德产品线定位	列表价
断路器	NSX 250A, 4P, 分断能力50kA, 脱扣单元MIC 5.2A	中端	8513元
双电源	WATSN 250A, 4P, 分断能力50kA, 脱扣单元MIC 5.2A	中端	29687元

资料来源: EP 精灵, 平安证券研究所

图表4 公司双电源产品与配电产品毛利率对比

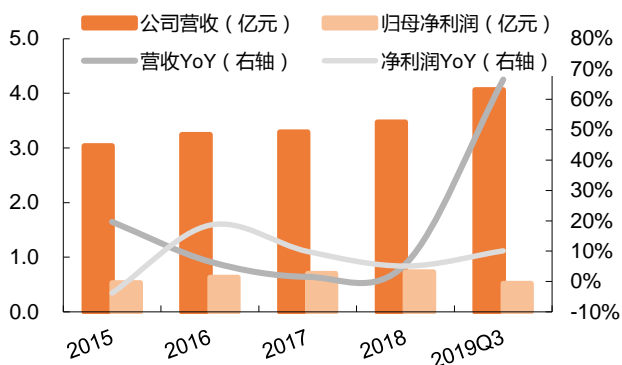


资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

公司近几年业绩保持平稳发展的态势，从公司各类产品的毛利率来看，18年公司电源电器/配电电器/成套电器的毛利率分别为 65.37%/46.65%/56.27%，均远高于行业平均水平，并且双电源产品和成套业务的毛利率仍在持续上升，显示出公司凭借其 TBBQ 系列双电源产品的性能和品牌优势，在行

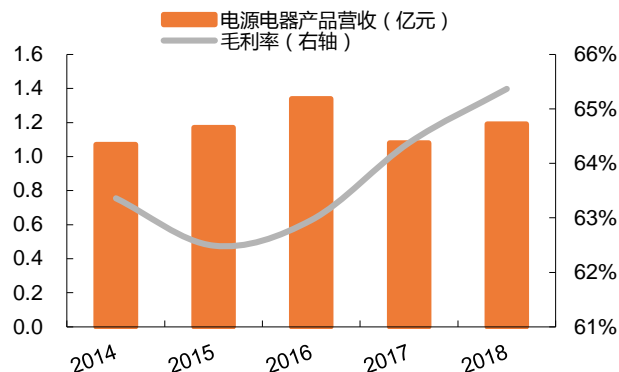
业中具备较强的溢价能力。公司于 18 年年初上市，募投项目包括配电电器生产线、市场营销品牌和研发中心建设，根据公司 19 年半年披露的信息，公司当前在建工程包括框架断路器 MA40、MA60 自动生产线、双电源转换开关 TBBQ3 系列生产线等项目。我们预计，随着公司新投产线的逐步达产和市场营销、研发能力的增强，公司有望加速在双电源市场的进口替代；此外，从近年来公司配电产品的迭代来看，公司在配电电器领域的竞争力亦在持续提升，预计将与双电源产品在低压电器行业形成合力，推动公司业绩增长进入新的轨道。

图表5 泰永长征公司营收情况



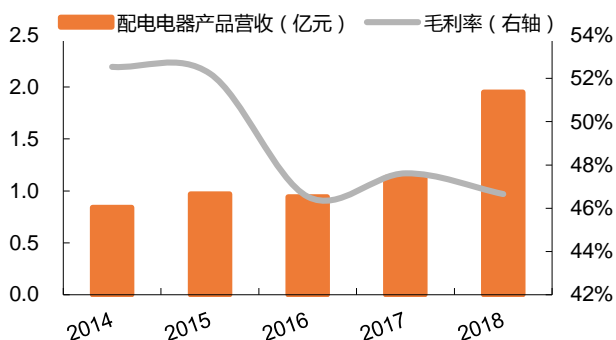
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 泰永长征电源电器产品营收及毛利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

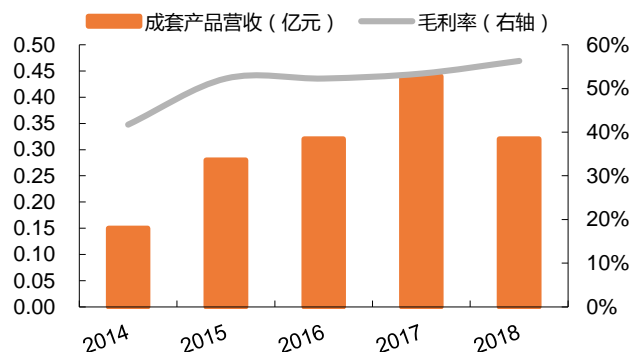
图表7 泰永长征配电电器产品营收及毛利率



*2018 年统计口径按照公司年报，包含了终端电器

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 泰永长征成套产品营收及毛利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 收购重庆源通，布局国网泛在电力物联网

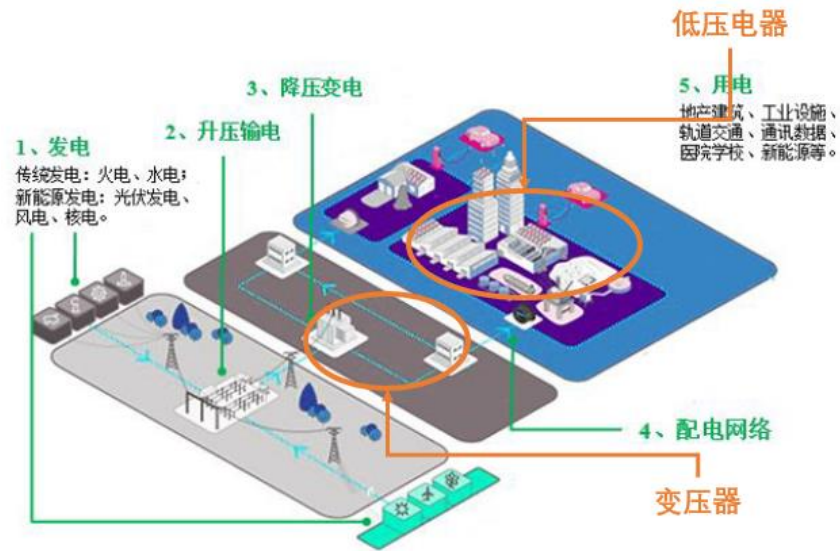
公司于 19 年 5 月发布公告，已经完成对重庆源通 65% 股权的收购，重庆源通的下游主要客户为国家电网及其下属企业等电力系统客户。通过本次收购，公司获得了较多的国网系客户资源，有利于公司在未来参与国网泛在电力物联网的建设。我们认为，重庆源通与公司现有业务具备较强的互补性，随着公司对其业务的整合逐步完毕，有望形成“1+1>2”的产业链协同效应，主要原因包括以下几点：

- 客户/渠道互补，公司低压电器产品有望快速切入国网供应体系：**此前公司的主要客户集中在轨交、楼宇和数据中心等行业，对电力行业覆盖较少。重庆源通的主要客户均为国网系公司，通过本次收购，公司的电源电器和配电电器有望借助重庆源通的客户资源，实现对重庆地区电网

客户的快速突破；此外，重庆源通的产品，亦能够通过公司现有的销售渠道，实现在轨交、楼宇等领域的业务拓展。

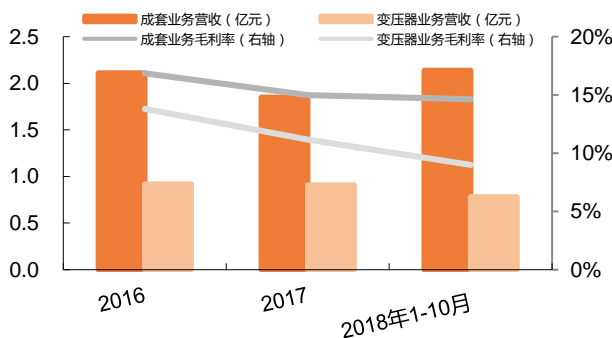
- b. **产品互补，实现在低压配电行业的交叉销售：**公司主营产品为双电源转换开关和低压断路器，变压器作为低压配电系统的上端设备，可以与低压电器实现交叉销售。此外，目前重庆源通的成套业务，其主要低压元器件均为外采，供应商包括施耐德等低压电器厂商，导致其成套业务毛利率偏低，17年毛利率为15%，远低于公司原有成套业务50%以上的毛利率；通过本次收购，公司低压电器产品可以作为元器件应用在重庆源通的成套业务中，形成明显的协同效应。
- c. **上游原材料采购有望形成规模效应：**铜、钢等金属是制造变压器、低压电器以及成套业务的主要原材料，采购体量的扩大，有助于形成规模效应，增强公司面对上游原材料供应商时的议价权。

图表9 配电网中变压器和低压电器为上下游关系



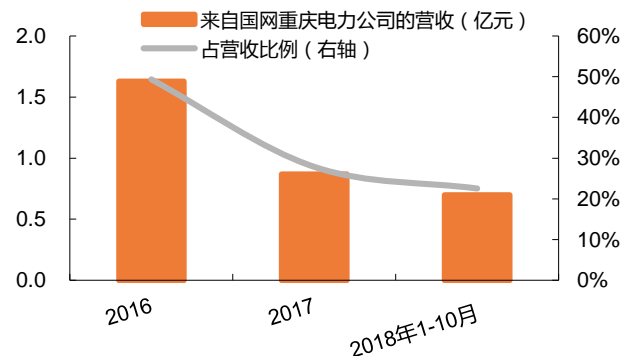
资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

图表10 重庆源通成套及变压器业务情况



资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

图表11 国网为重庆源通主要客户之一



资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

根据公司本次收购重庆源通的业绩补偿条款，公司控股股东泰永科技承诺重庆源通 18/19/20/21 年的净利润分别不低于 600/1200/1500/1800 万元，利润承诺期间合计承诺净利润不低于 5100 万元；若重庆源通在业绩承诺期间累计实现净利润低于承诺数额，泰永科技承担以现金向上市公司进行补

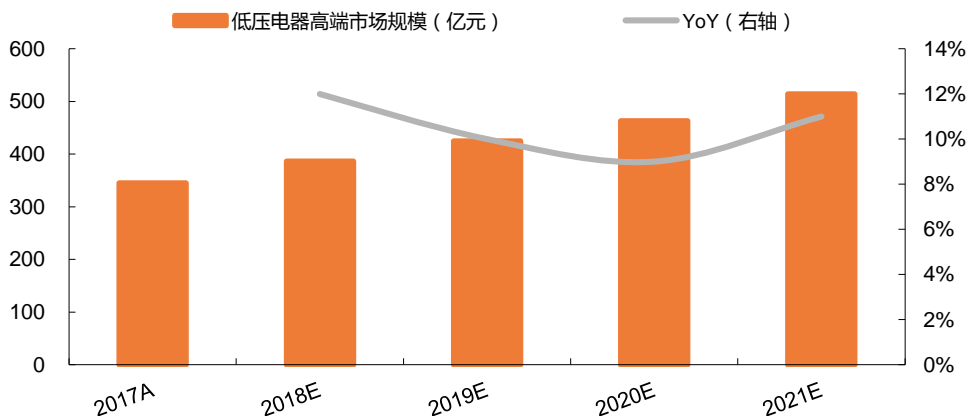
偿的义务。公司 18 年归母净利润为 0.73 亿元，预计在外延并购和内生增长的共同作用下，公司未来业绩增长有望加速。

二、受多重利好因素推动，低压电器中高端市场景气度向上

2.1 数据中心、轨交项目增长和 5G 建设开启，高端市场需求强劲

公司自成立以来，一直定位在国内低压电器中高端市场，尤其是公司的双电源产品，更是处于整个市场价格带的顶端。按照我们的测算，广义的高端市场包括中高端+高端这两个细分市场，19 年国内的规模约为 425 亿元。从 19 年下半年开始，地产逐步进入竣工周期，对低压电器的整体需求有明显拉动作用；此外，在高端市场，由于轨交、数据中心等行业项目订单逐步确认和 5G、泛在电力物联网建设带来增量需求等因素的推动，预计市场规模在未来三年将保持 10%左右的增速。

图表12 国内低压电器中高端市场规模测算



资料来源: Wind, 平安证券研究所

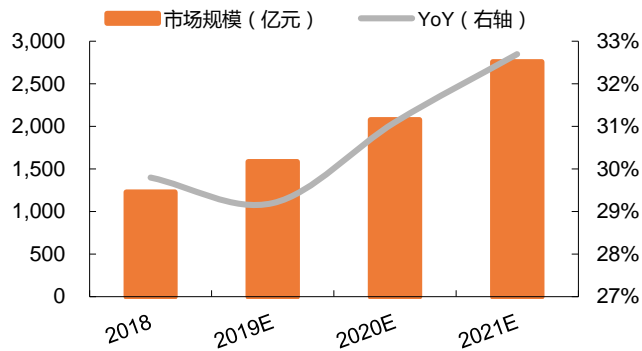
■ 数据中心、轨交等新基建项目需求持续增长

近几年关键基础设施领域主要受兴建大型场馆、医院和电厂改造等项目驱动；在未来五年，数据中心、轨道交通等新基建项目将提供额外增量。云计算、物联网的兴起，使得数据中心建设投资进入高峰，包括三大运营商、BATJ 在内的互联网公司对数据中心的需求快速上升。数据中心的主要低压负载包括服务器等 IT 设备、空调系统、照明设备和电源系统，大部分负荷按照 GB50174《电子信息系统设计规范》属于一级负荷或者一级负荷中特别重要负荷，需要采用双电源转换开关进行主备用电源的切换，对低压元器件的可靠性和安全性要求很高，所以在同等用电容量的项目中，数据中心对低压电器的需求价值远高于其他项目。以一万个机架的数据中心为例，低压电器设备的采购额在 1000~1500 万之间，在未来三年预计每年新增约 40~50 万台机架，对应每年约 6 亿元左右高端低压电器的需求。我们预计，随着 5G 在国内的大规模建设，数据传输和计算的需求将持续上升，数据中心可能将再次迎来爆发式增长，对双电源转换开关和高端配电电器的需求将保持快速增长势头。

公司目前在数据中心领域属于国产品牌领军企业，由于公司在双电源领域的竞争实力突出，能够很好的满足客户对于配电系统高可靠性，具备冗余备份功能的要求。以公司中标的川投数据中心为例，公司作为该项目低压元器件的核心供应商，提供了 MA40 系列空气断路器约 10 台，塑壳断路器约

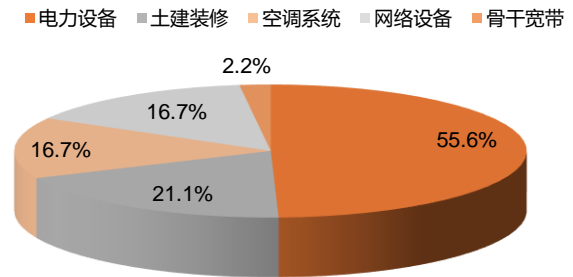
240 台，微型断路器约 3620 台；TBBQ 系列双电源转换开关 70 台，产品涵盖该数据中心项目配电系统的各个层级。

图表13 国内 IDC 业务市场规模预测



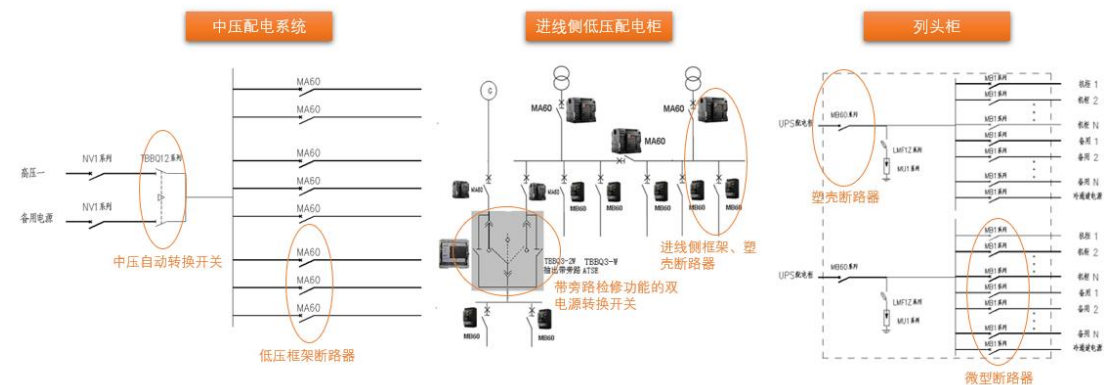
资料来源: 科智咨询, 平安证券研究所

图表14 数据中心建设成本拆分



资料来源: 前瞻产业研究院, 平安证券研究所

图表15 公司的数据中心配电解决方案

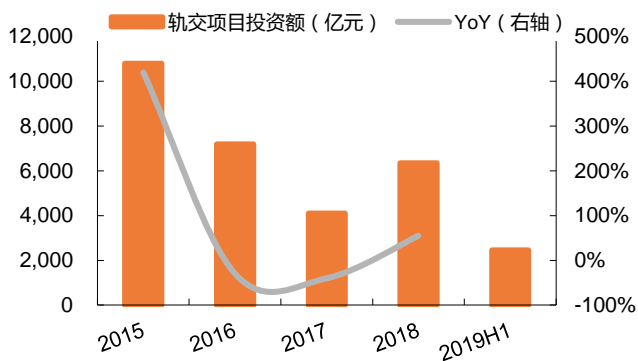


资料来源: 泰永长征、平安证券研究所

轨交项目逐步进入交付周期,对高端低压电器需求上升。从 18 年下半年起,在宏观经济下行背景下,发改委密集批复了苏州、长春和上海等地的轨交建设项目。在 18 年全年,发改委总计批复全国 7 座城市的轨交建设项目,计划建设里程 960.5 公里,较 17 年增长约 92%;批复投资金额 6355.7 亿元,较 17 年增长 55%。在 19 年上半年,发改委批复了包括郑州、西安和成都的轨交项目,计划建设里程为 478 公里。上述轨交项目的建设周期多为 4-5 年,预计从 2020 年下半年开始将陆续有项目完成土建,进入电气安装阶段,对低压电器的需求可能将快速上升。

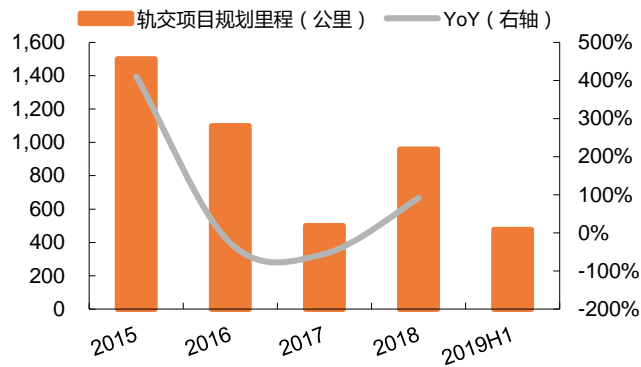
公司在轨道交通领域具备较为明显的优势,凭借较强的产品技术实力以及营销团队对轨交行业客户的持续跟进,公司中标的项目除了过往的北京地铁、上海地铁、广州地铁和深圳地铁之外,在目前处于地铁建设高峰期的西安、杭州等城市,公司作为核心供应商,产品已经应用在了西安地铁 4 号线、杭州 5 号线等项目中。以近期开通的杭州单线最长的地铁 5 号线为例,公司提供了基于 TBBQ 系列产品的地铁专用型双电源转换开关,应用在地铁环控系统、EPS 应急系统、动力三箱系统等关键配电场所。根据我们的测算,通常一个 20 个站台的轨交线路低压电器产品用量在 1600 万元上下,我们预计随着前期发改委批复的轨交项目陆续进入电气安装阶段,公司来自轨交行业的营收增速有望持续增长。

图表16 2015~2019上半年批复轨交项目投资额



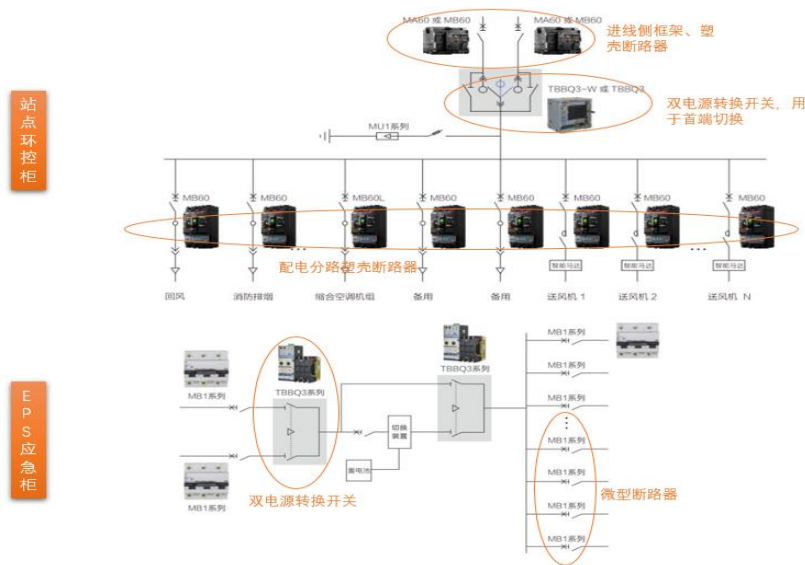
资料来源: 国家发改委、平安证券研究所

图表17 2015~2019上半年批复轨交项目规划里程



资料来源: 国家发改委、平安证券研究所

图表18 公司轨道交通行业配电系统解决方案

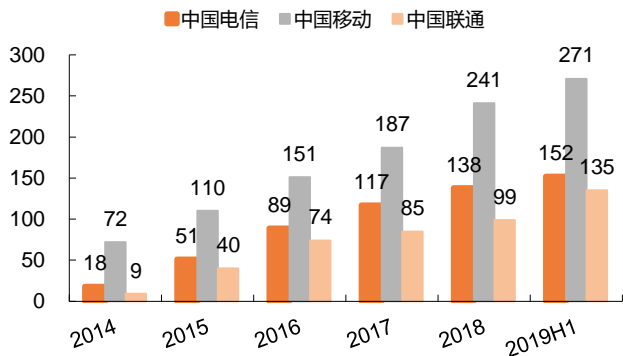


资料来源: 泰永长征、平安证券研究所

■ 5G 基站大规模建设开启，公司具备过往 4G 基站项目案例

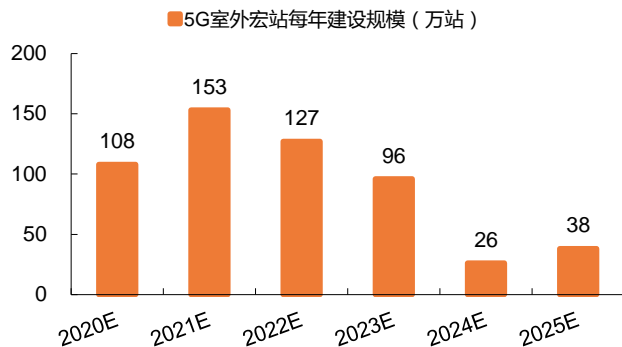
根据三大运营商的 5G 建设规划以及中国移动在近期发布的 2020-2021 年 5G 可研集采招标公告，我们预计在 2020 年将正式开启 5G 基站大规模建设周期。从理论上来说，5G 室外基站覆盖半径大约是 4G 室外基站的一半。若只从覆盖半径角度考虑，而不是覆盖面积考虑，三大运营商在各自单独进行网络建设时，5G 室外基站数目至少是现有 4G 室外基站的 2 倍。截至 19 年上半年，三大运营商 4G 基站总量 558 万站，其中中国移动/电信/联通的 4G 室外基站数量分别为 180/100/90 万站。由于中国移动将单独建设 5G 移动通信网络，中国电信和中国联通将以南北为界进行 5G 移动通信网络的共建共享，因此我们预计中国三大运营商共计需要建设 560 万站 5G 室外基站。参考三大运营商在 4G 时代的建设节奏，我们预测 5G 基站的主建设期为 2020-2023 年，在此期间每年将建设超过 100 万个室外宏站。

图表19 三大运营商 4G 基站总量 单位：万站



资料来源：三大运营商，平安证券研究所

图表20 5G 室外宏站建设进度预测



资料来源：三大运营商，工信部，平安证券研究所

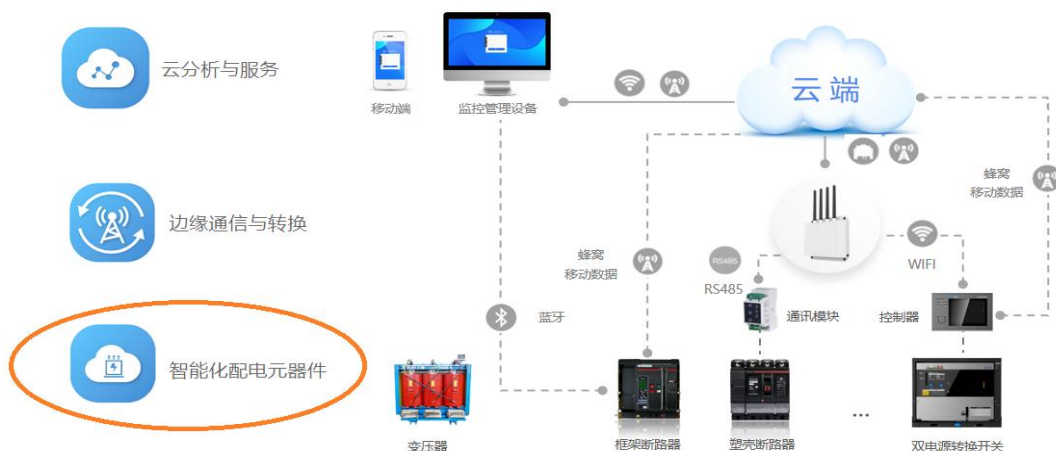
根据我们的测算，配置有双电源转换开关的单个 5G 宏站，其交流配电侧低压电器价值量将达到 11000 多元。公司在 4G 建设时代，成功中标广东电信基站等项目，向客户提供 TBBQ 系列双电源产品。我们预计，在 5G 建设时期，公司凭借产品的性能优势和过往的项目案例，有望在基站建设中获得更多的市场份额。

2.2 泛在建设推进，智能化低压电器有望在中高端市场加速渗透

在 19 年 10 月，国网发布了《泛在电力物联网白皮书 2019》，根据白皮书的规划，泛在建设将包括两个阶段，第一阶段为在 2021 年初步建成泛在电力物联网，第二阶段是在 2024 年实现建成目标。从国网白皮书对泛在电力物联网总体架构的描述来看，泛在物联将包括电源侧、电网侧、用户侧和供应侧四个方面，通过数据汇集和需求导入，在传统的电力服务之外，向用户提供数据和应用服务。在技术层面，泛在物联网建设需要广泛应用智能传感、感传一体化、物联管理平台和终端智能化等技术。

目前来看，在 2020 年与泛在建设相关的投资建设有望加快，在感知层智能化设备对数据的采集和传输作为电网泛在互联的基础，预计将率先开始落地，智能化低压配电电器的渗透有望加速。在产品端，包括施耐德电气、西门子和泰永长征均推出了具备状态监测和数据采集的智能化配电产品，公司在智能化产品的研发上已经走在了行业前列，旗下双电源转换开关、框架断路器和塑壳断路器等产品均进行了智能化升级，兼容各种主流无线通讯及电力载波传输方式，另外在参数采集、算法，温升监控等领域均进行了深入的基础性研究并积累了大量研发成果。公司在 19 年上海国际电力展中展出了包括智能化的微型/塑壳/框架断路器和自动转换开关，覆盖各个电流等级。从产品价值量来看，对于微型断路器而言，由于物料成本和技术门槛的上升，智能化新品的价格有望提升一倍以上；对于塑壳和框架断路器而言，具备智能互联功能的产品预计将在初期作为高级配置导入市场，价格较基础配置产品也有明显提升。我们预计，智能化低压电器由于产品售价高于传统产品，将率先应用在数据中心、高层建筑、轨交等对供电安全性和可靠性要求较高的行业项目中，公司在上述领域具备较高的行业知名度，并且已经率先推出了智能云系列配电和双电源产品，有望迎来产品的量价齐升。

图表21 公司智能化配电产品系统示意图



资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

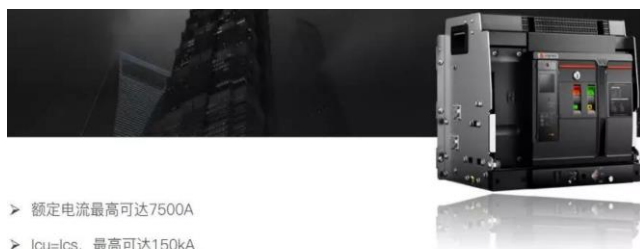
图表22 泰永长征 TBBQ7 智能云双电源转换开关



- > 触头温度传感技术, 使用类别最高可达AC-33A
- > 励磁驱动方式, 实现ms级切换
- > 支持GPRS、433MHz、WIFI、蓝牙等多种通信方式, 实现云端互联、24小时温升监控、实时掌握设备状态
- > 保障消防设施等重要负荷的持续可靠供电, 显著增强楼宇安全性。

资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

图表23 泰永长征 MA60 智能云框架断路器



- > 额定电流最高可达7500A
- > Icu=Ics, 最高可达150kA
- > 配置GA13智能云控制器, 实现24小时温升监控
- > 云端互联, 具备遥控、遥测、通信、遥调等功能
- > 保障电源设备安全运行, 高精度的选择性保护, 有效避免不必要的停电。

资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

除了对感知层的配电电器进行智能化升级, 在平台应用层方面, 公司也推出了自主开发的智能云平台, 该平台集设备层级管理、参数监控、故障预警、能效分析等功能于一体, 可兼容行业内主流品牌智能化配电产品, 并且可以为不同行业的用户提供定制化的服务。我们认为, 公司对智能化产品和云平台服务的布局在国内品牌中处于领跑地位, 使得公司产品在电气参数领先的基础上, 能够向客户提供更多的差异化价值, 不断提升公司的溢价能力和高端品牌的行业地位。

图表24 公司智能化配电产品系统示意图



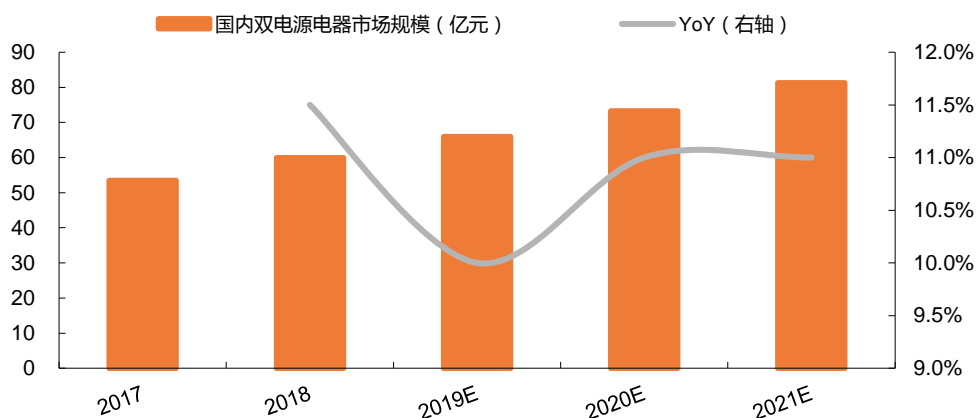
资料来源: 泰永长征, 平安证券研究所

2.3 双电源市场竞争格局良好, 国产品牌份额提升空间较大

双电源主要应用在有重要负载的场合, 通过在主用电源故障的情况下自动切换至备用电源供电, 该产品的应用具有强制性, 在建筑设计规范和金融、电力、轨交等行业设计规范中, 都明确了对该产品的使用要求。双电源电器使用场景特殊、对产品可靠性要求极高的特点, 使得其具有产品单价高、毛利率高、市场总量较小、需求稳定的特点。

根据行业内主要公司双电源产品的营收情况, 我们估算 18 年国内双电源市场规模约为 60 亿, 属于低压电器中高端市场的一部分。在关键基础设施和地产等行业需求快速增长的推动下, 我们预计在最近两年市场规模将保持 10% 以上的增速。

图表25 国内双电源产品市场规模预测



资料来源: Wind、平安证券研究所

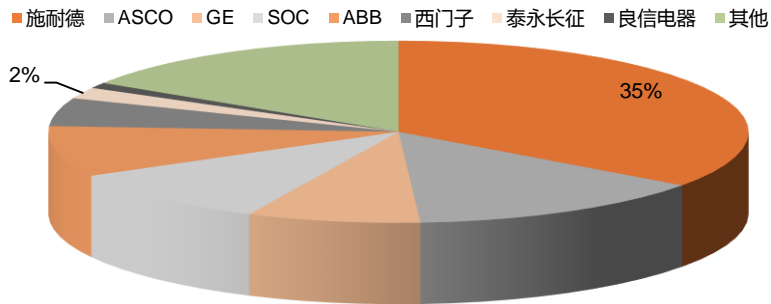
对于双电源产品而言, 核心技术参数是构成竞争壁垒的第一要素。双电源的核心参数包括短时耐受电流、转换时间和使用类别等:

- (1) 短时耐受电流指的是当出现短路情况时, 转换电器在短时间内能够承载较大的短路电流等待下端保护电器切断故障回路;

- (2) 转换时间指的是在转换过程中，负载需要中断供电的时间，对于应急照明等一般重要的负载，允许断电时间在 1.5 秒至 2 秒左右，对于非常重要的负载，如医疗设备、数据中心等，要求转换时间在 0.15 秒之内；
- (3) 使用类别指的是由于电源转换时，下游负载会在电路再次接通的瞬间产生较大的感应电流，自动转换开关需要能够频繁的承载瞬间 10 倍左右的电流冲击。目前最高的使用类别是 AC-33A，代表可以承载下端 30%左右的感性负载，并且可以进行频繁转换动作。

由于施耐德、ASCO（在 17 年被施耐德收购）和 GE 长期在技术上处于领先地位，故在国内市场总计占据 45%左右的份额。国产双电源品牌中以泰永长征为代表，通过持续的研发投入，产品技术性能在不断提升，目前已经初步具备了在金融中心机房、轨道交通等高端应用领域实现对外资进口替代的实力。以泰永的高端双电源产品 TBBQ6 为例，其具备中性线重叠转换功能，能够很好的解决在数据中心应用中，由于电源切换过程中中性线腾空造成零位点漂移，进而导致服务器中指令出现错误的问题。上述中性线重叠转换功能，以往只有 ASCO 和施耐德具备能够成熟应用的产品，使得其在数据中心领域占据明显的竞争优势；泰永 TBBQ6 产品的上市，打破了外资品牌在该领域的垄断地位，目前泰永的产品已经成功应用在了上海紫竹数据中心等项目中。

图表26 2018年双电源市场份额测算



*由于市场缺乏关于双电源电器的权威第三方报告，故采用施耐德和一部分公司调研数据测算

资料来源：施耐德电气，泰永长征，Wind，平安证券研究所

图表27 泰永 TBBQ6 与施耐德 WOTPC 产品对比

核心技术参数	泰永 TBBQ6/630A	施耐德 WOTPC/630A
额定短时耐受电流 (kA)	32	15
额定限制短路电流 (kA)	120	65
使用类别	AC-33A	AC-33A
转换时间	100ms	100ms
转换类型	中性线重叠转换	同相/延时/并列转换

资料来源：施耐德电气，泰永长征，平安证券研究所

从目前来看，国产高端品牌的双电源产品已经在技术参数上与外资基本处于同档水平，但是由于产品在可靠性和项目应用案例上与外资相比仍然有所欠缺，故在品牌认可度上偏弱。与外资相比，国产品牌在价格和服务上的优势明显，叠加两者之间不断缩小的技术差距，国产品牌的进口替代速度有望加快。尽管国内双电源市场整体市场规模不大，但是由于技术门槛高，竞争者相对较少，对于泰永长征等国产高端品牌而言，属于具备较好成长空间的细分市场。

三、 技术领先+项目型营销团队，公司在中高端市场竞争优势不断提升

3.1 双电源产品技术优势明显，配电产品全流程自主生产提升品质

公司产品主要分为双电源和配电电器两大类。公司的双电源产品技术优势明显，性能对标外资施耐德、ASCO 等厂商，并且明显领先于国内厂商。截至 18 年底，公司共计拥有 124 项专利，其中在双电源领域，公司的专利数量在国内排名第一。此外，公司还是双电源产品国标 GB/T 14048.11-2016 的起草单位之一，并参与编写了《数据中心供电设计规程 T/CECS 486-2017》，技术实力在行业内获得了多方认可。

除了技术上领先国内同行之外，公司的双电源产品线在宽度和深度上也与外资同处第一梯队。公司的双电源产品线包括 TBBQ3、TBBQ6、具备智能互联功能的 TBBQ7，以及用于中压切换的 TBBQ12，产品功能覆盖常规应用、两进线一母联的首端切换、可抽出维护式旁路切换、瞬间并联切换和中性线重叠切换等特殊应用场景。

图表28 泰永双电源产品线与施耐德比较



资料来源：施耐德电气，泰永长征，平安证券研究所

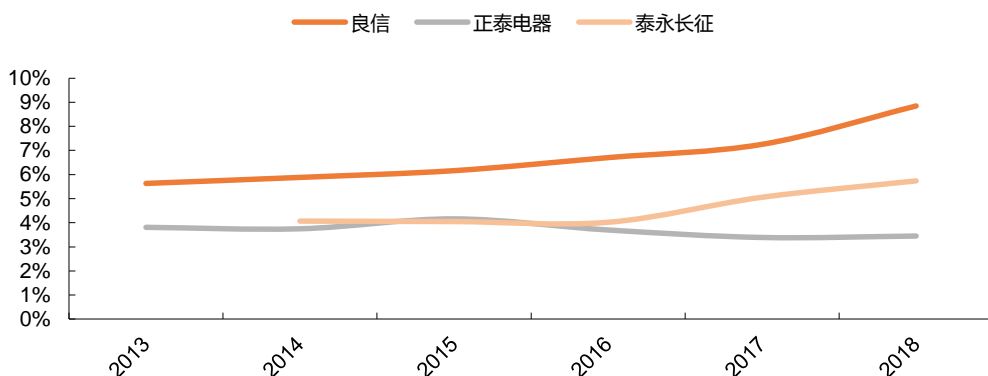
图表29 泰永 TBBQ3 与常熟开关双电源产品对比

核心技术参数	泰永 TBBQ3/250A	常熟开关 CAP2/250A
额定短时耐受电流 (kA)	10	10
额定限制短路电流 (kA)	120	/
使用类别	AC-33iA	AC-33B
转换时间	75ms	2s

资料来源：施耐德电气，泰永长征，平安证券研究所

自上市以来，公司研发费用率在逐步提升，18年公司研发费用占比为5.74%，高于正泰3%左右的研发费用占比，但是低于良信电器。我们认为，公司目前在技术能力上属于国产品牌第一梯队，但是仍需加大研发投入，方能在产品性能上与国内竞争对手拉开差距，并逐步超越外资。

图表30 泰永长征研发费用与竞争对手比较

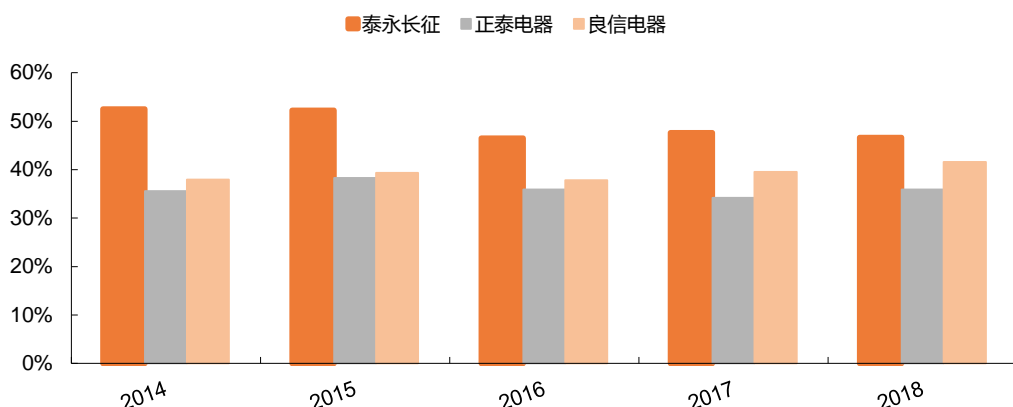


资料来源：Wind，平安证券研究所

公司配电电器采用全流程自主生产模式，以位于贵州的制造中心为主，零部件由公司自行开模加工；产品装配方面，通过导入自动化流水线，实现高效率的规模化生产。配电产品的全流程自主生产，使得公司在产品性能和成本上均具备了相对优势：

- a. 核心零部件自产，产品性能优于竞争对手；并且由于自主控制全部流程，对产品质量控制更为严格；
- b. 通过向上游零部件延伸，公司产品享有高于行业的毛利率水平。

图表31 泰永长征配电电器毛利率与竞争对手比较

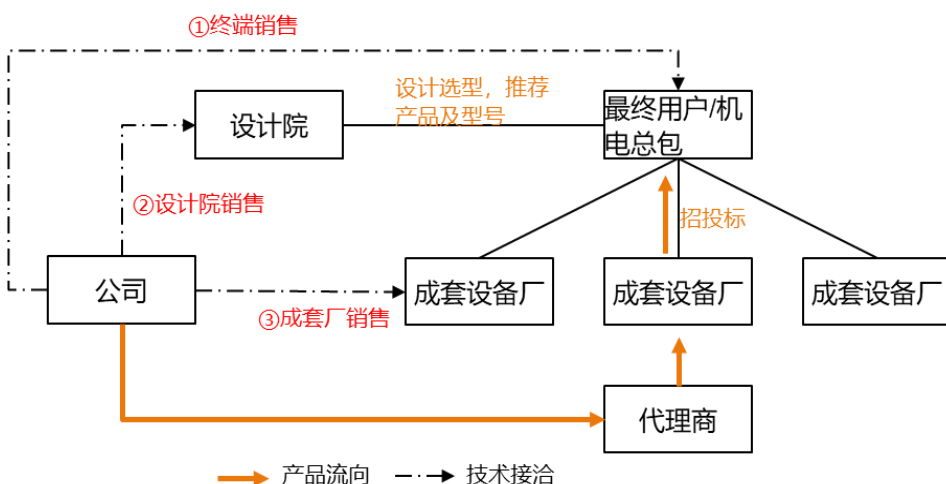


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 成熟的项目型营销团队，在中高端市场持续开拓

低压电器行业中高端市场主要为项目型市场，项目甲方和设计院需要与低压电器产品的供应商直接进行技术接洽，了解产品的各项技术参数、质量及功能表现，确认其是否满足低压配电项目实施的具体要求。公司一直以来采用直销为主，分销为辅的销售模式，具有专业的销售工程师团队，能够深入跟踪项目，向甲方和设计院进行产品推介和销售工作。相对于正泰、德力西等以经销商为平台、多级分销的销售模式，中高端市场需要供应商能够深入了解客户的需求和项目实施的技术条件，并能够及时掌握当前项目的竞争态势。因此除了技术领先的产品之外，成熟的项目型营销团队是公司能够在轨交、数据中心等行业具备较强竞争力的主要原因。

图表32 项目型销售模式

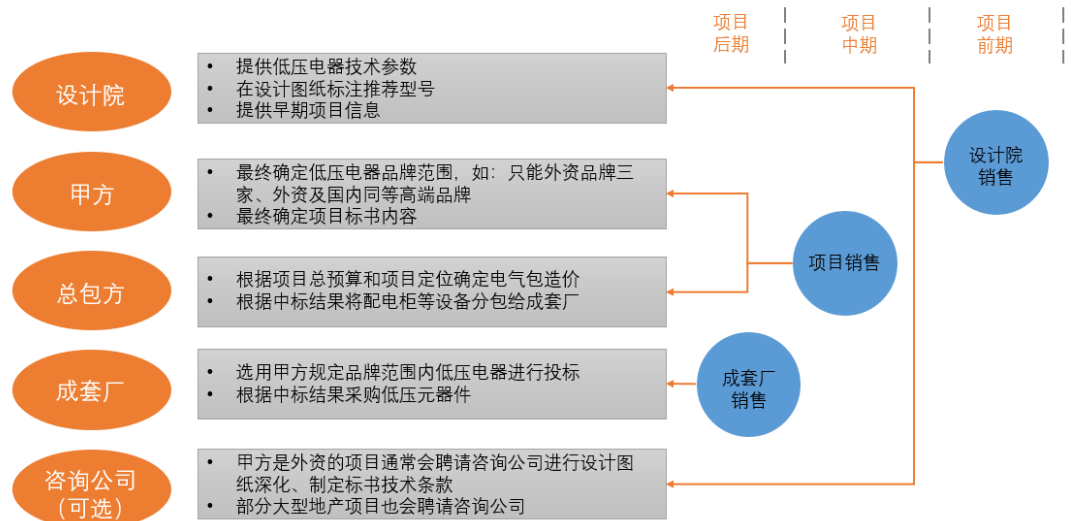


资料来源: 平安证券研究所

目前公司采用的销售组织架构为“区域+行业”，一方面通过区域销售中心在全国设立了 38 个办事处，实现对全国大部分市场的覆盖；另一方面通过设立行业销售中心，加强对大型地产集团、电信运营商、轨道交通建设运营商等中高端客户和大型集团客户的持续服务。

公司现有的主要下游行业包括轨交、数据中心、高层建筑、大型场馆和工业厂房等，上述行业均为典型的项目型市场，需要销售工程师能够及时跟进项目信息，在项目设计初期就与甲方、设计师有足够的沟通，能够在设计院开始电气系统设计时对公司产品进行推荐；在项目中期招标时销售要能够及时应答商务和技术标书，向客户展示公司产品相对于竞品的优势；在后期还需要及时跟进盘厂采购进展，防止改单等情况出现。

图表33 低压电器项目型销售典型决策链



资料来源：平安证券研究所

公司目前在中高端项目型市场已有多个项目案例，在轨交领域，公司产品应用在了深圳、北京、成都地铁和重庆轻轨；在通信领域，公司中标的项目包括上海紫竹数据中心、中移动数据中心、川投数据中心和广东电信基站；在楼宇及大型场馆领域，公司的产品应用在了北京国家会议中心、深圳京基 100、上海虹桥机场等大型项目中。此外，公司在地产领域也有较强的竞争力，与全国百强房企中的 86 家有项目合作，并且是中国金茂、华侨城、旭辉等头部企业的战略合作供应商。

图表34 公司在项目型市场有多个成功应用案例



资料来源：泰永长征，平安证券研究所

我们认为，公司以往的项目案例涵盖了关键基础设施、楼宇建筑和工业厂房三大低压电器中高端应用领域，既验证了公司产品“技术领先+项目型营销团队”的市场竞争力，也是公司在中高端市场渗透率持续提升，不断实现进口替代的基础。在行业项目中，客户对于配电系统的可靠性要求远高于住宅等领域，通常需要供应商能够具备过往同类项目的成功应用案例，方能具备入围竞标资格。公司在 18 年初上市时的募投项目包括配电电器产线、研发中心和市场营销品牌建设，按照市场竞争的 4P 理论分析，主要针对的是产品（Product）、推广（Promotion）和渠道（Place）这三方面的实力提升，而在价格（Price）方面，公司与外资品牌相比已经具备优势。我们预计，随着公司的募投项目陆续达产，公司有望在已有的优势基础上，加速在项目型市场对外资的替代。

四、投资建议

我们认为，公司是国内低压电器高端项目型市场的领军企业之一，公司具备技术领先的产品和较为成熟的项目型销售团队，而这也是在项目型市场能够取得成功的核心因素。公司目前在轨交、数据中心、大型场馆和工业厂房等中高端应用领域已经积累了较多的项目案例，这既是公司过往竞争力的佐证，也是公司未来在中高端市场渗透率不断提升的基础。我们预计，随着公司募投项目对于产品和营销两端实力的增强，以及外延并购的协同效应逐步显现，公司有望进入成长的新阶段。

图表35 公司主要业务分项预测

单位：百万元

	2018	2019E	2020E	2021E
电源电器营收	118.98	134.45	168.06	218.47
YoY	10.01%	13.00%	25.00%	30.00%
配电电器营收	195.38	216.87	275.43	371.83
YoY	11.08%	11.00%	27.00%	35.00%
成套设备营收	32.33	200.37	347.12	400.00
YoY	-27.07%	519.68%	73.24%	15.23%
变压器营收	/	55.95	100.84	111.00
YoY	/	/	80.23%	10.08%

*注：由于公司收购重庆源通并在 19 年 5 月开始并表，故公司成套设备业务和变压器业务在 19/20 年的营收增速较高。

资料来源：Wind，平安证券研究所

我们预计公司 19/20/21 年的 EPS 分别为 0.49/0.69/0.92 元，对应 12 月 31 日收盘价 PE 分别为 40.8/29.0/21.8。首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

- 1) 外资目前仍然在低压电器高端市场占据主要份额，国产品牌在产品技术和品牌口碑上和外资相比仍有提高之处，若国产品牌在产品技术与市场推广上不达预期，则有可能无法在高端市场有效实现进口替代。
- 2) 来自楼宇行业的低压电器需求占比较高，若地产竣工不达预期，则可能导致市场整体需求增速放缓。此外，若运营商 5G 建设投资不达预期，也会对市场规模的增长产生不利影响。
- 3) 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，对低压电器生产商的毛利率产生负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	724	1667	2025	2597
现金	235	572	843	1037
应收票据及应收账款	249	598	651	885
其他应收款	9	17	21	26
预付账款	2	6	5	8
存货	114	359	389	526
其他流动资产	116	116	116	116
非流动资产	101	153	198	222
长期投资	0	0	0	0
固定资产	67	118	165	191
无形资产	10	11	9	7
其他非流动资产	24	24	24	24
资产总计	825	1820	2223	2820
流动负债	74	994	1293	1749
短期借款	0	789	1092	1467
应付票据及应付账款	44	169	167	244
其他流动负债	30	36	34	39
非流动负债	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	16
负债合计	90	1010	1309	1765
少数股东权益	0	5	16	29
股本	122	171	171	171
资本公积	435	387	387	387
留存收益	178	252	353	491
归属母公司股东权益	735	804	898	1025
负债和股东权益	825	1820	2223	2820

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6	-379	50	-110
净利润	73	89	128	171
折旧摊销	7	10	14	19
财务费用	-1	-1	1	2
投资损失	-9	-3	-3	-4
营运资金变动	-75	-475	-90	-298
其他经营现金流	11	0	0	0
投资活动现金流	-113	-59	-57	-39
资本支出	18	52	46	24
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-95	-7	-11	-15
筹资活动现金流	299	-14	-25	-32
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	52	49	0	0
资本公积增加	259	-49	0	0
其他筹资现金流	-12	-14	-25	-32
现金净增加额	192	-452	-31	-181

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	347	622	916	1127
营业成本	160	380	601	735
营业税金及附加	4	8	13	15
营业费用	60	70	78	85
管理费用	29	36	41	45
研发费用	20	31	41	56
财务费用	-1	-1	1	2
资产减值损失	12	0	0	0
其他收益	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	3	3	4
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	81	99	145	193
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	85	102	148	197
所得税	12	13	20	26
净利润	73	89	128	171
少数股东损益	0	5	10	14
归属母公司净利润	73	84	118	157
EBITDA	85	124	198	265
EPS (元)	0.43	0.49	0.69	0.92

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	5.7	78.9	47.4	23.0
营业利润(%)	4.7	22.1	46.6	33.5
归属于母公司净利润(%)	5.1	14.7	40.6	33.3
获利能力				
毛利率(%)	54.1	38.8	34.4	34.8
净利率(%)	21.1	13.5	12.9	13.9
ROE(%)	10.0	11.0	14.0	16.2
ROIC(%)	8.9	6.2	7.9	8.5
偿债能力				
资产负债率(%)	10.9	55.5	58.9	62.6
净负债比率(%)	-29.7	28.8	29.0	42.3
流动比率	9.8	1.7	1.6	1.5
速动比率	6.6	1.2	1.2	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
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)	0.43	0.49	0.69	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.51	-2.22	0.30	-0.65
每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.71	5.26	6.01
估值比率				
P/E	46.8	40.8	29.0	21.8
P/B	4.7	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	37.8	29.6	18.7	14.7

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替行使独立判断。

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
PING AN SECURITIES

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