

公司研究/季报点评

2019年11月01日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 25.27
合理价格区间(元): 28.50~30.40

黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

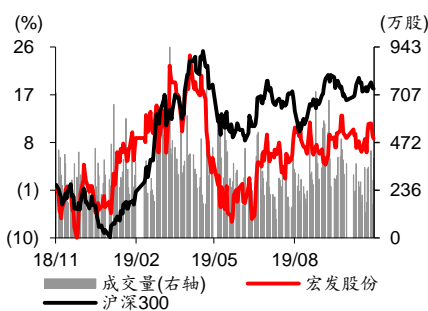
孙纯鹏 执业证书编号: S0570518080007
研究员 sunchunpeng@htsc.com

张志邦 01056793931
联系人 zhangzhibang@htsc.com

相关研究

- 1《宏发股份(600885,增持): 符合预期, 多维业务促稳健发展》2019.07
- 2《宏发股份(600885,增持): 多维业务稳增长, 扩大门类显成效》2019.04
- 3《宏发股份(600885,增持): 换挡提速, 继电器龙头再出发》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	744.76
流通 A 股 (百万股)	744.76
52 周内股价区间 (元)	21.20-29.30
总市值 (百万元)	18,820
总资产 (百万元)	10,492
每股净资产 (元)	6.41

资料来源: 公司公告

多维业务稳发展, 持续推动全球化

宏发股份(600885)

通用和汽车继电器行业承压, 积极应对外界形势变化

19 年前三季度公司实现营收 51.48 亿元 (同比+1.87%), 归母净利 5.56 亿元 (同比-5.54%), 受通用继电器和汽车继电器业务拖累, 业绩低于预期。公司积极应对外部形势变化, 汽车继电器降幅明显收窄, 电力继电器复苏、高压和工控继电器客户拓展稳步推进。前三季度公司通用和汽车继电器行业承压, 我们下调 19~21 年 EPS 至 0.95/1.10/1.28 元 (前值为 1.05/1.22/1.43 元), 给予目标价 28.5-30.4 元, 维持“增持”评级。

电力继电器内外齐升, 高压继电器卡位优势明显

电力继电器为宏发传统主营业务, 技术实力雄厚, 根据公司披露, 前三季度营收增长 21%, 业绩表现良好。公司海外业务拓展顺利, 市场份额有望持续提升; 国内智能电表正值更换潮, 2019 年智能电表招标量 7391 万只 (同比+34.46%), 叠加新一代智能电表有望推出, 新电表替换有望进一步激发电表招标需求。根据公司披露, 宏发电力继电器在国内市占率约为 60%, 将直接受益于国内电表更换潮。前三季度公司高压继电器营收增长 39%, 增长迅速。当前高压继电器已进入奔驰、大众、路虎、保时捷、Tesla 供应体系, 卡位优势明显, 未来将直接受益于大众等公司电动化进程。

通用继电器有所承压, 下游市场拖累汽车继电器业务

公司通用继电器持续拓展光伏大客户, 受国内白电市场竞争加剧影响, 19 年前三季度通用继电器营收同比下降 7.7%。根据公司披露, 汽车继电器加大重点客户推广力度, 三季度已完成欧洲重点客户的件号认定, 下游客户拓展顺利。受 19 年汽车市场销量下降拖累, 汽车继电器营收同比下降 20%。我们认为大客户拓展将进一步增加公司市占率, 随着下游汽车市场回暖, 公司汽车继电器销售有望回升。

毛利率企稳回升, 持续推动全球化进程

公司增加对原材料的把控力度, 19 前三季度公司毛利率 39.25% (同比+0.31pct); Q3 单季毛利率 40.96% (同比+0.55 pct, 环比+2.41pct)。公司加大产品的营销力度, 前三季度销售费用率 5.15% (同比+0.25pct), 扣除研发口径的管理费用率 10.3% (同比+0.46pct)。公司持续推动全球化, 加大对德国工厂的投入力度, 高压直流和低压产品顺利导入欧洲主流标杆客户。我们认为随着当地技术支持和销售服务能力增强, 海外业务市占率有望持续提升。

电力继电器率先复苏、高压直流奠定市场地位, 给予“增持”评级

海外市场拓展顺利叠加国内市场电表更换潮, 我们认为电力继电器未来 2-3 年增长趋势明确。高压直流继电器业务卡位优势明显, 有望持续放量。前三季度通用继电器和汽车继电器市场下游需求疲软, 业务承压, 我们下调 19~21 年 EPS 至 0.95/1.10/1.28 元 (前值为 1.05/1.22/1.43 元)。可比公司 19 年 PE 均值为 28.61x, 考虑公司高压继电器卡位优势、汽车继电器有望好转, 我们给予公司 19 年 30-32 目标 PE, 目标价 28.5-30.4 元, 给予“增持”评级。

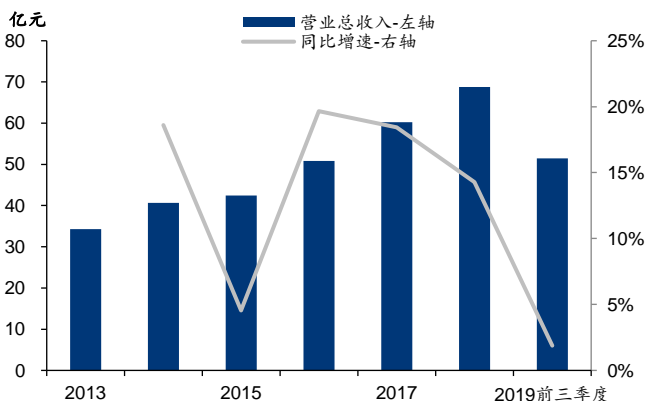
风险提示: 下游行业需求不及预期, 市场环境变动, 竞争加剧, 新业务开展不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,020	6,880	7,016	7,902	9,090
+/-%	18.44	14.28	1.98	12.63	15.03
归属母公司净利润 (百万元)	684.99	698.85	709.95	820.52	953.94
+/-%	17.74	2.02	1.59	15.57	16.26
EPS (元, 最新摊薄)	0.92	0.94	0.95	1.10	1.28
PE (倍)	27.48	26.93	26.51	22.94	19.73

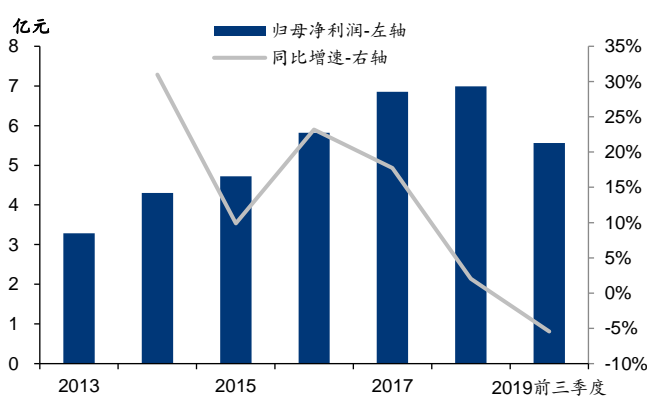
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司 2013-2019 前三季度营业收入及同比增速



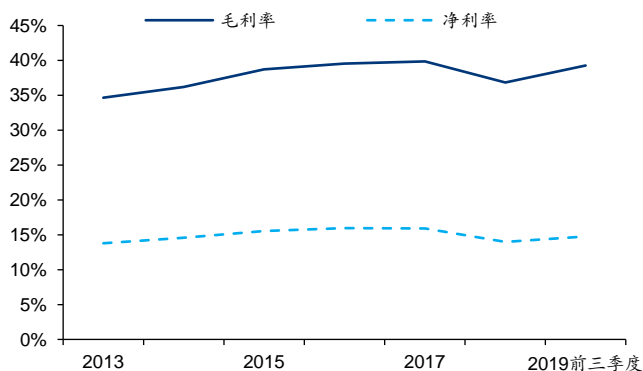
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司 2013-2019 前三季度归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司 2013-2019 前三季度毛利率与净利率情况



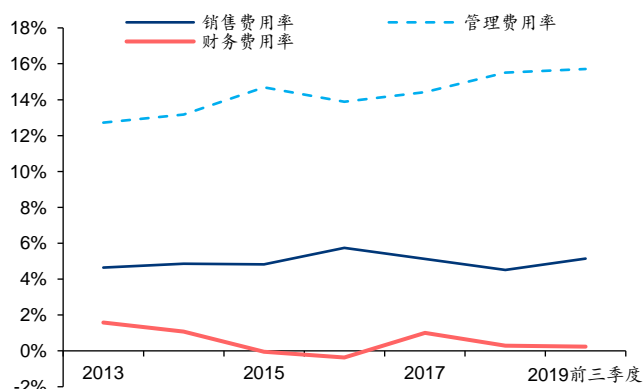
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司 2013-2019 前三季度销售期间费用情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

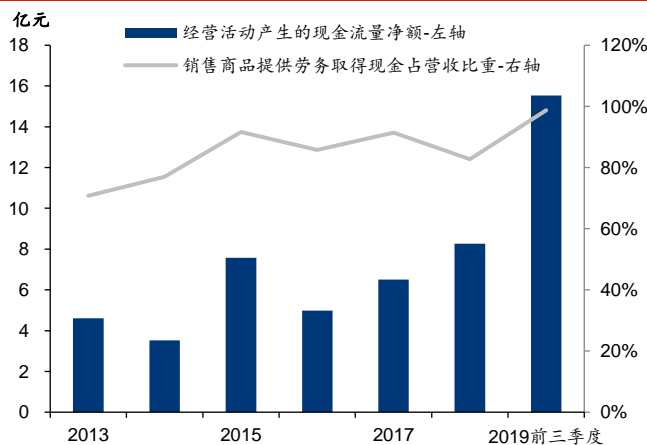
图表5: 公司 2013-2019 前三季度费用率情况



注: 为保证数据可比, 本表格中管理费用率采用包含研发口径。

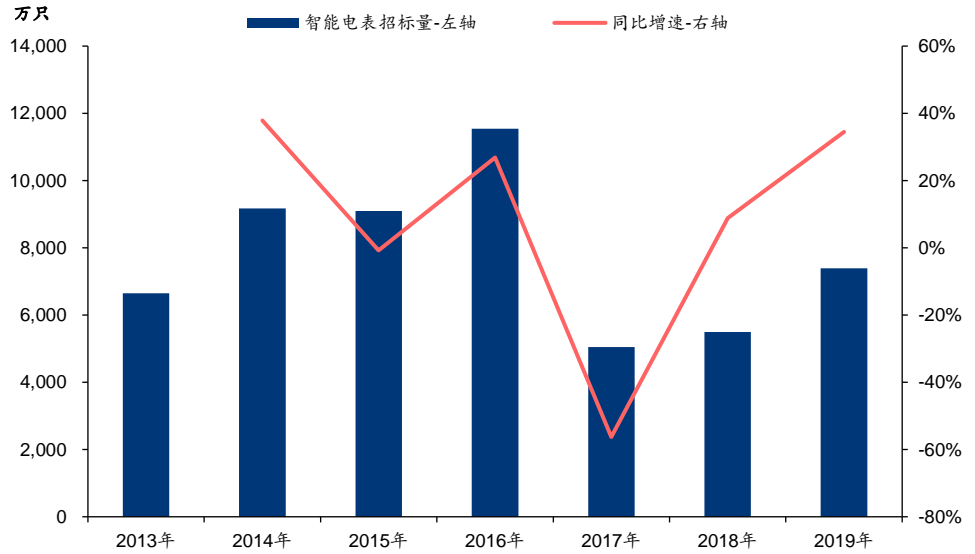
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司 2013-2019 前三季度现金流情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2013-2019 智能电表招标情况



注: 本表格未包含集中器、采集器和专变采集终端。
资料来源: 国家电网电子商务平台, 华泰证券研究所

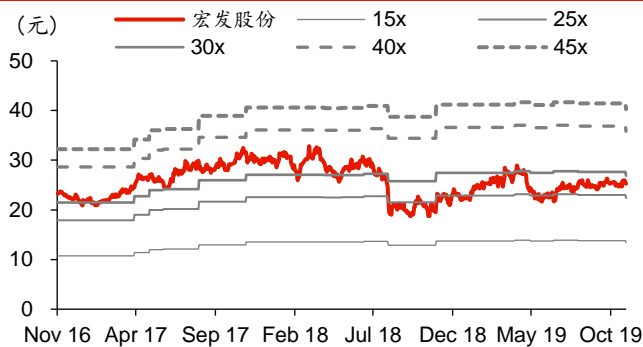
图表8: 可比公司估值对比表 (以 2019 年 10 月 31 日收盘价计)

代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002050.SZ	三花智控	14.00	0.61	0.51	0.60	0.69	22.95	27.44	23.44	20.36
300124.SZ	汇川技术	24.93	0.71	0.71	0.90	1.12	35.11	35.24	27.61	22.28
603728.SH	鸣志电器	11.58	0.43	0.50	0.64	0.78	26.65	23.14	18.23	14.83
	平均值	16.84	0.58	0.57	0.71	0.86	28.24	28.61	23.09	19.16
600885.SH	宏发股份	25.27	0.94	0.95	1.10	1.28	26.93	26.51	22.94	19.73

注: 除宏发外, 其余公司 19-21 年业绩均采用 Wind 一致预期。
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

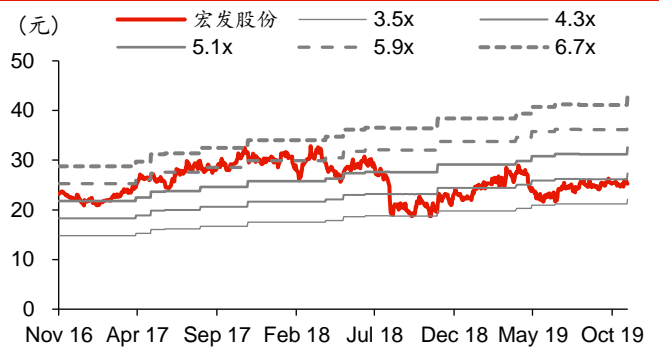
PE/PB - Bands

图表9: 宏发股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 宏发股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,310	4,945	5,020	5,778	7,116
现金	721.60	907.44	1,889	2,106	2,672
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	45.95	48.69	58.98	59.58	69.63
预付账款	42.59	69.26	59.19	68.02	82.23
存货	1,304	1,423	1,500	1,709	1,963
其他流动资产	2,195	2,497	1,513	1,835	2,329
非流动资产	3,335	3,946	4,150	4,459	4,628
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,057	2,374	2,814	3,094	3,235
无形资产	313.47	472.78	540.45	644.10	727.97
其他非流动资产	963.60	1,099	795.83	720.68	664.75
资产总计	7,644	8,892	9,170	10,237	11,743
流动负债	2,227	2,708	2,310	2,452	2,898
短期借款	819.86	1,279	899.75	999.55	1,059
应付账款	0.00	0.00	316.51	119.50	184.30
其他流动负债	1,407	1,429	1,094	1,333	1,654
非流动负债	142.59	204.23	133.02	149.75	154.97
长期借款	19.55	19.89	19.89	19.89	19.89
其他非流动负债	123.04	184.34	113.13	129.86	135.08
负债合计	2,369	2,912	2,443	2,602	3,053
少数股东权益	1,333	1,547	1,812	2,119	2,474
股本	531.97	744.76	744.76	744.76	744.76
资本公积	663.17	449.21	449.21	449.21	449.21
留存公积	2,741	3,227	3,721	4,322	5,022
归属母公司股东权益	3,942	4,432	4,915	5,516	6,216
负债和股东权益	7,644	8,892	9,170	10,237	11,743

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	708.92	827.47	2,246	1,131	1,485
净利润	957.67	960.33	974.18	1,128	1,310
折旧摊销	352.07	405.40	374.74	466.58	550.69
财务费用	60.76	20.24	25.06	(10.20)	(20.45)
投资损失	(1.94)	13.67	8.79	8.63	9.52
营运资金变动	(658.83)	(637.32)	(145.98)	(483.42)	(328.66)
其他经营现金	(0.82)	65.14	1,010	22.03	(36.03)
投资活动现金	(646.89)	(875.82)	(618.82)	(804.14)	(745.82)
资本支出	668.41	826.45	600.14	628.37	596.36
长期投资	0.00	2.40	(100.70)	18.40	7.58
其他投资现金	21.52	(46.97)	(119.38)	(157.37)	(141.88)
筹资活动现金	39.54	222.65	(646.32)	(109.42)	(173.24)
短期借款	219.50	459.19	(379.29)	99.80	59.90
长期借款	(1.84)	0.33	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	212.79	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.20)	(213.96)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(177.92)	(235.69)	(267.03)	(209.22)	(233.13)
现金净增加额	84.72	185.77	981.17	217.59	565.88

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,020	6,880	7,016	7,902	9,090
营业成本	3,621	4,346	4,479	5,073	5,869
营业税金及附加	62.45	64.35	65.63	73.92	85.03
营业费用	309.13	310.38	338.41	368.83	431.36
管理费用	574.41	736.35	723.78	825.38	945.55
财务费用	60.76	20.24	25.06	(10.20)	(20.45)
资产减值损失	19.74	12.06	19.85	17.63	17.32
公允价值变动收益	6.12	(19.14)	(4.32)	(3.80)	(5.29)
投资净收益	1.94	(13.67)	(8.79)	(8.63)	(9.52)
营业利润	1,150	1,112	1,113	1,299	1,508
营业外收入	1.36	2.56	14.80	6.24	7.86
营业外支出	1.18	1.73	1.45	1.59	1.52
利润总额	1,151	1,113	1,126	1,304	1,514
所得税	192.91	152.50	152.04	175.97	204.43
净利润	957.67	960.33	974.18	1,128	1,310
少数股东损益	272.68	261.49	264.23	307.01	355.92
归属母公司净利润	684.99	698.85	709.95	820.52	953.94
EBITDA	1,563	1,538	1,513	1,755	2,038
EPS (元, 基本)	1.29	0.94	0.95	1.10	1.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.44	14.28	1.98	12.63	15.03
营业利润	20.79	(3.34)	0.08	16.71	16.10
归属母公司净利润	17.74	2.02	1.59	15.57	16.26
获利能力 (%)					
毛利率	39.85	36.84	36.16	35.80	35.44
净利率	11.38	10.16	10.12	10.38	10.49
ROE	17.38	15.77	14.44	14.88	15.35
ROIC	19.97	16.59	18.53	18.33	19.48
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.99	32.75	26.65	25.42	25.99
净负债比率 (%)	35.43	44.60	37.64	39.18	35.36
流动比率	1.94	1.83	2.17	2.36	2.46
速动比率	1.34	1.29	1.51	1.65	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.83	0.78	0.81	0.83
应收账款周转率	8.32	99.26	11.60	6.96	8.17
应付账款周转率	11.11	0.00	28.30	23.27	38.64
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.94	0.95	1.10	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.11	3.02	1.52	1.99
每股净资产(最新摊薄)	5.29	5.95	6.60	7.41	8.35
估值比率					
PE (倍)	27.48	26.93	26.51	22.94	19.73
PB (倍)	4.77	4.25	3.83	3.41	3.03
EV_EBITDA (倍)	12.89	13.10	13.32	11.48	9.89

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com