

中国工业 4.0 智能化浪潮的标杆企业

2014 年 11 月 26 日

投资要点

- 中国工业 4.0 标杆企业。**德国作为传统的科技工业强国，2011 年提出工业 4.0 概念，2013 年发表工业 4.0 标准化路线图，目前已将工业 4.0 纳入《高技术战略 2020》并准备制定推进工业 4.0 的相关法律，工业 4.0 的发展目前已经上升成为德国的国家战略。2014 年 10 月，李克强总理访德期间，中德双方签署了《中德合作行动纲要：共塑创新》，提出两国将开展工业生产的数字化和智能化（工业 4.0）合作。宏发股份在继电器、低压电器和智能化生产领域深度布局，已经得到国家和产业界的高度认可，为实现工厂智能化和高端低压电器领域突破，宏发股份已经和正泰电器、常熟开关、上海人民电器并列为国家重点发展企业。
- 中国继电器王者有望在工业 4.0 的智能化浪潮中深度受益。**工业 4.0 旨在通过充分利用信息通讯技术和信息物理系统（CPS）相结合的手段，推动制造业向智能化转型。工业 4.0 的本质是智能化，是将无处不在的传感器、嵌入式终端系统、智能控制系统、通信设施通过 CPS 形成一个智能网络，使人与人、人与机器、机器与机器、服务与服务之间能够互联互通。在工业 4.0 的智能网络中，传感器和继电器将是信息收集和执行的关键。宏发股份发展战略是继电器、低压电器（接触器和智能断路器）和传感器（氧传感器和光纤传感器）的三轮驱动模式。我们预计全球接触器、氧传感器和光纤传感器的市场空间约 200、300、150 亿元，公司布局宏大，海量市场和未来工业 4.0 智能化浪潮将为公司打开广阔成长空间。
- 未来有望成为 100 亿元营收规模的全球继电器行业霸主。**公司专注于继电器行业近 30 年，创造了收入和利润 10 年 10 倍的辉煌历史，凭借在产品、制造、客户方面的绝对优势，预计 2014 年将超过松下，成为仅次于欧姆龙和泰科的全球第三大继电器厂商。欧姆龙、泰科、松下和富士通的继电器业务均非核心且盈利能力渐弱，削减投资及淡出市场的趋势明朗。公司产品、设备自制、客户结构优势凸显，全球市场将持续向公司集中，我们预计公司未来有望成为全球继电器第一大厂。公司目前 10 亿元固定资产支撑超过 40 亿元营收，汽车等业务受限于产能瓶颈增长较慢，公司前期融资 8 亿元，新一轮资本开支计划有望驱动公司收入规模破百亿元。
- 工厂自动化深度布局构筑核心竞争力。**工业 4.0 的核心是智能制造，生产设备和控制系统的发展趋势是自动化和智能化。宏发股份两个子公司深度布局自动化业务，其中厦门精合电气布局自动化设备和工业机器人，湖里公司负责自制绕线机等设备。公司一条继电器自动化生产设备自制成本约 1000 万元，而松下为 1000 万美元且外销价格 3000 万美元，自动化设备自制的垂直一体化模式，不仅大幅提升生产经营效率（生产人员由 2012 年 9810 人下降为目前的 7700 人），而且大幅降低生产经营成本。
- 风险因素。**铜和银等大宗原材料价格上涨，新能源汽车渗透低于预期等。
- 盈利预测、估值及投资评级。**我们维持公司 2014-2016 年 EPS 为 0.90/1.18/1.53 元的预测，当前股价 22.24 元对应 2014-2016 年 PE 为 25/19/15X。我们维持公司目标价 31.50 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	3,008.3	3,425.2	4,238.7	5,420.8	7,059.6
增长率 YoY%	394.3	13.9	23.7	27.9	30.2
净利润（百万元）	279.1	328.2	479.8	625.6	815.3
增长率 YoY%	N.A.	17.6	46.2	30.4	30.3
每股收益 EPS（基本）（元）	0.52	0.62	0.90	1.18	1.53
PE	43	36	25	19	15
PB	5.9	3.9	3.3	2.9	2.3

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 11 月 25 日收盘价


买入（维持）

当前价：20.60 元

目标价：31.50 元

中信证券研究部

张帆

电话：010-60836762

邮件：fanz@citics.com

执业证书编号：S1010512060001

联系人：刘凯

电话：010-60836579

邮件：kailiu@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	2502.15 点
总股本/流通股本	532/237.4 百万股
近 12 月最高/最低价	26.19 元/15.81 元
近 1 月绝对涨幅	-7.21%
近 6 月绝对涨幅	7.25%
今年以来绝对涨幅	11%
12 个月日均成交额	48.68 百万元

相关研究

- 宏发股份（600885）调研快报—三轮驱动宏大布局打开广阔成长空间（2014-11-17）
- 宏发股份（600885）2014 年三季度报点评—单季收入和利润均创历史新高，新能源汽车将驱动继电器龙头爆发（2014-10-31）
- 宏发股份（600885）跟踪快报—汽车电子化和新能源汽车有望打开继电器龙头长期成长空间（2014-10-17）
- 宏发股份（600885）投资价值分析报告—新能源汽车将驱动继电器龙头爆发（2014-08-08）

利润表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,008	3,425	4,239	5,421	7,060
营业成本	2,032	2,238	2,750	3,487	4,519
毛利率	32.5%	34.7%	35.1%	35.7%	36.0%
营业税金及附加	18	28	28	35	45
营业费用	139	159	178	233	311
营业费用率	4.6%	4.6%	4.2%	4.3%	4.4%
管理费用	340	436	517	661	861
管理费用率	11.3%	12.7%	12.2%	12.2%	12.2%
财务费用	43	54	60	69	82
财务费用率	1.4%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%
投资收益	0	25	29	37	39
营业利润	432	536	735	972	1,280
营业利润率	14.4%	15.7%	17.3%	17.9%	18.1%
营业外收入	34	39	48	49	50
营业外支出	2	1	0	0	0
利润总额	465	574	783	1,021	1,330
所得税	67	102	137	179	233
所得税率	14.4%	17.7%	17.6%	17.6%	17.5%
少数股东损益	119	144	166	216	282
归属于母公司股东的净利润	279	328	480	626	815
净利率	9.3%	9.6%	11.3%	11.5%	11.5%
每股收益(元)(摊薄)	0.52	0.62	0.90	1.18	1.53

现金流量表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	465	574	764	998	1,298
少数股东损益	-67	-102	-134	-175	-228
折旧和摊销	129	133	127	153	179
营运资金变动	-243	-160	-83	-389	-553
其他	47	16	-199	-258	-327
经营现金流	331	461	475	328	369
资本支出	-93	-204	-194	-198	-205
投资收益	0	0	29	37	39
资产变卖	2	3	29	37	39
其他	15	-63	-134	-85	-92
投资现金流	-76	-264	-269	-209	-219
发行股票	0	810	0	0	0
负债变化	-286	-70	87	145	190
股息支出	-62	-76	-85	-111	-138
其他	9	110	162	212	275
融资现金流	-339	774	164	246	327
现金净增加额	-85	971	370	365	476

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	255	1,236	1,628	2,011	2,456
存货	510	594	730	926	1,204
应收账款	1,009	1,201	1,254	1,604	2,082
其他流动资产	80	104	115	126	147
流动资产	1,854	3,136	3,727	4,667	5,889
固定资产	889	928	1,078	1,128	1,158
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	74	151	151	151	151
其他长期资产	144	161	183	227	276
非流动资产	1,108	1,240	1,412	1,505	1,585
资产总计	2,962	4,376	5,139	6,173	7,474
短期借款	470	404	489	576	688
应付账款	338	436	536	679	883
其他流动负债	398	288	260	284	309
流动负债	1,206	1,128	1,285	1,539	1,881
长期负债	65	273	326	384	459
其他长期负债	35	33	34	34	35
非流动性负债	100	307	360	418	493
负债合计	1,305	1,435	1,645	1,957	2,375
股本	477	532	532	532	532
资本公积	641	1,638	2,025	2,531	3,149
股东权益合计	539	771	937	1,153	1,419
少数股东权益	1,656	2,941	3,494	4,216	5,099
负债股东权益总计	2,962	4,376	5,139	6,173	7,474

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	394.3	13.9	23.3	27.9	30.3
营业利润	N.A.	24.0	33.6	32.5	31.6
净利润	N.A.	17.6	42.6	30.6	30.2
利润率 (%)					
毛利率	32.5	34.7	34.8	35.4	35.6
EBIT Margin	14.4	15.7	17.0	17.6	17.7
EBITDA Margin	18.6	19.5	20.0	20.4	20.3
净利率	9.3	9.6	11.1	11.3	11.3
回报率 (%)					
净资产收益率	36.5	14.3	14.4	15.7	16.9
总资产收益率	22.1	12.9	13.1	14.4	15.5
其他 (%)					
资产负债率	44.1	32.8	32.1	31.9	31.8
所得税率	14.4	17.7	17.6	17.5	17.5
股利支付率	0.0	0.0	18.5	18.4	17.7

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20% 以上； 增持 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20% 之间 持有 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5% 之间 卖出 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10% 以上；
	行业评级	强于大市 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10% 以上； 中性 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 弱于大市 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10% 以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。