



2017年04月25日

证券研究报告/点评报告

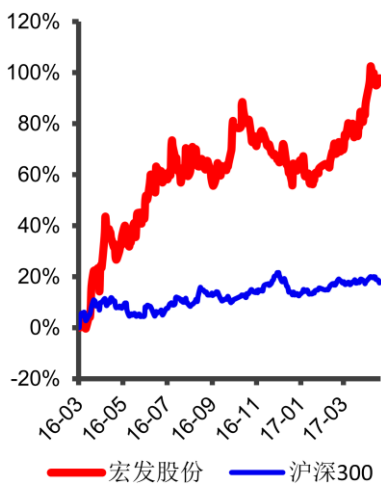
买入(维持)

低压设备/高低压设备/电气设备

基础数据:

总股本	5.32 亿股
流通股本	8.32 亿股
ROE (最新)	18.13%
EPS (最新)	1.09 元
4月20日收盘价	38.15 元

股价表现:



相关报告:

长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号

深田国际大厦 19 楼

长城国瑞证券有限公司

宏发股份 (600885) 年报点评

——业绩平稳增长、低压电器是未来最大增量

事件:

◆宏发股份发布 2016 年年度报告, 公司 2016 年实现营收 50.83 亿元, 同比增长 19.66%; 实现归母净利润 5.82 亿元, 同比增长 23.18%。

投资要点:

◆继电器市占率全球第二, 龙头地位无可撼动。公司在报告期末继电器产品全球市占率高达 12.5%, 稳居全球第二; 其中电力继电器 (主要用于智能电表)、家电继电器市占率位居全球第一。公司加速推进“七个小巨人”战略, 2016 年公司继电器产品实现营业收入 45.46 亿元, 同比增长 18.20%; 实现毛利 18.45 亿元, 同比增长 23.94%; 毛利率 40.59%, 较 2015 年提升 1.88 个百分点。

◆通用继电器、电力继电器业务维持稳定增长态势。2016 年公司通用继电器实现销售约 18 亿元, 占公司目前业务结构的 36%左右, 是公司目前营收最大的业务模块。通用继电器领域的竞争格局已经相当稳定, 受下游家电行业复苏的影响, 我们预计公司通用继电器在 2017 年有望维持 5%左右的稳定增长态势, 毛利率有望维持在目前 35%左右的水平。2016 年公司电力继电器实现销售约 12 亿, 占公司目前业务结构的 24%左右, 是公司目前营收第二大业务模块。受到国网投资增速下降的影响, 我们预计公司电力继电器 2017 年有望维持 15%左右的稳定增长。由于公司在电力继电器领域全球市占率高达 60%, 位居全球第一, 我们预计公司电力继电器未来市占率提升空间有限, 2017 年其毛利率基本与 2016 年持平。

◆汽车继电器业务中速增长, 毛利率有望进一步提升。2016 年公司汽车继电器实现销售约 8 亿元, 占公司目前业务结构 16%左右, 是公司目前营收第三大的业务模块。在汽车继电器领域 2016 年公司打入欧美、韩国车企市场, 拓展了宝马、奔驰、奥迪等一批高端下游客户, 未来现有客户的



新车型等将进一步驱动汽车继电器销售增长。我们预计公司汽车继电器 2017 年有望实现 25%左右的中速增长，但随着下游高端客户占比的提高，毛利率有望出现小幅提升。

◆**高压直流继电器高速增长，市场份额有望继续提升。**2016 年公司高压直流继电器实现销售约 2.5 亿元，同比增长约 100%。公司通过大力拓展乘用车市场，成为北汽、众泰、江淮等新能源车企的主要供货商，大力提升高压直流继电器的市场占有率，目前市占率已达 25%左右。未来通过推动行业标准的统一，公司高压直流继电器有望实现自动化生产，从而进一步提升毛利率水平。我们预计 2017 年随着公司市场拓展力度的加强以及产品认可度的快速提升，公司高压直流继电器有望继续实现接近 100%的高速增长，市占率有望提升 5 个百分点至 30%左右，成为国内高压直流继电器的龙头企业。

◆**公司重点培育低压电器业务，强势进入低压电器市场，未来有望成为公司业绩的最大增量。**目前全国低压电器市场规模在 750 亿元左右，其中高端市场规模 200 亿左右，几乎被施耐德、西门子、ABB 等进口品牌占据，而这正是公司低压电器产品定位的市场领域。公司 2016 年低压电器已实现销售 3.8 亿元左右，未来有望通过渠道扩张进一步快速扩大销售规模。我们预计公司 2017 年低压电器有望进一步挤压进口品牌占据的高端市场空间，实现接近 50%的快速增长。

◆**转型核心器件平台战略逐渐清晰，大力加强研发创新。**公司将西门子、施耐德等海外巨头定位为自身的发展目标，2016 年公司研发投入 2.5 亿元，同比提升 20%；获得专利授权 121 项，同比提升 37%。我们认为，公司转型战略已逐渐清晰，通过走专业化、平台化的发展路径，未来公司以氧传感器、电流互感器、真空泵、电容等为代表的一批新产品有望实现销售突破，进一步扩大公司的产品门类，从而实现公司由继电器龙头向核心器件平台的成功战略转型。



投资建议：

基于公司2017年通用继电器以及电力继电器维持稳定增长、汽车继电器中速增长、高压直流继电器以及低压电器继续高速增长的前提假设，我们预计2017、2018年公司EPS分别为1.32元、1.69元，对应目前PE分别为28.84倍、22.57倍。以目前低压设备行业的P/E中位数29.94倍来看，公司目前的估值目前已较为均衡，进一步考虑到公司战略转型核心器件平台的宏伟目标，我们继续维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：

高压直流继电器增速不及预期；低压电器市占率提升不及预期；电力继电器海外业务扩张不及预期；公司战略转型进度不及预期等。

主要财务数据及预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	4062.83	4247.84	5082.76	5743.52	6605.04
增长率(%)	—	4.55%	19.66%	13.00%	15.00%
归母净利润（百万元）	429.87	472.30	581.77	703.75	899.39
增长率(%)	—	9.87%	23.18%	20.97%	27.80%
EPS（元）	0.808	0.888	1.094	1.323	1.691
毛利率	36.19%	38.70%	39.52%	43.00%	45.00%
净资产收益率	16.52%	16.19%	17.13%	17.69%	19.05%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	4062.83	4247.84	5082.76	5743.52	6605.04
减：营业成本	2592.58	2604.10	3074.04	3273.80	3632.77
营业税金及附加	37.26	39.15	48.28	54.55	62.74
营业费用	196.94	204.69	291.75	329.68	379.13
管理费用	535.62	623.46	705.77	797.52	917.15
财务费用	43.91	-2.09	-18.73	2.93	-35.43
资产减值损失	7.88	28.72	18.87	18.49	18.49
加：投资收益	0.93	17.47	-15.61	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.00	-6.38	2.14	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	655.57	760.90	949.31	1266.54	1630.19
加：其他非经营损益	45.69	39.63	39.35	41.55	41.55
利润总额	701.25	800.52	988.66	1308.09	1671.74
减：所得税	109.67	140.32	177.64	327.02	417.94
净利润	591.58	660.21	811.02	981.07	1253.81
减：少数股东损益	161.71	187.90	229.25	277.32	354.42
归母净利润	429.87	472.30	581.77	703.75	899.39

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	377.38	731.32	455.95	1309.80	1468.56
投资性现金净流量	-568.58	-741.61	-361.95	29.30	31.17
筹资性现金净流量	-261.23	-175.22	-131.34	-725.46	-120.70
现金流量净额	-429.79	-174.43	-28.51	613.63	1379.03

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	580.94	388.72	326.18	939.82	2318.84
应收和预付款项	1507.93	1492.66	1958.98	1986.00	2198.00
存货	734.36	776.50	943.82	980.00	1000.00
其他流动资产	109.88	212.06	67.29	67.29	67.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	40.18	47.72	243.56	215.75	187.95
固定资产和在建工程	1246.92	1688.41	2030.75	1709.90	1389.06
无形资产和开发支出	174.34	323.11	318.79	282.63	246.48
其他非流动资产	130.35	196.93	244.65	221.10	197.56
资产总计	4524.90	5126.10	6134.02	6402.50	7605.18
短期借款	252.19	587.00	600.36	0.00	0.00
应付和预收款项	488.60	596.77	965.31	977.12	1082.12
长期借款	19.69	20.51	21.39	21.39	21.39
其他负债	270.50	13.24	11.28	9.41	9.41
负债合计	1030.97	1217.53	1598.34	1007.91	1112.91
股本	531.97	531.97	531.97	531.97	531.97
资本公积	669.73	663.37	663.37	663.37	663.37
留存收益	1400.04	1721.79	2200.76	2782.34	3525.60
归属母公司股东权益	2601.74	2917.13	3396.11	3977.69	4720.95
少数股东权益	892.19	991.44	1139.58	1416.90	1771.32
股东权益合计	3493.93	3908.57	4535.69	5394.59	6492.27
负债和股东权益合计	4524.90	5126.10	6134.02	6402.50	7605.18

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。