

宏发股份(600885)/高低压设备

三股东减持情况有所进展,继电器龙头经营趋势持续向好

评级: 买入(维持)

市场价格: 39.82

目标价格: 42.3—43

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

联系人: 孟兴亚

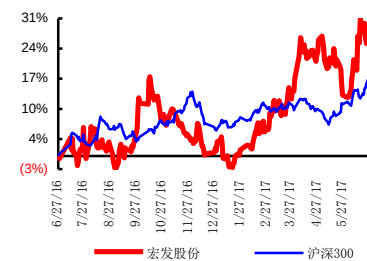
电话:

Email: mengxy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	532
流通股本(百万股)	532
市价(元)	39.82
市值(百万元)	21,183
流通市值(百万元)	21,183

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 业绩符合预期,龙头白马成色不减
- 2 汽车电子业务高增长,通用继电器业务好转
- 3 业绩符合预期,电动车继电器高增长

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,247.84	5,082.76	6,085.21	7,407.40	9,024.44
增长率 yoy%	4.55%	19.66%	19.72%	21.73%	21.83%
净利润	472.30	581.77	737.87	915.23	1,082.35
增长率 yoy%	9.87%	23.18%	26.83%	24.04%	18.26%
每股收益(元)	0.89	1.09	1.39	1.72	2.03
净资产收益率	16.19%	17.13%	18.74%	19.68%	19.69%
P/E	39.89	32.39	25.54	20.59	17.41
PEG	1.65	1.44	1.25	0.84	0.76
P/B	6.46	5.55	4.79	4.05	3.43

备注:

投资要点

- **事件:** 截至 2017.6.21, 公司第三大股东电子集团通过大宗交易累计减持 1179 万股, 电子集团可交换债券持有人累计换股 1346.3 万股, 两项合计减少 25,252,694 股, 占公司总股本的 4.75%, 至此电子集团持有公司股权比例由 9.74% 减少至 4.99%。电子集团减持公司股票处于自身财务状况考虑, 属正常现象。减持预期兑现完毕, 公司经营状况如常发展, 作为稀缺的世界级继电器龙头, 目前业绩增长良好。
- **电子集团减持过程:** 据公告, ①2016.6.30 日电子集团将其所持有的 5179.5 万股 (占比 9.74%) 中的 4000 万股 (占比 7.52%) 用做发行可交换债, 合计 10.7 亿元 (3 年期, 票面利率 2.7%), 电子集团剩余股份数为 1179.5 万股 (占比 2.22%)。②2016.7.26-2017.2.27 期间内, 电子集团通过大宗交易方式, 合计减持 1179 万股, 减持价格区间为: 31.66 元/股-34.27 元/股。③截止 2017.6.21 电子集团除可交换债部分 2653.7 万股之外, 仅剩余 4927 股 (占比 0.0%)
- **可交换债简介及转股过程:** ①2016.7 电子集团可交换债成功发行, 以其持有 4000 万宏发股份发行合计 10.7 亿元债券, 3 年期, 票面利率 2.7%, 转股价 35.8 元/股 (2017.5.24 日后转股价因权益分派调整为 35.55 元/股), 转股期为 2017.1.16-2019.7.15。②2017.4.6-2017.6.21 日内发生 3 批集中转股, 2017.4 共转股 300.8 万股 (合计 0.57%)、2017.5 共转股 171.8 万股 (合计 0.32%)、2017.6 共转股 873.6 万股 (合计 1.64%)。转股合计 1346.3 万股 (合计占比 2.53%), 可交换债未转股部分还有 2653.7 万股 (合计占比 4.99%)。
- **穿越行业波动的继电器龙头:** 公司对制造业体系理解深刻、自动化生产水平高, 人均生产成本明显低于海外继电器国际巨头 (欧姆龙等)。同时国际同类顶级厂商如松下、泰科都有减缓继电器产品研发费用、收缩产线的趋势, 望对公司形成实质利好。未来我们对公司由目前约 45 亿继电器产值 (全球继电器第二市占率, 年报披露), 向 70-80 亿继电器产值 (成为全球第一市占率) 迈进有信心, 同时期待新门类低压电器将公司带入更为庞大的市场, 跨上新的台阶。
- **一季报业绩好于市场预期, 综合毛利率较 2016 四季度明显好转:** 受益通用继电器与汽车继电器拉动, 公司一季度实现营业收入 13.46 亿元, 同比增加 18.26%, 归母净利润 1.66 亿元, 同比增长 23.57%, 经营形势好于市场预期。公司第一季度综合毛利率约 42.4%, 较 2016 年四季度 35.1% 的毛利率提升 7.3 个 pct, 基本打消了市场对公司毛利率是否会显著下滑的担忧。同时今年上半年家电订单持续向好, 近期高压直流继电器与低压电器经营亦有好转趋势, 我们认为公司中报业绩望延续良好增势。
- **投资建议:** 结合公司主要产品下游行业回暖及新拓展行业快速增长的背景, 同时伴随特斯拉入华建厂速度临近, 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 7.38/9.15/10.82 亿元, 同比分别增长 26.8%/24.0%/18.3%, EPS 分别为 1.39/1.72/2.03 元。维持买入投资评级, 6 个月目标价 42.3 元。
- **风险提示事件:** 新能源汽车发展不及预期, 通用继电器需求下降, 原材料价格波动, 外币贬值

图表 1：电子集团减持及转股过程

序 号	时 间	股 东 名 称	持 有 股 票 数 量 (股)	持 股 比 例	备 注
1	2012 年 7 月 23 日	江西省电子集团有限公司	51,794,927	10.87%	
2	2016 年 6 月 30 日	江西省电子集团有限公司	51,794,927	9.74%	公司于 2014 年 1 月完成 2013 年度非公开发行股票，公司总股本 476,639,237 股增至 531,972,531 股
		江西省电子集团有限公司	11,794,927	2.22%	
3	2016 年 7 月 14 日	江西省电子集团有限公司非公开发行 2016 年可交换公司债券质押专户	40,000,000	7.52%	
		合计	51,794,927	9.74%	
		江西省电子集团有限公司	5,794,927	1.09%	公司已披露权益变动提示性公告
4	2016 年 7 月 27 日	江西省电子集团有限公司非公开发行 2016 年可交换公司债券质押专户	40,000,000	7.52%	
		合计	45,794,927	8.61%	
		江西省电子集团有限公司	4,927	0.00%	
5	2016 年 12 月 31 日	江西省电子集团有限公司非公开发行 2016 年可交换公司债券质押专户	40,000,000	7.52%	
		合计	40,004,927	7.52%	
		江西省电子集团有限公司	4,927	0.00%	
6	2017 年 6 月 21 日	江西省电子集团有限公司非公开发行 2016 年可交换公司债券质押专户	26,537,306	4.99%	
		合计	26,542,233	4.99%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司财务预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,247.8	5,082.8	6,085.2	7,407.4	9,024.4	成长性					
减：营业成本	2,604.1	3,074.0	3,681.6	4,465.3	5,410.8	营业收入增长率	4.6%	19.7%	19.7%	21.7%	21.8%
营业税费	39.2	48.3	56.6	68.1	83.0	营业利润增长率	16.1%	24.8%	28.3%	24.3%	18.4%
销售费用	204.7	291.8	298.2	363.0	433.2	净利润增长率	9.9%	23.2%	26.83%	24.04%	18.26%
管理费用	623.5	705.8	851.9	1,022.2	1,335.6	EBITDA增长率	10.3%	22.6%	27.2%	26.2%	19.8%
财务费用	-2.1	-18.7	-24.6	-29.5	-34.2	EBIT增长率	8.5%	22.6%	28.2%	24.4%	18.4%
资产减值损失	28.7	18.9	25.0	25.0	25.0	NOPLAT增长率	6.1%	22.0%	28.2%	24.4%	18.4%
加：公允价值变动收益	-6.4	2.1	6.4	6.0	6.7	投资资本增长率	18.5%	10.1%	22.1%	15.6%	20.1%
投资和汇兑收益	17.5	-15.6	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	11.9%	16.0%	18.4%	19.9%	19.6%
营业利润	760.9	949.3	1,217.9	1,514.3	1,792.6	利润率					
加：营业外净收支	39.6	39.4	40.6	35.9	40.6	毛利率	38.7%	39.5%	39.5%	39.7%	40.0%
利润总额	800.5	988.7	1,258.5	1,550.2	1,833.2	营业利润率	17.9%	18.7%	20.0%	20.4%	19.9%
减：所得税	140.3	177.6	226.5	279.0	330.0	净利率	11.1%	11.4%	12.1%	12.4%	12.0%
净利润	472.3	581.8	737.87	915.23	1,082.35	EBITDA/营业收入	21.6%	22.1%	23.5%	24.3%	23.9%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	17.9%	18.3%	19.6%	20.0%	19.5%
货币资金	623.1	637.9	912.8	1,111.1	1,353.7	运营效率					
交易性金融资产	0.2	-	2.1	0.8	1.0	固定资产周转天数	101	105	110	108	103
应收账款	1,125.9	1,365.3	1,538.2	1,872.4	2,281.2	流动营业资本周转天数	140	118	121	124	125
应收票据	339.7	545.3	574.7	699.6	852.3	流动资产周转天数	264	238	234	232	230
预付账款	27.0	48.4	35.5	66.2	57.0	应收账款周转天数	91	88	86	83	83
存货	776.5	943.8	1,142.4	1,387.9	1,678.2	存货周转天数	64	61	62	61	61
其他流动资产	211.8	67.3	95.0	95.0	95.0	总资产周转天数	430	421	407	386	372
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	282	269	261	254	247
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	17.1%	18.74%	19.68%	19.69%
投资性房地产	47.7	243.6	243.6	243.6	243.6	ROA	12.2%	12.5%	14.2%	14.7%	15.0%
固定资产	1,266.2	1,685.2	2,026.0	2,413.3	2,729.7	ROIC	20.5%	21.1%	24.6%	25.1%	25.7%
在建工程	422.2	345.5	170.2	188.1	195.2	费用率					
无形资产	309.7	305.4	315.2	323.3	329.5	销售费用率	4.8%	5.7%	4.9%	4.9%	4.8%
其他非流动资产	245.5	310.0	222.5	224.8	230.3	管理费用率	14.7%	13.9%	14.0%	13.8%	14.8%
资产总额	5,395.6	6,497.7	7,278.2	8,626.1	10,046.6	三费/营业收入	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
短期债务	587.0	600.4	730.8	694.9	797.3	三费/营业收入	19.4%	19.3%	18.5%	18.3%	19.2%
应付账款	460.3	708.8	642.0	958.0	980.8	偿债能力					
应付票据	125.7	237.3	98.2	140.0	148.6	资产负债率	27.6%	30.2%	26.2%	25.3%	23.3%
其他流动负债	247.3	329.0	353.2	321.2	340.7	负债权益比	38.0%	43.3%	35.5%	33.9%	30.4%
长期借款	20.5	21.4	35.9	18.0	18.0	流动比率	2.19	1.92	2.36	2.48	2.79
其他非流动负债	46.2	65.2	46.7	52.7	54.9	速动比率	1.64	1.42	1.73	1.82	2.05
负债总额	1,487.0	1,962.0	1,906.8	2,184.9	2,340.3	利息保障倍数	-362.35	-49.68	-48.58	-50.28	-51.49
少数股东权益	991.4	1,139.6	1,433.7	1,789.6	2,210.5	分红指标					
股本	532.0	532.0	532.0	532.0	532.0	DPS(元)	0.20	-	0.35	0.38	0.45
留存收益	2,376.9	2,852.3	3,405.7	4,119.6	4,963.8	分红比率	22.5%	0.0%	25.0%	22.0%	22.0%
股东权益	3,908.6	4,535.7	5,371.4	6,441.2	7,706.3	股息收益率	0.6%	0.0%	1.0%	1.1%	1.3%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	660.2	811.0	737.9	915.2	1,082.3	EPS(元)	0.89	1.09	1.39	1.72	2.03
加：折旧和摊销	175.1	216.0	234.7	316.8	400.2	BVPS(元)	5.48	6.38	7.40	8.74	10.33
资产减值准备	28.7	18.9	-	-	-	PE(X)	39.9	32.4	25.54	20.59	17.41
公允价值变动损失	6.4	-2.1	6.4	6.0	6.7	PB(X)	6.5	5.5	4.79	4.05	3.43
财务费用	30.3	24.9	-24.6	-29.5	-34.2	P/FCF	-1,305.2	82.1	205.7	421.1	287.7
投资收益	-17.5	15.6	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	4.4	3.7	3.1	2.5	2.1
少数股东损益	187.9	229.3	294.1	355.9	420.9	EV/EBITDA	18.1	15.7	13.8	11.0	9.3
营运资金的变动	-294.1	-451.1	-584.8	-354.3	-810.5	CAGR(%)	24.4%	22.8%	20.4%	24.4%	22.8%
经营活动产生现金流	758.2	497.7	648.6	1,195.1	1,050.6	PEG	1.6	1.4	1.25	0.84	0.76
投资活动产生现金流	-741.6	-361.9	-402.9	-718.9	-722.6	ROIC/WACC	2.0	2.1	2.4	2.5	2.5
融资活动产生现金流	-175.2	-131.3	29.1	-277.9	-85.4	REP	2.3	2.1	1.7	1.4	1.2

来源：公司公告，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。