

宏发股份(600885)/电气设备

并购海拉集团继电器业务, 龙头地位进一步巩固

评级: 增持(维持)

市场价格: 26.67

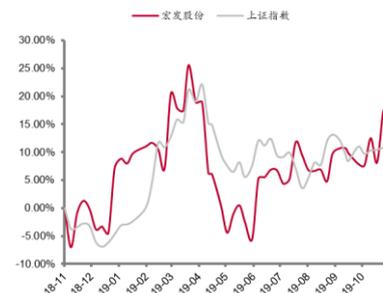
分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	745
流通股本(百万股)	745
市价(元)	26.67
市值(百万元)	19863
流通市值(百万元)	19863

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,020.20	6,879.77	7,722.15	9,017.70	10,686.52
增长率 yoy%	18.44%	14.28%	12.24%	16.78%	18.51%
净利润	684.99	698.85	801.96	940.30	1,114.13
增长率 yoy%	17.74%	2.02%	14.76%	17.25%	18.49%
每股收益(元)	0.92	0.94	1.08	1.26	1.50
每股现金流量	0.19	0.23	0.15	0.23	0.30
净资产收益率	17.38%	15.77%	16.05%	16.61%	17.29%
P/E	29.0	28.4	24.8	21.1	17.8
PEG	2.67	1.66	2.22	1.95	1.04
P/B	5.0	4.5	4.0	3.5	3.1

备注:

投资要点

- 事件:** 公司控股孙公司宏发汽车电子拟向海拉控股购买海拉汽车电子 100% 股权、向海拉电气购买所有继电器业务(包含 SSR 及其他继电器)涉及的存货及生产设备等资产, 其中海拉电子 100% 股权交易对价 5515 万元、海拉电气资产交易对价 3725 万元, 交易对价共计 9240 万元。
- 交易标的为全球汽车继电器领先供应商。** 海拉汽车电子成立于 2003 年, 负责汽车继电器研发、生产、销售, 为大众、奥迪、戴姆勒等全球顶级汽车制造商的合作伙伴, 在汽车继电器领域名列前茅, 2018 年营收规模 2.38 亿元, 净利润 0.68 亿元; 海拉电气成立于 2012 年, 部分业务涉及汽车继电器生产与销售, 主要客户有上海大众、一汽大众等整车厂与德尔福汽车线束等汽车配件一级供应商, 2018 年营收规模 0.82 亿元, 净利润 0.16 亿元。
- 并购海拉集团全部继电器业务, 汽车继电器份额显著提升。** 2018 年海拉集团全球继电器业务收入规模为 4300 万欧元, 基于 11 月 12 日欧元汇率对应人民币约为 3.3 亿元; 2018 年公司汽车继电器与高压直流继电器出货量分别达 9.3/5.7 亿元, 全球份额分别达 8%/20%。本次交易前海拉集团全球范围内所有继电器业务均通过海拉汽车电子与海拉电气共同承担, 交易完成后公司汽车继电器份额预计将进一步提升至 10% 以上。同时, 交易标的与大众、奥迪等全球顶级车企建立的合作关系将助推公司全球化发展战略, 未来公司汽车继电器海外份额有望迅速提升。
- 三季度汽车继电器降幅收窄, 高压直流继电器维持高增势。** 一季度全球汽车需求下降对公司影响较大, 二三季度需求逐渐企稳, 前三季度汽车继电器发货量同比下滑 20%, 降幅收窄; 公司前三季度高压直流继电器发货量同比增长 39%, 已陆续为奔驰、大众、特斯拉等海外标杆客户小批量供货, 未来 5-10 年已锁定海外标杆客户主要供应商地位, 剑指全球新能源汽车继电器龙头。
- 国产特斯拉量产在即, 带来新一轮增长驱动力。** 公司近年来在高压直流继电器领域持续拓展高端客户, 国内份额迅速增至 40%、全球范围份额已达 20%, 有望成为国产特斯拉高压直流继电器主要供应商。国产特斯拉 Model 3 车型预计将于 2019 年年底达产, 若以 15 万辆年产量测算, 假设单车高压直流继电器产品价值量 600-900 元, 全年将带来高压直流继电器需求空间 0.9-1.35 亿元, 对应 2018 年公司高压直流继电器收入弹性为 15.8%-23.7%, 对应 2018 年公司整体收入弹性为 1.3%-2.0%。中长期来看, 若以 50 万辆产量测算, 对应 2018 年公司整体收入弹性为 4.3%-6.7%。
- 投资建议:** 公司为全球继电器龙头, 本次并购进一步提升汽车继电器全球竞争实力, 当前国产特斯拉量产在即、电表需求维持高景气度、新能源汽车海外标杆客户陆续锁定、家电及汽车行业需求静待反转, 预计公司 2019-2021 年归母净利润将分别达 8.02/9.40/11.14 亿元, EPS 分别为 1.08/1.26/1.50 元, 对应 2019 年 11 月 12 日收盘价 PE 分别为 24.8/21.1/17.8 倍, 维持增持评级。
- 风险提示:** 宏观经济增速不及预期、产能扩增进度不及预期、市场竞争加剧

图表：公司财务预测（百万元）

2019年11月12日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润表						成长性					
营业收入	6,020.2	6,879.8	7,722.2	9,017.7	10,686.5	营业收入增长率	18.4%	14.3%	12.2%	16.8%	18.5%
减:营业成本	3,621.1	4,345.6	4,877.9	5,670.2	6,686.5	营业利润增长率	21.2%	-3.3%	16.3%	16.8%	18.1%
营业税费	62.4	64.4	75.2	88.6	103.0	净利润增长率	17.7%	2.0%	14.8%	17.2%	18.5%
销售费用	309.1	310.4	386.1	450.9	534.3	EBITDA增长率	31.2%	-3.2%	18.5%	18.3%	19.0%
管理费用	868.3	1,067.0	1,081.1	1,280.5	1,528.2	EBIT增长率	23.3%	-8.7%	21.5%	18.7%	20.1%
财务费用	60.8	20.2	50.0	70.0	100.0	NOPLAT增长率	32.1%	-3.1%	18.2%	17.7%	19.2%
资产减值损失	19.7	12.1	12.0	12.0	12.0	投资资本增长率	21.4%	15.2%	17.3%	19.3%	14.5%
加:公允价值变动收益	6.1	-19.1	-7.9	1.7	1.5	净资产增长率	16.3%	13.4%	14.6%	15.0%	15.3%
投资和汇兑收益	1.9	-13.7	-9.1	-6.9	-9.9	利润率					
营业利润	1,150.4	1,112.0	1,292.8	1,510.3	1,784.1	毛利率	39.9%	36.8%	36.8%	37.1%	37.4%
加:营业外净收支	0.2	0.8	2.2	6.1	7.8	净利率	19.1%	16.2%	16.7%	16.7%	16.7%
利润总额	1,150.6	1,112.8	1,295.0	1,516.4	1,792.0	净利润率	11.4%	10.2%	10.4%	10.4%	10.4%
减:所得税	192.9	152.5	181.3	212.3	250.9	EBITDA/营业收入	24.5%	20.7%	21.9%	22.2%	22.3%
净利润	685.0	698.8	802.0	940.3	1,114.1	EBIT/营业收入	19.1%	15.2%	16.5%	16.7%	17.0%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	721.6	907.4	1,018.5	1,189.4	1,409.5	固定资产周转天数	112	116	111	95	78
交易性金融资产	4.2	-	1.4	1.9	1.1	流动营业资本周转天数	116	125	132	137	141
应收账款	1,518.1	1,808.9	2,052.1	2,607.0	2,973.7	流动资产周转天数	237	242	248	250	250
应收票据	622.3	586.2	829.5	873.8	1,204.1	应收账款周转天数	86	87	90	93	94
预付账款	42.6	69.3	56.3	89.7	82.5	存货周转天数	67	71	71	71	71
存货	1,304.3	1,422.9	1,638.3	1,920.1	2,276.1	总资产周转天数	423	433	442	433	421
其他流动资产	96.5	150.8	104.9	117.4	124.4	投资资本周转天数	263	272	282	286	281
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.4%	15.8%	16.1%	16.6%	17.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	12.5%	10.8%	11.1%	11.2%	11.5%
投资性房地产	272.6	464.3	464.3	464.3	464.3	ROIC	25.3%	20.2%	20.8%	20.8%	20.8%
固定资产	2,057.5	2,374.4	2,379.2	2,361.8	2,297.1	费用率					
在建工程	391.3	278.4	778.4	1,298.4	1,848.4	销售费用率	5.1%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
无形资产	313.5	472.8	446.0	419.2	392.4	管理费用率	14.4%	15.5%	14.0%	14.2%	14.3%
其他非流动资产	299.6	356.1	303.4	273.9	275.9	财务费用率	1.0%	0.3%	0.6%	0.8%	0.9%
资产总额	7,644.1	8,891.5	10,072.4	11,616.8	13,349.5	三费/营业收入	20.6%	20.3%	19.6%	20.0%	20.2%
短期债务	819.9	1,279.0	1,445.7	1,805.1	1,958.6	偿债能力					
应付账款	773.5	802.4	966.6	1,089.7	1,335.1	资产负债率	31.0%	32.8%	31.9%	32.1%	31.9%
应付票据	242.0	188.5	294.7	266.9	395.3	负债权益比	44.9%	48.7%	46.9%	47.4%	46.8%
其他流动负债	391.3	438.0	386.1	416.4	417.5	流动比率	1.94	1.83	1.84	1.90	1.97
长期借款	19.6	19.9	-	12.3	-	速动比率	1.35	1.30	1.31	1.36	1.41
其他非流动负债	123.0	184.3	124.2	143.9	150.8	利息保障倍数	18.89	51.76	25.46	21.58	18.14
负债总额	2,369.2	2,912.2	3,217.3	3,734.3	4,257.4	分红指标					
少数股东权益	1,332.9	1,547.3	1,859.0	2,222.8	2,649.8	DPS(元)	0.29	0.29	0.30	0.38	0.45
股本	532.0	744.8	744.8	744.8	744.8	分红比率	31.1%	30.9%	28.3%	30.1%	29.8%
留存收益	3,404.1	3,676.2	4,251.4	4,915.0	5,697.6	股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.4%	1.7%
股东权益	5,274.9	5,979.3	6,855.2	7,882.6	9,092.2	业绩和估值指标					
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.92	0.94	1.08	1.26	1.50
净利润	957.7	960.3	802.0	940.3	1,114.1	BVPS(元)	5.29	5.95	6.71	7.60	8.65
加:折旧和摊销	352.1	405.4	421.9	494.3	571.5	PE(X)	29.0	28.4	24.8	21.1	17.8
资产减值准备	19.7	12.1	-	-	-	PB(X)	5.0	4.5	4.0	3.5	3.1
公允价值变动损失	-6.1	19.1	-7.9	1.7	1.5	P/FCF	378.9	46.8	-1,409.0	362.3	157.9
财务费用	54.0	47.0	50.0	70.0	100.0	F/S	3.3	2.9	2.6	2.2	1.9
投资收益	-1.9	13.7	9.1	6.9	9.9	EV/EBITDA	15.5	12.6	12.6	11.0	9.4
少数股东损益	272.7	261.5	311.7	363.8	427.0	CAGR(%)	10.8%	17.1%	11.1%	10.8%	17.1%
营运资金的变动	-632.6	-649.5	-411.7	-759.1	-675.0	PEG	2.7	1.7	2.2	1.9	1.0
经营活动产生现金	650.3	827.5	1,175.1	1,118.0	1,549.0	ROIC/WACC	2.5	2.0	2.1	2.1	2.1
投资活动产生现金	-588.3	-875.8	-911.9	-977.9	-1,038.3	REP	1.9	1.6	1.6	1.4	1.2
融资活动产生现金	39.5	222.7	-152.0	30.8	-290.5						

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。