

宏发股份（600885）点评报告

业绩符合预期，家电和汽车继电器增长超预期

买入（维持）

2017年4月28日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 于潇

yuxiao@dwzq.com.cn

021-60199586

投资要点：

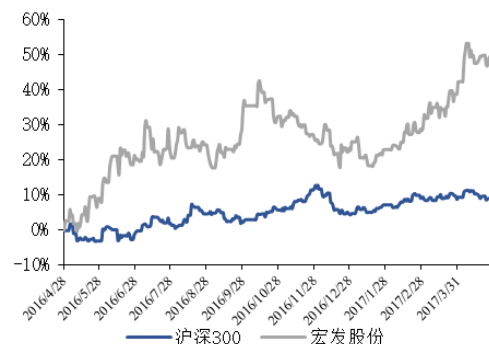
■ 2017年一季度营收增长18.26%，净利润增长23.57%，符合市场和我们的预期。公司2017年第一季度实现收入13.46亿元，同比增长18.26%，实现归属于上市公司股东的净利润1.66亿元，同比增长23.57%，对应每股收益为0.31元；公司扣非后归属于上市公司股东净利润1.61亿元，同比增长22.37%。营业外收入为464万元，同比增长4.27%。公司业绩整体符合市场和我们的预期，通用继电器、汽车继电器增长超预期。

■ 通用继电器发货量增长50.9%超市场预期，电力继电器增长14.4%。通用继电器受益于下游家电行业需求持续好转，一季度发货5.96亿元，同比增长50.9%，目前产品供不应求。通用继电器下游行业空调占比最高，约40%，其次为洗衣机、冰箱等，受房地产影响较大。我国房屋新开工面积2016年全年同比增长8.1%，今年一季度同比增长11.6%，同时商品房销售面积今年一季度增长19.5%，我们预计二季度公司通用继电器仍将保持较好增长，全年有望实现20%增长。公司通用继电器产品将不断加大在海外高端家电市场以及光伏等新能源领域的拓展，我们预计未来仍将实现稳定增长。电力继电器虽然国内电表市场增长乏力，但公司在海外始终保持30%以上增长，一季度发货3.73亿元，同比增长14.4%，预计今年将实现10-15%增长。工控继电器实现发货8700万，同比增长31%，我们预计今年有望实现近30%增长。

■ 新能源汽车继电器受政策影响一季度同比下降，传统汽车继电器实现44.1%超预期增长。公司新能源汽车继电器一季度出货4500万，同比下降30%，主要是由于政策影响一季度新能源汽车销量下滑。3月新能源汽车产销分别为3.30万和3.11万，分别同比增长30.9%和35.6%，环比2月增长83.7%和76.9%，大幅好转。我们预计二季度开始新能源汽车销量将持续好转，同时公司新能源汽车继电器市占率也在不断提升，预计全年将实现4亿以上收入，同比增长60%以上。公司的高压直流继电器已供Tesla测试完成，大概率将进入Model 3供应体系，下半年Model 3量产值得期待。公司传统汽车继电器一季度发货2.77亿元，同比大幅增长44.1%，公司已陆续成为通用、福特、菲亚特等车企的全球合格供应商，今年成为韩国现代、起亚全球供应商并开始供货。公司在汽车继电器领域制造水平已接近全球行业一流，而市占率仍较低，正凭借高性价比快速替代外资品牌，目前公司在北美、欧洲以及日本、韩国系市场新项目储备充足，新产能也在陆续释放，我们预计今年公司汽车继电器业务有望实现30-40%增长，未来几年都将保持30%增速。

■ 低压电器3月起快速增长，新产品市场拓展进度较好。低压开关发货1.6亿，同比增长14%，3月以来开始快速增长，3月份发货占一季度40%以上。公司持续加强销售团队的建设，加强

股价走势



市场数据

收盘价（元）	38.14
一年最低/最高价	40.60/29.79
市净率（倍）	5.69
流通市值（百万）	20289

基础数据

每股净资产（元）	6.70
资本负债率（%）	28.56%
总股本（万元股）	531.97
流通A股（百万股）	531.97

相关研究

- 1、业绩符合预期，汽车电子业务持续高速增长 2017-3-30
- 2、通用继电器持续好转，汽车继电器增长提速 2016-10-29
- 3、汽车电子业务高速增长，通用继电器下游景气度回升 2016-09-05

和大客户的合作，截至去年公司已在渠道建设上发展了 50 家渠道，预计今年将带来可观的增量客户，我们预计今年低压电器业务将实现 30% 以上增长。公司的新产品市场化进展顺利，汽车应用电子产品、电容等均实现 1000 万以上销售，传感器、灭弧室、连接器、真空泵等都已给客户送样，今年有希望实现批量销售。

- **毛利率同比增长 1.54%，销售费用率下降 0.15%，管理费用率微增 0.81%，财务费用增长 0.54%。**公司第一季度毛利率为 42.35%，同比增长 1.54%，环比增长 7.21%。一季度销售费用为 0.7 亿，同比增长 14.92%，销售费用率为 5.20%，同比下降 0.15%。一季度管理费用 2.02 亿，同比增长 25.02%，管理费用率为 15.02%，同比小幅增长 0.81%。一季度财务费用为 534 万元，同比去年同期 159 万元净收益下降 436.35%，主要受汇率波动导致汇兑亏损增加所致，财务费用率为 0.40%，同比增长 0.54%。
- **存货下降 9.60%，预收款较年初大幅增长 71%，经营活动现金流同比下降 549.69%。**公司一季度存货为 8.53 亿，较年初下降 9.60%。应收账款为 15.77 亿，较年初增长 18.66%，增速与收入增速接近，说明营收质量良好。预收款为 0.33 亿，较年初大幅增长 71%，反应了公司产品订单增长较好，市场竞争力增强。一季度经营活动产生的现金流量净额为 -1.26 亿，同比下降 549.69%，主要原因是公司支付到期应付票据同比增加了 9884 万元，人员工资同比增加了 7684 万元。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 7.76 亿、9.88 亿、12.19 亿，对应 EPS 分别为 1.46/1.86/2.29 元，同比增长 33%/27%/23%，考虑到公司在继电器领域的龙头地位、具备很强的自动化装备能力、汽车电子领域销售占比显著提升，新产品高压直流继电器快速放量，低压电器/传感器等新产品逐步放量，给予 2017 年 30 倍 PE，目标价 43.8 元，维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济持续下行、汇率风险。

图表 1: 宏发股份分季度经营情况 (百万元)

单季度分析	1Q2015	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017
营业收入	1,023	1,115	1,073	1,037	1,138	1,327	1,244	1,374	1,346
营业成本	660	640	667	638	674	744	765	891	776
营业税金及附加	10	11	7	11	10	12	8	18	13
销售费用	40	61	65	39	61	67	65	99	70
管理费用	123	168	139	194	162	178	140	226	202
财务费用	17	3	-24	2	-2	-10	3	-10	5
资产减值损失	7	3	7	12	5	9	8	-2	11
营业利润	170	238	211	142	229	318	254	148	271
营业外收入	14	12	11	9	4	10	9	21	5
营业外支出	0	1	4	1	1	1	1	3	1
利润总额	184	250	217	150	233	327	262	166	275
所得税	23	36	38	43	46	61	50	21	50
净利润	160	214	179	107	187	266	212	145	225
少数股东损益	46	55	51	36	53	74	60	42	59
归属于母公司所有者的净利润	114	159	128	71	134	192	152	103	166
营业收入 YoY	14.35%	2.94%	-6.83%	11.09%	11.24%	18.96%	15.95%	32.54%	18.26%
营业收入 QoQ	9.63%	9.02%	-3.82%	-3.36%	9.78%	16.59%	-6.26%	10.47%	-2.05%
营业成本 YoY	7.28%	-8.46%	-9.00%	16.83%	2.06%	16.37%	14.74%	39.73%	15.19%
销售费用 YoY	17.79%	51.25%	48.42%	-50.95%	52.25%	11.21%	-1.24%	155.59%	14.92%
管理费用 YoY	10.51%	28.86%	-1.79%	26.88%	31.49%	6.03%	1.01%	16.55%	25.02%
营业利润 YoY	46.00%	21.62%	-0.24%	7.47%	34.81%	33.48%	20.59%	4.28%	18.16%
归母净利润 YoY	45.80%	22.48%	-9.53%	-11.43%	17.19%	21.21%	18.42%	45.84%	23.57%
毛利率	35.49%	42.65%	37.85%	38.48%	40.81%	43.90%	38.50%	35.14%	42.35%
期间费用率	17.58%	20.74%	16.81%	22.63%	19.43%	17.73%	16.67%	22.94%	20.62%
销售费用率	3.91%	5.43%	6.10%	3.73%	5.36%	5.08%	5.20%	7.19%	5.20%
管理费用率	12.02%	15.06%	12.93%	18.69%	14.21%	13.42%	11.27%	16.44%	15.02%
财务费用率	1.65%	0.25%	-2.23%	0.21%	-0.14%	-0.76%	0.20%	-0.69%	0.40%
净利润率	15.67%	19.17%	16.68%	10.34%	16.44%	20.08%	17.04%	10.59%	16.72%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 宏发股份财务三张表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3608.0	3947.5	5174.0	6922.9	营业收入	5082.8	5992.2	7100.2	8311.3
现金	637.9	700.0	1362.0	2475.3	营业成本	3074.0	3604.8	4196.4	4852.6
应收款项	1910.6	2134.2	2528.8	2960.2	营业税金及附加	48.3	53.9	63.9	74.8
存货	943.8	888.8	1034.7	1196.5	营业费用	291.8	299.6	340.8	374.0
其他	115.7	224.5	248.5	290.9	管理费用	724.3	837.1	982.9	1140.5
非流动资产	2889.7	2890.2	2871.1	2847.9	财务费用	-18.7	13.8	-4.8	-18.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	-15.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	2030.7	2041.4	2032.5	2019.5	其他	1.8	10.2	10.2	10.2
无形资产	305.4	295.2	285.0	274.8	营业利润	949.3	1193.2	1531.1	1897.7
其他	553.6	553.6	553.6	553.6	营业外净收支	39.4	40.0	40.0	40.0
资产总计	6497.7	6837.7	8045.1	9770.9	利润总额	988.7	1233.2	1571.1	1937.7
流动负债	1875.4	1380.8	1360.6	1572.1	所得税费用	177.6	185.0	235.7	290.7
短期借款	600.4	177.9	0.0	0.0	少数股东损益	229.3	272.5	347.2	428.2
应付账款	888.9	820.9	919.8	1063.6	归属母公司净利润	581.8	775.7	988.2	1218.8
其他	386.1	382.1	440.8	508.6	EBIT	962.9	1207.0	1526.3	1879.6
非流动负债	86.6	97.2	97.2	97.2	EBITDA	1155.2	1310.6	1642.3	2002.8
长期借款	21.4	21.4	21.4	21.4					
其他	65.2	75.8	75.8	75.8	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1962.0	1478.0	1457.8	1669.4	每股收益(元)	1.09	1.46	1.86	2.29
少数股东权益	1139.6	1327.5	1567.0	1862.3	每股净资产(元)	6.38	7.58	9.44	11.73
归属母公司股东权益	3396.1	4032.2	5020.4	6239.2	发行在外股份(百万股)	532.0	532.0	532.0	532.0
负债和股东权益总计	6497.7	6837.7	8045.1	9770.9	ROIC(%)	16.3%	19.1%	22.4%	25.5%
					ROE(%)	17.1%	19.2%	19.7%	19.5%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	38.6%	38.9%	40.0%	40.7%
经营活动现金流	497.7	709.4	936.7	1213.4	EBIT Margin(%)	18.9%	20.1%	21.5%	22.6%
投资活动现金流	-361.9	-85.2	-96.9	-100.1	销售净利率(%)	11.4%	12.9%	13.9%	14.7%
筹资活动现金流	-131.3	-562.1	-177.9	0.0	资产负债率(%)	30.2%	21.6%	18.1%	17.1%
现金净增加额	13.2	62.1	662.0	1113.3	收入增长率(%)	19.7%	17.9%	18.5%	17.1%
折旧和摊销	192.3	103.6	116.0	123.3	净利润增长率(%)	23.2%	33.3%	27.4%	23.3%
资本开支	-489.6	-85.2	-96.9	-100.1	P/E	32.39	24.29	19.07	15.46
营运资本变动	-298.6	-357.8	-406.9	-424.0	P/B	5.55	4.67	3.75	3.02
企业自由现金流	357.9	686.5	909.5	1196.9	EV/EBITDA	18.01	15.50	12.36	10.24

资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

