

宏发股份投资价值分析报告



报告日期：2020年10月16日

姓名：游家训

Email: youjx@cmschina.com.cn

执业号：S1090515050001

姓名：普绍增

Email: pushaozeng@cmschina.com.cn

执业号：S1090520060001

CMS  招商证券

- 一. 公司概况
- 二. 管理与业务模式
- 三. 产品构成与行业格局
- 四. 公司发展分析

传统继电器仍有望增长，短期持续复苏

中期高度取决于新产品，高压直流迎来丰收

公司效率将持续提升，扩张有望加快

- ◆ **继电器全球龙头，持续打造相关性较强的工业器件平台。**公司继电器规模全球第一，生产规模、经营效率、盈利能力显著领先于同行。从公司产品、管理布局发展的脉络看，公司不仅仅是一个继电器企业，高压直流继电器、低压电器已展现了强大的竞争力，开始对收入增长贡献较大力量，氧传感器、真空灭弧室、薄膜电容、互感器等新门类产品也已完成了初期产业化进程，公司在继电器之外系列领域的成功是未来的最主要的空间。
- ◆ **海外电动车布局迎来丰收。**公司作为全球高压直流继电器龙头，已经成功成为特斯拉、奔驰、大众、路虎、保时捷等海外标杆客户新车型的主要供应商并开始供货。今年上半年，公司又成功拿到丰田国内新能源汽车项目BDU独家供应商指定，获得麦格纳（索尼）项目BDU、宝马5代主继电器指定供应资格。海外电动车后续放量，将给公司带来可观的业务增量。鉴于公司未来5-10年已经锁定海外标杆客户主要供应商地位，随着项目量产爬坡，高压直流业务将呈现国内外同步快速增长，预计到2023年将实现年收入30亿元。

- ◆ **传统继电器持续恢复，中期仍将实现较快增长。** 公司Q1受疫情影响，Q2基本多有业务均开始显著恢复，Q2出货同比增长15%，环比增长25%，4、5、6月分别同比增长6.0%、16.0%、21.0%，呈加速态势。分业务看，功率、通信、电力、汽车、工业、低压电器、高压直流Q2分别同比增长3.8%、5.6%、18.5%、34%、19.2%、35.3%、-10.5%；该态势有望持续。中期看，公司通用业务中新能源、智能家居将持续贡献增长空间；汽车业务国内市占率将持续提升，海外通过收购海拉将打开新市场；电力业务受益于电表更换周期到来；其余工控、通信等业务也在持续突破。
- ◆ **效率将持续提升，新业务拓展加快。** 公司在自动化上保持较强的投入力度，随着利润体量达到一定规模，公司在新业务上的探索与培育也在加快，传统继电器之外的业务门类不断拓展；公司管理能力较强，也不排除未来通过并购整合加快新业务培育。

- ◆ **投资建议：**公司是核心竞争力清晰的“长跑选手”，继电器业务将逐步恢复和加速；重点培育的新门类产品中，新能源汽车用高压直流产品已具有全球竞争力，未来有望贡献较大的增量与弹性，“强烈推荐-A”评级，上调盈利预测，上调目标价为63-65元。
- ◆ **风险提示：**经济持续下行影响公司产品需求；公司海外业务较多，可能受贸易保护等政策影响；低压电器产能投放相对较慢，如果进度不及预期，则可能影响公司低压业务的增长。

更新至2020.10.15

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	6880	7081	7986	10161	12665
同比增长	14%	3%	13%	27%	25%
营业利润(百万元)	1112	1139	1320	1714	2152
同比增长	-3%	2%	16%	30%	26%
净利润(百万元)	699	704	818	1065	1340
同比增长	2%	1%	16%	30%	26%
每股收益(元)	0.94	0.95	1.10	1.43	1.80
PE	54.4	54.0	46.4	35.7	28.4
PB	8.6	7.7	6.9	6.0	5.2

资料来源：公司数据、招商证券

一、公司概况

- ✓ 股权结构
- ✓ 管理与人力资源

- ◆ 团队稳定；
- ◆ 管理层控股：军工合资>国企控股>管理层从参股到MBO。
- ◆ 进取、市场化的企业文化

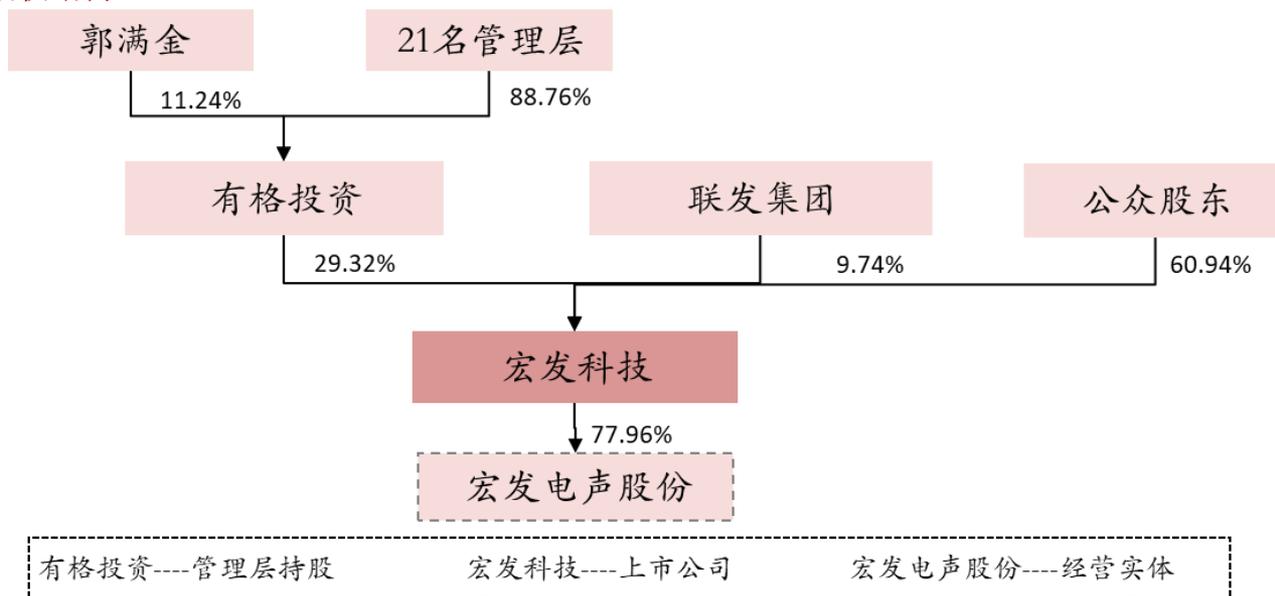


表：公司股权结构

置换前股权		上市后（截至20年6月10日）		
有格投资	42.41	有格投资	29.32	77.96
联发集团	20.56	联发集团	9.74	
江西电子	12.03	江西电子	0	
联创光电	24.99	公众股东	60.94	
合计	100	合计	100	
		联创光电	该部分未上市	22.04

资料来源：Wind、招商证券

图：公司股权结构



图：公司管理层极持股情况

有格股权			有格股权			
		职务			职务	
1	郭满金	11.24	12	魏礼和	4.42	厦门金越总经理
2	陈珊珊	9.72	13	张青年	4.42	电力电器总经理, 原半导体事业部部长
3	陆震	7.07	14	王琪	3.53	营销中心副总监
4	林宝珠	7.07	15	阮岳仁	2.86	营销中心总监
5	边灿凤	6.19	16	王峰	2.23	总经理助理
6	万慧琳	6.19	17	刘圳田	2.23	财务总监
7	张仁义	6.19	18	丁云光	2.04	副总经理
8	谭忠华	5.93	19	李远瞻	2.04	汽车电子总经理
9	蔡志颖	5.12	20	黄立军	1.77	宏发开关总经理
10	黄桂荣	4.42	21	林旦旦	0.78	董事会秘书
11	郭凡林	4.42	22	黄焕洲	0.12	人力资源总监

资料来源：Wind、招商证券

表：公司人力资源情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
按专业构成							
生产	7,770	9,392	7,323	7,820	8,287	7,940	7,352
销售	309	358	258	302	361	375	371
技术	1,340	1,858	1,957	2,218	2,312	2,420	2,433
财务	89	107	115	147	142	133	153
行政	1,162	1,911	538	600	636	559	736
综合管理			1,005	1,095	1,320	1,360	1,403
其他专业			569	634	698	710	685
按学历构成							
博士			6	7	9	14	12
硕士	64	74	92	116	168	189	178
本科	755	1,010	1,226	1,475	1,724	1,899	1,951
专科			1,488	1,647	2,068	2,239	2,374
高中及以下			8,953	9,571	9,787	9,156	8,618
其他学历	9,851	12,542					
员工总人数	10,670	13,626	11,765	12,816	13,756	13,497	13,133
技术人员占比 (%)	12.6	13.6	16.6	17.3	16.8	17.9	18.5
本科及以上学历占比 (%)	7.7	8.0	11.3	12.5	13.8	15.6	16.3
人均产值(万元/人)	32.1	29.8	36.1	39.7	43.8	51.0	53.9
人均薪酬(万元/人)	6.4	6.9	8.7	8.9	9.8	11.3	11.9
薪酬与收入比 (%)	20.0	23.1	24.0	22.4	22.4	22.2	22.1

资料来源：公司数据、招商证券

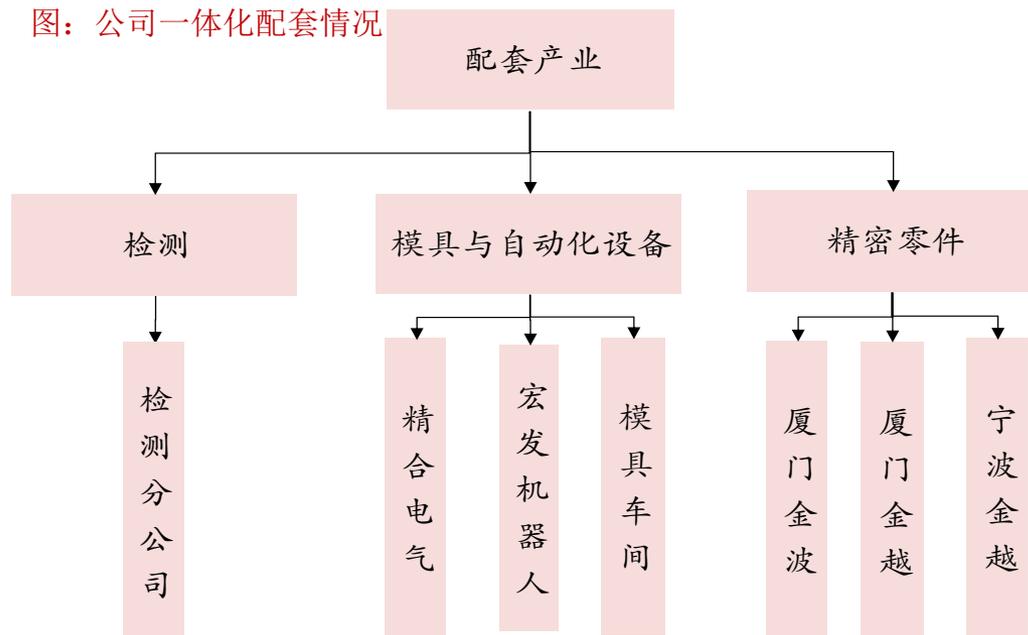
二、管理、业务模式与公司架构

- ✓ 管理与业务模式
- ✓ 母、子公司管理架构
- ✓ 客户结构与营销体系

2.1 管理与业务模式

- ◆ 公司保持较多的一体化配套：品质保障、快速响应，但资产结构会相对偏重一些。

图：公司一体化配套情况



表：公司经营指标分析

宏发股份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
收入 (百万元)	3008.3	3425.2	4062.8	4247.8	5082.8	6020.2	6879.8	7081.5
固定资产 (百万元)	889.0	928.0	1106.8	1266.2	1685.2	2057.5	2374.4	2564.6
无形资产 (百万元)	74.4	150.8	172.3	309.7	305.4	313.5	472.8	429.5
收入/ (固定+无形) (倍)	3.1	3.2	3.2	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4

资料来源：Wind、招商证券

表：公司经营指标分析

正泰电器	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
收入 (百万元)	10703.2	11956.5	12767.2	12026.5	20164.5	23416.6	27420.8	30225.9
固定资产 (百万元)	953.9	1129.6	1375.3	2179.2	13458.0	16092.7	15653.3	20706.7
无形资产 (百万元)	333.1	288.1	247.8	229.5	530.3	344.2	338.9	357.8
收入/ (固定+无形) (倍)	8.3	8.4	7.9	5.0	1.4	1.4	1.7	1.4

资料来源：Wind、招商证券

表：公司经营指标对比分析

		2014	2015	2016	2017	2018	2019
应收款周转 天数	宏发股份	82.8	87.3	85.2	83.8	84.6	96.5
	正泰电器	56.6	72.3	74.2	92.7	89.8	94.2
	良信电器	36.1	31.0	23.3	22.7	23.3	21.6
存货周转天 数	宏发股份	92.3	104.4	100.7	111.7	113.0	111.5
	正泰电器	51.2	56.4	41.0	57.8	74.0	80.4
	良信电器	67.8	75.0	73.3	69.1	80.5	74.1
收入/固定 资产 (倍)	宏发股份	3.7	3.4	3.0	2.9	2.9	2.8
	正泰电器	9.3	5.5	1.5	1.5	1.8	1.5
	良信电器	9.4	4.0	5.0	5.9	2.4	3.0
ROE (%)	宏发股份	18.0	17.1	18.4	18.7	16.7	15.1
	正泰电器	32.5	27.4	21.8	17.0	17.3	16.4
	良信电器	17.2	14.7	13.2	13.0	12.9	15.3
ROA (%)	宏发股份	13.0	13.0	13.6	13.5	11.6	10.1
	正泰电器	17.0	15.4	11.0	7.5	8.2	7.7
	良信电器	12.1	11.0	10.4	10.7	10.6	12.1

资料来源：Wind、招商证券

表：公司经营指标分析（单位，%）

	2015	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1
赊销比	33.3	36.9	34.8	34.1	39.1	79.8	89.5
应付款项/营业收入	13.3	17.5	16.1	13.8	21.8	38.9	45.1
存货/营业收入	18.3	18.6	21.7	20.7	18.8	37.7	41.0
商品及劳务获得现金/营收比例	91.6	85.8	91.4	82.7	95.9	93.7	105.2
经营性现金流量净额/税后净利	114.8	61.4	67.9	86.2	174.3	169.8	87.7

表：公司负债情况分析（单位，%/百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1
负债率	27.56	30.20	31.00	32.75	35.37	36.93	37.59
短期借款	587.00	600.36	819.86	1279.04	1153.34	1507.56	1423.17
长期借款	20.51	21.39	19.55	19.89	18.76	19.58	19.45
短融	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年到期非流动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	563.22	888.89	968.33	949.35	1544.74	1324.07	1552.88
带息负债	607.5	621.7	839.4	1298.9	1172.1	1527.1	1442.6

资料来源：Wind、招商证券

表：公司经营指标分析（单位，%/百万元/倍）

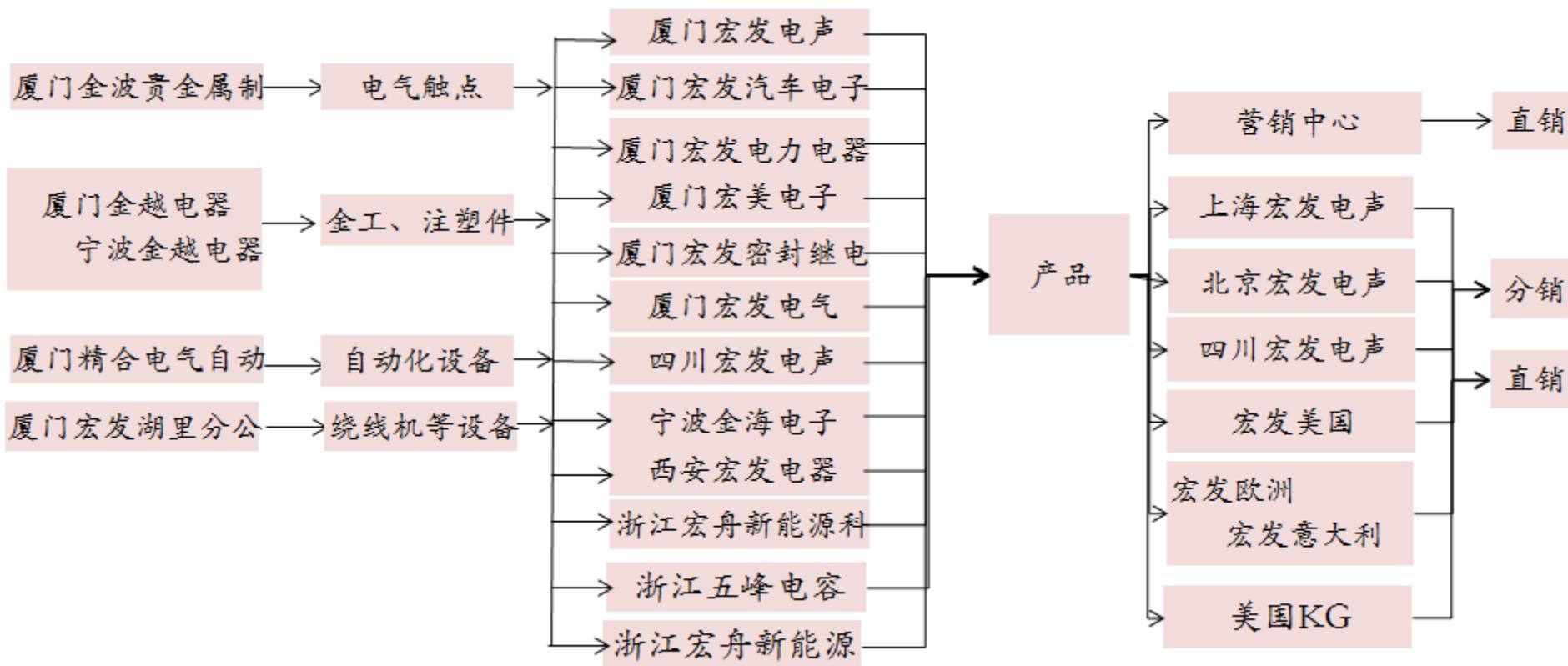
	2015	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1
ROE	17.1	18.4	18.7	16.7	15.1	7.9	7.2
ROA	13.0	13.6	13.5	11.6	10.1	5.2	4.6
ROIC	15.9	17.1	17.5	15.0	13.2	6.7	6.3
收入	4247.8	5082.8	6020.2	6879.8	7081.5	3406.6	3441.1
固定资产	1266.2	1685.2	2057.5	2374.4	2564.6	2449.5	2707.5
无形资产	309.7	305.4	313.5	472.8	429.5	461.8	423.0
收入/(固定+无形)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	1.2	1.1

资料来源：Wind、招商证券

2.2母、子公司管理架构

- ◆ 针对专业应用的子公司架构；
- ◆ 细分业务的专注；
- ◆ 母、子公司比较市场化的激励；

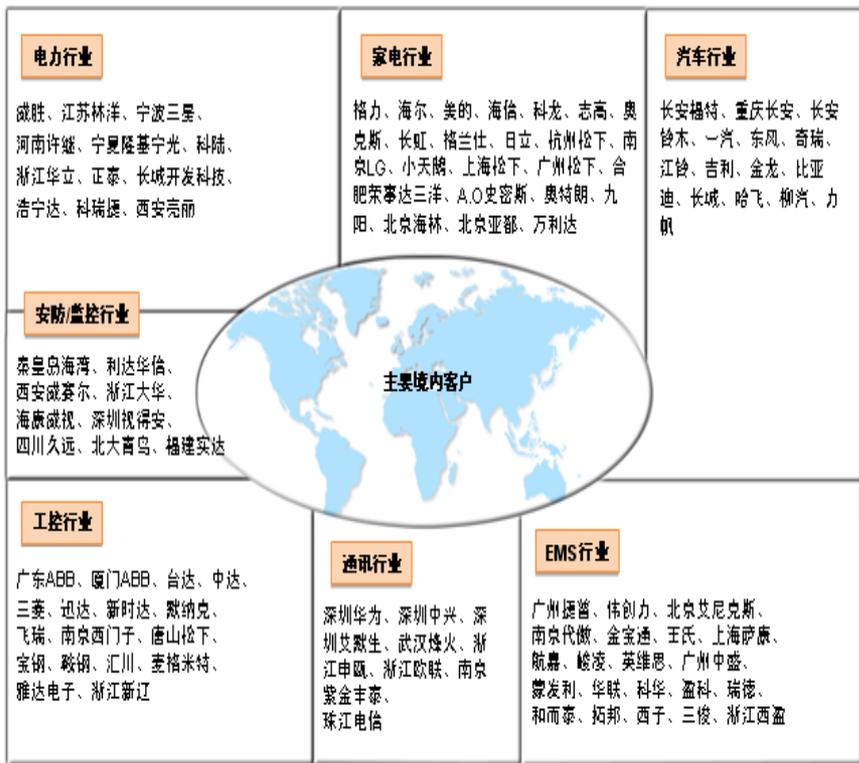
图：公司母、子公司管理架构



2.3 客户结构与营销体系

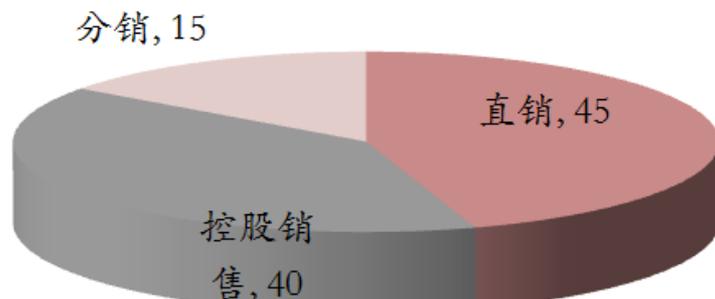
- ◆ 全球大客户平台；
- ◆ B2B模式；
- ◆ 扩张中的渠道；

图：公司下游及主要客户情况

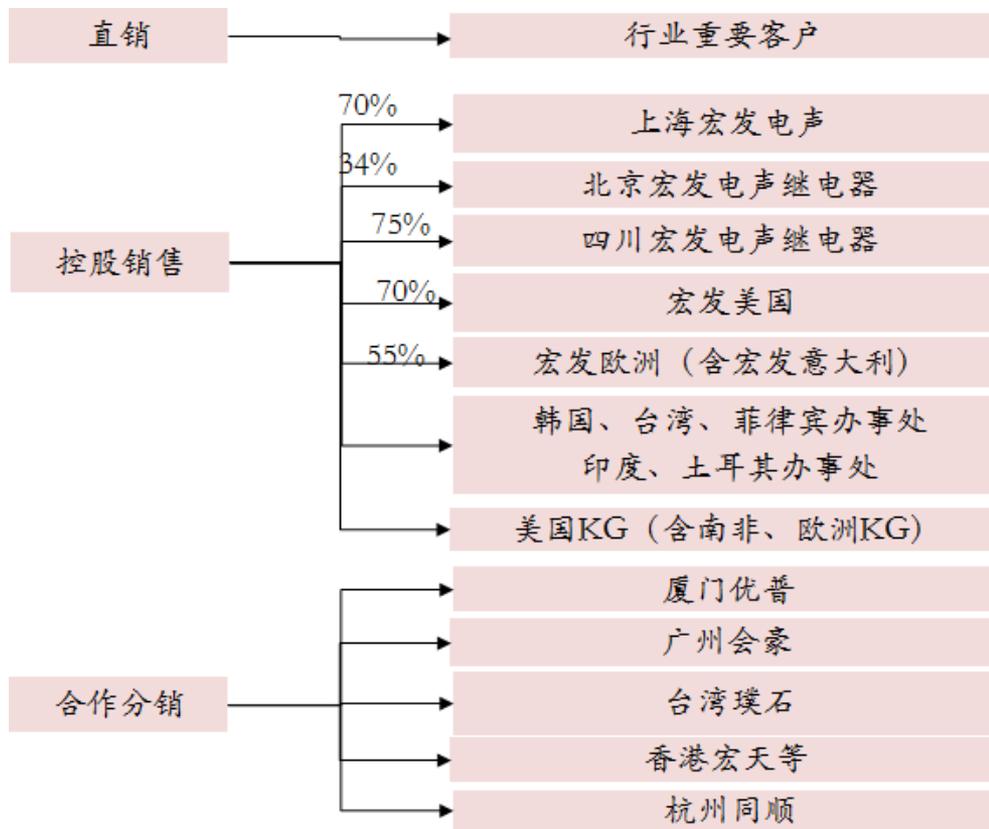


资料来源：公司资料、招商证券

图：公司销售模式占比



图：公司销售模式情况



2.3 公司典型客户

图 公司各业务典型客户情况

功率继电器	          
	          
汽车继电器	         
电力继电器	       
	   
工控继电器	     
	     
信号继电器	         
高压直流继电器	       
	     
低压开关	         
	 

资料来源：公司资料、招商证券

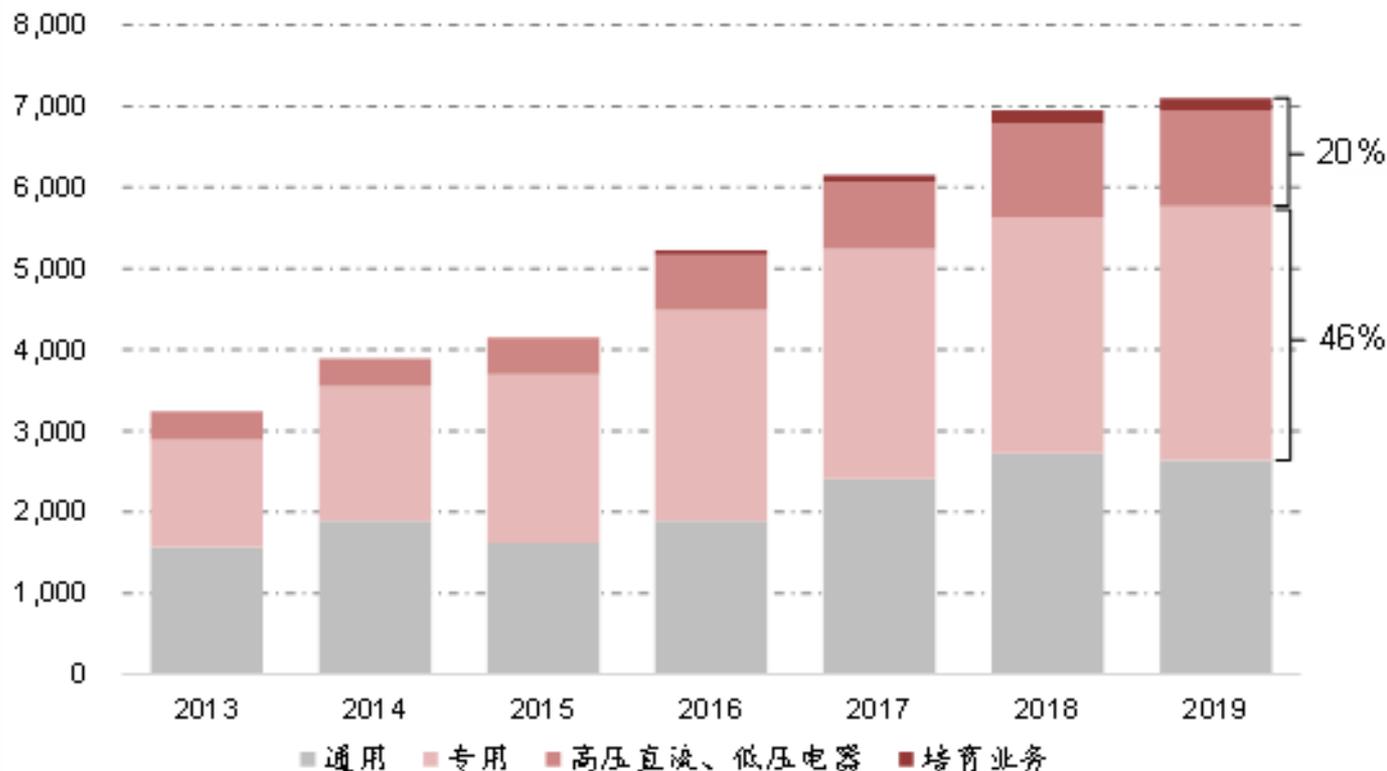
三、产品构成与行业格局

- ✓ 公司产品结构与变化
- ✓ 行业格局与公司竞争力分析

3.1 产品结构与变化

- ◆ 老、中、青三代布局：老（家电等）、中（部分行业继电器）、青（新业务、新门类产品）。
- ◆ 通用占比仍然高：以家电、常规工业用为主的通用继电器产品占比逐步下降，但仍有30%多的收入占比。

图 公司收入结构（百万元）



3.1 产品结构与变化

表：公司各业务收入情况（发货口径）

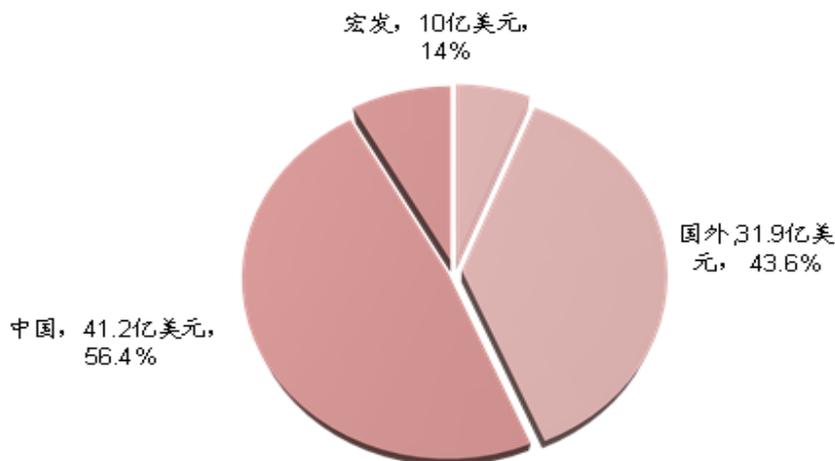
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
工控	收入（百万元）	200	280	341	419	500	535
	增速（%）	100	40	22	23	19	7
家电	收入（百万元）	1,891	1,620	1,890	2,410	2,723	2,642
	增速（%）	20	(14)	17	28	13	(3)
通讯	收入（百万元）	159	180	212	246	280	311
	增速（%）	14	13	18	16	14	11
汽车	收入（百万元）	458	600	795	923	930	809
	增速（%）	12	31	33	16	1	(13)
电力	收入（百万元）	842	1,020	1,250	1,239	1,200	1,476
	增速（%）	26	21	23	(1)	(3)	23
新业务（百万元）							
高压直流	收入（百万元）	30	100	244	390	570	599
	增速（%）		233	144	60	46	5
低压电器	收入（百万元）	310	350	385	435	580	580
	增速（%）	(12)	13	10	13	33	0
传感器、电子真空泵、薄膜电容、	收入（百万元）			50	87	168	200
	增速（%）						19
收入合计（百万元）		4062.8	4247.8	5082.8	6020.2	6879.8	7081.5
增速（%）		18.6	4.6	19.7	18.4	14.3	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

3. 2行业格局与公司竞争力

图 全球继电器规模及占比（2018年）

- ◆ 稳定的全球格局：全球继电器主要参与者有宏发、欧姆龙、松下、泰科等公司，格局相对比较稳定。
- ◆ 产业转移的趋势：宏发在海外、国内市场份额不断提升。



表：公司继电器市占率全球居前（2018年）

功率继电器		汽车继电器		电力继电器	
公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
宏发	23%	Panasonic	22%	宏发	53%
TE	9%	TE	13%	万佳	12%
Sanyou	8%	宏发	8%	GRT	10%
其他	60%	其他	57%	其他	25%

工控继电器		信号继电器		高压直流继电器	
公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
Omron	25%	宏发	13%	Panasonic	37%
TE	9%	Panasonic	11%	宏发	20%
宏发	4%	Omron	11%	Denso	13%
其他	62%	其他	65%	其他	30%

资料来源：公司数据、招商证券

3.2 行业格局与公司竞争力

表：公司主要业务下游及竞争力分析

	第一/第一梯队	第二梯队	全球排名	全球占比（考虑主要供应企业）	是国内核心供应商	拓展中客户
家电	宏发	TE、OMRON、松川	1	12%	是	国内外新产品；松下、西门子的国产化替代；海尔采购比扩大
汽车	TE	松下、OMRON、NEC、富士通、松川	8	3.5%	是	通用、通用美国；大众、宝马、雷诺
通讯	松下	TE、松下、OMRON、富士通、NEC	5	8%	不是	华为、中兴新产品
电力	宏发/KG	Gruner、贝斯特	1	55.0%	是	KG美国、L+G美国、西班牙、日本电表市场等
密封	TE	TELEDYNE、航天165厂，3412厂，航空315厂			不是	航空613所、航天一院
工控	OMRON	松下、和泉	5	3.5%	不是	Schneider、ABB贴牌、APC电源，国内为分销；
高压直流	松下	TE、松下、LSIS,Yaskawa	6	1-2%	不是	奔驰、大众、特斯拉、江淮、北汽
暖通接触器	TE	宏发、桂林机床、TE、Hartland	2	17.0%	不是	特灵、美的
电力保护用继电器	松下	TE		2%	不是	南自、南瑞继保等

资料来源：Wind、招商证券

3. 2行业格局与公司竞争力

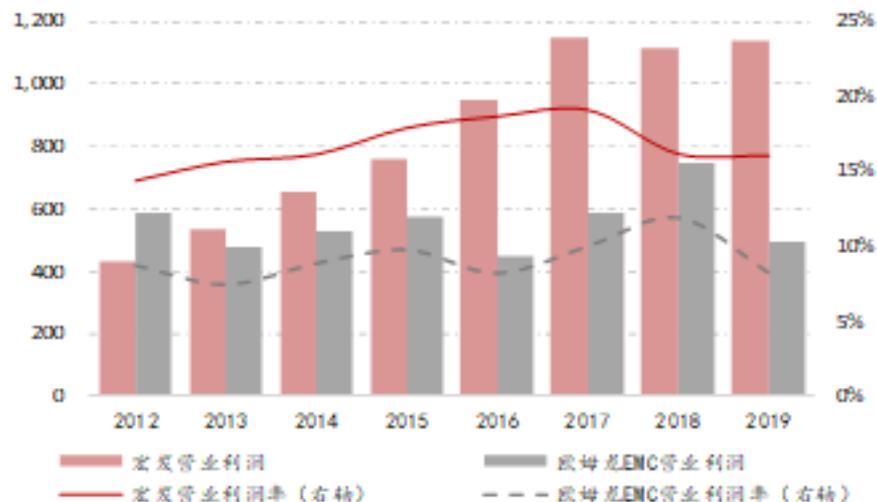
- ◆ 经营效率、盈利能力领先，回报率显著高于同行。
- ◆ 保持高于同行业的增速，公司继电器业务规模稳居全球第一。

表：宏发汽车电子业务盈利能力更强

财务指标名称	宏发汽车电子	海拉汽车电子
资产总额	648.26	185.11
负债总额	174.14	56.5
净资产	474.11	128.61
营业收入	816.84	238.24
净利润	160.29	6.79
净利率(%)	19.62	2.85
ROE(%)	33.81	5.28

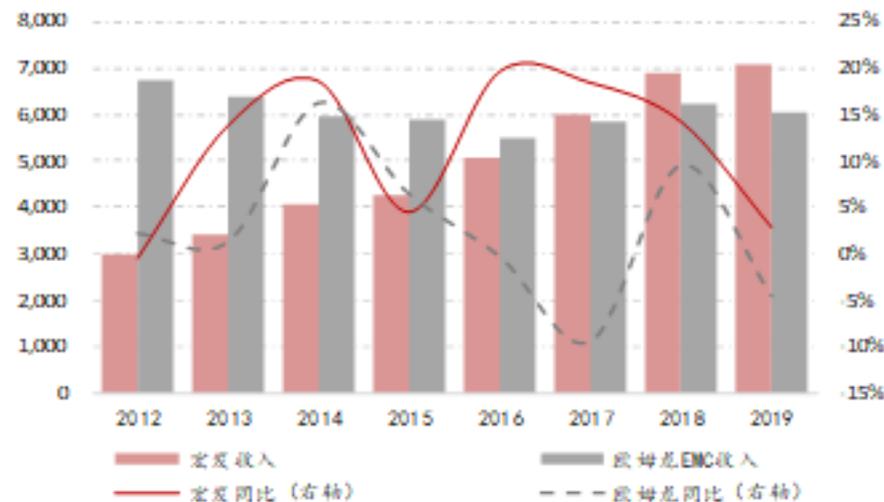
资料来源：公司公告、招商证券

图 宏发与欧姆龙 EMC 板块盈利能力比较 (百万元)



资料来源：彭博、招商证券

图 宏发与欧姆龙 EMC 板块收入增速比较 (百万元)



资料来源：彭博、招商证券

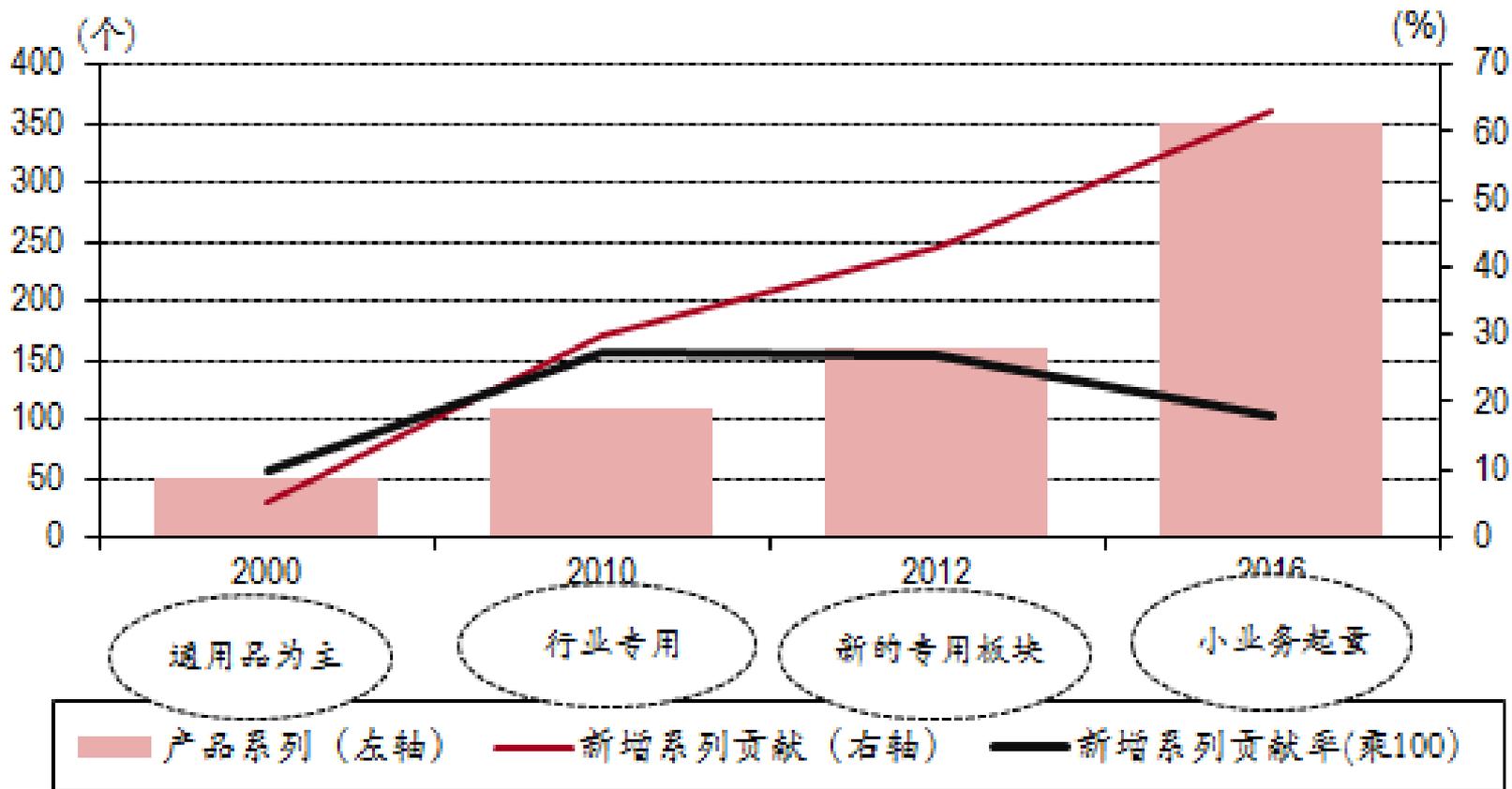
四、公司发展分析

- ✓ 传统继电器继续望增长，受益于自动化复苏
- ✓ 中期高度取决于新产品
- ✓ 高压直流迎来丰收
- ✓ 经营效率将持续提升
- ✓ 并购整合、扩张

4.1 传统继电器继续增长，受益自动化复苏 **CMS** 招商证券

- ◆ 仍在细分应用挖掘的阶段；
- ◆ 新业务培育与协同，是未来的主旋律。

图：公司业务发展历程



资料来源：Wind、招商证券

4.1 传统继电器继续增长，受益自动化复苏 招商证券

- ◆ 通用业务：稳健；
- ◆ 汽车：还有较大空间，合资车型占有率太低；
- ◆ 电力：增长可能主要在海外了；
- ◆ 工控、轨交、军工业务：需要时间。

表：公司主要下游分析

	单产品价值	国内市场	国内占有率	海外占有率
通用	2.5	25亿元左右	50-60%	40%以上
电力	15-20	10-15亿元	70%以上	50%以上
汽车	4	前端25-30亿元，后端 10亿元左右	综合20%左右	很低
工控	5	20亿元	10%左右	很低
轨交、安全	10元以上	10亿元	很低	
军工	10元以上	20亿元以上	很低	很低

资料来源：Wind、招商证券

4.1 传统继电器继续增长，受益自动化复苏 **CMS** 招商证券

- ◆ 业务全线复苏，增长加速。估算 Q2 累计对外出货 20.12 亿元，同比增长 15%，环比增长 25%。
- ◆ 其中，估算公司 4、5、6 月分别出货分别同比增长 6.0%、16.0%、21.0%，逐月增长出现加速的态势。

表：公司月度发货量估算（亿元）

	2019 年 E	2020 年 E	同比
1 月	6.66	5.53	-17.0%
2 月	3.74	3.90	4.3%
3 月	6.27	6.63	5.7%
4 月	6.13	6.50	6.0%
5 月	5.75	6.67	16.0%
6 月	5.74	6.95	21.0%
Q1 合计	17.09	16.06	-6.0%
Q2 合计	17.50	20.12	15.0%
H1 合计	34.58	36.18	4.6%

资料来源：公司数据、招商证券

表：公司分业务发货情况估算

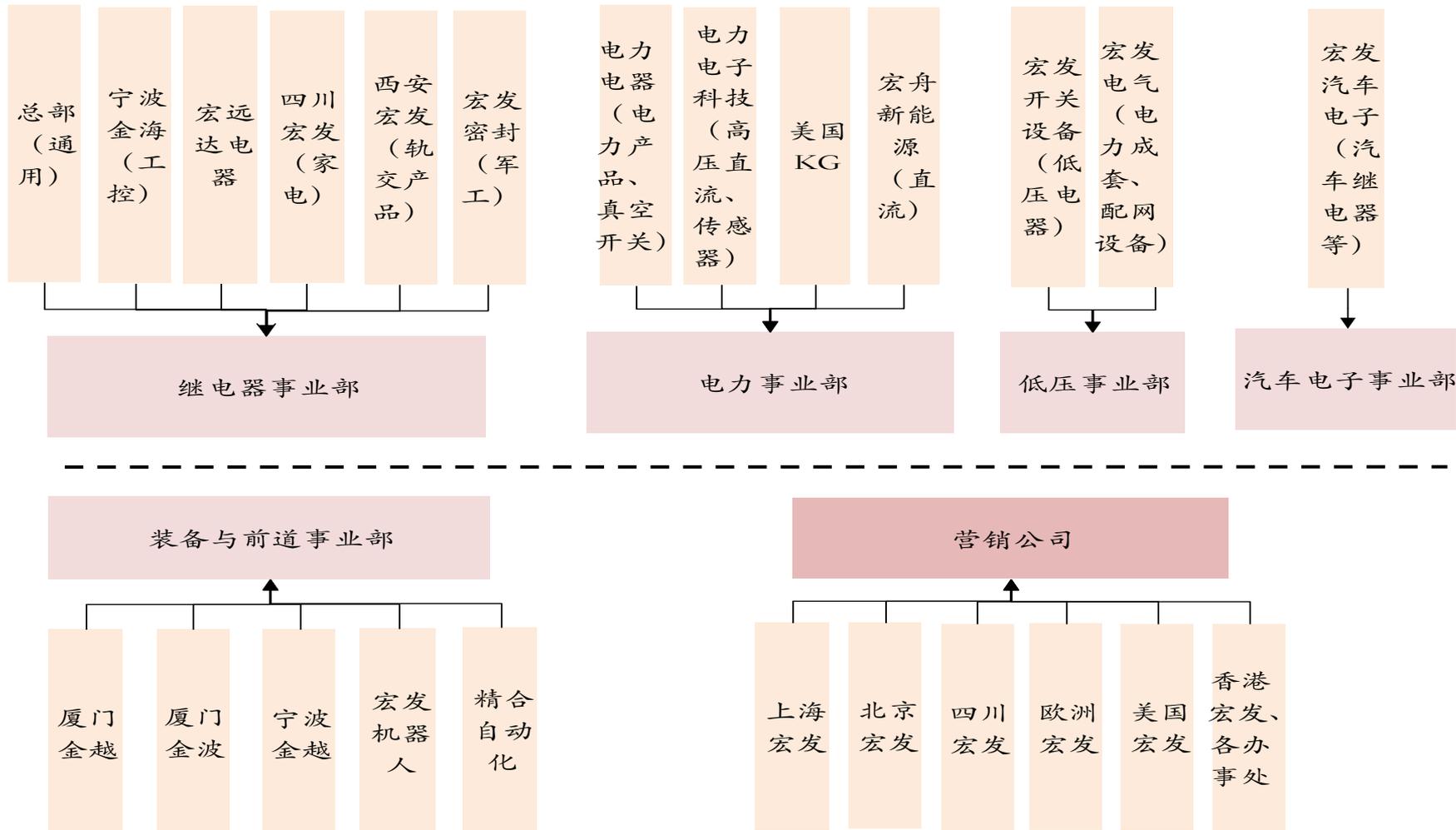
(亿元/%)	19H1	20H1	同比	19Q1	20Q1	同比	19Q2	20Q2	同比
工业	2.8	2.8	0.0	1.5	1.0	(32.0)	1.3	1.8	35.3
家电等	13.9	12.7	(9.0)	7.5	6.0	(20.0)	6.4	6.7	3.8
通讯	1.7	1.7	2.0	0.9	0.9	(1.1)	0.8	0.8	5.6
汽车	3.8	5.0	32.0	1.9	2.5	30.0	1.9	2.6	34.0
电力	7.2	7.9	10.0	3.2	3.2	(0.6)	4.0	4.7	18.5
新业务									0.0
其中：高压直流	2.4	2.2	(8.0)	1.1	1.0	(4.8)	1.3	1.2	(10.5)
其中：低压电器	3.0	3.2	7.0	1.4	1.3	(7.7)	1.6	2.0	19.2
合计	34.8	35.5	2.1	17.3	15.8	(9.1)	17.4	19.7	13.3

资料来源：公司数据、招商证券

4.2 中期高度取决于新产品

- ◆ 走出继电器领域；
- ◆ 事业部制：为新格局的管理升级：

图：公司主要事业部情况



资料来源：Wind、招商证券

4.2中期高度取决于新产品

图：公司新业务布局情况



❖ 功率继电器

广泛应用于家用电器、办公自动化、智能家居、温度控制、电力电源等。



❖ 工业继电器

广泛应用于工业机械设备、机床、PLC、电梯扶梯、辅助仪器仪表等工业控制及安全控制领域。



❖ 电力继电器

广泛应用于智能电表、智能照明、智能插座、继电保护等。



❖ 汽车继电器

广泛应用于车身控制、动力控制、安全控制、驾驶信息以及其它舒适性、便利性控制系统等。



❖ 信号继电器

广泛应用于通讯设备、仪器仪表、电脑外部设备、音响、无线电遥控、安防视频监控、楼宇智能控制等办公自动化设备等。



❖ 高频继电器

广泛应用于仪器仪表、通讯设备等高频传输应用领域。



❖ 新能源继电器

广泛应用于新能源汽车及充电装置、光伏发电系统等。



❖ 继电器插座

配套插座全新结构设计，先进工艺技术保证更高效，更可靠。

4.2 中期高度取决于新产品

- ◆ 2大业务已经站起来了：高压直流在全球有竞争优势，规模稳居全球前二；低压电器在工业市场也可，成为低压电器重要参与方。
- ◆ 5小业务：还在培育阶段，增长较快。
 - ◆ 有一定竞争力的：电容器、真空泵、工业连接器、射频连接器；
 - ◆ 跨度比较大的：传感器

表：公司新业务市场格局分析

	国内/全球市场情况	公司地位	2018 年规模估计
低压电器	国内 700 亿元，高端市场较集中，中低端分散	工业专用第一梯队，北美暖通等细分市场领先	5.8 亿元出货
高压直流	国内 6-10 亿元级别，集中	全球前二	5.7 亿元出货
薄膜电容	国内 60-70 亿元市场	并购实现，原来就有一定产品积累，正在大扩产	0.8 亿元出货
真空灭弧	国内 70-80 亿元市场规模	开始产业化，成立合资公司扩张	0.2 亿元出货
氧传感器	国内约 30-50 亿元市场	芯片完成研发，小批量市场推广	千万元级别
车用真空泵	国内 60 亿元以上规模	产品积累期，开始产业化	
工业连接器	国内数百亿元市场，分散	产品积累期，开始产业化	

资料来源：行业公开信息，公司数据，招商证券

4.3 高压直流继电器迎来丰收

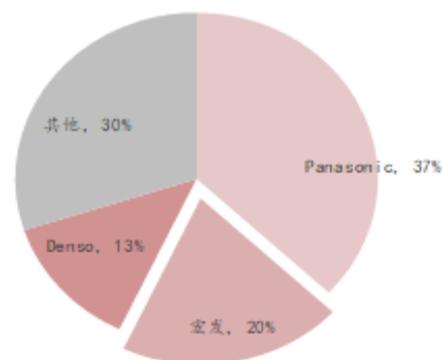
- ◆ 高压直流继电器竞争优势突出，全球排名前2
- ◆ 已成功进入海外、国内主要车企主力供应商，即将迎来丰收

图 公司高压直流继电器出货情况



资料来源：公司数据、招商证券

图 2018 年全球高压直流继电器市场份额



资料来源：公司数据、招商证券

表：公司高压直流收入测算

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
国内	新能源汽车销量 (万台)	52	77	123	121	120	167	246	344
	高压直流市场空间 (百万元)	865	980	1248	1106	977	1231	1619	2033
	宏发股份国内市占率 (%)	28	40	46	47	51	57	63	69
	国内收入 (百万元)	244	390	570	520	498	702	1020	1403
海外	海外量 (万颗)				40	180	600	800	1000
	价格 (元/颗)				200	170	160	155	150
	海外收入 (百万元)				80	306	960	1240	1500
收入合计 (百万元)		244	390	570	600	804	1662	2260	2903
同比 (%)		144	60	46	5	34	107	36	28

资料来源：公司数据、招商证券测算

4.3 高压直流继电器迎来丰收

- ◆ 公司较早开始高压直流产品研发，掌握真空与陶瓷工艺，以车级标准做产品，目前已经深入全球多数主流新能源车企。
- ◆ 公司在国内市占率超过60%，海外市占率保持前列，近几年对日企的优势已经逐渐体现出来。

表：全球高压直流继电器（开关）企业的产品比较

	宏发		泰科	松下	欧姆龙	韩国 LS
型号	HFE18 系列 	HFZ16 系列 	EV200 系列 	EV 系列 	G9E 系列 	GER 系列 
规模	2018 年 5.7 亿元		5 亿元以上	5 亿元以上		
	陶瓷密封	灌胶密封	灌胶密封	陶瓷密封	陶瓷密封	陶瓷密封
产品特点	产品系列较齐全 性价比领先		性价比好，市场担心灌胶技术绝缘不好	产品系列多，质量可靠，陶瓷价格较贵	市场使用不多，不清楚	产品系列较全；有一定使用量。
主要客户	海外：特斯拉、大众、奔驰、宝马、路虎、保时捷、现代；国内：CATL、北汽、比亚迪、广汽、上汽等		大众、梅赛德斯奔驰、戴姆勒	戴姆勒、丰田、东风、长安、一汽	戴姆勒、福特	现代汽车

资料来源：公司网站，行业信息，招商证券

4.3 高压直流继电器迎来丰收

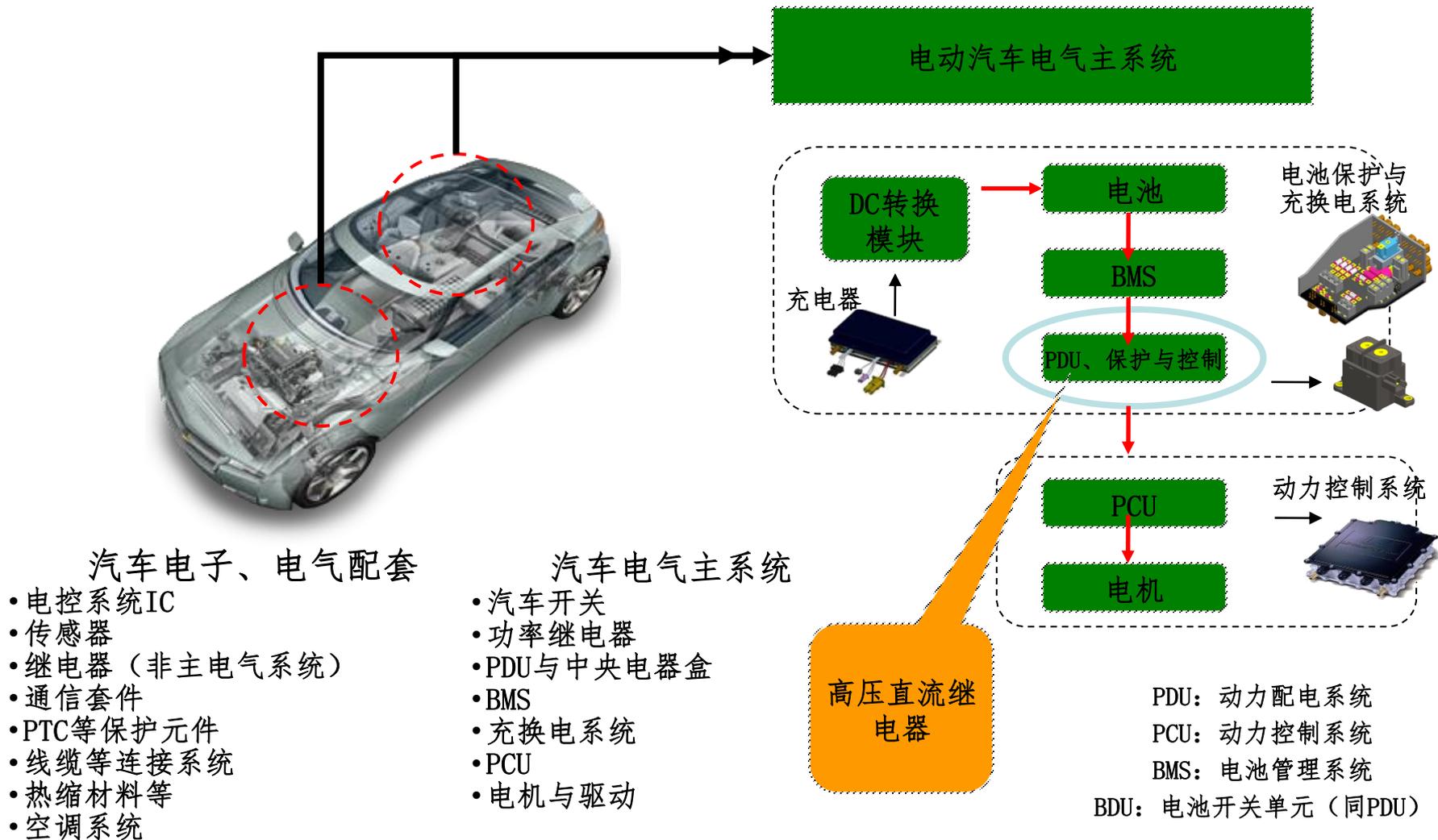
表：公司高压直流继电器主要客户统计

车企&车型	供应比例	出货规模
国内		
CATL	70%	目前占据国内超 40% 的份额;长期目标份额 70%
北汽	50%+	
比亚迪	50%+(小电流 BYD 自制)	
广汽	开始供货	
上汽	19 年刚开始	
长城、奇瑞、五菱、新	能源物流车、新能源客车等	
海外		
特斯拉 Model 3	快充继电器供应比例 50-70%	19 年 10 月启动量产, 首批产品已发往美国, 并将成为其国内工厂主力供应商; 规模 1.5-2 亿元/年
大众 MEB 平台	主辅继电器, 供应比例 100%	启动量产, 20 年 5-6 月份批量供货, 预计未来 3 亿元/年
奔驰 EB310	主辅继电器	开始小批量出货, 20 年 5-8 月份批量供货, 7 年 300 万只; 0.6-0.8 亿元/年
海外 EB4**	供应比例 100%	明年量产, 10 年 1400 万只 1.5-2 亿元/年
路虎		小批量供货
保时捷		小批量供货
现代		启动量产
宝马	供应比例 100%	已进入宝马定点, 宝马第五代混动车型 100% 份额
丰田		Q1 获得丰田国内新能源汽车项目 BDU 独家供应商指定
麦格纳		20 年 Q2 获得麦格纳 (索尼) 项目 BDU

资料来源：公司数据、招商证券

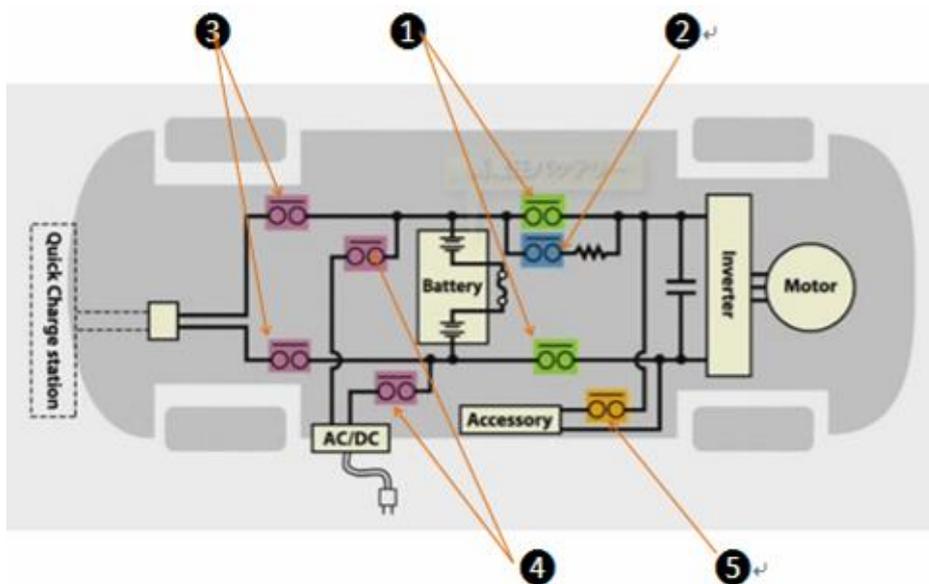
注：获得三星主要供应商指定证书; 丰田控制盒开始认证; 美系也在稳步推进

4.3 高压直流继电器迎来丰收



4.3 高压直流继电器迎来丰收

- ◆ 电动车高压直流继电器，主要用于BDU、PDU环节，负责电池包后面大的电流回路的开断，是整车控制的很核心的器件与环节。
- ◆ **高压直流继电器是否可能切换为固态/半导体开关？** 由于主电路、快充/慢充继电器需要大电流可靠关断，换为半导体开关是不合适的。而车载部分低电流的继电器可能可以换为半导体开关，但并不经济（新一代的SiC继电器，耐压能力提升、开关损耗减少，可实现轻量化，但价格是机械式继电器5倍以上，难以大规模应用）。



功能介绍：

- ◆ 1：主电路继电器：电池至PCU回路开关、保护
- ◆ 2：预充继电器：主电路继电器保护
- ◆ 3：快充继电器：快速充电用（工作电压较高）
- ◆ 4：慢充继电器：普通充电用（工作电源较低）
- ◆ 5：高压辅助继电器：高电压压系的空调、加热、逆变电路保护等

4. 4效率持续提升

- ◆ 公司的盈利情况可能还会有所提升
 - ◆ 保持较强的自动化投入，效率逐步体现；
 - ◆ 新业务比例提升，新业务盈利总体上更好；
 - ◆ 规模提升后，公司内配业务成本会摊薄。

表：公司资产与薪酬情况分析

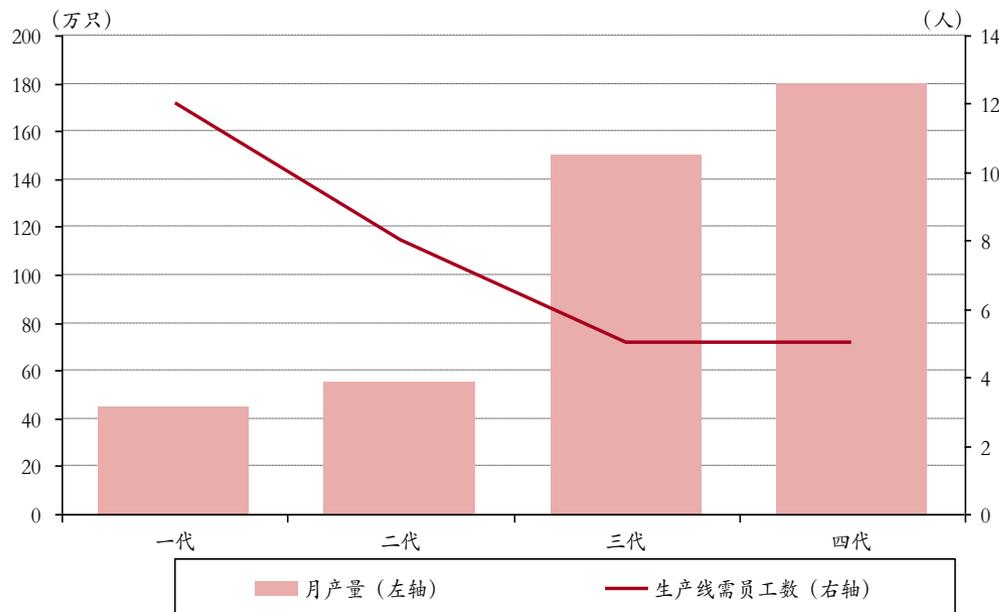
(百万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
固定资产净额	928.0	1106.8	1266.2	1685.2	2057.5	2374.4	2564.6
固定资产折旧	114.7	123.6	143.4	173.8	307.3	356.3	448.9
在建工程	26.3	140.2	422.2	345.5	391.3	278.4	403.7
薪酬福利总支出	685.1	937.3	1018.0	1139.5	1346.8	1505.1	1512.6
员工	10574	12148	12696	12291	13286	13627	13315
人均薪酬 (万元/人)	6.5	7.7	8.0	9.3	10.1	11.0	11.4
薪酬+资产折旧	799.8	1061.0	1161.4	1313.3	1654.1	1861.4	1961.5
收入	3425.2	4062.8	4247.8	5082.8	6020.2	6879.8	7081.5
薪酬与资产折旧占比	23.4	26.1	27.3	25.8	27.5	27.1	27.7

资料来源：Wind、招商证券

4. 4效率持续提升

- ◆ 公司自动化投入强度大，劳务效率在不断的提升。
- ◆ 信息化投入后管理水平、周转提升，公司未来总体周转水平也会逐步提升。

图：公司经营效率持续提升



表：公司经营指标分析

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
薪酬总额估算 (百万)	685.1	937.3	1018.0	1139.5	1346.8	1505.1	1512.6
员工 (人)	10574	12148	12696	12291	13286	13627	13315
人均薪酬 (万元/人)	6.5	7.7	8.0	9.3	10.1	11.0	11.4
人均产值 (万元/人)	32.4	33.4	33.5	41.4	45.3	50.5	53.2
收入/薪酬 (倍)	5.0	4.3	4.2	4.5	4.5	4.6	4.7

资料来源：Wind、招商证券

4.5 并购整合、扩张

- ◆ 有国际视野，但并购比较挑剔；
- ◆ 过去比较保守，温和扩张，2018之后，公司海外的发展与整合在加快。

表：公司过去部分收购兼并、对外合资情况

	时间	事项
合资	2003-2006	松下电工参股公司（持股 8%）
	2004-2007	与德国海拉合资公司海拉宏发电子
	1998-2012	美国赛特勒参股公司子公司宏美电子（1999 到 2010 年持股 40%）
	2017	子公司宏发电声出资 1740 万元（占总股比 58%）与 KGTechnologies, Inc.、乐清市汇金共同成立浙江宏凯吉公司
	2017	子公司宏发电声认缴 3060 万元（占总股比 51%）与舟山冠亨投资）、贺正林共同成立舟山金度科技有限公司
	2018	与厦门华电开关共同成立厦门维科英真空电器公司
收购	2018	孙公司厦门宏发电力电器出资 590 亿印尼盾成立印尼宏发，持股 59%
	2012	现金投资方式控股宁波宏舟（持股 52%）
	2013	现金收购厦门森源电气（控股 55%股权）
	2014	现金收购代工企业宏远达（100%控股）
	2015	现金收购美国 KG（100%控股）
	2016	参股 30%设立五峰电容公司（公司的一致行动人合计持股 52%）
	2018	子公司宏发电声现金收购厦门精合 30%股权（收购完成后宏发电声 100%控股）
	2018	子公司宏发电声现金收购宁波金海 30%股权（收购完成后直接持股 75%）
	2018	子公司宏发电声现金收购宏发五峰电容 15%股权（收购完成后持股从 48%增至 63%）
	2018	子公司宏发电声出资 5000 万成立全资子公司浙江宏发电子
	2018	子公司宏发电声出资欧元 196 万欧收购欧洲 MSB 公司 98%股权
2019	控股孙公司宏发汽车电子 0.9 亿元收购海拉汽车电子 100%股权，海拉电气继电器业务等资产	

资料来源：公司网站，招商证券

5、结论与建议

◆ 短期业绩：

3月开始，国内回暖明显，海外3季度预计也将回暖；

传统业务中电力、汽车今年有确定性，家电有一定压力；新业务中高压直流有望保持较快增长，低压电器受海疫情外影响较大；整体看今年业绩应该是稳重有升；

业绩质量比较强壮（双倍余额加速折旧）；

◆ 中长期展望：

汽车业务通过海拉加速了欧洲市场发展，将会上一个台阶；

高压直流锁定了全球主要车企，进入收获期；

低压电器空间很大，公司在产品品质上优势突出，应会逐步突破；

2020年，产能、产品都有变化，增速会起来一些，长期看公司新门类、新产品进展。

投资建议：维持“强烈推荐-A”评级，上调盈利预测，上调目标价为63-65元。

风险提示：经济持续下行影响公司产品需求；海外业务可能受贸易保护等政策影响；低压电器产能投放相对较慢，如果进度不及预期，则可能影响公司低压业务的增长

更新至2020.10.15

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	6880	7081	7986	10161	12665
同比增长	14%	3%	13%	27%	25%
营业利润(百万元)	1112	1139	1320	1714	2152
同比增长	-3%	2%	16%	30%	26%
净利润(百万元)	699	704	818	1065	1340
同比增长	2%	1%	16%	30%	26%
每股收益(元)	0.94	0.95	1.10	1.43	1.80
PE	54.4	54.0	46.4	35.7	28.4
PB	8.6	7.7	6.9	6.0	5.2

资料来源：公司数据、招商证券

- ◆ 经济持续下行影响公司产品需求。
- ◆ 公司海外业务较多，可能受贸易保护等政策影响。
- ◆ 低压电器产能投放相对较慢，如果进度不及预期，则可能影响公司低压业务的增长。

财务预测表

附：财务预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4945	5759	6551	8144	9948	营业收入	6880	7081	7988	10161	12665
现金	907	1392	1663	1942	2222	营业成本	4346	4452	5005	6317	7862
交易性投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加	64	65	74	94	117
应收账款	586	732	825	1050	1309	营业费用	310	363	399	508	633
应收款项	1760	2035	2273	2892	3605	管理费用	736	746	799	1016	1267
其它应收款	49	44	50	64	79	研发费用	331	350	399	508	633
存货	1423	1334	1490	1881	2341	财务费用	20	25	20	25	27
其他	220	221	249	316	393	资产减值损失	(12)	(15)	(14)	(14)	(14)
非流动资产	3946	4439	4670	4869	5042	公允价值变动收益	(19)	(3)	(5)	(9)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	85	85	58	49	54
固定资产	2374	2585	2761	2917	3040	投资收益	(14)	(9)	(9)	(5)	(8)
无形资产	486	443	399	359	323	营业利润	1112	1139	1320	1714	2152
其他	1085	1431	1510	1593	1679	营业外收入	3	3	3	3	3
资产总计	8892	10197	11220	13013	14990	营业外支出	2	18	18	18	18
流动负债	2708	3277	3395	3974	4436	利润总额	1113	1123	1305	1699	2137
短期借款	1279	1153	1084	1216	1153	所得税	153	159	185	239	302
应付账款	949	1545	1736	2192	2728	少数股东损益	261	260	302	394	495
预收账款	23	27	30	38	47	归属于母公司净利润	699	704	818	1065	1340
其他	457	552	545	528	508						
长期负债	204	330	330	330	330						
长期借款	20	19	19	19	19						
其他	184	311	311	311	311						
负债合计	2912	3607	3725	4304	4766						
股本	745	745	745	745	745						
资本公积金	449	446	446	446	446						
留存收益	3238	3733	4335	5155	6175						
少数股东权益	1547	1667	1970	2363	2858						
归属于母公司所有者权益	4432	4924	5526	6346	7366						
负债及权益合计	8892	10197	11220	13013	14990						
现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	827	1681	1296	1141	1404	年成长率					
净利润	699	704	818	1065	1340	营业收入	14%	3%	13%	27%	25%
折旧摊销	405	512	532	559	580	营业利润	-3%	2%	16%	30%	26%
财务费用	47	53	20	25	27	净利润	2%	1%	16%	30%	26%
投资收益	14	10	(44)	(35)	(40)	获利能力					
营运资金变动	(605)	126	(338)	(877)	(1009)	毛利率	36.8%	37.1%	37.3%	37.8%	37.9%
其它	268	276	307	403	506	净利率	10.2%	9.9%	10.2%	10.5%	10.6%
投资活动现金流	(878)	(794)	(720)	(724)	(714)	ROE	15.8%	14.3%	14.8%	16.8%	18.2%
资本支出	(828)	(775)	(764)	(759)	(754)	ROIC	13.5%	12.9%	13.4%	15.0%	16.4%
其他投资	(49)	(19)	44	35	40	偿债能力					
筹资活动现金流	223	(430)	(305)	(138)	(409)	资产负债率	32.8%	35.4%	33.2%	33.1%	31.8%
借款变动	426	(199)	(68)	132	(63)	净负债比率	14.6%	11.5%	9.8%	9.5%	7.8%
普通股增加	213	0	0	0	0	流动比率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.2
资本公积增加	(214)	(3)	0	0	0	速动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
股利分配	(213)	(298)	(216)	(245)	(320)	营运能力					
其他	10	70	(20)	(25)	(27)	资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
现金净增加额	174	456	271	279	280	存货周转率	3.2	3.2	3.5	3.7	3.7
						应收账款周转率	3.1	2.8	2.7	2.9	2.9
						应付账款周转率	4.5	3.6	3.1	3.2	3.2
						每股资料 (元)					
						EPS	0.94	0.95	1.10	1.43	1.80
						每股经营现金流	1.11	2.26	1.74	1.53	1.88
						每股净资产	5.95	6.61	7.42	8.52	9.89
						每股股利	0.40	0.29	0.33	0.43	0.54
						估值比率					
						PE	54.4	54.0	46.4	35.7	28.4
						PB	8.6	7.7	6.9	6.0	5.2
						EV/EBITDA	26.9	24.8	21.4	17.4	14.5

资料来源: 公司数据, 招商证券

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘琚涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017年加入招商证券，研究新能源汽车中游产业。

普绍增：上海财经大学硕士，2017年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链。

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

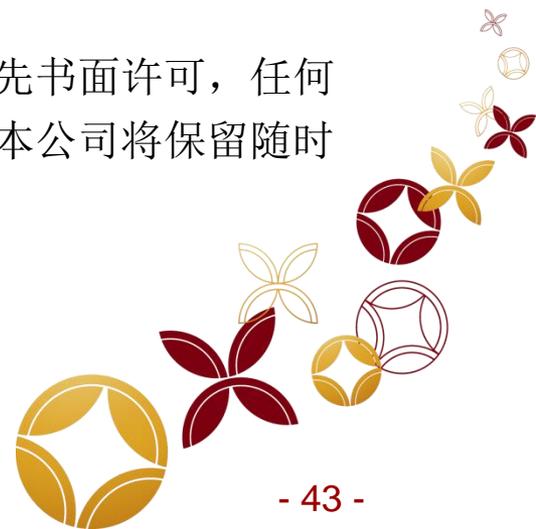
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



与产业同行，前瞻研究
愿为您的事业贡献力量!

--招商证券,电气设备新能源研究

CMS  招商证券



感谢聆听
Thank You