

机械设备

2014年10月31日

宏发股份 (600885)

——2014年三季报净利润同比增长46%超预期，上调盈利预测，买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年10月30日

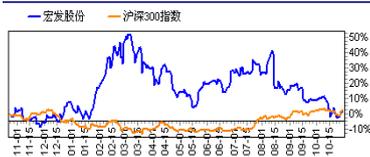
收盘价(元)	20.27
一年内最高/最低(元)	26.35/15.51
上证指数/深证成指	2391/8091
市净率	4.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4812

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	4.73
资产负债率%	28.40
总股本/流通A股(百万)	532/237
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《宏发股份(600885)——半年报净利润同比增长52%，远超市场预期，维持买入评级》 2014/08/12

《宏发股份(600885):2013年报略低于预期、2014一季报符合预期，期待未来高端继电器持续放量，维持“买入”评级》 2014/04/25

证券分析师

赵隆隆 A0230511070002
zhaoll@swsresearch.com

联系人

薄婷婷
(8621)23297818x7372
bopt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

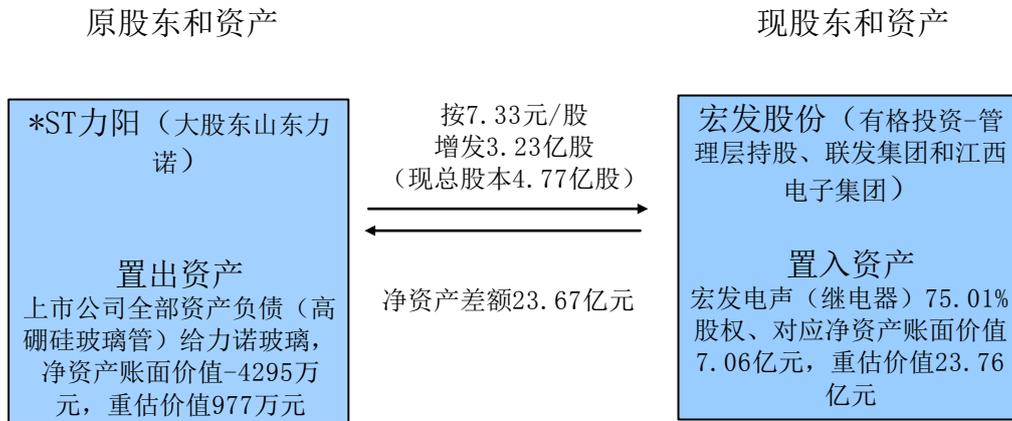
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2013A	3425	14	328	18	0.62	35	15	33
14Q1-Q3	3130	24	350	46	0.66	35	14	
2014E	4110	20	466	42	0.88	35	18	23
2015E	4929	20	574	23	1.08	36	17	19
2016E	5930	20	698	22	1.31	37	16	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

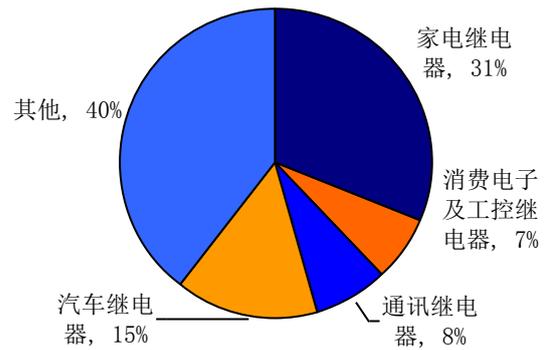
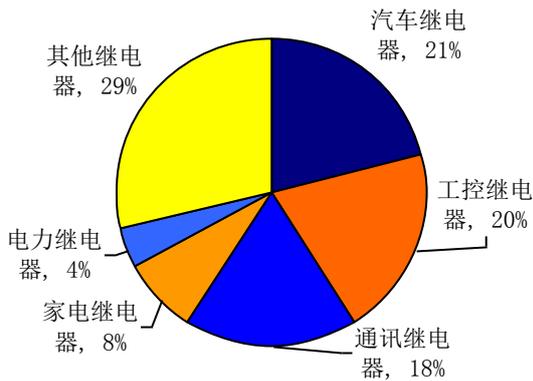
- 公司2014年前三季度实现收入31.3亿元，同增24%，实现净利润3.5亿元，同比增长46%，三季度单季度收入同比增速36%，利润同比增速38%，超我们及市场预期。公司前三季度单季度收入和净利润同比增速分别为16%/20%/36%和43%/58%/38%，毛利率和净利率持续回升，单季分别为30%/35%/36%和10%/14%/15%。公司三季报虽未披露具体产品的详细数据，但是按照我们判断净利润增幅远超收入增幅及市场预期的主要原因是通用继电器、汽车继电器及其他项的毛利提升、高端继电器的持续放量以及财务费用的降低等。
- 预计普通类和汽车继电器保持较快增长，且毛利率提升明显。公司2014年上半年通用继电器同比增长近12%，略超预期，毛利率超预期的增加1.77个百分点达34.2%；汽车继电器收入同增16%，毛利率增加3.16个百分点达32.44%；通讯继电器收入增长13%，毛利率在高位继续增长0.59个百分点达42.14%；电力继电器收入同增22%，毛利率下滑3个百分点至33%；其他项收入同增48%，毛利率增加7个百分点至38%，从三季度综合毛利率来看稳步增长可持续。我们仍然看好公司“七个小巨人”战略的实施，汽车、通讯、工控等继电器销售未来有望逐步放量。
- 再次重申我们的推荐逻辑：公司通过拓展高端继电器市场，有望复制其在家电、电力继电器市场上的成功案例，获得超越行业的快速成长，理应享受较高估值。公司正积极耕耘汽车（包括新能源汽车）、通信、工控等领域的高端继电器市场，打开了市场空间。凭借过去30年积累的技术实力和市场开拓经验，公司有望复制其在家电、电力继电器领域抢占全球市场占有率第一的成功案例，在高端继电器领域抢占更高的市场份额，获得远快于行业增速的成长性。
- 略上调盈利预测，维持“买入”评级。我们略上调公司14-15年EPS由0.79/0.96至0.88/1.08元，预计2016年EPS为1.31元，同比增长分别为42%/23%/22%。公司深耕继电器行业30年已经成为一流继电器厂商，目前14-16年PE仅为23/19/15倍。公司未来3-5年成长路径清晰、增长确定性较强，且充分受益于新能源汽车及充电桩的放量，业绩超预期可能性大，维持“买入”评级。

图 1：公司由 ST 力阳 2012 年完成重大资产重组而来



资料来源：公司资料、申万研究

图 2：全球继电器需求中汽车、工控和通讯占约 60% 图 3：家电领域占国内继电器需求近三分之一



资料来源：中国电子元件行业协会、申万研究

资料来源：《2012 年版中国控制继电器市场竞争研究报告》、申万研究

表 1：全球继电器行业参与市场竞争企业主要分为三个梯队

公司	2012 年销售收入	优劣势
第一梯队		
欧姆龙	11 亿美元	全球最大的继电器生产供应商，目前在国内拥有两家继电器生产厂，深圳欧姆龙（通用类继电器）和上海欧姆龙（第三、四代通信继电器，并计划生产汽车继电器）
美国泰科 TE	10 亿美元	擅长资本运作，收购或兼并了很多继电器品牌，如西门子的汽车继电器业务、深圳王利的通用继电器业务；目前 TYCO 在中国共拥有两家继电器生产厂：深圳泰科（OEG，通用类继电器）和青岛泰科（通信继电器）

	松下	7 亿美元	继电器行业的技术领先者，在中国拥有一家继电器生产厂：北京松下（信号、汽车继电器），并且已成为 Taiko 最大股东，部分汽车继电器由 Taiko 广东工厂代工；（Taiko 是专门生产 PCB 汽车继电器的日本企业，占据日本市场的一半）
	厦门宏发	30 亿元	拥有近三十年的继电器研发和制造经验，是中国继电器行业的绝对龙头企业，综合经济效益位居国内同行业之首，同时也是全球主要的继电器生产销售厂商之一，排名第四
	松川（台湾）	2010 年 12.5 亿元	总部位于台湾，此外还在上海、厦门设有工厂，以厦门工厂的规模最大，主要从事功率继电器、汽车继电器生产，没生产电力继电器和通信继电器；家电、UPS、汽车是松川的主打领域，特别 UPS 是松川的强项
	富士通	09 年 13.2 亿元	在中国拥有一家继电器生产厂：常州富士通元件公司
	贵州航天	10.69 亿元	军用连接器为主，15%业务为高端继电器
	东莞三友	6.38 亿元	92 年成立，目前年产能 4 亿只，以磁保持、通用功率、汽车、通信继电器为主
第二梯队	汇港控股	4.93 亿元	76 年成立，目前月生产 800 余万只，以信号继电器、功率继电器、汽车继电器为主
	宁波福特	3.25 亿元	84 年成立，中外合资，目前年产能 1.5 亿只；已通用、汽车继电器为主
第三梯队	……	1 亿以下	规模较小，中低端继电器为主

表 2：公司家电、智能电表用继电器市占第一，汽车、通讯、工控等领域正向第一梯队迈进

产品类别	应用功效	主要客户
通信继电器	用于信号类小负载，实现高可靠切换	华为、中兴、海康威视、大华、霍尼韦尔、深圳爱默生、视得安、安居宝、武汉烽火、海湾科技等
功率继电器	用于家用电器、办公系统等领域。具有负载能力强，使用寿命长，防火等级高，安全爬电距离长等特点	伊莱克斯、惠而浦、夏普、日立、索尼、三星、LG、西门子、格力、海尔、美的、海信、科龙、志高、奥克斯、长虹、格兰仕、小天鹅、合肥荣事达三洋等
电力继电器	具有在持续长期供电、节约能耗等特点，可应用于电表计量等智能电网控制场合	意大利国家电网公司(ENEL)、GE(通用能源)、Itron、IUSA、Echelon、EDMI、威胜、林洋、长城开发科技、许继、宁光
汽车继电器	用于汽车上各类电器控制，具有高负载抗震能力，抗冲击振动性高及在恶劣环境下高耐久性等特点	宝马、雷诺、法雷奥、GM、福特、克莱斯勒、FIAT、一汽大众、东风、长安、奇瑞、吉利、长城、江铃、比亚迪、哈飞、力帆等
密封继电器	军用密封的继电器，应用于国防等军用装备	航空 613 所、航天一院
工业继电器	与插座配套使用于工业自动化控制领域，具有能够长期连续工作、机械寿命长、负载范围宽、易更换等特点；广泛用于电梯、机床、电力、冶金、环保、水泥等行业	施耐德、ABB、APC、松下、爱默生、台达、中达、三菱、迅达、新时达、宝钢、鞍钢、汇川技术等

资料来源：公司公告、申万研究

图3：公司拥有不断完善的垂直一体化制造模式



资料来源：公司网站、申万研究

图4：2013-2015年全球汽车产量发展及趋势预测

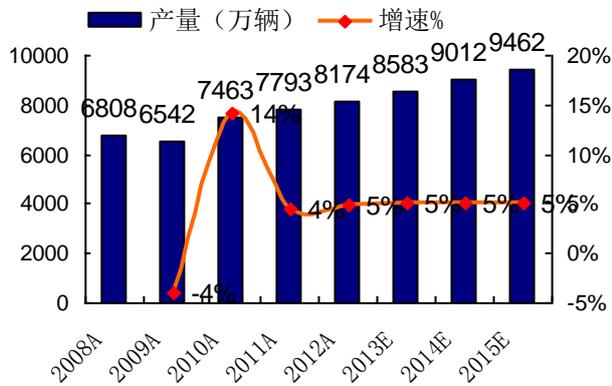
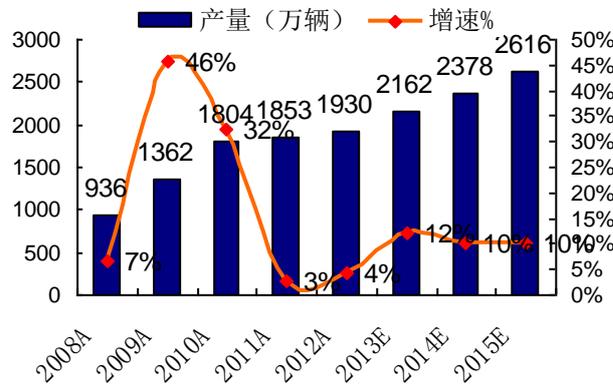


图5：2013-2015年中国汽车产量发展及趋势预测



资料来源：申万研究

表3：大多数厂家高压直流继电器产品集中在1000V以下的新能源汽车、光伏发电系统等领域

电压范围	主要应用	典型代表厂商
直流 1000V 以下	新能源汽车、光伏发电系统等，大多数厂家集中于此	日本松下、美国 TE、韩国 LS
直流 1000V 以上	航空航天、硅晶片制作、测试设备、机场照明、医疗及海底电缆等高端应用	美国 TE、美国 GIGAVAC

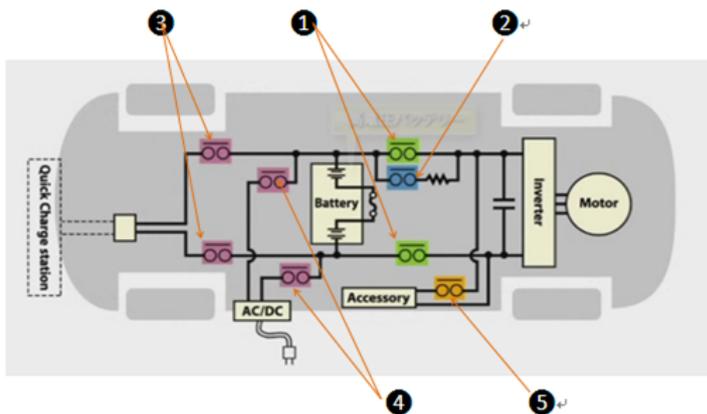
资料来源：申万研究

图 6：高压直流继电器在新能源汽车及充电设备中的应用



资料来源：公开资料、申万研究

图 7：高压直流继电器在新能源汽车中的应用示意图



• 其中，混合动力汽车（HEV）不存在急速、普通充电系统。

- ① 主继电器：
HFE18-300, HFE18-200, HFE18-120, HFE18-80, HFZ16-250, HFZ16-200, HFZ16-150, HFZ16-100, HFZ16-50
- ② 预充电继电器：
HFE18-10, HFE18-20
- ③ 急速充电用继电器：
HFE18-120, HFE18-80, HFZ16-100, HFZ16-50
- ④ 普通充电用继电器：
HFE18-10, HFE18-20
- ⑤ 高电压系辅助机器用的继电器：
HFE18-10, HFE18-20, **HFE18-40**

资料来源：公司资料、申万研究

表 4：募集资金主要投向高压直流继电器、低压电器以及高性能继电器技改扩能项目

项目名称	实施主体	总投资额(亿)	达产后产能	建设内容	达产后预计年收入	预计年净利润(亿)
高压直流继电器与电表组件产业化项目	电力电器	3.5	120 万只/年高压直流继电器及 500 万只/年电表组件	土地购置+配套厂房、6 条高压直流继电器生产线、5 条电表组件装配生产线、2 条配套电力继电器生产线	4.61	0.56
低压电器技改扩能及产业化项目	宏美电子	1.2	300 万台/年交流接触器、420 万极/年小型断路器和 30 万台/年塑壳断路器	厂房配套设施建造、各类低压电器 5 条自动化生产线、7 条半自动化生产线	2.41	0.27
高性能继电器	厦门宏	1.41	5000 万只/年高性	1 条第四代信号继电器生	3.08	0.34

技改扩能及产业化项目	发、宏发汽车		能信号继电器和5960万只/年新型汽车继电器	产线、5条汽车继电器自动化装配生产线、改造10条信号继电器生产线		
继电器研发能力及精密零部件配套能力升级改造项目	厦门宏发、厦门金越	1.89	精密零部件70亿只/年（原产能50亿只/年）	实验室、厂房改造、研发能力升级改造、精密零部件装配生产线自动化改造	-	-
合计		8			10.1	1.17

资料来源：公司公告、申万研究

表 5：分产品毛利分拆（单位：百万）

		2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
通用继电器	收入	1,266	1,505	1,286	1673	1924	2116	2328
	成本	933	1,067	930	1134	1270	1397	1536
	毛利	334	438	356	539	654	719	791
	毛利率	26%	29%	28%	32%	34%	34%	34%
	收入占比	54%	50%	43%	49%	47%	43%	39%
	毛利占比	46%	46%	37%	45%	45%	40%	37%
电力继电器	收入	354	722	770	668	868	1129	1467
	成本	224	499	485	420	573	734	954
	毛利	130	224	285	248	295	395	514
	毛利率	37%	31%	37%	37%	34%	35%	35%
	收入占比	15%	24%	26%	19%	21%	23%	25%
	毛利占比	18%	24%	29%	11%	11%	13%	14%
汽车继电器	收入	284	307	333	411	485	606	758
	成本	196	216	234	284	328	410	512
	毛利	88	91	99	128	157	196	246
	毛利率	31%	30%	30%	31%	32%	32%	32%
	收入占比	12%	10%	11%	12%	12%	12%	13%
	毛利占比	12%	10%	10%	11%	11%	11%	11%
通讯继电器	收入	115	136	120	140	168	209	262
	成本	70	79	74	79	97	121	152
	毛利	45	57	46	60	70	88	110
	毛利率	39%	42%	39%	43%	42%	42%	42%
	收入占比	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
	毛利占比	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
高压直流继电器	收入				10	35	80	130
	成本				6	20	44	72
	毛利				4	15	36	59
	毛利率				40%	44%	45%	45%
	收入占比				0%	1%	2%	2%
	毛利占比				0%	1%	2%	3%
其他	收入	322	350	499	451	631	789	986
	成本	190	216	309	260	391	489	611

	毛利	132	134	189	191	240	300	375
	毛利率	41%	38%	38%	42%	38%	38%	38%
	收入占比	14%	12%	17%	13%	15%	16%	17%
	毛利占比	18%	14%	19%	16%	17%	17%	17%
合计	收入	2,342	3,020	3,008	3425	4110	4929	5930
	成本	1,614	2,076	2,032	2238	2659	3150	3765
	毛利	728	944	976	1187	1451	1779	2165
	综合毛利率	31%	31%	32%	35%	35%	36%	37%

资料来源：申万研究

表 6：盈利预测（单位：百万）

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	2,342	3,020	3,008	3425	4110	4929	5930
营业收入	2,342	3,020	3,008	3425	4110	4929	5930
增速%	86%	29%	0%	14%	20%	20%	20%
二、营业总成本	2084	2642	2578	2921	3412	4052	4848
营业成本	1,614	2,076	2,032	2238	2659	3150	3765
毛利率%	31%	31%	32%	35%	35%	36%	37%
营业税金及附加	12	15	18	28	33	40	48
%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
销售费用	103	149	139	159	156	187	225
占比%	4%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
管理费用	290	313	340	436	506	606	729
占比%	12%	10%	11%	10%	12%	12%	12%
财务费用	45	77	43	54	49	59	71
占比%	2%	3%	1%	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	20	13	7	6.3	9	9	9
四、营业利润	258	378	432	504	728	907	1112
加：营业外收入	31	31	34	38.6	46	46	46
减：营业外支出	3	2	2	0.95	2	2	2
五、利润总额	287	407	465	542	772	951	1156
减：所得税	44	66	67	81	116	143	173
六、净利润	243	341	398	472	656	808	983
减：少数股东损益	83	114	119	144	190	234	285
%	34%	33%	30%	29%	29%	29%	29%
净利润	160	227	279	328	466	574	698
七、每股收益（元）：	0.30	0.43	0.52	0.62	0.88	1.08	1.31
总股本	53197	53197	53197	53197	53197	53197	53197

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。