

投资评级 优于大市 维持

## 高压直流继电器高增，通用、汽车继电器阶段性低点

### 股票数据

07月31日收盘价(元)	25.20
52周股价波动(元)	18.45-29.53
总股本/流通A股(百万股)	745/745
总市值/流通市值(百万元)	18768/18768

### 相关研究

《收入稳健增长，高压直流继电器等表现亮眼》2019.04.04

《三季度收入提速，毛利率显著复苏》2018.11.02

《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》2018.08.01

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.7	9.0	3.1
相对涨幅(%)	3.4	3.7	5.1

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

### 投资要点:

- **公司发布2019半年报。**2019上半年，公司实现营收34.07亿元，同比增长1.53%；综合毛利率38.37%，同比上升0.17pct；归母净利润3.55亿元，同比下降3.42%。单季度看，2019年2季度公司实现营收17.82亿元，同比增长1.27%；综合毛利率38.55%，同比上升1.63pct，环比上升0.38pct；归母净利润1.97亿元，同比下降1.60%。
- **高压直流继电器持续高增。**上半年公司高压直流继电器出货约2.5亿元，同比增长55%。公司高端客户开发取得成效，除在国内迅速占据40%份额外，在海外市场先后获得路虎、保时捷、大众MEB、奔驰、福特、特斯拉、三星电池等重大项目主要供应商指定证书。我们认为，今年是公司海外车企供货元年，特斯拉、大众、福特等海外重点客户有望拉动公司出货持续快速上量。我们预计未来3-4年高压直流继电器业务收入复合增速有望达到40%左右。
- **电力继电器显著回暖。**上半年公司电力继电器出货约7.5亿元，同比增长23.5%。公司主打产品计量磁保持继电器随着中国国网第二轮换装加速启动，以及海外法网上量、英网、美网市占率进一步提升，呈现快速增长趋势。我们预计下半年将延续增长势头，全年有望实现20-30%增速。
- **工控、信号继电器、低压开关增速稳健。**上半年公司工控继电器出货约2.8亿元，同比增23.3%；信号继电器出货1.7亿元，同比增19%；低压开关出货3.0亿元，同比增15.3%。公司近两年来加大工控产品技术开发投入，整体竞争力明显提升；信号继电器主要受益于安防领域项目需求平稳上升以及工业测试及医疗检测设备领域取得客户突破性进展；低压开关继续聚焦国内外行业标杆大客户。我们预计未来2年公司工控、信号继电器将延续稳健增势，低压开关业务随着产能瓶颈的缓解，未来2年增速有望提升。
- **通用、汽车继电器短期承压。**上半年通用继电器出货约14亿元，同比下降7.29%，汽车继电器出货约3.8亿元，同比下降25%。通用继电器海外市场需求增长稳定，但一季度国内白电市场国际继电器巨头带头挑起激烈市场竞争，二季度起市场形势渐趋于稳定，我们预计下半年有望逐步企稳；汽车继电器，上半年国内汽车市场整体下降幅度超出预期，对公司现有市场及客户产生较大影响。公司下半年将加大对奔驰、BOSH等新客户推广力度，为后续上量做准备，为未来该板块增长打开新空间。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6020.20	6879.77	7618.52	8790.73	10291.23
(+/-)YoY(%)	18.44%	14.28%	10.74%	15.39%	17.07%
净利润(百万元)	684.99	698.85	771.12	900.61	1061.58
(+/-)YoY(%)	17.74%	2.02%	10.34%	16.79%	17.87%
全面摊薄EPS(元)	0.92	0.94	1.04	1.21	1.43
毛利率(%)	39.85%	36.84%	36.70%	36.61%	36.54%
净资产收益率(%)	17.38%	15.77%	14.82%	14.75%	14.82%

资料来源：公司年报(2017-2018)，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

**总结。**整体而言,我们认为:(1)公司通用、汽车继电器处于阶段性低点,从板块下游需求、公司客户拓展来看,我们预计从今年底或者明年初,板块有望迎来改善。(2)高压直流继电器、电力继电器,是上半年增速较快的板块,有望拉动公司今年的增长。(3)低压电器,我们预计随着产能瓶颈的缓解,未来有望呈现数年的快速增长。

**盈利预测与估值。**我们预计,2019-2021年公司归母净利润分别为7.71亿元、9.01亿元、10.62亿元;每股收益为1.04元、1.21元、1.43元。公司继电器全球市占率领先,质地优异,具备全球竞争力,参考可比公司估值,给予公司2019年25-30倍PE,对应26.00-31.20元/股,优于大市评级。

**风险提示。**海外车企切入进展不达预期,美元汇率波动风险,市场竞争风险。

表1 公司出货量数据

	18H1		19H1	
	出货量(亿元)	同比增速	出货量(亿元)	同比增速
通用继电器	15.1	22.50%	14.0	-7.29%
电力继电器	6.1	-12.60%	7.5	23.50%
汽车继电器	5.04	1.60%	3.8	-25.00%
工控继电器	2.27	13.80%	2.8	23.30%
信号继电器	1.4	16.40%	1.7	19.00%
高压直流继电器	1.6	36.00%	2.5	55.00%
低压开关	2.6	20.50%	3.0	15.30%

资料来源:公司18-19年中报,海通证券研究所

表2 同业估值水平

	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)			PE(X)		
			2017	2018	2019E	2017	2018	2019E
002706.sz 良信电器	6.04	47.43	0.27	0.28	0.36	22.56	21.57	16.80
002664.sz 长鹰信质	14.98	59.92	0.64	0.65	0.76	23.42	23.05	19.71
300124.sz 汇川技术	24.92	414.16	0.64	0.71	0.81	39.07	35.10	30.62
<b>行业平均</b>						<b>28.35</b>	<b>26.57</b>	<b>22.37</b>

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	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6879.77</b>	<b>7618.52</b>	<b>8790.73</b>	<b>10291.23</b>
每股收益	0.94	1.04	1.21	1.43	营业成本	4345.58	4822.47	5572.72	6530.85
每股净资产	5.95	6.99	8.20	9.62	毛利率%	36.84%	36.70%	36.61%	36.54%
每股经营现金流	1.11	1.14	1.55	1.76	营业税金及附加	64.35	68.57	79.12	92.62
每股股利	0.400	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.94%	0.90%	0.90%	0.90%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	310.38	342.83	391.19	457.96
P/E	26.86	24.34	20.84	17.68	营业费用率%	4.51%	4.50%	4.45%	4.45%
P/B	4.23	3.61	3.07	2.62	管理费用	1067.09	1180.87	1353.77	1574.56
P/S	2.73	2.46	2.13	1.82	管理费用率%	15.51%	15.50%	15.40%	15.30%
EV/EBITDA	12.80	11.58	9.50	7.70	EBIT	1092.37	1203.78	1393.94	1635.24
股息率 (%)	<b>1.59%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	20.24	40.89	33.36	27.05
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.29%	0.54%	0.38%	0.26%
毛利率	36.84%	36.70%	36.61%	36.54%	资产减值损失	12.06	18.60	19.03	22.23
净利润率	13.96%	13.87%	14.03%	14.13%	投资收益	-13.67	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	15.77%	14.82%	14.75%	14.82%	<b>营业利润</b>	<b>1027.26</b>	<b>1144.28</b>	<b>1341.55</b>	<b>1585.96</b>
资产回报率	7.86%	7.71%	7.91%	8.12%	营业外收支+其他收益	85.58	84.00	93.00	105.00
投资回报率	15.90%	16.03%	17.53%	19.64%	<b>利润总额</b>	<b>1112.84</b>	<b>1228.28</b>	<b>1434.55</b>	<b>1690.96</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1497.77	1609.92	1873.17	2164.40
营业收入增长率	14.28%	10.74%	15.39%	17.07%	所得税	152.50	171.96	200.84	236.73
EBIT 增长率	-5.76%	10.20%	15.80%	17.31%	有效所得税率%	13.70%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润增长率	0.28%	9.99%	16.79%	17.87%	少数股东损益	261.49	285.21	333.10	392.64
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>698.85</b>	<b>771.12</b>	<b>900.61</b>	<b>1061.58</b>
资产负债率	32.8%	29.6%	27.4%	25.7%					
流动比率	1.83	2.24	2.64	3.07	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	1.28	1.61	1.96	2.33	货币资金	907.44	1325.00	2120.00	3180.00
现金比率	0.34	0.48	0.73	1.01	应收款项	1835.94	2385.54	2752.58	3222.42
<b>经营效率指标</b>					存货	1439.58	1673.00	1935.18	2267.90
应收帐款周转天数	89.42	110.00	110.00	110.00	其它流动资产	150.81	150.81	150.81	150.81
存货周转天数	116.17	125.00	125.00	125.00	流动资产合计	4945.49	6172.29	7692.87	9680.84
总资产周转率	0.83	0.81	0.82	0.84	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	3.10	3.26	3.98	5.02	固定资产	2374.36	2296.22	2125.13	1971.15
					在建工程	278.42	228.42	288.42	168.42
					无形资产	472.78	477.78	458.64	440.46
					非流动资产合计	3946.03	3822.89	3692.65	3400.49
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>8891.52</b>	<b>9995.18</b>	<b>11385.52</b>	<b>13081.33</b>
净利润	960.33	1056.32	1233.71	1454.23	短期借款	1279.04	1169.49	1111.49	1039.38
少数股东损益	261.49	285.21	333.10	392.64	应付账款	760.88	858.80	992.40	1163.03
非现金支出	417.46	424.74	498.26	551.39	预收账款	22.87	22.89	27.35	31.65
非经营收益	87.00	-34.03	-46.39	-60.99	其它流动负债	1.11	1.11	1.11	1.11
营运资金变动	-637.32	-596.09	-529.97	-636.51	流动负债合计	2707.95	2755.29	2911.92	3153.50
<b>经营活动现金流</b>	<b>1088.96</b>	<b>1136.15</b>	<b>1488.72</b>	<b>1700.76</b>	长期借款	19.89	19.89	19.89	19.89
资产	-825.16	-199.00	-256.00	-132.00	其它长期负债	184.34	184.34	184.34	184.34
投资	-2.40	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	204.23	204.23	204.23	204.23
其他	-48.26	0.00	0.00	0.00	<b>负债总计</b>	<b>2912.18</b>	<b>2959.51</b>	<b>3116.14</b>	<b>3357.73</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-875.82</b>	<b>-199.00</b>	<b>-256.00</b>	<b>-132.00</b>	实收资本	744.76	744.76	744.76	744.76
债权募资	459.52	-109.55	-58.00	-72.11	普通股股东权益	4432.06	5203.18	6103.79	7165.37
股权募资	71.62	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	1547.28	1832.49	2165.59	2558.23
其他	-297.01	-124.83	-46.61	-44.01	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>8891.52</b>	<b>9995.18</b>	<b>11385.52</b>	<b>13081.33</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>234.12</b>	<b>-234.38</b>	<b>-104.62</b>	<b>-116.12</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>185.77</b>	<b>417.56</b>	<b>795.00</b>	<b>1060.00</b>					

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 (2018), 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： 卧龙电驱,许继电气,信捷电气,长园集团,正泰电器,良信电器,汇川技术,英威腾,东方电气,科士达,国电南瑞,哈工智能,麦格米特,宏发股份,平高电气

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。