

宏发股份 (600885)

证券研究报告

2021年02月03日

抗风险能力出色，疫情扰动仍成绩优异

业绩摘要：公司 2020 年实现收入 78.2 亿元，同比增长 10%，归母净利润 8.3 亿元，同比增长 18%，扣非净利润为 6.9 亿元，同比增长 4%。经营活动现金净流量 7.2 亿元，同比减少 57%。经营性现金大幅下降，原因为应付票据到期，支付现金增加。综合毛利率为 37%，同比下降 0.2Pct，综合净利率 14.4%，同比提升 0.8Pct。

2020 年 Q4 收入 23.8 亿元，同比增长 23%，环比增长 19%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 58%，环比下降 2%，扣非净利润 1.3 亿元，同比下降 8%，环比下降 39%。经营活动现金净流量 0.7 亿元，同比下降 42%，环比下降 66%。综合毛利率为 33%，同比上升 1.5Pct，环比下降 6.5Pct。净利率为 13.2%，同比增长 2.6Pct，环比减少 3.2Pct。

Q4 扣非净利润同比下降较多，原因为公司有较多非经常性收益。2020 年公司共有非经常性收益 1.4 亿元，Q4 有非经常性收益约 1 亿元。2020 年非经收益主要来自：1) 非流动资产处置损益 0.42 亿元 2) 计入当期的政府补助 1.02 亿元 3) 投资收益 0.8 亿元，减去其它营业外收入和支出、少数股东权益、所得税影响，2020 年非经常性收益约 1.4 亿元。

若加回减值、汇兑损益，Q4 扣非利润预计 2.3 亿元。减值：Q4 计提减值 0.61 亿元（资产减值损失 0.34 亿元+信用减值损失 0.27 亿元），19 年 Q4 计提仅 0.1 亿；汇兑损益：我们预计约 4000 万元。若 Q4 扣非归母 1.3 亿+减值 0.61+汇兑损益 0.4 亿元，扣非利润达到 2.3 亿元。

Q1 受到疫情影响，但公司迅速调整，2020 年仍完成目标。2020Q1 公司营收 14.4 亿元，同比减少 11%，归母净利润 1.43 亿元，同比减少 9.4%。但公司迅速调整，2020 年完成收入、利润、人均效率等指标。2020 年公司生产继电器 21.72 万只，完成率达到 99.95%，同比增长 13.72%；人均效率达到 74 万元，完成率达到 101.37%，同比增长 7.4%。

客诉不良率进一步降低，继电器质量进一步提升。2020 年，公司通用、汽车、信号、功率和计量继电器在客户端的不良率年均达到 $\leq 0.15\text{PPM}$ 的水平，与 2019 年相比，客户端不良率继续下降。

投资建议：在疫情影响之下，公司收入、利润、人均效率仍完成目标。虽然个别行业需求或受到疫情影响，但公司扩大门槛、提升效率，表现出很强的抗风险能力。展望 2021 年，受疫情影响延后的订单有望释放，高压直流继电器有望随下游车型放量，进一步提高市场份额。由于 2020 年高压直流业务略低于预期，我们调整 2021、2022 年归母净利润 10.8、12.4 亿元至 10.3、12.2 亿元，对应 PE 41、35x，维持“买入”评级。

风险提示：海外疫情加重、传统行业不景气、新能源车销量下滑、行业竞争加剧、海外客户开拓不顺利。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,081.49	7,819.07	10,093.64	12,069.97	14,034.96
增长率(%)	2.93	10.42	29.09	19.58	16.28
EBITDA(百万元)	1,929.19	2,249.86	1,799.90	2,114.14	2,501.92
净利润(百万元)	704.05	832.14	1,029.54	1,221.63	1,470.70
增长率(%)	0.75	18.19	23.72	18.66	20.39
EPS(元/股)	0.95	1.12	1.38	1.64	1.97
市盈率(P/E)	60.42	51.12	41.32	34.82	28.93
市净率(P/B)	8.64	7.70	6.82	6.01	5.25
市销率(P/S)	6.01	5.44	4.21	3.52	3.03
EV/EBITDA	13.52	18.37	24.13	20.23	17.07

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/高低压设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	57.12 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	744.76
流通 A 股股本(百万股)	744.76
A 股总市值(百万元)	42,540.78
流通 A 股市值(百万元)	42,540.78
每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	31.75
一年内最高/最低(元)	61.89/25.90

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《宏发股份-季报点评:下游行业回暖, 利润稳步提升》2020-10-29
- 《宏发股份-半年报点评:疫情影响减弱, 二季度环比大幅改善》2020-08-01
- 《宏发股份-公司专题研究:深度思考 2: 新技术替代与重点车型的弹性测算》2020-07-16

1. 年报点评

业绩摘要：公司 2020 年实现收入 78.2 亿元，同比增长 10%，归母净利润 8.3 亿元，同比增长 18%，扣非净利润为 6.9 亿元，同比增长 4%。经营活动现金净流量 7.2 亿元，同比减少 57%。经营性现金大幅下降，原因为应付票据到期，支付现金增加。综合毛利率为 37%，同比下降 0.2Pct，综合净利率 14.4%，同比提升 0.8Pct。

2020 年 Q4 收入 23.8 亿元，同比增长 23%，环比增长 19%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 58%，环比下降 2%，扣非净利润 1.3 亿元，同比下降 8%，环比下降 39%。经营活动现金净流量 0.7 亿元，同比下降 42%，环比下降 66%。综合毛利率为 33%，同比上升 1.5Pct，环比下降 6.5Pct。净利率为 13.2%，同比增长 2.6Pct，环比减少 3.2Pct。

表 1：宏发股份业绩摘要

单位：亿元	2019 年	2020 年	YOY	2019Q4	2020Q3	2020Q4	YoY	QoQ
营业收入	70.8	78.2	10%	19.3	20.0	23.8	23%	19%
归母净利润	7.0	8.3	18%	1.5	2.4	2.3	58%	-2%
扣非净利润	6.7	6.9	4%	1.4	2.1	1.3	-8%	-39%
经营活动现金净流量	16.8	7.2	-57%	1.3	2.2	0.7	-42%	-66%
综合毛利率	37.1%	37.0%	-0.2%	31.5%	39.5%	33.0%	1.5%	-6.5%
综合净利率	13.6%	14.4%	0.8%	10.6%	16.4%	13.2%	3.2%	-3.2%

资料来源：Wind、天风证券研究所

Q4 扣非净利润同比下降较多，原因为公司有较多非经常性收益。2020 年公司共有非经常性收益 1.4 亿元，Q4 有非经常性收益约 1 亿元。2020 年非经收益主要来自：1) 非流动资产处置损益 0.42 亿元 2) 计入当期的政府补助 1.02 亿元 3) 投资收益 0.8 亿元， 减去其它营业外收入和支出、少数股东权益、所得税影响，2020 年非经常性收益约 1.4 亿元。

若加回减值、汇兑损益，Q4 扣非利润预计 2.3 亿元。减值：Q4 计提减值 0.61 亿元（资产减值损失 0.34 亿元+信用减值损失 0.27 亿元），19 年 Q4 计提仅 0.1 亿；汇兑损益：我们预计约 4000 万元。若 Q4 扣非归母 1.3 亿+减值 0.61+汇兑损益 0.4 亿元，扣非利润达到 2.3 亿元。2020 年共计提减值 0.83 亿元，其中资产减值损失 0.34 亿元，主要为原材料、库存商品减值。信用减值 0.5 亿元，主要为坏账损失。

Q1 受到疫情影响，但公司迅速调整，2020 年仍完成目标。2020Q1 公司营收 14.4 亿元，同比减少 11%，归母净利润 1.43 亿元，同比减少 9.4%。但公司迅速调整，2020 年完成收入、利润、人均效率等指标。2020 年公司生产继电器 21.72 万只，完成率达到 99.95%，同比增长 13.72%；人均效率达到 74 万元，完成率达到 101.37%，同比增长 7.4%。

表 2：2020 年公司主要经营指标

单位：万元/亿只	指标项目	2019 年完成	2020 年计划	2020 年完成	完成率	增幅
1	产品产量	19.7	22.26	22.37	100.49%	13.55%
	其中继电器产量	19.1	21.73	21.72	99.95%	13.72%
2	销售收入	708,149	764,072	781,907	102.33%	10.42%
3	净利润	96,424	96,348	112,926	117.21%	17.11%
4	人均效率	68.9	73	74	101.37%	7.40%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

客诉不良率进一步降低，继电器质量进一步提升。2020 年，公司通用、汽车、信号、功率和计量继电器在客户端的不良率年均达到 $\leq 0.15\text{PPM}$ 的水平，与 2019 年相比，客户端不良率继续下降。

表 3：继电器在客户端不良率变化

	客户端不良率变化
2015 年	不良率由 4.2ppm 下降至 1.39ppm
2016 年	不良率稳定在 2ppm，甚至 1ppm 以内水平
2018 年	汽车插入式、信号、功率和计量继电器达到 0.51ppm;工控继电器小于 3PPM
2019 年	公司通用、汽车、信号、功率和计量继电器客诉不良率均 $\leq 0.2\text{PPM}$ ，工控和密封继电器客诉不良率分别下降至 0.21PPM 和 53.4PPM；
2020 年	通用、汽车、信号、功率和计量继电器在客户端的不良率 2020 年均达到 $\leq 0.15\text{PPM}$ 的水平

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 投资建议

在疫情影响之下，公司收入、利润、人均效率仍完成目标。虽然个别行业需求或受到疫情影响，但公司扩大门槛、提升效率，表现出很强的抗风险能力。展望 2021 年，受疫情影响延后的订单有望释放，高压直流继电器有望随下游车型放量，进一步提高市场份额。由于 2020 年高压直流业务略低于预期，我们调整 2021、2022 年归母净利润 10.8、12.4 亿元至 10.3、12.2 亿元，对应 PE 41、35x，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,392.00	898.24	1,428.97	2,759.06	3,455.78	营业收入	7,081.49	7,819.07	10,093.64	12,069.97	14,034.96
应收票据及应收账款	2,766.93	3,398.59	3,855.68	4,442.94	5,206.70	营业成本	4,452.34	4,929.59	6,369.09	7,664.43	8,847.64
预付账款	139.47	133.52	138.23	232.03	199.59	营业税金及附加	65.27	64.10	82.77	120.70	140.35
存货	1,333.92	1,485.72	2,375.47	2,216.54	3,134.68	营业费用	362.81	393.40	444.12	531.08	617.54
其他	126.29	242.29	221.52	212.29	260.63	管理费用	736.35	808.78	1,039.64	1,243.21	1,445.60
流动资产合计	5,758.61	6,158.36	8,019.87	9,862.86	12,257.38	研发费用	350.42	381.17	474.40	555.22	652.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	24.57	83.46	20.87	1.84	(16.68)
固定资产	2,564.59	2,767.04	2,853.29	2,872.86	2,839.42	资产减值损失	(3.60)	(34.37)	15.00	15.00	15.00
在建工程	403.72	504.41	338.65	251.19	180.71	公允价值变动收益	(2.67)	84.32	(31.40)	2.75	8.63
无形资产	429.46	417.67	394.51	371.34	348.18	投资净收益	(10.10)	(0.03)	0.00	0.00	0.00
其他	1,040.96	995.47	926.66	911.59	878.85	其他	(32.70)	(196.55)	62.80	(5.50)	(17.27)
非流动资产合计	4,438.73	4,684.59	4,513.10	4,406.98	4,247.15	营业利润	1,138.81	1,305.19	1,616.34	1,941.25	2,341.52
资产总计	10,197.34	10,842.95	12,532.97	14,269.83	16,504.53	营业外收入	2.83	1.21	7.00	7.00	4.00
短期借款	1,153.34	402.94	1,000.00	1,200.00	1,300.00	营业外支出	18.22	4.04	3.00	10.00	15.00
应付票据及应付账款	1,544.74	1,358.51	2,017.98	2,272.20	2,679.04	利润总额	1,123.42	1,302.37	1,620.34	1,938.25	2,330.52
其他	578.42	646.61	717.02	671.05	835.39	所得税	159.18	173.11	213.08	271.35	326.27
流动负债合计	3,276.51	2,408.06	3,735.01	4,143.25	4,814.43	净利润	964.24	1,129.26	1,407.27	1,666.89	2,004.25
长期借款	18.76	618.20	20.00	20.00	25.00	少数股东损益	260.19	297.12	377.73	445.26	533.56
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	704.05	832.14	1,029.54	1,221.63	1,470.70
其他	311.28	416.55	304.06	343.96	354.85	每股收益(元)	0.95	1.12	1.38	1.64	1.97
非流动负债合计	330.04	1,034.74	324.06	363.96	379.85						
负债合计	3,606.54	3,442.80	4,059.06	4,507.21	5,194.28	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,667.26	1,872.66	2,239.06	2,679.86	3,206.30	成长能力					
股本	744.76	744.76	744.76	744.76	744.76	营业收入	2.93%	10.42%	29.09%	19.58%	16.28%
资本公积	446.13	446.13	446.13	446.13	446.13	营业利润	2.41%	14.61%	23.84%	20.10%	20.62%
留存收益	4,160.15	4,776.31	5,490.09	6,338.00	7,359.19	归属于母公司净利润	0.75%	18.19%	23.72%	18.66%	20.39%
其他	(427.51)	(439.72)	(446.13)	(446.13)	(446.13)	获利能力					
股东权益合计	6,590.80	7,400.15	8,473.91	9,762.62	11,310.25	毛利率	37.13%	36.95%	36.90%	36.50%	36.96%
负债和股东权益总计	10,197.34	10,842.95	12,532.97	14,269.83	16,504.53	净利率	9.94%	10.64%	10.20%	10.12%	10.48%
						ROE	14.30%	15.05%	16.51%	17.25%	18.15%
						ROIC	17.95%	22.53%	21.92%	23.43%	27.38%
						偿债能力					
						资产负债率	35.37%	31.75%	32.39%	31.59%	31.47%
						净负债率	-3.34%	1.66%	-4.83%	-15.76%	-18.84%
						流动比率	1.76	2.56	2.15	2.38	2.55
						速动比率	1.35	1.94	1.51	1.85	1.89
						营运能力					
						应收账款周转率	2.77	2.54	2.78	2.91	2.91
						存货周转率	5.14	5.55	5.23	5.26	5.25
						总资产周转率	0.74	0.74	0.86	0.90	0.91
						每股指标(元)					
						每股收益	0.95	1.12	1.38	1.64	1.97
						每股经营现金流	2.26	0.97	1.17	2.15	1.47
						每股净资产	6.61	7.42	8.37	9.51	10.88
						估值比率					
						市盈率	60.42	51.12	41.32	34.82	28.93
						市净率	8.64	7.70	6.82	6.01	5.25
						EV/EBITDA	13.52	18.37	24.13	20.23	17.07
						EV/EBIT	17.92	23.73	26.53	22.01	18.37

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	964.24	1,129.26	1,029.54	1,221.63	1,470.70
折旧摊销	511.61	552.15	162.68	171.06	177.08
财务费用	52.92	83.52	20.87	1.84	(16.68)
投资损失	10.10	0.03	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	186.56	(773.52)	(685.92)	(240.30)	(1,075.47)
其它	(44.48)	(271.85)	346.32	448.01	542.19
经营活动现金流	1,680.95	719.59	873.51	1,602.24	1,097.81
资本支出	618.91	694.08	172.49	40.10	39.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,413.32)	(1,396.80)	(159.76)	(132.22)	(105.27)
投资活动现金流	(794.41)	(702.72)	12.73	(92.12)	(66.16)
债权融资	1,172.10	1,021.14	1,020.00	1,220.00	1,325.00
股权融资	50.40	(25.15)	43.25	68.69	87.21
其他	(1,652.76)	(1,470.46)	(1,418.76)	(1,468.71)	(1,747.15)
筹资活动现金流	(430.25)	(474.48)	(355.52)	(180.02)	(334.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	456.29	(457.60)	530.72	1,330.10	696.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com