

投资评级 优于大市 维持

股票数据

07 月 31 日收盘价(元) 22.56
52 周股价波动(元) 22.56-47.19
总股本/流通 A 股(百万股) 745/745
总市值/流通市值(百万元) 16802/16802

相关研究

《营收保持稳健增长, 高压直流继电器有望持续放量》2018.05.05

《利润增长近 18%, 持续拓门类抬升天花板》2018.04.03

《业绩持续快速增长, 高压直流继电器已回高速增长轨道》2017.10.31

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-24.6	-21.9	-13.2
相对涨幅(%)	-24.8	-16.4	-6.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 房青

Tel: (021) 23219692

Email: fangq@htsec.com

证书: S0850512050003

分析师: 张一弛

Tel: (021) 23219402

Email: zyc9637@htsec.com

证书: S0850516060003

联系人: 陈佳彬

Tel: (021) 23154513

Email: cjb11782@htsec.com

通用与高压直流继电器快速增长, 产品结构等影响业绩增速

投资要点:

- **公司发布 2018 半年报。**2018 上半年, 公司实现营收 33.55 亿元, 同比增长 10.8%; 综合毛利率 38.2%, 同比下降 3.93pct; 归母净利润 3.67 亿元, 同比下降 9.26%。单季度看, 2018 年 2 季度公司实现营收 17.59 亿元, 同比增长 4.57%; 综合毛利率 36.91%, 同比下降 5.04pct, 环比下降 2.7pct; 归母净利润 2.00 亿元, 同比下降 15.73%。
- **产品结构变化和汇率波动影响毛利率。**2018 年上半年, 公司继电器业务毛利率同比下降 3.75pct, 我们预计公司毛利率相对较高的电力、汽车继电器收入下滑以及汇率波动是毛利率下降的主要原因。未来趋势来看, 二季度开始, 汇率波动的负面影响开始逐步缓解, 我们预计未来 2-3 年电表招标有望复苏, 公司汽车继电器对新客户拓展也有望逐步上量, 高毛利率产品占比有望提升, 从而带动整体毛利率的回升。
- **通用与高压直流继电器快速增长。**2018 年上半年, 公司通用继电器出货 15.1 亿元, 同比增长 22.5%, 主要受益于空调市场持续热销和光伏逆变器业务快速上量; 高压直流继电器出货 1.6 亿元, 同比增长 36%, 主要受益于新项目的推动和国内份额的提升, 我们认为公司高压直流继电器业务有望从国内客户到海外客户实现持续性的拓展, 实现持续的高增长。
- **工控、信号继电器保持平稳增长。**2018 年上半年, 公司工控继电器出货 2.27 亿元, 同比增长 13.8%, 主要是受益于下游工业自动化改造需求旺盛, 人力成本提升和产品精度要求提升的背景下, 传统制造业(纺织、制鞋等)和新兴制造业(3C、锂电等)对自动化设备需求旺盛, 我们预计公司工控继电器有望维持较快增速; 受益于安防领域需求平稳上升, 灯孔、油气转换等新市场的显著增长, 公司信号继电器出货 1.4 亿元, 同比增长 16.4%, 新市场需求的快速增长有望带动公司信号继电器业务快速发展。
- **电力继电器与汽车继电器。**2018 年上半年, 电力继电器受国内需求乏力和国外客户产品切换出货放缓及汇率波动影响, 出货 6.1 亿元, 同比下降 12.6%, 我们预计未来 2-3 年电表招标有望复苏, 公司电力继电器业务有望回暖; 汽车继电器由于国内整车市场环境变化进入调整期, 出货 5.04 亿元, 同比下降 1.6%, 公司汽车继电器对新客户拓展后续有望逐步上量, 带来稳定增长。
- **新品类持续拓展。**公司汽车应用电子产品、真空泵、真空灭弧室、连接器、薄膜电容、氧传感器等产业化进程加快。其中 2018 年上半年, 氧传感器销售金额同增 387%, 真空灭弧室同增 155%, 模块和控制器销售实现零的突破。
- **盈利预测与估值。**我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 7.68 亿元、9.05 亿元、10.85 亿元, 每股收益分别为 1.03 元、1.22 元、1.46 元。公司继电器全球市占率仅次于欧姆龙, 质地优异, 具备全球竞争力, 给予公司 2018 年 PE 25-30 倍, 对应合理价格区间 25.75-30.9 元, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**新能源汽车产业发展不及预期, 通用继电器市场需求下降的风险。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5082.76	6020.20	6742.56	7802.91	9200.27
(+/-)YoY(%)	19.66%	18.44%	12.00%	15.73%	17.91%
净利润(百万元)	581.77	684.99	768.13	905.28	1085.46
(+/-)YoY(%)	23.18%	17.74%	12.14%	17.86%	19.90%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	0.92	1.03	1.22	1.46
毛利率(%)	39.52%	39.85%	38.04%	38.30%	38.62%
净资产收益率(%)	17.13%	17.38%	16.31%	16.12%	16.20%

资料来源: 公司年报(2016-2017), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司分产品主营收入和毛利 (亿元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
继电器收入	45.46	53.44	59.38	68.67	81.27
yoy		18%	11%	16%	18%
成本	27.01	31.27	35.63	40.92	48.19
毛利	18.45	22.17	23.75	27.74	33.08
毛利率	40.59%	41.49%	40.0%	40.4%	40.7%
电气产品收入	4.43	4.92	5.92	6.92	7.92
yoy			20%	17%	14%
成本	2.94	3.39	4.38	5.19	5.94
毛利	1.49	1.53	1.54	1.73	1.98
毛利率	33.55%	31.02%	26%	25%	25%
其他主营业务收入	0.16	0.40	0.46	0.53	0.61
yoy		153.28%	15%	15%	15%
成本	0.13	0.33	0.37	0.42	0.48
毛利	0.03	0.07	0.09	0.11	0.12
毛利率(%)	19.61%	18.15%	20%	20%	20%
其他业务收入	0.79	1.45	1.67	1.92	2.21
yoy		84.94%	15%	15%	15%
成本	0.67	1.23	1.40	1.61	1.85
毛利	0.12	0.22	0.27	0.31	0.35
毛利率(%)	15.27%	15.38%	16%	16%	16%
收入合计	50.83	60.20	67.43	78.03	92.00
yoy		18%	12%	16%	18%
成本	30.74	36.21	41.78	48.15	56.47
毛利	20.09	23.99	25.65	29.88	35.53
毛利率(%)	39.52%	39.85%	38.04%	38.30%	38.62%

资料来源：公司年报 (2016、2017)，海通证券研究所

表 2 公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入（百万元）	5082.76	6020.20	6742.56	7802.91	9200.27
同比增长（%）	19.66	18.44	12.00	15.73	17.91
营业成本（百万元）	3074.04	3621.10	4177.59	4814.64	5647.13
毛利率（%）	39.52%	39.85%	38.04%	38.30%	38.62%
营业税金及附加（百万元）	48.28	62.45	67.43	78.03	92.00
营业税金及附加/营业收入（%）	0.95%	1.04%	1.00%	1.00%	1.00%
销售费用（百万元）	291.75	309.13	316.90	366.4	432.41
销售费用率（%）	5.74%	5.13%	4.70%	4.70%	4.70%
管理费用（百万元）	705.77	868.33	957.44	1108.01	1306.44
管理费用率（%）	13.89%	14.42%	14.20%	14.20%	14.20%
财务费用（百万元）	-18.73	60.76	19.64	9.89	1.44
财务费用率（%）	-0.37%	1.01%	0.29%	0.13%	0.02%
资产减值损失（百万元）	18.87	9.74	18.80	11.77	10.91
投资收益（百万元）	-15.61	1.94	10.00	6.00	6.00
营业利润（百万元）	949.31	1086.75	1194.75	1419.82	1715.95
同比增长（%）	24.76%	14.48%	9.94%	18.84%	20.86%
营业外收支+其他收益（百万元）	39.35	63.66	74.10	75.58	77.09
利润总额（百万元）	988.66	1150.58	1268.8	1495.41	1793.04
同比增长（%）	23.50%	16.38%	10.28%	17.86%	19.90%
所得税费用（百万元）	177.64	192.91	209.36	246.74	295.85
有效所得税率（%）	17.97%	16.77%	16.50%	16.50%	16.50%
净利润（百万元）	811.02	957.67	1059.49	1248.66	1497.19
少数股东损益（百万元）	229.25	272.68	291.36	343.38	411.73
归母净利润（百万元）	581.77	684.99	768.13	905.28	1085.46
同比增长（%）	23.18%	17.74%	12.14%	17.86%	19.90%
净利润率（%）	11.45%	11.38%	11.39%	11.60%	11.80%

资料来源：公司年报（2016、2017），海通证券研究所

表 3 同业估值水平

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)		
		7月31日	7月31日	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002706.sz	良信电器	6.83	53.69	0.27	0.34	0.42	24.99	20.20	16.13
002664.sz	长鹰信质	24.69	98.76	0.64	0.82	1.06	38.58	30.10	23.35
600525.sh	长园集团	9.37	124.12	0.88	1.03	1.20	10.65	9.11	7.79
300124.sh	汇川技术	26.69	444.17	0.65	0.78	0.98	41.06	34.23	27.16
行业平均							28.82	23.41	18.61

资料来源：WIND，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标（元）					营业总收入	6020.20	6742.56	7802.91	9200.27
每股收益	0.92	1.03	1.22	1.46	营业成本	3621.10	4177.59	4814.64	5647.13
每股净资产	7.41	6.32	7.54	9.00	毛利率%	39.85%	38.04%	38.30%	38.62%
每股经营现金流	1.22	1.14	1.63	1.90	营业税金及附加	62.45	67.43	78.03	92.00
每股股利	0.400	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.04%	1.00%	1.00%	1.00%
价值评估（倍）					营业费用	309.13	316.90	366.74	432.41
P/E	24.53	21.87	18.56	15.48	营业费用率%	5.13%	4.70%	4.70%	4.70%
P/B	3.04	3.57	2.99	2.51	管理费用	868.33	957.44	1108.01	1306.44
P/S	2.79	2.49	2.15	1.83	管理费用率%	14.42%	14.20%	14.20%	14.20%
EV/EBITDA	11.20	10.38	8.31	6.50	EBIT	1159.19	1223.19	1435.49	1722.29
股息率（%）	1.77%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	60.76	19.64	9.89	1.44
盈利能力指标（%）					财务费用率%	1.01%	0.29%	0.13%	0.02%
毛利率	39.85%	38.04%	38.30%	38.62%	资产减值损失	19.74	18.80	11.77	10.91
净利率	15.91%	15.71%	16.00%	16.27%	投资收益	1.94	10.00	6.00	6.00
净资产收益率	17.38%	16.31%	16.12%	16.20%	营业利润	1086.75	1194.75	1419.82	1715.95
资产回报率	8.96%	8.87%	9.18%	9.26%	营业外收支+其他收益	63.66	74.10	75.58	77.09
投资回报率	18.88%	17.72%	19.10%	21.58%	利润总额	1150.58	1268.85	1495.41	1793.04
盈利增长（%）					EBITDA	1511.27	1590.79	1898.50	2258.03
营业收入增长率	18.44%	12.00%	15.73%	17.91%	所得税	192.91	209.36	246.74	295.85
EBIT 增长率	20.38%	5.52%	17.36%	19.98%	有效所得税率%	16.77%	16.50%	16.50%	16.50%
净利润增长率	18.08%	10.63%	17.86%	19.90%	少数股东损益	272.68	291.36	343.38	411.73
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	684.99	768.13	905.28	1085.46
资产负债率	31.0%	26.9%	23.1%	22.5%					
流动比率	1.94	2.41	2.99	3.37	资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	1.33	1.63	2.07	2.44	货币资金	721.60	964.00	1446.00	2602.80
现金比率	0.33	0.44	0.68	1.05	应收款项	1481.80	1772.46	2055.26	2423.33
经营效率指标					存货	1313.21	1679.51	1937.53	2274.79
应收账款周转天数	85.22	95.00	95.00	95.00	其它流动资产	96.50	96.50	96.50	96.50
存货周转天数	113.75	145.00	145.00	145.00	流动资产合计	4309.56	5258.06	6391.36	8403.59
总资产周转率	0.85	0.83	0.84	0.85	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	3.22	3.19	3.57	4.25	固定资产	2057.49	2169.89	2196.29	2129.09
					在建工程	391.33	341.33	401.33	321.33
					无形资产	313.47	318.47	304.06	290.52
					非流动资产合计	3334.56	3401.96	3473.96	3313.21
现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	7644.12	8660.03	9865.32	11716.80
净利润	957.67	1059.49	1248.66	1497.19	短期借款	819.86	658.92	401.47	451.14
少数股东损益	272.68	291.36	343.38	411.73	应付账款	726.37	801.18	923.36	1083.01
非现金支出	371.81	386.40	474.78	546.65	预收账款	14.24	19.17	20.94	25.18
非经营收益	38.26	-57.24	-62.05	-67.20	其它流动负债	0.59	0.59	0.59	0.59
营运资金变动	-717.44	-537.02	-448.99	-561.71	流动负债合计	2226.65	2183.07	2139.70	2493.99
经营活动现金流	922.99	1142.98	1555.79	1826.66	长期借款	19.55	19.55	19.55	19.55
资产	-667.28	-360.90	-459.42	-297.91	其它长期负债	123.04	123.04	123.04	123.04
投资	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	142.59	142.59	142.59	142.59
其他	79.00	10.00	6.00	6.00	负债总计	2369.24	2325.66	2282.28	2636.58
投资活动现金流	-588.28	-350.90	-453.42	-291.91	实收资本	531.97	744.76	744.76	744.76
债权募资	217.66	-160.93	-257.46	49.68	普通股股东权益	3941.98	4710.11	5615.39	6700.85
股权募资	38.60	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	1332.90	1624.26	1967.65	2379.37
其他	-233.57	-97.38	-19.53	-15.90	负债和所有者权益合计	7644.12	8660.03	9865.32	11716.80
融资活动现金流	22.69	-258.32	-276.99	33.78					
现金净流量	357.40	533.76	825.38	1568.53					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 31 日

资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业
张一弛 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 科大智能,天沃科技,长园集团,信捷电气,新时达,蓝海华腾,方正电机,合纵科技,良信电器,汇川技术,英威腾,科士达,哈工智能,特锐德,国电南瑞,卧龙电气,大洋电机,宏发股份,新天科技,长鹰信质,鸣志电器,平高电气

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。