

强烈推荐-A (维持)

宏发股份 600885.SH

目标估值: 33-36 元

当前股价: 26.67 元

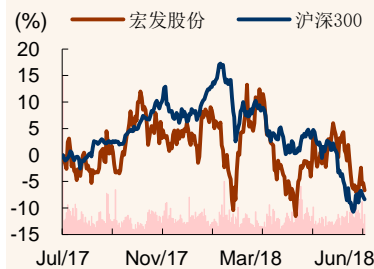
2019 年 11 月 13 日

基础数据

上证综指	2915
总股本(万股)	74476
已上市流通股(万股)	74476
总市值(亿元)	199
流通市值(亿元)	199
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	14.0
资产负债率	38.5%
主要股东	有格投资有限公司
主要股东持股比例	34.32%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	20	20
相对表现	5	15	-2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《宏发股份(600885)一高压直流海外逐步放量,传统汽车业务降幅明显缩》2019-10-31
- 2、《宏发股份(600885)一高压直流继续高增长,家电、汽车下半年有望逐步恢复》2019-08-02
- 3、《宏发股份(600885)一新业务如期高增长,家电、汽车拖累业绩》2019-05-06

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理

普绍增
pushaozeng@cmschina.com.cn

拟收购海拉汽车继电器资产,海外业务将推动公司上台阶

公司公告,控股孙公司宏发汽车电子拟向海拉控股购买其持有的“海拉汽车电子”100%股权,拟向海拉电气购买其所有继电器业务涉及的存货和生产设备等资产。海拉汽车电子和海拉电气目标资产收入主要来自于欧美市场,主要客户包括大众、通用、福特、戴姆勒等。收购海拉能快速打通海外渠道,有助于公司进一步深入欧系乘用车供应链。公司近年公司通过收并购、设立海外公司、启动海外项目建设,加速对接海外客户的制造与供应链布局。同时,公司高压直流继电器、低压电器通过海外市场都取得了较大的成功,海外业务有可能在明后年推动公司新台阶。看好公司长期竞争力,维持强烈推荐评级,提高目标价为 33-36 元。

- **拟收购海外汽车继电器资产。**控股孙公司宏发汽车电子拟向海拉控股购买其持有的“海拉汽车电子”100%股权,拟向海拉电气购买其所有继电器业务涉及的存货和生产设备等资产。收购金额合计为 9240 万元人民币,其中,海拉汽车电子 5515 万元,继电器业务资产 3725 万元。
- **进一步加大海外投入,海外业务抵抗力更强。**海拉汽车电子和海拉电气目标资产合计大约有 3 亿元的汽车继电器收入,主要来自于欧美市场,主要客户包括大众、通用、福特、戴姆勒等。公司汽车继电器业务收入大约有 70% 在国内市场,收购海拉能快速打通海外渠道,有助于公司进一步深入欧系乘用车供应链。公司围绕高压直流继电器、低压电气、汽车继电器、电力继电器等主要业务板块在海外积极开展布局,通过收并购、设立海外公司、启动海外项目建设,公司在海外的制造、供应链更强,应对贸易摩擦的抵抗力更强,全球竞争力更加清晰。
- **海外业务的成功,将推动公司在明后年再上台阶。**公司汽车电子业务在北美、欧洲市场主流客户已有一定影响力,整合海拉汽车电子后综合竞争力将更强。而公司作为电动汽车能源回路开关的高压直流继电器产品,已经成功成为奔驰、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,特斯拉项目在今年 8 月完成产线认定,10 月启动量产,首批产品已发往美国,并可能成为 Model3 国内工厂主力供应商。海外电动车明后年放量,将带来可观的业务增量。此外,公司电力继电器全球市场份额达 53%,海外市场保持 20% 以上增长,特别是北美、欧洲市场表现突出。低压电器板块从北美市场孵化而来,已经成长为重要的业务板块。
- **投资建议:** 维持强烈推荐评级,调整目标价为 33-36 元。
- **风险提示:** 经济持续下行需求疲软,产能投放不及预期,汇率波动影响。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6020	6880	7234	8890	10784
同比增长	18%	14%	5%	23%	21%
营业利润(百万元)	1150	1112	1173	1513	1892
同比增长	21%	-3%	5%	29%	25%
净利润(百万元)	685	699	739	953	1191
同比增长	18%	2%	6%	29%	25%
每股收益(元)	0.92	0.94	0.99	1.28	1.60
PE	29.0	28.4	26.9	20.9	16.7
PB	5.0	4.5	4.1	3.6	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、拟收购海外汽车继电器资产	3
二、进一步加大海外投入，海外业务抵抗力更强	6
三、海外业务的成功，将推动公司在明后年再上台阶	7
风险提示	8

图表目录

表 1: 拟收购海外汽车继电器资产	3
表 2: 海拉电子和海拉电子资产情况	3
表 3: 宏发汽车电子最近一年主要财务指标 (单位, 百万元)	3
表 4: 海拉汽车电子主要财务指标 (单位, 百万元)	4
表 5: 海拉电气最近一年主要财务指标 (单位, 百万元)	4
表 6: 公司分项业务增长情况估算 (发货口径)	4
表 7: 公司 2019 年启动海外项目建设情况	6
表 8: 公司过去部分收购兼并、对外合资情况	6
表 9: 公司高压直流继电器海外部分统计 (不完全)	7
附: 财务预测表	9

一、拟收购海外汽车继电器资产

拟收购海外汽车继电器资产。控股孙公司宏发汽车电子拟向海拉控股购买其持有的“海拉汽车电子”100%股权，拟向海拉电气购买其所有继电器业务涉及的存货和生产设备等资产。收购金额合计为9240万元人民币，其中，海拉汽车电子5515万元(对应PE8.13倍，PB0.43倍)，继电器业务资产3725万元。

加速海外布局。海拉汽车电子和海拉电气目标资产合计大约有3亿元的汽车继电器收入，主要来自于欧美市场，主要客户包括大众、通用、福特、戴姆勒等。海拉汽车电子和海拉电气目标资产合格存货账面价值为5100万元，而产线等资产(6000万元)生产效率较宏发相比可能略低一些，这个并购对宏发的当期财务影响不大。

但业务上看，公司汽车继电器业务收入大约有70%在国内市场，收购海拉能快速打通海外渠道(公司汽车继电器业务2018年收入8.17亿元，市占率8%，此次加上海拉3亿元业务后，公司汽车继电器业务全球市占率将提升至11%左右)，有助于公司进一步深入欧系乘用车供应链。

公司将对海拉相关资产进行整合和提升。公司汽车继电器业务净利率约为20%左右，而海拉汽车电子仅为2.85%左右，差异的主要原因有(1)物料成本大约相差5%；(2)生产效率、折旧、人工等其他差异导致相差10%左右。如果不考虑新增市场，宏发有望通过管理整合，促使海拉目前3亿元的收入做到6000万元左右净利润。

汽车继电器降幅3季度已明显收窄。前三季度公司汽车继电器累计发货5.5亿元，同比下降20%，其中Q3发货1.7亿元，同比下降6%，降幅明显收窄。

自9月起，国内汽车市场日趋回暖，北方区域回升较快，订单整体需求明显回升，随着年底冲量周期来临，全年降幅还将明显缩减，10月份起汽车电子已经推动扩线提产，2020年将恢复明显增长。

表 1：拟收购海外汽车继电器资产

拟收购资产	拟收购金额(百万元)
海拉汽车电子100%股权	55.15
海拉电气继电器业务等资产	37.25
合计	92.40

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：海拉电子和海拉电子资产情况

资产	基准金额(人民币千元)
固定资产账面净值 - 海拉汽车电子	26,000
固定资产账面净值 - 海拉电气目标资产	44,000
合格存货账面价值 - 海拉汽车电子	30,000
合格存货账面价值 - 海拉电气目标资产	21,000
合计:	121,000

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：宏发汽车电子最近一年主要财务指标(单位,百万元)

财务指标名称	2018年
资产总额	648.26
负债总额	174.14
净资产	474.11
营业收入	816.84

财务指标名称	2018 年
净利润	160.29
净利率(%)	19.62
ROE(%)	33.81

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 海拉汽车电子主要财务指标 (单位, 百万元)

财务指标名称	2018 年	2019 年 5 月 31 日
资产总额	185.11	177.02
负债总额	56.50	47.75
净资产	128.61	129.28
营业收入	238.24	98.82
净利润	6.79	0.67
净利率(%)	2.85	0.67
ROE(%)	5.28	0.51

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 海拉电气最近一年主要财务指标 (单位, 百万元)

财务指标名称	2018 年
资产总额	515.61
负债总额	537.46
净资产	-21.85
营业收入	607.02
净利润	34.34
净利率(%)	5.66
ROE(%)	-157.16

资料来源：公司公告、招商证券

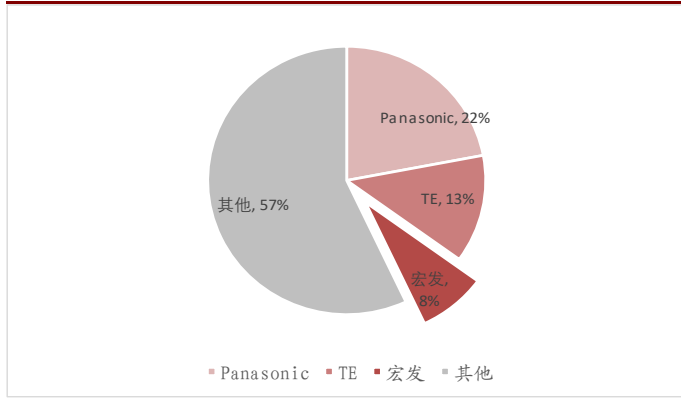
注：公司拟向海拉电气购买其所有继电器业务（包含 SSR 及其他继电器）涉及的存货和生产设备等资产

表 6: 公司分项业务增长情况估算 (发货口径)

(百万元)	18Q1-3	19Q1-3	同比 (%)	18Q3	19Q3	同比 (%)
通用	25.6	24.5	(4.2)	8.2	7.7	(6.2)
其中：工业	3.6	4.2	17.0	1.3	1.4	6.2
其中：家电等	22.0	20.3	(7.7)	6.9	6.3	(8.6)
通讯	2.1	2.4	12.0	0.7	0.7	(2.0)
汽车	6.9	5.5	(20.0)	1.8	1.7	(6.0)
电力	9.1	11.0	21.0	3.0	3.5	16.0
新业务						
其中：高压直流	2.8	3.9	39.0	1.3	1.5	19.3
其中：低压电器	4.1	4.6	11.0	1.5	1.6	3.7
合计	50.6	51.9	2.5	16.6	16.7	0.9

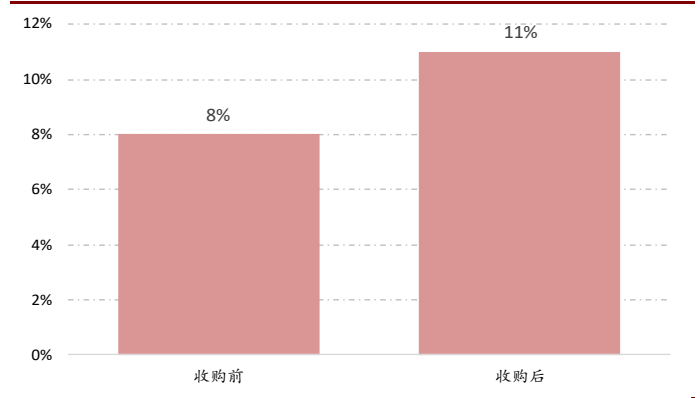
资料来源：公司数据，招商证券

图 1 2018 年汽车继电器主要厂家市场份额



资料来源：公司数据、招商证券

图 2 公司汽车继电器市场份额变化情况估算



资料来源：公司数据、招商证券测算

二、进一步加大海外投入，海外业务抵抗力更强

海外布局清晰。目前公司已有欧洲宏发、美国 KG、美国宏发等在海外的一级子公司，海外业务完成深度本土化，近几年海外战略还在加速。2018 年，公司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%。同年，公司出资欧元 196 万欧元收购欧洲 MSB 公司 98% 股权。2019 年，公司启动投资 430 万欧元对宏发现位于德国法兰克福的基地实施扩建，工程计划于 2020 年底完成，主要用于在欧洲建立高压直流和低压电器产品检测及实验室，以及相配套的销售及市场技术服务支持。同时，公司拟收购海拉汽车继电器相关资产。

公司围绕高压直流继电器、低压电气、汽车继电器、电力继电器等主要业务板块在海外积极开展布局，通过收并购、设立海外公司、启动海外项目建设，海外形成了清晰、本土化的布局。同时，能有效应对“贸易摩擦”带来的业务风险。

表 7：公司 2019 年启动海外项目建设情况

海外项目	投资金额	建设期限	主要意义
德国法兰克福的基地	430 万欧元	2020 年底完成	主要用于在欧洲建立高压直流和低压电器产品检测及实验室，以及相配套的销售及市场技术服务支持

资料来源：公司资料、招商证券

表 8：公司过去部分收购兼并、对外合资情况

时间	事项
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%）
合资	2017 子公司宏发电声出资 1740 万元（占总股比 58%）与 KG Technologies, 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
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）
收购	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 万欧元收购欧洲 MSB 公司 98% 股权

资料来源：公司网站，招商证券

三、海外业务的成功，将推动公司在明后年再上台阶

公司的高压直流继电器正在进入收获期：公司在奔驰、大众、路虎、保时捷等海外标杆客户已经逐步实现小批量供货，特斯拉项目已于今年 8 月完成产线认定，10 月启动量产，首批产品已发往美国，并将成为其国内 Model3 的主力供应商。

公司高压直流主要定位在主流乘用车客户上，先慢后快，目前已经陆续成为欧系主要车企电动车的主要供应商，高压直流目前单车全部产值在 800-1500 元之间，再叠加上传统的继电器（单车 140-200 左右），随着海外电动车在明年下半年到后年放量，将带来客观的业务增量。

海外的成功，将推动公司再上台阶。公司电力继电器全球市场份额达 53%，海外市场整体保持 20%以上快速增长，特别是北美、欧洲市场表现突出。目前，公司凭借着强大领先优势继续拓展全球市场，提升份额，特别是北美新项目进展顺利。

公司低压电器业务本来就从北美市场培育出来，目前客户群体仍然主要在中国、美国、欧洲市场，近几年跟随国家“一带一路”战略，在东南亚也有较大增长；但主要的增量订单与需求，还是来自北美、欧洲市场的工业客户。

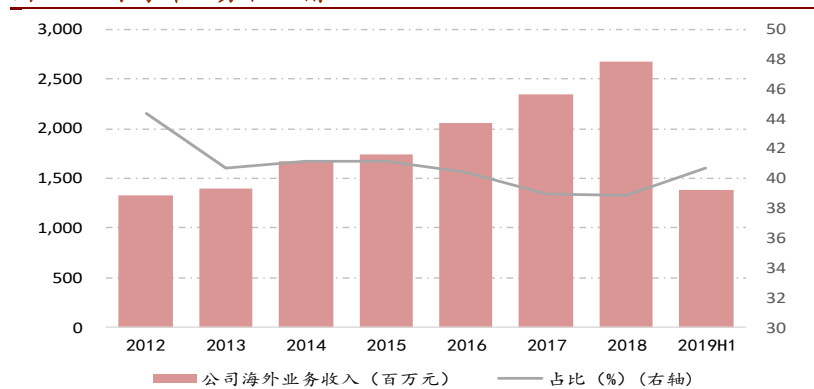
表 9：公司高压直流继电器海外部分统计（不完全）

车企	车型	供应比例
特斯拉	Model 3	快充继电器供应比例 50-70%
大众	MEB 平台	主辅继电器,供应比例 100%
奔驰	EB310	主辅继电器
	EB4**	供应比例 100%
路虎	-	已批量出货
保时捷	-	已批量出货

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；宝马在做；丰田控制盒开始认证；美系也在稳步推进

图 3 公司海外业务收入情况

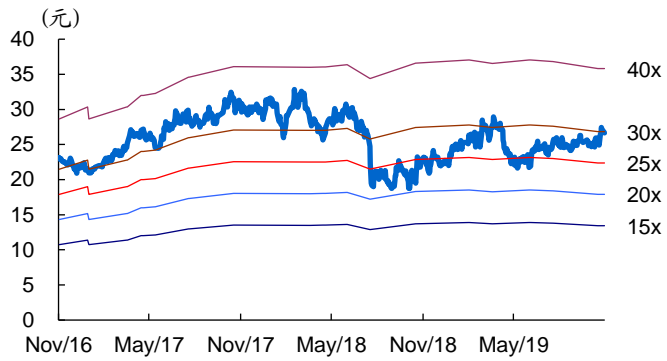


资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

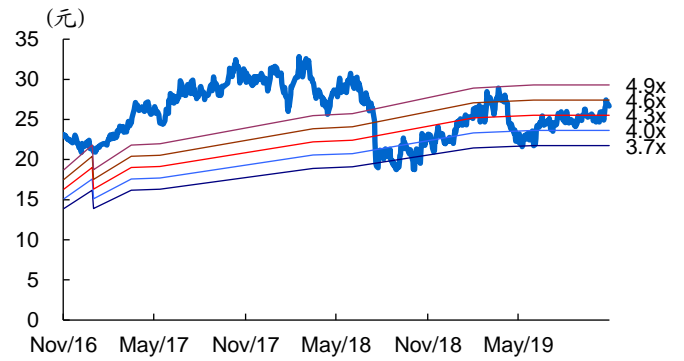
- 1、经济持续下行影响公司产品需求。
- 2、公司海外业务较多，可能受贸易保护等政策影响。
- 3、低压电器产能投放相对较慢，如果进度不及预期，则可能影响公司低压业务的增长。

图 4: 宏发股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 宏发股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4310	4945	5738	6983	8404
现金	722	907	1529	1860	2240
交易性投资	4	0	0	0	0
应收票据	622	586	616	757	919
应收款项	1472	1760	1851	2275	2759
其它应收款	46	49	51	63	76
存货	1304	1423	1469	1790	2154
其他	139	220	222	238	256
非流动资产	3335	3946	4116	4374	4691
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2057	2374	2492	2804	3167
无形资产	313	473	426	383	345
其他	964	1099	1199	1188	1179
资产总计	7644	8892	9854	11358	13095
流动负债	2227	2708	2991	3531	4062
短期借款	820	1279	1523	1843	2122
应付账款	726	761	785	957	1152
预收账款	14	23	24	29	35
其他	666	645	659	702	754
长期负债	143	204	204	204	204
长期借款	20	20	20	20	20
其他	123	184	184	184	184
负债合计	2369	2912	3195	3735	4266
股本	532	745	745	745	745
资本公积金	669	460	460	460	460
留存收益	2741	3227	3668	4305	5090
少数股东权益	1333	1547	1786	2112	2534
归属于母公司所有者权益	3942	4432	4873	5511	6295
负债及权益合计	7644	8892	9854	11358	13095

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	650	827	1417	1125	1379
净利润	685	699	739	953	1191
折旧摊销	352	405	430	441	483
财务费用	54	47	44	48	48
投资收益	(2)	14	60	20	0
营运资金变动	(704)	(604)	(132)	(693)	(789)
其它	265	267	276	356	446
投资活动现金流	(588)	(876)	(638)	(730)	(824)
资本支出	(668)	(826)	(600)	(700)	(800)
其他投资	80	(49)	(38)	(30)	(24)
筹资活动现金流	40	223	(158)	(63)	(175)
借款变动	202	539	244	319	279
普通股增加	0	213	0	0	0
资本公积增加	(6)	(209)	0	0	0
股利分配	(217)	(298)	(298)	(315)	(406)
其他	61	(23)	(104)	(68)	(48)
现金净增加额	102	174	622	331	380

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6020	6880	7234	8890	10784
营业成本	3621	4346	4485	5467	6578
营业税金及附加	62	64	68	83	101
营业费用	309	310	391	480	582
管理费用	868	1067	1128	1333	1618
研发费用					
财务费用	61	20	44	48	48
资产减值损失	20	12	0	30	35
公允价值变动	6	(19)	(60)	(20)	0
投资收益	65	(14)	0	0	0
营业利润	1150	1112	1173	1513	1892
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	1151	1113	1174	1514	1893
所得税	193	153	159	205	256
净利润	958	960	1015	1309	1636
少数股东损益	273	261	276	356	446
归属于母公司净	685	699	739	953	1191

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	18%	14%	5%	23%	21%
营业利润	21%	-3%	5%	29%	25%
净利润	18%	2%	6%	29%	25%
获利能力					
毛利率	39.9%	36.8%	38.0%	38.5%	39.0%
净利率	11.4%	10.2%	10.2%	10.7%	11.0%
ROE	17.4%	15.8%	15.2%	17.3%	18.9%
ROIC	16.3%	13.5%	12.8%	14.2%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	31.0%	32.8%	32.4%	32.9%	32.6%
净负债比率	11.0%	14.6%	15.7%	16.4%	16.4%
流动比率	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.2	3.2	3.1	3.4	3.3
应收帐款周转率	4.3	4.3	4.0	4.3	4.3
应付帐款周转率	5.3	5.8	5.8	6.3	6.2
每股资料 (元)					
EPS	0.92	0.94	0.99	1.28	1.60
每股经营现金	0.87	1.11	1.90	1.51	1.85
每股净资产	5.29	5.95	6.54	7.40	8.45
每股股利	0.29	0.40	0.42	0.55	0.68
估值比率					
PE	29.0	28.4	26.9	20.9	16.7
PB	5.0	4.5	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	13.6	13.9	12.6	10.3	8.5

分析师承诺

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。

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。

刘珺涵：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，研究新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

投资评级定义

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

重要声明

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。