

继电器龙头稳步前行，民族品牌勇攀高峰

宏发股份（600885.SH）首次覆盖

核心结论

全球继电器龙头，高质量把控下多业务齐头并进。公司是继电器龙头企业，产品涵盖继电器、低压电器、高低压成套设备、电容器、精密零件及自动化设备等多个类别，广泛应用于工业、能源、交通、信息、生活电器、医疗等领域。2019年继电器产量19.1亿只，销量19.2亿只，继电器销售占全球市场份额14.1%，同比提高0.1个百分点，继续巩固世界第一的地位。其中，公司电力继电器全球市占率达57%，同比提升4pct；高压直流继电器市场份额约25%，同比提升5pct。此外，公司通用继电器、汽车继电器、工控继电器、信号继电器等业务保持稳定增长，在各细分领域都具备较强的竞争力。

电动车浪潮助力高压直流继电器持续高增长，汽车继电器加快推进全球化布局。受欧洲碳排放及中国双积分新政影响，新能源汽车市场有望快速爆发。2019年宏发高压直流继电器国内市占率达40%，拥有宁德时代、比亚迪等优质客户资源，并完成特斯拉供应链认证及产品量产启动，预计2020年高压直流继电器有望实现增长30%。2019年汽车继电器收获了长城、吉利、比亚迪、GM等主机厂大电流PCB项目，2019年底宏发完成收购海拉汽车电子，加速推进配套欧洲乘用车体系，2020年汽车继电器有望增长40%。

传统继电器领域优势明显，新基建加码下业务稳定增长。过去3年电力继电器海外认可度高，2020年美国市场份额有望继续提升30%至80%，国内智能电表存量替换周期来临，预计20-22年增速维持10%左右。通用继电器产线自动化达90%，产品质量及成本均领先行业，随着基建周期开启，家电需求筑底回暖，预计通用继电器20-21年增速为10%左右。工控继电器质量已接近欧姆龙同类产品，产品毛利较高，预计未来两到三年有望维持增速5%以上。

投资建议：预计20-22年营收77.9/88.6/106.0亿，归母净利润8.1/9.9/12.3亿，EPS1.09/1.33/1.65元，对应PE估值为32.9/26.9/21.7倍，给予公司21年32倍PE，目标价43元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新能源车销量、各类产品拓展不及预期、汇率风险。

公司评级

买入

股票代码 600885

前次评级

评级变动 首次

当前价格 35.81

近一年股价走势



分析师

杨敬梅 S0800518020002
021-38584220
yangjingmei@research.xbmail.com.cn

联系人

李航
18810786705
lihong@research.xbmail.com.cn

相关研究

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,880	7,081	7,786	8,864	10,598
增长率	14.3%	2.9%	10.0%	13.8%	19.6%
归母净利润（百万元）	699	704	810	990	1,231
增长率	2.0%	0.7%	15.0%	22.2%	24.3%
每股收益（EPS）	0.94	0.95	1.09	1.33	1.65
市盈率（P/E）	38.2	37.9	32.9	26.9	21.7
市净率（P/B）	6.0	5.4	4.8	4.2	3.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

索引

内容目录

投资要点	6
关键假设	6
区别于市场的观点	6
股价上涨催化剂	6
估值与目标价	6
宏发股份核心指标概览	7
一、稳健发展，继续打造世界一流的继电器龙头企业	8
1.1 继电器行业深耕者，股权架构稳定	8
1.2 综合型继电器提供商，市占率稳居全球第一	9
1.3 工艺领先，自动化水平高，助力宏发建立高壁垒	11
1.4 公司收入平稳增长，盈利能力有望提升	12
二、传统继电器业务齐头并进稳增长	15
2.1 家电市场回暖叠加逆变器需求旺盛，利好通用继电器	15
2.1.1 通用继电器是公司重要收入来源，家电领域贡献巨大	16
2.1.2 光伏逆变器需求稳定增长，利好通用继电器	18
2.2 智能化趋势下单车需求量提升，深度布局全球化业务	18
2.2.1 汽车市场趋近调整末期，智能化趋势下单车需求量提升	18
2.2.2 收购海拉，深度布局全球化业务	20
2.3 国网及海外需求旺盛，助推电力继电器保持全球领先地位	21
2.3.1 继电器市占率全球第一，海外市场优势明显	21
2.3.2 宏发电力继电器未来增速有望延续	22
2.4 信号继电器价值量高，工控继电器存在结构性机会，提升空间巨大	25
2.4.1 电梯控制有望为宏发工控带来新的业务增长点	25
2.4.2 5G 建设有望推动信号继电器进一步增长	27
三、新能源汽车、低压电器市场打开新空间	28
3.1 积极投身新能源汽车市场，高压直流继电器业务带来新增量	28
3.1.1 新能源汽车成长空间大，利好高压直流继电器	28
3.1.2 锁定国内外标杆客户，预期持续高速增长	31
3.2 低压电器：质控工艺传承下，新市场打开成长空间	33
四、盈利预测及估值	36
4.1 盈利预测及假设	36
4.2 估值与投资建议	37

图表目录

图 1: 宏发核心指标概览图	7
图 2: 宏发股份发展历程	8
图 3: 宏发股份股权结构	9
图 4: 宏发继电器产品全球市占率	10
图 5: 宏发继电器产量情况	10
图 6: 同行业“技术型员工”人数对比(个)	11
图 7: 公司人均产值(万元)	11
图 8: 公司技术员工人数(个)	11
图 9: 公司硕士以上学历员工人数(个)	11
图 10: 公司研发支出金额(亿元)及占比	12
图 11: 产品测试实验室	12
图 12: 2013-2019 年营业收入及增速	12
图 13: 2013-2019 年归母净利润及增速	12
图 14: 2015-2019 年宏发产品收入构成(%)	13
图 15: 公司销售毛利率和净利率基本稳定	14
图 16: 2014-2019 年公司现金流状况	15
图 17: 公司通用继电器主要客户	16
图 18: 2016 年至今宏发通用继电器营收金额(亿元)	17
图 19: 2020 年中国空调内销及出口量预计同比增长 9%	17
图 20: 房地产交付订单面积及竣工面积增速趋势基本相同	17
图 21: 2020 年冰箱内销及出口预计同比增长 3%	18
图 22: 2020 年洗衣机内销及出口预计同比增长 3%	18
图 23: 全球汽车产量(万辆)	19
图 24: 中国汽车产量情况(万辆)	19
图 25: 全球汽车销量(万辆)	19
图 26: 中国汽车销量(万辆)	19
图 27: 宏发汽车继电器发货金额逆势增长	20
图 28: 14-19 宏发海外收入情况	21
图 29: 欧洲汽车注册量同比增速触底回升	21
图 30: 电力继电器产品出货情况	21
图 31: 2019 年全球电力继电器厂家及份额(%)	21
图 32: 国家电网智能电表历史招标量(万台)	22
图 33: 国家电网智能电表历史招标金额(亿元)	22
图 34: IR46 双芯智能电表设计结构	23
图 35: 新标准下, 双芯智能电表功能划分	23
图 36: 单芯设计单相智能电表成本构成	24

图 37: 双芯设计单相智能电表成本构成	24
图 38: 全球智能电表需求分布及增长趋势	25
图 39: 2019 年 7 月起国内工业机器人产量增速连续为正	26
图 40: 工业机器人重要应用行业固定资产投资累计同比增速	26
图 41: 2015-2019 宏发工控继电器发货金额稳步增长	26
图 42: 国内电梯产量(万台)及增速(%)	27
图 43: 国内电梯保有量(万台)及增速(%)	27
图 44: 宏发信号继电器出货情况	27
图 45: 2020 年中国物联网市场规模预计达 2.2 万亿	28
图 46: 2025 年全球物联网设备基数预计达 754 亿台	28
图 47: 截至 2019 年底国内新能源汽车渗透率 1.46%	29
图 48: 预计 2020 年国内新能源汽车销量 110 万辆	29
图 49: 公司高压直流继电器业务发展历程	32
图 50: 公司高压直流继电器系列产品	32
图 51: 公司高压直流继电器发货金额	33
图 52: 2019 年高压直流继电器继电器主要厂家份额	33
图 53: 2019 年特斯拉中国月销量统计(辆)	33
图 54: 2018-2019 年特斯拉销量统计(辆)	33
图 55: 电力入户流程	34
图 56: 中国低压电器工业总产值及预测	34
图 57: 2019 年国内低压电器市场份额	35
图 58: 低压电器主要产品产量及预测	35
图 59: 公司低压电器发货金额	36
图 60: 宏发低压电器产品展示	36
图 61: 公司历史平均 PE 估值为 32 倍	38
表 1: 宏发主要产品、用途及下游主要客户	9
表 2: 2019 年继电器市场份额	10
表 3: 继电器行业主要参与企业	10
表 4: 公司期间费用率保持稳定	13
表 5: 公司盈利能力基本稳定	14
表 6: 公司营运能力保持稳定	14
表 7: 短期偿债能力有所提升	15
表 8: 不同家用电器对通用继电器的需求量	16
表 9: 光伏逆变器国内出货情况	18
表 10: 中国汽车继电器需求预测	20
表 11: 2013-2019 年国网智能电表招标统计	22
表 12: 2017-2019 年国网智能电表招标分批次	22

表 13: 智能电表用电力继电器需求预测	23
表 14: 第五代智能电表研发路径及预期进程	23
表 15: 海外智能电表大规模更换	25
表 16: 全球物联网终端连接数预测	28
表 17: 主流车企电动汽车专用模块化平台	30
表 18: 主流车企新能源汽车发展规划	30
表 19: 中国高压直流继电器市场价值测算	31
表 20: 公司高压直流继电器部分客户情况	32
表 21: 公司各业务盈利预测	37
表 22: 相对估值比较	38
表 23: 公司绝对估值	38
表 24: FCFF 估值敏感性分析	39

投资要点

关键假设

继电器业务方面。随着宏发继电器产品在细分市场占有率先提高,预计公司继电器业务将快速增长。预计 2020-2022 年公司继电器销售收入分别为 69.8/79.5/95.4 亿元,同比增长率分别为 10.8%/14.0%/19.9%,毛利率分别为 43.2%/45.1%/48.4%。

低压电器业务方面。随着房地产交付订单面积及竣工面积增速同比回暖,预计公司低压电器业务将快速增长。预计 2020-2022 年公司低压电器销售收入分别为 6.1/6.7/7.7 亿元,同比增长率分别为 5.0%/10.0%/15.0%,毛利率分别为 25.0%/26.0%/26.0%。

其他业务方面。预计公司 2020-2022 年传感器、电容器等业务合计实现收入 2.0/2.4/2.8 亿元,同比增长率分别为-1.5%/20.0%/16.7%,毛利率分别为 25.0%/25.0%/25.0%。

预计 2020-2022 年销售费用收入占比 5.1%/5.1%/5.1%,公司管理费用率随销售规模扩大略有上升,预计 2020-2022 年管理费用率 10.1%/10.2%/10.5%,研发费用率约为 4.9%/4.9%/4.9%。

区别于市场的观点

市场认为宏发通用继电器领域市场已经逐步成熟,未来增长实现困难。我们保守预估 2020-2021 年家电市场维持“筑底”阶段,年增速略低于竣工面积增速,约 3-5%,对应通用继电器销售额年增长约 1-2 亿元。宏发通用继电器产线自动化程度达 90%以上,产品精度高,质量稳定,具有较高的产品壁垒,替代性弱,有望保持稳健增速。宏发在不同继电器产品研发及生产过程中,配合客户不断去做产品方案,注重核心标杆客户满意度,目前已收获成效,形成较高的品牌认可度,优势明显,各类继电器产品市场份额将稳步提升。

股价上涨催化剂

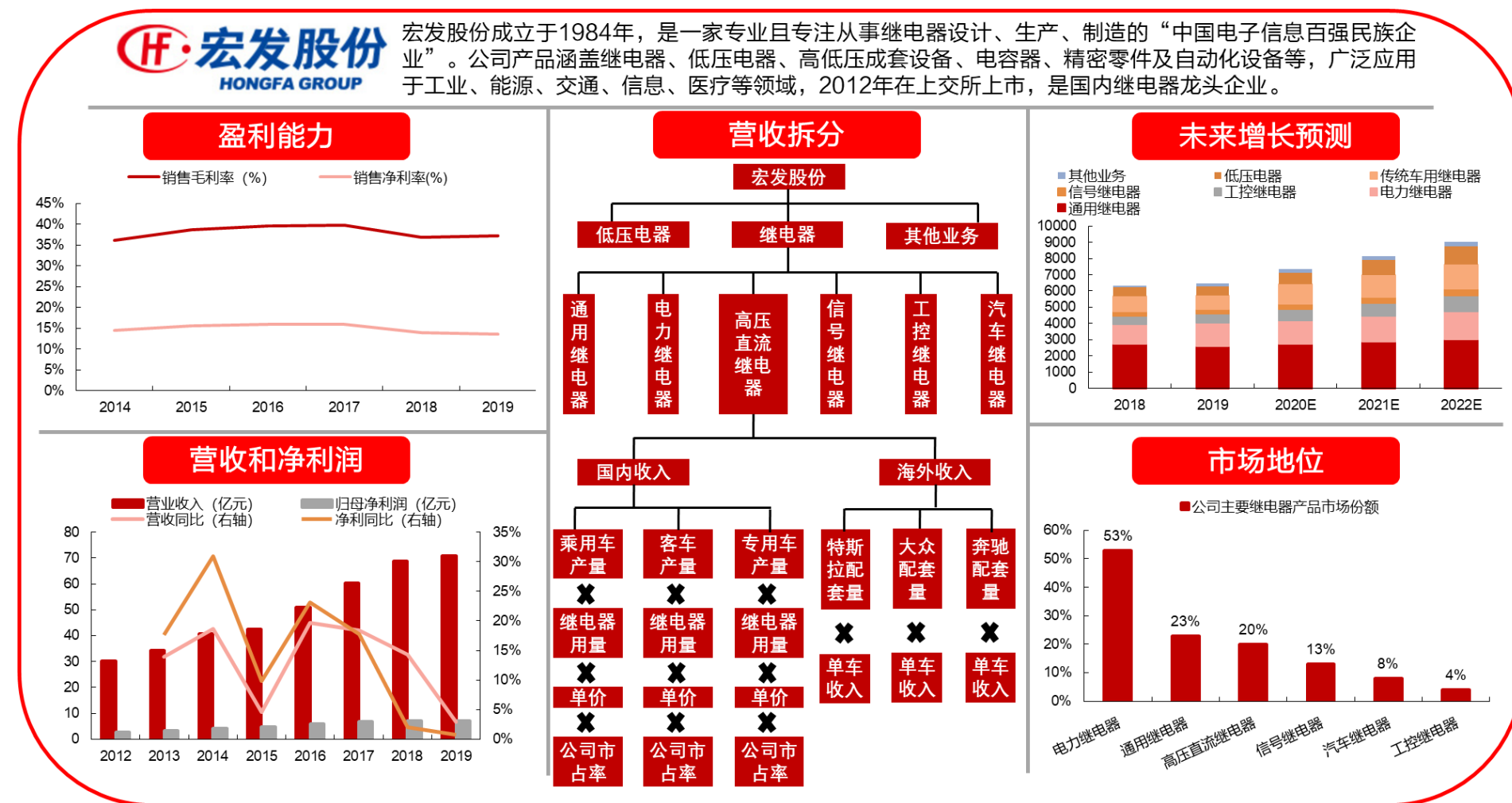
汽车电动化趋势加速,头部客户销量催化。宏发在新能源汽车领域完成大众,奔驰等欧美标杆客户认证并实现小规模供货,如果 2020 年公司能实现量产,将带来业绩增长及毛利增厚,公司股价将迎来利好。公司深度绑定特斯拉,特斯拉新车型推广顺利,销量有望超预期。公司信号继电器产品壁垒高,毛利率高,目前 5G 的应用逐步推广,如果公司能够把握机会获取绑定头部客户,业务增长潜力巨大,公司股价将迎来利好。公司加大低压电器领域投资,2020 年计划投入 9000 万元为历史最高值,公司低压电器业务如能实现超预期增长,将对股价上涨形成利好影响。新的基建周期来临,有望拉动家电需求,公司通用继电器产品如果能够继续推动重大家电项目的认定、配合核心客户光伏项目的上量,将对股价上涨形成利好影响。

估值与目标价

预计 20-22 年营收 77.9/88.6/106.0 亿,归母净利润 8.1/9.9/12.3 亿, EPS1.09/1.33/1.65 元,对应 PE 估值 32.9/26.9/21.7 倍。考虑到疫情不确定性影响,参考公司历史平均 32 倍 PE 估值,给予公司 21 年 32 倍 PE 估值,目标价为 43 元,首次覆盖给予“买入”评级。

宏发股份核心指标概览

图 1：宏发核心指标概览图



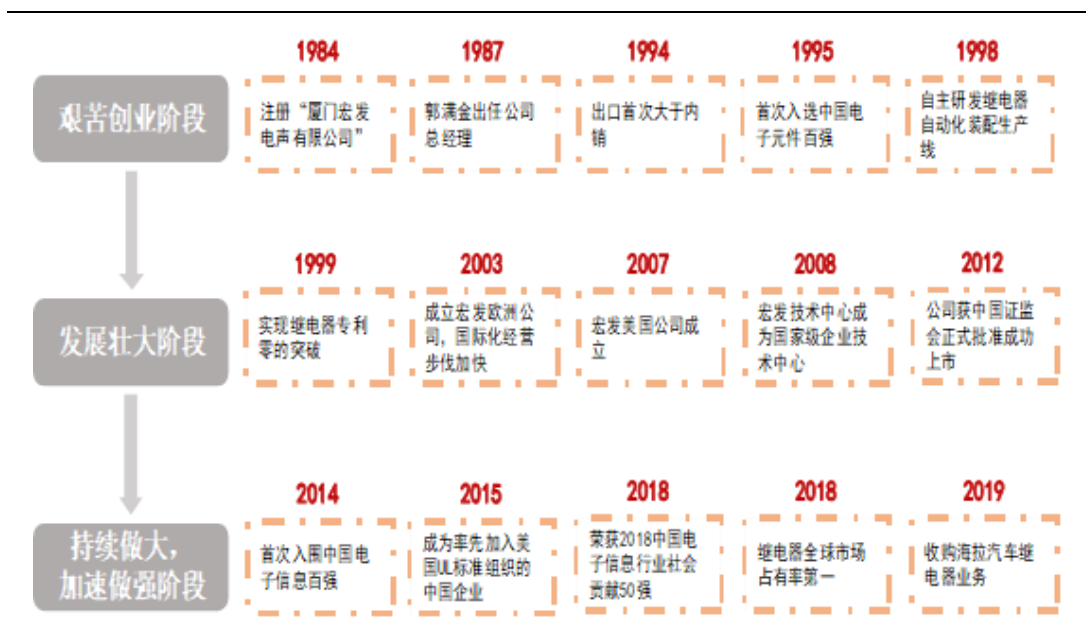
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、稳健发展，继续打造世界一流的继电器龙头企业

1.1 继电器行业深耕者，股权架构稳定

公司产品涵盖继电器、低压电器、高低压成套设备、电容器、精密零件及自动化设备等多个类别，广泛应用于工业、能源、交通、信息、生活电器、医疗等领域，并在美洲、欧洲、东南亚等国家和地区建立了本土化营销及服务网络，具备全球化的市场运作和技术服务能力，是全球继电器龙头企业。

图 2：宏发股份发展历程

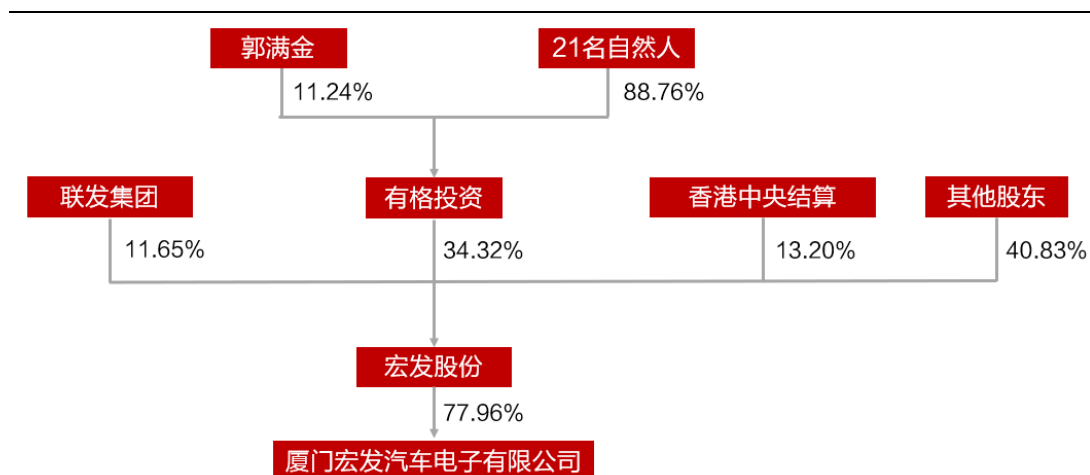


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

宏发股份第一大股东是以董事长郭满金等 22 人控股的有格投资，截止 2019 年底，有格投资持股比例为 34.32%。厦门宏发电声有限公司原是一家连年亏损、濒临倒闭的小企业，1987 年郭满金临危受命，做出深化企业改革、实行跳跃式发展的战略决策，重新确立产品定位和企业定位，即产品以继电器为主，企业以出口为主的外向型发展道路。在他的带领下，公司当年就实现了扭亏为盈，并打开了美国等国际市场。为了实现“世界最大的继电器制造商”的发展目标，郭满金 30 多年来投入重金大力提升自主创新能力，尤其是原创性自主创新能力。在他的推动下，公司成为继电器行业首家主持制定国家标准的企业，主持、参与制定国标、行标 25 项；成为唯一加入美国 UL 标准组织的中国企业；被科技部命名为“国家创新型企业”，被国家知识产权局确定为“第二批全国企业事业知识产权示范创建单位”，被发改委确定为“国家认定企业技术中心”。

公司在 1988 年设立厦门精合电气自动化有限公司，是国内唯一一家专业设计、开发和生产继电器工业专用自动化设备、自动化生产线的企业。2008 年成立厦门宏发汽车电子有限公司，主营批发零售汽车电子产品、电器配件、电子元器件，经营本企业自产产品的出口业务和企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务。2015 年又投资设立宏发工业机器人有限公司，致力于中高档线圈生产线、四轴、五轴、六轴机器人的生产应用。

图 3：宏发股份股权结构



资料来源：WIND，西部证券研发中心

1.2 综合型继电器提供商，市占率稳居全球第一

公司基于现有的研发能力和技术平台，逐步从单一的销售产品模式向为客户提供整体解决方案转变。目前产品已涵盖全品类的继电器、低压电器、高低压成套设备、精密零件及自动化设备。2019 年公司电力继电器全球市占率达 57%，同比提升 4pct；高压直流继电器市场份额约 25%，同比提升 5pct。此外，公司通用继电器、汽车继电器、工控继电器、信号继电器市场份额也位居行业前列。

表 1：宏发主要产品、用途及下游主要客户

产品	用途	主要客户
通用继电器	应用于家用电器、办公自动化、智能家居、温度控制、电力电源、光伏新能源等。	LG、三星、松下、夏普、三洋、日立、格力、美的、海尔、志高、海信、九阳、奥克斯、苏泊尔、长虹等
汽车继电器	广泛应用于车身控制、动力控制、安全控制、驾驶信息以及其他舒适性、便利性控制系统等	通用、福特、FCA、奔驰、马自达、宝马、大众、雷诺、日产、现代、比亚迪等
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。	Aclara、Enel、Sagem、Itron、林洋、海兴、许继、威胜、三星、科陆、正泰等
高压直流继电器	作为新能源汽车电池、电控系统的核心零部件，对整车安全性、可靠性起着关键作用。	奔驰、大众、Tesla、宝马、路虎、保时捷、比亚迪、上汽、北汽、广汽、长城、宁德时代、三星电池等
工控继电器	广泛应用于全球工业制造环节，是继电器的第三大应用领域。	西门子、施耐德、ABB、菲尼克斯、太钢、汇川、Eaton、新时达、产电等
信号继电器	主要应用于通信、安防监控、智能家居、物联网等领域	GE、Honeywell、海康威视、大华、UTC、飞利浦、Ostam、阳光电源、华为等
低压电器	专注于建筑配电及能源管理中 高端市场领域，致力于发挥多年 海外市场渠道力量，推动欧美重点客户集采落地。	UTC、英格索兰、Enel、碧桂园、绿地、建发、特变电工、国家电网等
其他	高低压成套设备、电容器、真空灭弧室、工业连接器等，目前占比不高	

资料来源：公司官网、公司资料、西部证券研发中心

表 2：2019 年继电器市场份额

电力继电器	份额	高压直流继电器	份额
宏发股份	57%	松下	37%
GRT	12%	宏发股份	25%
万佳	10%	电装	13%

资料来源：公司资料，西部证券研发中心

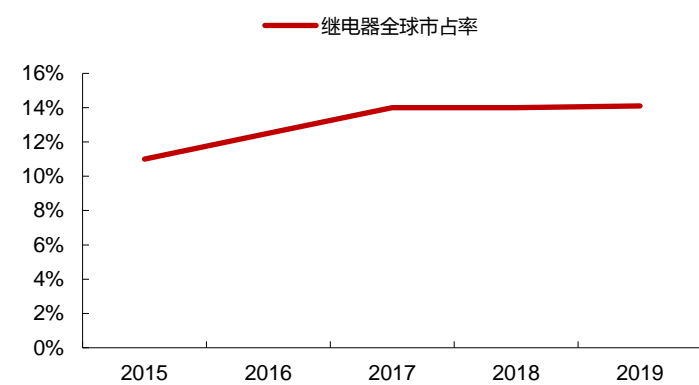
表 3：继电器行业主要参与企业

企业情况介绍	
航天电器	公司总部位于贵州，是中国航天科工集团旗下上市公司，主要产品有连接器、继电器、微特电机、光电、线缆组件、二次电源、控制组件和遥测系统等。
三友联众	公司总部位于广东东莞市，是一家专业从事继电器的研发制造和销售的集团化企业，涵盖通用功率、通讯、磁保持、汽车继电器，等。广泛用于家电、交通、工业、能源、信息、医疗等领域。
松川集团	松川集团成立于 1974 年，总部位于台北，是集继电器研发、制造、可靠性试验、市场营销为一体大型工业企业，在上海、厦门、美国、德国、法国、意大利、英国、新加坡设有分公司。
欧姆龙 (Omron)	欧姆龙成立于 1933 年，总部位于日本，公司专注于工业自动化和电子设备产品研发和制造，主要产品有继电器、传感器、开关、控制设备、机器人等。欧姆龙在中国建有研发、生产、技术服务和物流基地，拥有华南、华北和华东三大销售公司，上海欧姆龙控制电器有限公司是其在华的生产销售公司。
泰科电子 (TE Connectivity)	泰科电子总部位于美国，公司为汽车、数据传输系统、消费类电子、通信和企业网络、航空航天、防卫与船舶、医疗、能源及照明等各行各业的客户提供包括连接器系统、继电器、光纤、电路保护设备、分布式天线系统、电线电缆、触摸屏、热缩套管、机架和配线架、网络电缆系统及海底电信系统等在内的产品。
松下电器 (Panasonic)	松下电器创立于 1918 年，总部位于日本大阪，松下旗下产品线极广，包括家用电器、消费电子、安防产品、办公电器、照明系统以及继电器、传感器、电池、电容、电机、半导体等电子元器件产品。

资料来源：三友联众招股说明书，西部证券研发中心

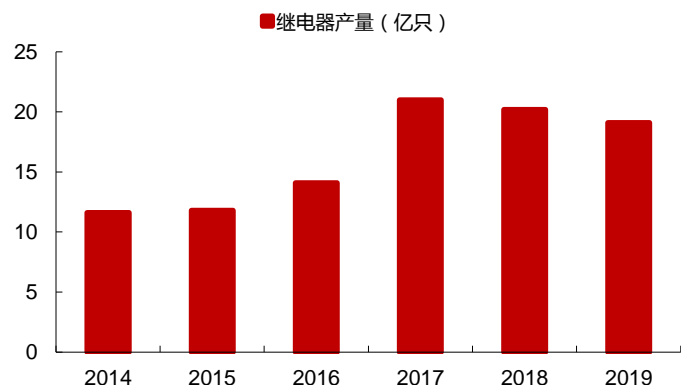
2019 年公司继电器产品市占率全球第一。据公司资料数据，2019 年公司继电器产量 19.1 亿只，销量 19.2 亿只；继电器收入 62.59 亿元，同比增长 3.33%；继电器产品毛利率 38.21%，同比提升 0.21pct；继电器销售占全球市场份额 14.1%，同比提高 0.1 个百分点，继续巩固世界第一的地位。

图 4：宏发继电器产品全球市占率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 5：宏发继电器产量情况



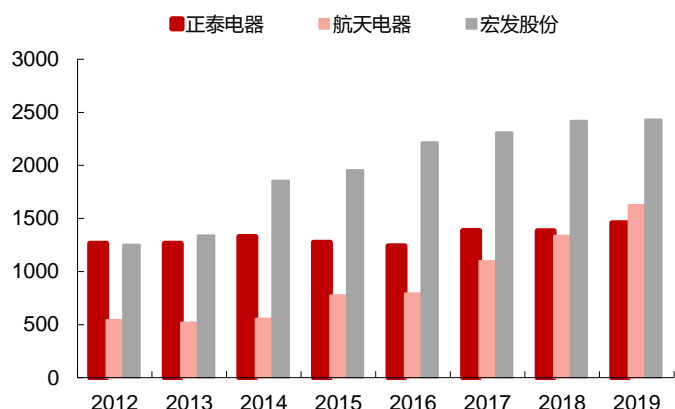
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3 工艺领先，自动化水平高，助力宏发建立高壁垒

宏发坚持“以质取胜”，选择自己打造零部件，以实现零部件的高品控要求和配套要求。公司目前拥有 300 台以上德国雅宝注塑机等尖端装备（截止 18 年底三友联众注塑机合计 42 台），领先同行业。此外，宏发模具精度可达到 1μ ，一年可完成 800 副模具设计制造，具备行业领先的模具设计、制造能力，大大提升了企业竞争力，缩短了产品的开发周期，保证了产品质量。

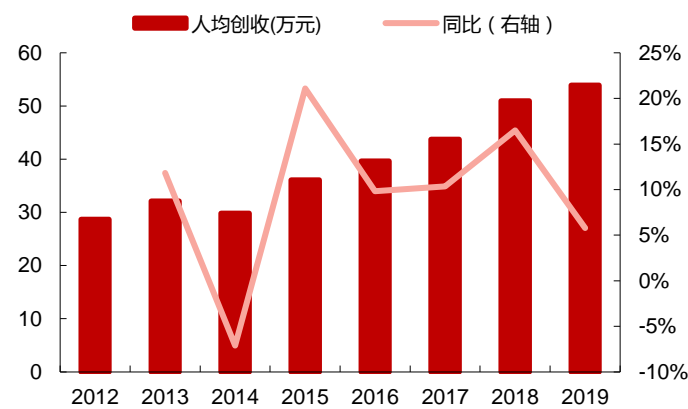
产线自动化程度提升，生产效率和产品质量不断提高。宏发目前已完成配置自动化继电器生产线 228 条、自动绕线机 230 台等先进设备。开发的继电器装配生产线及前道部分装备水平已经达到全球一流水平，通用继电器自动化程度达 90% 以上，领先国内其他通用继电器制造商（三友联众通用继电器自动化程度约 70%）。公司通用、汽车、信号、功率和计量继电器客诉不良率均 $\leq 0.2\text{PPM}$ ，均达到国际一流同行水平；工控和密封继电器客诉不良率分别下降至 0.21PPM 和 53.4PPM，最快生产设计节拍达 1 秒/只。自动化程度上升提高了公司人均生产效率，保证了产品质量的一致性和稳定性，员工人均创收呈上升趋势。

图 6：同行业“技术型员工”人数对比(个)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

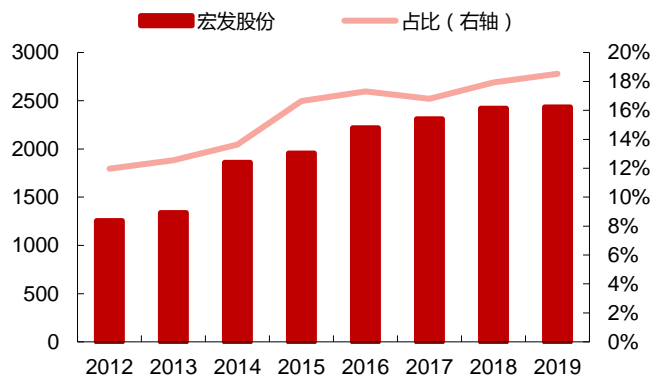
图 7：公司人均产值(万元)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

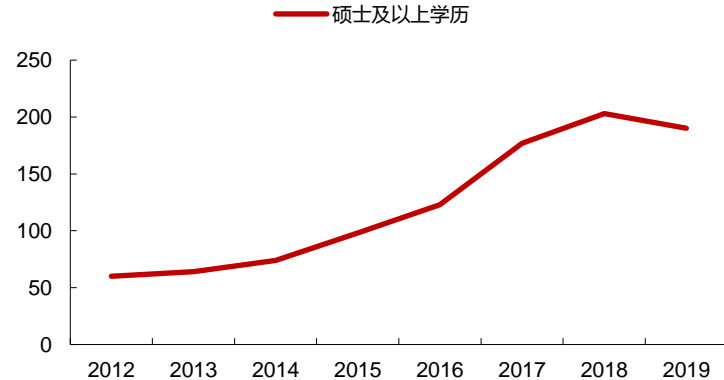
公司拥有继电器行业内顶尖的技术人才，并先后成立中国继电器行业博士后工作站和院士专家工作站。截至 2019 年底公司博士员工数 12 人，硕士员工数 178 人，本科员工数 1951 人，近年来公司高学历员工人数总体呈现上升趋势。

图 8：公司技术员工人数(个)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

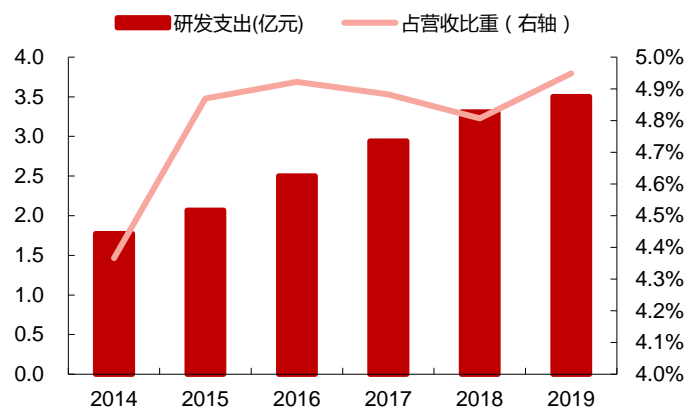
图 9：公司硕士以上学历员工人数(个)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

公司已配置中国继电器行业规模最大、设施最完备的继电器检测中心，相关实验室已获得德国 VDE、北美 UL、中国 CNAS 认可。同时，公司注重研发，参与制定行业标准，目前是继电器行业首家主持制定国家标准的企业。现累计主持、参与制定国标、行标 25 项；连续四年派专家参加 IEC/TC94 国际标准化年会以及国际标准讨论会；成为唯一加入美国 UL 标准组织的中国企业。截止 2019 年年底，公司已拥有 800 余项专利和 VOC、AHP、QFD、CAE、6 西格玛等先进的研发工具。2019 年公司研发支出达到 3.50 亿元，同比增长 5.95%，占营收比例为 4.95%，同比提升 0.14pct，维持较高水平。

图 10：公司研发支出金额(亿元)及占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：产品测试实验室

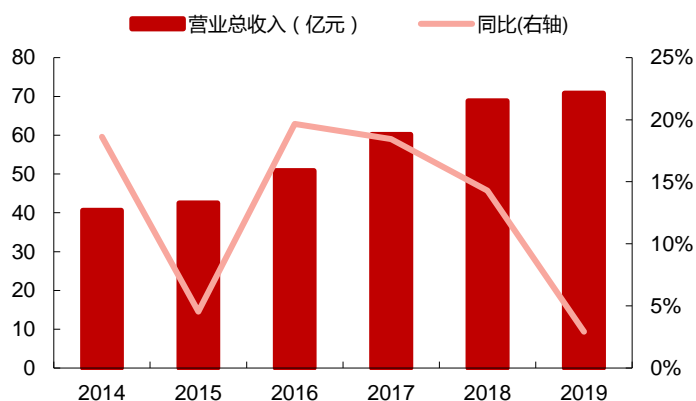


资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.4 公司收入平稳增长，盈利能力有望提升

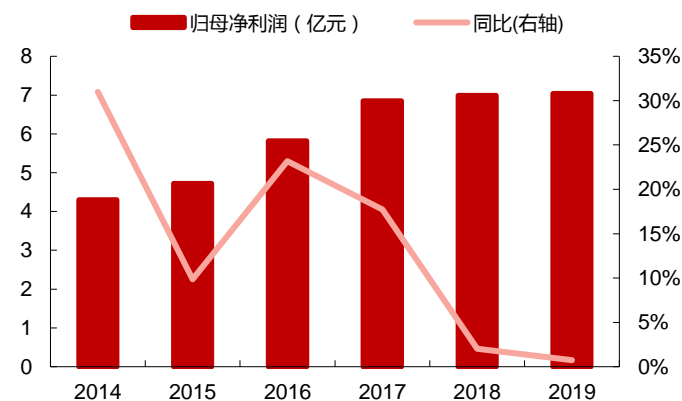
受行业不景气影响，2019 年公司业绩增速放缓。2014-2019 年公司营业收入年均复合增速达到 11.8%，归母净利润年均复合增速达 10.4%。2019 年公司营业收入为 70.8 亿元，同比增长 2.9%，归母净利润 7.0 亿，同比增长 0.75%。2019 年营收和净利润增速下降的主要原因是，受家电及汽车行业需求下降影响，通用继电器及汽车继电器收入有一定幅度减少。

图 12：2013-2019 年营业收入及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13：2013-2019 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

成本管控能力较好，费用率基本稳定。公司销售期间费用率一直保持较稳定状态，近四年保持在 20%左右。2019 年公司管理费用率为 15.48%，同比下降 0.03pct；财务费用率为 0.35%，同比提升 0.06pct；销售费用率为 5.12%，同比提升 0.61pct。

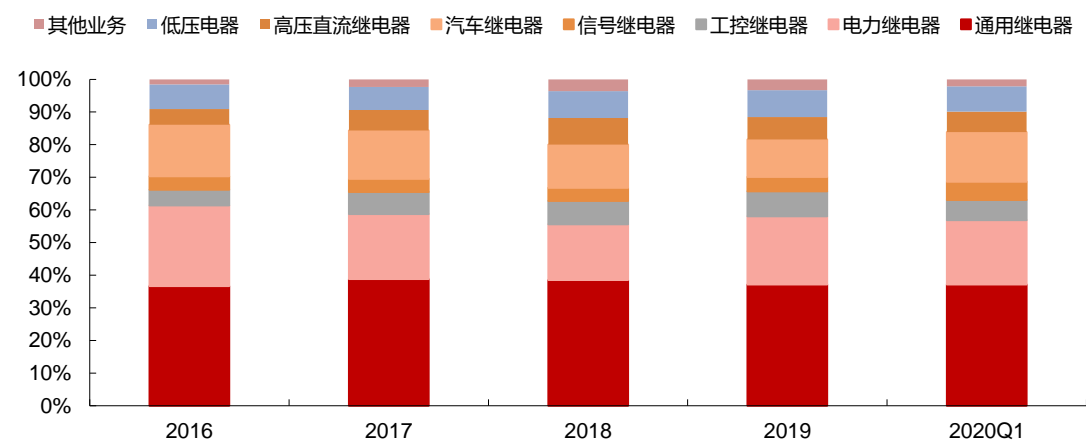
表 4：公司期间费用率保持稳定

	2015	2016	2017	2018	2019	同比变动 (pct)
期间费用率(%)	19.45	19.26	20.57	20.32	20.95	0.63
管理费用率(%)	14.68	13.89	14.42	15.51	15.48	-0.03
财务费用率(%)	-0.05	-0.37	1.01	0.29	0.35	0.06
销售费用率(%)	4.82	5.74	5.13	4.51	5.12	0.61

资料来源：WIND，西部证券研发中心

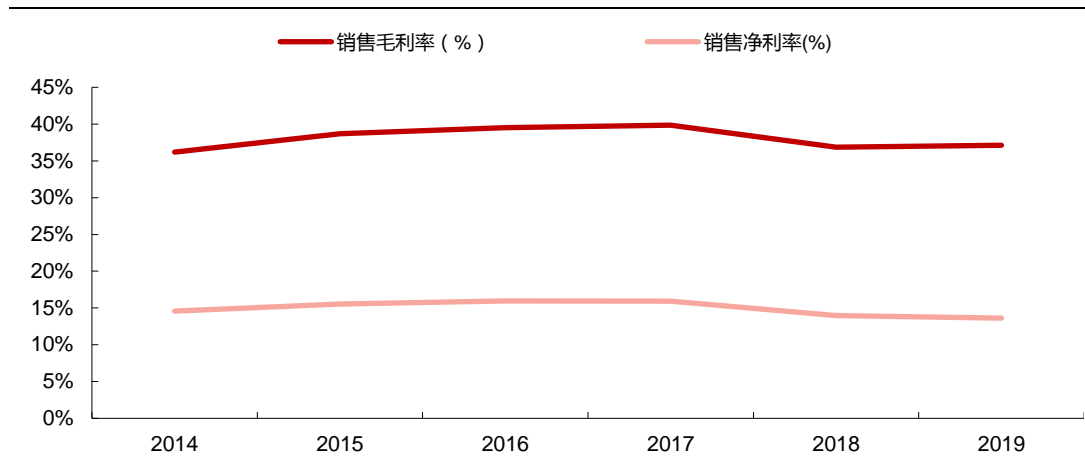
盈利能力保持稳定，高压直流继电器营收占比提升。2019 年公司销售毛利率 37.13%，同比提升 0.29pct；销售净利率 13.62%，同比下降 0.34pct；净资产收益率 15.05%，同比下降 1.64pct；总资产收益率 10.10%，同比下降 1.52%，主要原因是经营发展需要导致研发费、工资、折旧费等增长，同时受货币政策影响，财务费用汇兑收益同比减少。从收入结构看，2019 年公司信号继电器、工控继电器、低压电器营收占比分别为 4.4%、7.6%、8.3%，与 2018 年基本持平；通用继电器、汽车继电器和高压直流继电器占比分别为 37.2%、11.5%、6.9%，较 2018 年减少 1.3、1.8、1.3pct；电力继电器营收占比 20.9%，同比提升 3.8pct。

图 14：2015-2019 年宏发产品收入构成 (%)



资料来源：公司材料，西部证券研发中心

图 15：公司销售毛利率和净利率基本稳定



资料来源：WIND，西部证券研发中心

表 5：公司盈利能力基本稳定

	2015	2016	2017	2018	2019	同比变动 (pct)
毛利率(%)	38.70	39.52	39.85	36.84	37.13	0.29
净资产收益率 ROE(平均)(%)	17.12	18.43	18.67	16.69	15.05	-1.64
总资产收益率 ROA(%)	13.02	13.64	13.54	11.62	10.10	-1.52

资料来源：WIND，西部证券研发中心

运营能力维持稳定。宏发积极配合客户不断做产品方案,业务规模扩大,再加上各行业如家电,工控等领域增长放缓,导致近几年产品及原料存在库存积压,整体来看目前仍较为稳定。2019年存货周转天数为 111.45 天,同比减少 1.51 天;应收账款周转天数为 96.48 天,同比增加 11.91 天;应付账款周转天数为 59.7 天,同比减少 1.9 天,对供应商议价能力维持稳定。

表 6：公司营运能力保持稳定

	2015	2016	2017	2018	2019	同比变动 (天/次)
存货周转天数(天)	104.43	100.73	111.75	112.96	111.45	-1.51
存货周转率(次)	3.45	3.57	3.22	3.19	3.23	0.04
应收账款周转天数(天)	87.3	85.15	83.77	84.57	96.48	11.91
应收账款周转率(次)	4.12	4.23	4.3	4.26	3.73	-0.53
应付账款周转率(次)	5.88	5.64	5.26	5.84	6.03	0.19
应付账款周转天数(天)	61.19	63.77	68.5	61.6	59.7	-1.9
固定资产周转率(次)	3.58	3.44	3.22	3.1	2.87	-0.23

资料来源：WIND，西部证券研发中心

短期偿债能力提升，资产负债率维持合理区间。2019 年公司流动比率 1.76，同比下降 0.07；速动比率 1.35，同比增长 0.05；已获利息倍数 29.7，同比增长 6.12，短期偿债能力有所提升。公司资产负债率 35.37%，同比提升 2.62pct，维持在合理区间。

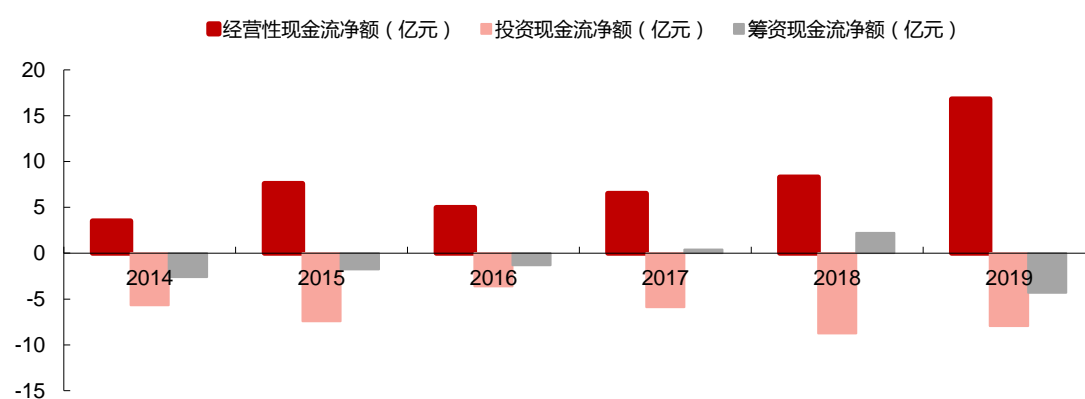
表 7：短期偿债能力有所提升

	2015	2016	2017	2018	2019	同比变动
资产负债率（%）	27.56	30.2	30.99	32.75	35.37	2.62
流动比率	2.19	1.92	1.94	1.83	1.76	-0.07
速动比率	1.64	1.42	1.35	1.3	1.35	0.05
已获利息倍数	33.33	43.93	32.33	23.58	29.7	6.12

资料来源：WIND，西部证券研发中心

经营现金流净额大幅提升，公司经营稳健。2019 年公司经营性现金流净额 16.81 亿元，同比大幅增加 103%，主要系报告期销售回款、托收贴现及税收返还增长所致。销售商品/提供劳务收到的现金同比增长 13.16pct，占营业收入 95.9%，为近 5 年来最高值。2012 年起，公司持续加大资本投入，2019 年投资活动现金流净额-7.94 亿元，同比增加 0.81 亿元。2019 年筹资活动现金流净额-4.3 亿元。多年以来，公司始终以产品销售带动筹资和投资，现金流稳定，经营稳健。

图 16：2014-2019 公司现金流状况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

二、传统继电器业务齐头并进稳增长

2.1 家电市场回暖叠加逆变器需求旺盛，利好通用继电器

通用继电器依然是宏发的重要收入来源。2015-2019 年通用继电器收入分别为 16.8/20.0/23.8/27.5/26.0 亿元，年增速为 19.0%/19.0%/15.5%/-4.8%。公司通过质量优势和规模优势逐步建立品牌竞争力。2019 年公司通用继电器营收占总收入比重约 36.7%，近几年整体毛利率始终维持在 35%以上，为公司提供稳定的现金流，也为公司积极拓展新业务提供保障。

图 17：公司通用继电器主要客户



资料来源：公司资料，西部证券研发中心

产品种类丰富，应用范围广。通用继电器是指能在某一领域或者许多领域通用的继电器，广泛应用于家用电器、办公自动化、智能家居、温度控制、电力电源等领域。高压直流继电器具有处理高功率的能力，在高压、大电流等苛刻条件下仍具有常规继电器所无法比拟的可靠性及使用寿命等特点，其作为新能源汽车电池、电控系统的核心零部件，对整车安全性、可靠性起着关键作用。汽车继电器具有切换负载功率大，抗冲、抗振性高等特点，广泛应用于车身控制、动力控制、安全控制、驾驶信息以及其他舒适性、便利性控制系统等。信号继电器具有动作快、工作稳定、使用寿命长、体积小等优点，主要应用于通信、安防监控、智能家居、物联网等领域。工控继电器则广泛应用于全球工业制造环节，是继电器的第三大应用领域。

2.1.1 通用继电器是公司重要收入来源，家电领域贡献巨大

家用电器是重要的通用继电器下游行业。公司通用继电器下游主要应用场景为家电和电源市场，其中家电市场占比达 70%。其中，白色家电客户主要包括格力、海尔、美的、奥克斯、惠而浦、三星等全球主要标杆家电制造商。小家电客户群体主要为广深地区小家电制造商。智能家居市场销售额不足 1 亿元，目前仅处于起步阶段，占家电销售额比重低于 5%。

未来有家电升级提供行业增量趋势：家电向着低功耗、节能化和智能化方向发展，有望提升对继电器的需求。目前单台家电对通用继电器的需求数量如下：空调约 6 只/台，冰箱约 5 只/台，家庭音箱和微波炉约 4-5 只/台，洗衣机约 1-2 只/台，电视机和电饭煲约 1 只/台。随着家电智能化的发展，未来 2-3 年家电行业继电器平均使用量有望提升 1 只/台。

表 8：不同家用电器对通用继电器的需求量

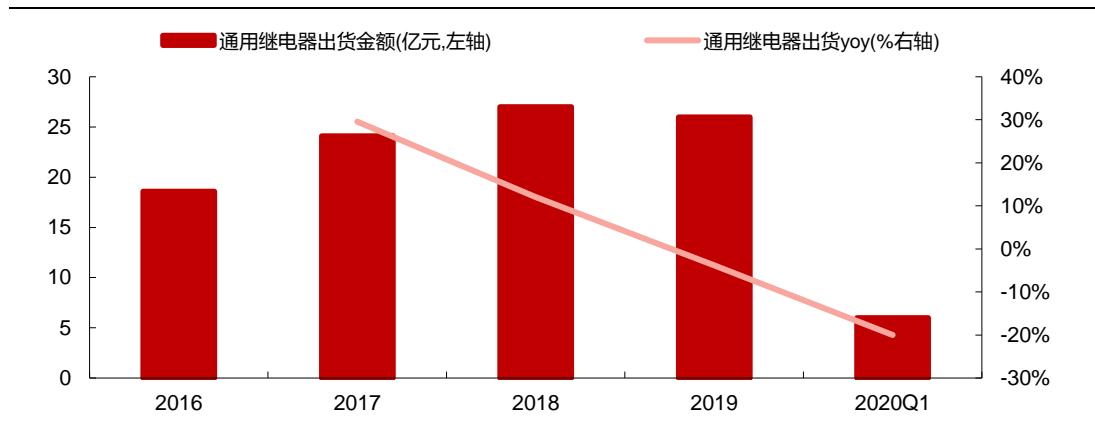
产品	需求量（只/台）	应用单元或功能
空调	6	压缩机、四通阀、冷凝器、蒸发器、辅助发热等
冰箱	5	温度控制、压缩机、启动机、除霜、时间控制等
家庭音箱	4~5	喇叭电源、音箱开关
微波炉	4~5	微波控制、烧烤、炉灯、转盘电机控制等

洗衣机	1~2	电脑版控制电源等
电视机	1	主电源
电饭煲	1	主电源

资料来源：中国产业信息网，西部证券研发中心

2019年公司通用继电器销售收入25.98亿元，同比下降约4%，主要系家电市场需求放缓，行业竞争加剧所致。公司积极应对市场变化，主要采取技术改造，缩小产品体积，更换成本用料，提高产线自动化水平等方式，进一步降低通用继电器产品成本，稳固家电客户市场份额，并加强小家电及智能家居领域市场渗透。

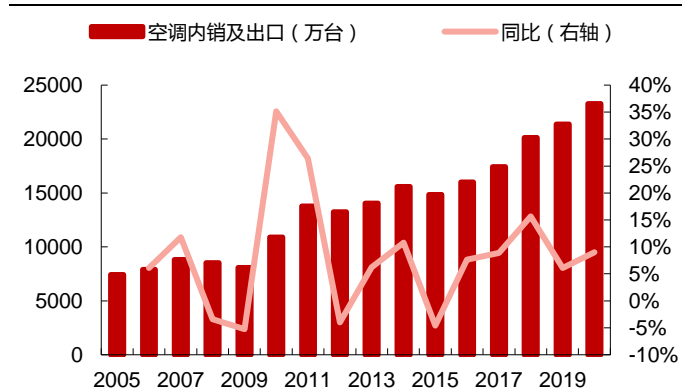
图 18：2016 年至今宏发通用继电器营收金额（亿元）



资料来源：公司材料，西部证券研发中心

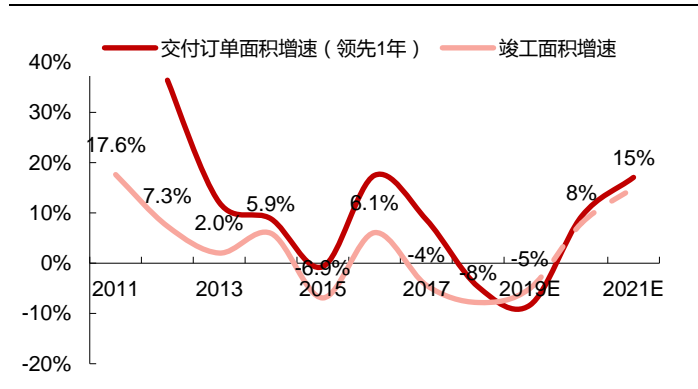
地产竣工恢复带动 2020 年需求回升，预计家电行业景气度回暖。2017-2018 年，受政策调整影响，地产竣工放缓，同比下降 4%/8%。2019 年下半年住宅竣工增速转正，西部宏观团队预测 2020 年竣工面积同比增长 8%，房地产后周期行业景气度有望回暖。我们保守预估 2020-2021 年家电市场维持“筑底”阶段，年增速略低于竣工面积增速，约 3-5%，对应通用继电器销售额年增长约 1-2 亿元。

图 19：2020 年中国空调内销及出口量预计同比增长 9%



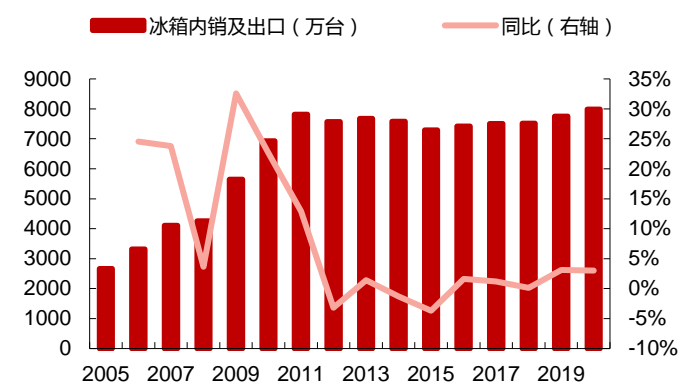
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 20：房地产交付订单面积及竣工面积增速趋势基本相同



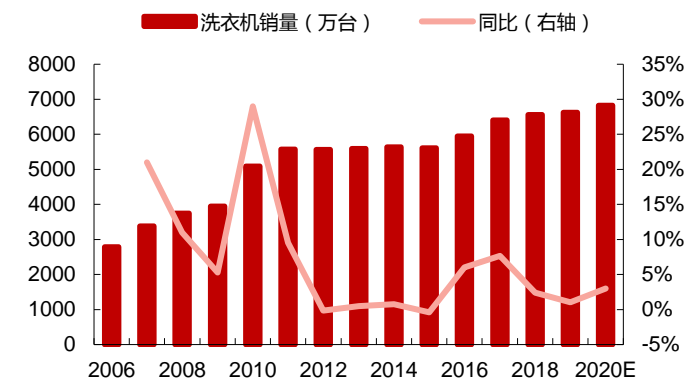
资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 21：2020 年冰箱内销及出口预计同比增长 3%



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 22：2020 年洗衣机内销及出口预计同比增长 3%



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

2.1.2 光伏逆变器需求稳定增长，利好通用继电器

继电器是光伏逆变器中的重要元器件，未来单位用量有望持续提升。继电器下游电源市场中主要用于电源和新能源领域，占电源市场份额分别为 60%和 40%。其中逆变器中使用的通用继电器相对家电用产品功率更大，产品价格略高，单位价值 10-20 元。随着未来组件设计越来越大，单位逆变器的继电器用量有望提升，假设价格不变的情况下，对应销售额有望增长 20%。

根据北极星太阳能网统计，2019 年国内光伏逆变器总出货量达 51.91GW，同比 18 年下降 10% 左右，企业出口方面，排名前三的企业分别为华为出口 5.04 亿美元，阳光电源出口 2.93 亿美元，锦浪出口 1.08 亿美元。宏发已具备光伏逆变器用继电器的完整解决方案，目前是华为第一大供应商、且绑定阳光电源等新能源头部客户，业务维持稳定增长。

表 9：光伏逆变器国内出货情况

2014 年			2015 年			2016 年			2017 年			2018 年			2019 年		
排名	名称	出货量 (单位: 兆瓦)	排名	名称	出货量 (单位: 兆瓦)	排名	名称	出货量 (单位: 兆瓦)	排名	名称	出货量 (单位: 兆瓦)	排名	名称	出货量 (单位: 兆瓦)	排名	名称	出货量 (单位: 兆瓦)
1	阳光电源	4235	1	华为	10500	1	华为	18130	1	华为	26021	1	华为	18100	1	华为	15974
2	华为	4000	2	阳光电源	8907	2	阳光电源	11100	2	阳光电源	16460	2	阳光电源	16700	2	上能	14821
3	特变电工	1800	3	特变电工	4000	3	上能	2700	3	上能	4534	3	科士达	4167	3	阳光电源	7917

资料来源：北极星电力网、西部证券研发中心

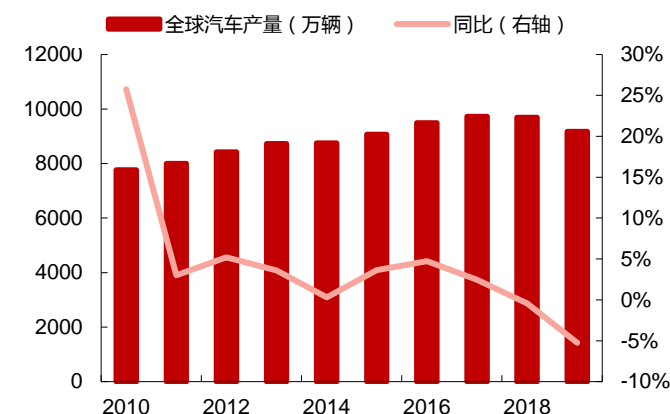
2.2 智能化趋势下单车需求量提升，深度布局全球化业务

2.2.1 汽车市场趋近调整末期，智能化趋势下单车需求量提升

汽车行业处于筑底阶段，销量增速有望触底反弹。2019 年国内经济增速下行，汽车消费受到抑制。据中汽协数据，2019 年我国汽车生产 2572.1 万辆，同比下降 7.5%，全年汽车销量同比均转负。2019 年 6 月起，中国汽车销量同比下降收窄至 10%，至 12 月国内汽车销售已实

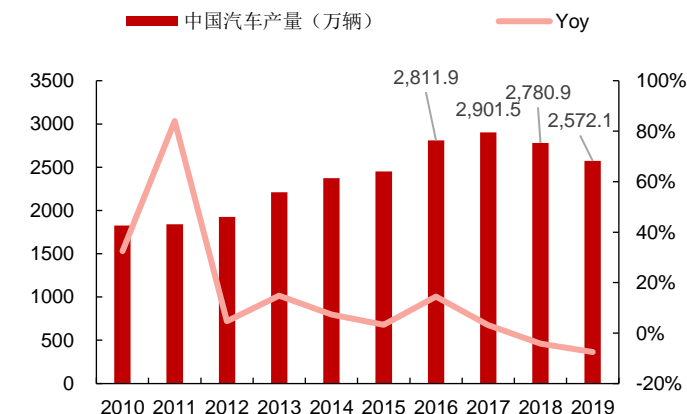
现同比下降收窄至 1%，呈现回暖趋势，但短期压力仍未缓解。2019 年全球汽车销量实现 9123 万辆，相比 2018 年降低了 383 万辆；国内汽车销量 2583 万辆，同比下降 15.5%。考虑到疫情影响，我们预计 2020 年全球汽车销量下降 15%至 7676 万辆，国内汽车销量下降 10%至 2133 万辆，2021 年国内汽车销量有望回升 10%-12%。

图 23：全球汽车产量（万辆）



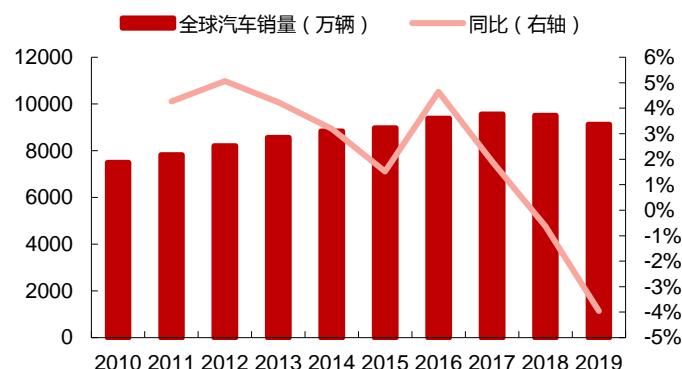
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 24：中国汽车产量情况（万辆）



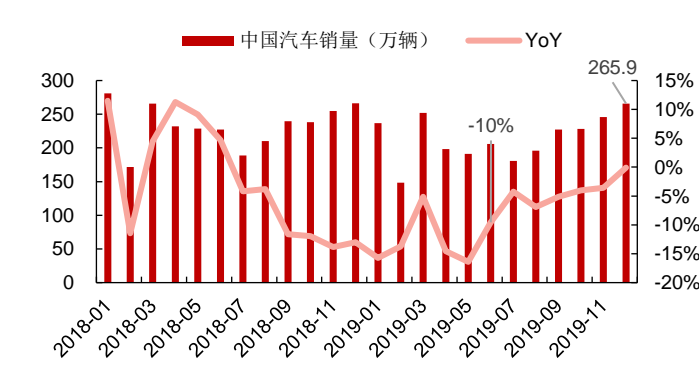
资料来源：中汽协，西部证券研发中心

图 25：全球汽车销量（万辆）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 26：中国汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，西部证券研发中心

汽车智能化发展，打开汽车继电器市场新空间。随着消费者对汽车的安全性、舒适性、娱乐性等需求均有不同程度的提升，导致汽车智能化发展是行业的大趋势，所以类似于自动驾驶技术、车联网技术等功能在新款车型中愈发常见。过去乘用车单车平均用继电器约 30 只，而目前高端车型中单车需求量约 70 只，汽车智能化发展对汽车继电器市场空间的提升帮助较大。

国内中高端车型销售占比有望提升，预计 2021 年国内汽车继电器需求 8.8 亿只。2019 年国内汽车市场的低端、中端、高端车型销量比约 3: 6: 1，且高端车型销售占比有提升的趋势。根据中国产业信息网数据，2019 年低端车型单车需 21 只继电器，中端车型需 31 只，高端车型需 71 只，汽车智能化带来单车需求量年均增长 1 只，同时低端车型市场份额每年下降 2%，中端车型和高端车型市场份额逐步提升，叠加国内汽车销量逐步企稳，预计 2020 年和 2021 年国内汽车继电器需求量分别为 8.5 亿只和 8.8 亿只。

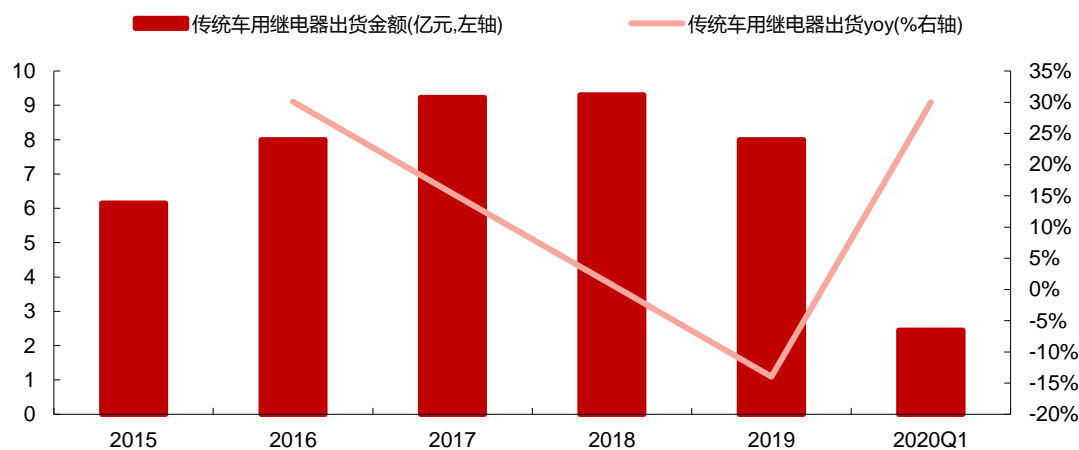
表 10：中国汽车继电器需求预测

分项	2019		2020E		2021E	
	占比	单车需求（只）	占比	单车需求（只）	占比	单车需求（只）
低端车型	29%	21	27%	22	25%	23
中端车型	60.50%	31	62%	32	63%	33
高端车型	10.50%	71	11%	72	12%	73
平均单车需求（只）	32.3		33.7		35.3	
国内汽车销量（万辆）	2583		2531		2506	
行业总需求（万只）	83431		85306		88463	

资料来源：中国产业信息网，西部证券研发中心

宏发汽车继电器市场份额稳居全球前三，2020Q1 出货金额逆势增长。2019 年宏发汽车继电器销售额为 8.0 亿元，同比增长-13.98%。其中，第一季度受全球汽车市场需求下降不利影响，公司汽车继电器市场及客户影响较大；第二季度业务逐步企稳；第三季度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。全年增速为负的主要原因有：1）汽车市场本身低迷；2）国五国六切换造成需求急速下降。但在 19 年下半年，公司产能利用率从 60% 上升到 70%-75%以上，整体逐渐好转，同时，在加大与标杆性客户合作思路下，公司在 19 年第三季度获得了奔驰认定，丰田第二轮工厂审核也在 19 年底展开。2020Q1，在疫情影响下公司汽车继电器仍实现出货金额 2.45 亿元，同比逆势增长 30%。

图 27：宏发汽车继电器发货金额逆势增长



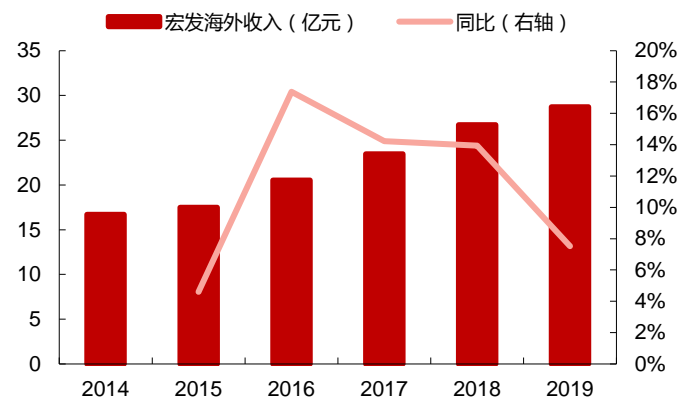
资料来源：公司资料，西部证券研发中心

2.2.2 收购海拉，深度布局全球化业务

2019 年底宏发公告宣布现金收购“海拉汽车电子 100%股权”。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来自于欧美市场，海拉在欧洲的市场占有率达 20% 以上，主要客户包括大众、通用、福特、戴姆勒等。业务上看，公司汽车继电器业务收入约 70% 在国内市场，收购海拉能够提升海拉的经营效率，并加快打通海外渠道（公司汽车继电器业务 2019 年收入 8 亿元，市占率 8%，加上海拉 3 亿元业务后，公司汽车继电器业务全球市

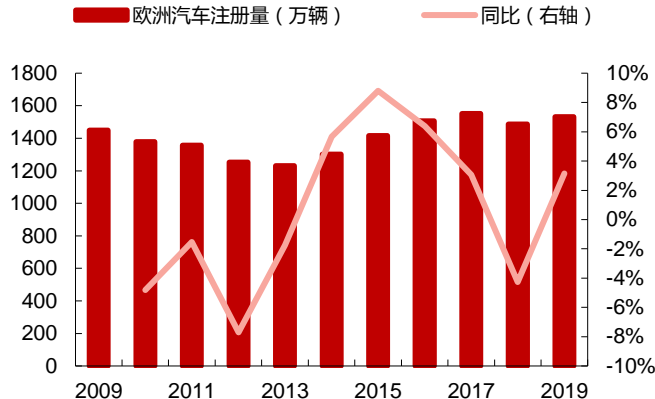
占率将提升至 11%左右), 有助于公司进一步深入欧洲乘用车供应链, 假设海拉汽车电子被收购后规模不发生变化, 宏发可增厚利润 5000-6000 万元净利润。

图 28: 14-19 宏发海外收入情况



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 29: 欧洲汽车注册量同比增速触底回升



资料来源: 欧洲汽车制造协会, 西部证券研发中心

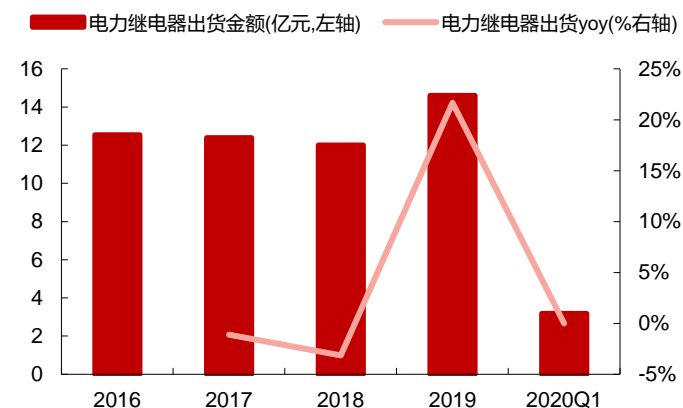
2.3 国网及海外需求旺盛, 助推电力继电器保持全球领先地位

2.3.1 继电器市占率全球第一, 海外市场优势明显

宏发电力继电器份额全球第一。宏发旗下宏发电力电器有限公司成立于 2001 年, 专业从事电力磁保持继电器的研发、生产和销售。产品可用于智能电表、智能照明系统和插座、继电保护等设备。2019 年宏发电力继电器全球市场份额 57%, 同比提升 4pcts。公司客户结构优质, 主要包括 ABB、SIEMENS、GE 能源、SAGEM、ECHELON、EMERSON、EDMI、威胜、林洋、开发科技、许继仪表、国网鲁能等。

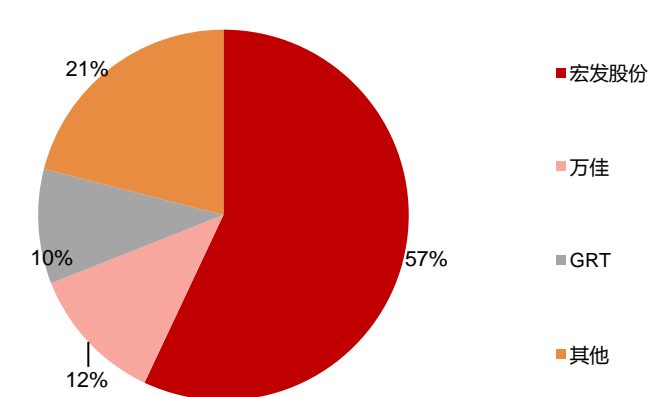
海外市场宏发优势明显。2019 年公司电力继电器累计销售 14.6 亿元, 同比增长 21.7%, 主要系海外增长所致。整体来看, 2019 年北美、欧洲市场长期维持 20%以上增速, 美国市场份额超 50%。截止 2019 年底, 美国 KG 已实现连续两年销售增速 30%, 同时自 2019 年 9 月起, 公司电力继电器出口美国获得关税豁免, 对稳固原客户份额及拓展新客户、新项目十分有利。

图 30: 电力继电器产品出货情况



资料来源: 公司资料, 西部证券研发中心

图 31: 2019 年全球电力继电器厂家及份额 (%)



资料来源: 公司资料, 西部证券研发中心

2.3.2 宏发电力继电器未来增速有望延续

未来电表存量替换需求是智能电表市场增长的主要驱动力。目前智能电表寿命一般为8年左右，从2019年国家电网智能表招标量数据中，我们可以看到2019年智能表招标数量为近5年最高值，同比增长37.7%，且高于2013年电表招标量。且从招标批次统计中也能发现2019年招标需求快速增长的仍是2级、1级的单相智能表。

表 11：2013-2019 年国网智能电表招标统计

款式(单位: 万只)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
2 级单相智能表	5483.28	8385.9	8089.37	10123.51	4341.05	4647.2	6510.74
1 级单相智能表	618.24	695.12	904.95	1312.52	650.45	626.04	786.31
0.5S 三相智能表	54.3	75.84	97.16	96.91	55.01	91.32	92.62
0.2S 三相智能表	2.53	2.36	7.05	4.19	1.8	2.38	1.48
合计	6699.59	9166.25	9098.53	11537.14	5048.31	5366.94	7391.15
同比增速		36.8%	-0.7%	26.8%	-56.2%	6.3%	37.7%

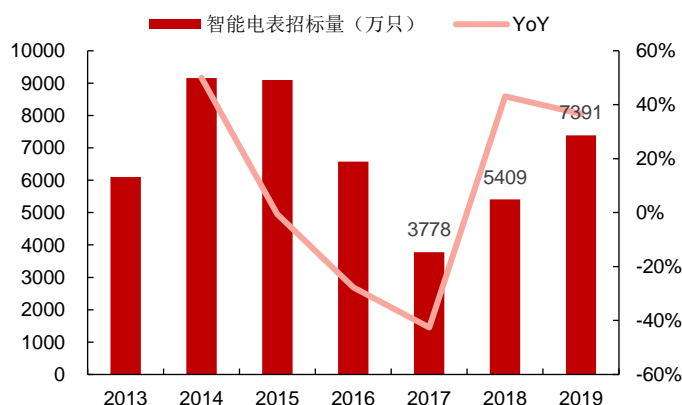
资料来源：国家电网，西部证券研发中心

表 12：2017-2019 年国网智能电表招标分批次

款式(单位: 万只)	2017		2018		2019	
	第一批次	第二批次	第一批次	第二批次	第一批次	第二批次
2 级单相智能表	2613.45	1727.6	1916.23	2730.97	3395.18	3115.56
YOY			-26.68%	58.08%	77.18%	14.08%
1 级单相智能表	395.7	254.75	311.38	314.66	377.13	409.18
YOY			-21.31%	23.52%	21.12%	30.04%
0.5S 三相智能表	29.61	25.4	51.04	40.28	47.66	44.96
YOY			72.37%	58.58%	-6.62%	11.62%
0.2S 三相智能表	0.83	0.97	1.09	1.29	1.21	0.27
YOY			31.33%	32.99%	11.01%	-79.07%
合计	3039.59	2008.72	2279.74	3087.2	3821.18	3569.97
YOY			-25.00%	53.69%	67.61%	15.64%

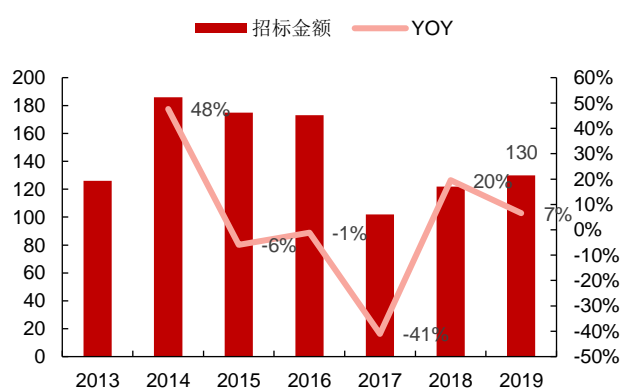
资料来源：国家电网，西部证券研发中心

图 32：国家电网智能电表历史招标量（万台）



资料来源：国家电网，西部证券研发中心

图 33：国家电网智能电表历史招标金额（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、电力喵微信公众号，西部证券研发中心

未来两年智能电表用电力继电器需求量将维持较快速度增长。据统计，2019 年国网智能电表招标 7391.2 万只，同比增长 37.7%，国内智能电表总需求约 8500 万只，同比增长 30.8%。根据前瞻产业研究院预测，2020 年和 2021 年国内智能电表需求量分别为 11000 万只和 13700 万只，同比增长 29.4%和 24.6%。每个智能电表搭配一个电力继电器，即智能电表用继电器需求也将以相同增速增长。

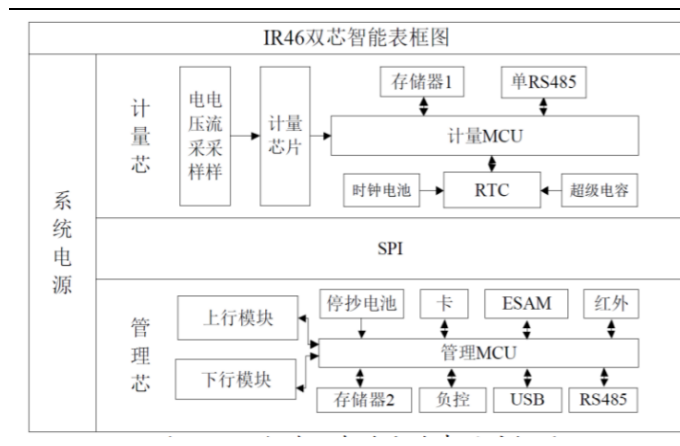
表 13：智能电表用电力继电器需求预测

	2018	2019	2020E	2021E
国网招标量（万台）	5366.9	7391.2	9500.0	12000.0
国内总需求（万台）	6500.0	8500.0	11000.0	13700.0
电力继电器需求量（万只）	6500.0	8500.0	11000.0	13700.0
YOY		30.77%	29.41%	24.55%

资料来源：前瞻产业研究院，西部证券研发中心

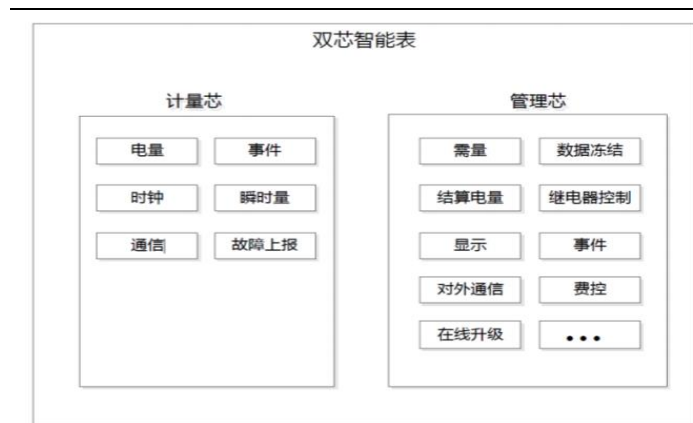
新一代智能电表采用双芯设计有望带来新增长点。《IR46 标准下智能电能表研究初探》中提到，当前智能电表主要采用“单个 MCU+专用电能计量芯”，新体系下将采用两个 MCU 的设计方案。新增管理芯，专门负责显示、对外通信、事件管理、数据冻结、负荷控制等功能。电表更换需求将大幅提升。2019 年已开展新一代电表样机验证，2020 年有望开启招标。预计电表价值水平将随着智能化水平提高而显著提高，同时也利好电力继电器市场。

图 34：IR46 双芯智能电表设计结构



资料来源：《IR46 标准下智能电能表研究初探》，西部证券研发中心

图 35：新标准下，双芯智能电表功能划分



资料来源：《IR46 标准下智能电能表研究初探》，西部证券研发中心

表 14：第五代智能电表研发路径及预期进程

时间	进程及未来预期
2016 年	国网发布：《基于 IR46 理念的“双芯”智能电能表设计方案》，并组织“双芯”智能电表研发。
2018 年 11 月	国网首款“双芯”智能电表在浙江电网挂网运行，估计作为新一代智能电表的过渡产品。
2019 年 4 月	国网信通产业集团提出：建设泛在电力物联网的保障之一，设计研发新一代智能电表，实现电量和温度计量、用户家庭中大容量符合的用电信息采集与控制。
2019 年 5 月	全国电工仪器仪表生产中心介绍新一代智能电表设计方案。

2019年8月 国网公司、中国电科院的专家发表：《新一代智能电表支撑泛在电力物联网技术研究》。

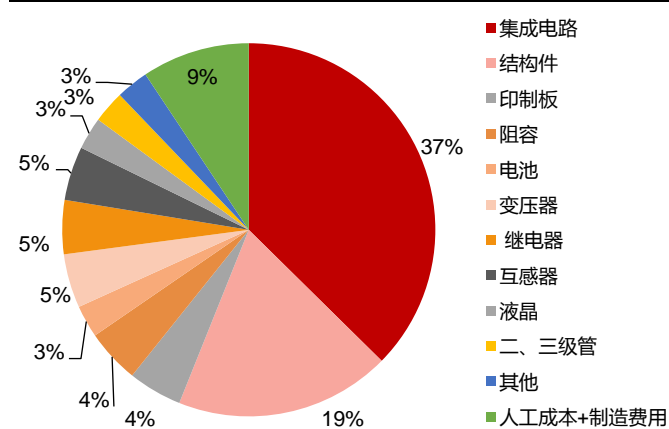
2020年 国网新一代智能电表技术标准进入报批程序，并组织新型电表样表开发、送检与产品设计改进。

2020年及以后 国网新一代智能电表首批样表在部分省级公司运行及产品设计改进，在各省级电表扩大使用，再在部分省级电网批量进入市场应用。

资料来源：国家电网，西部证券研发中心

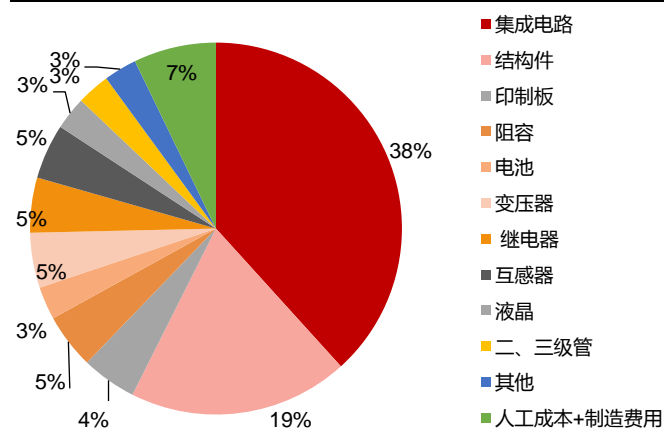
双芯单相智能电表价值量约为单芯单相智能电表的 2 倍。根据炬华科技招股说明书中的数据，双芯单相智能电表的成本构成比例和毛利率与单芯单相智能电表基本相同，主要原因是双芯智能电表所使用的主要材料比单芯智能电表均提升一倍左右，人工成本提升约 50%。单芯设计的单位成本和电表单价分别为 105 元和 154 元，双芯设计的单位成本和电表单价分别为 205 元和 301 元，接近单芯设计的 2 倍。

图 36：单芯设计单相智能电表成本构成



资料来源：炬华科技招股说明书，西部证券研发中心

图 37：双芯设计单相智能电表成本构成



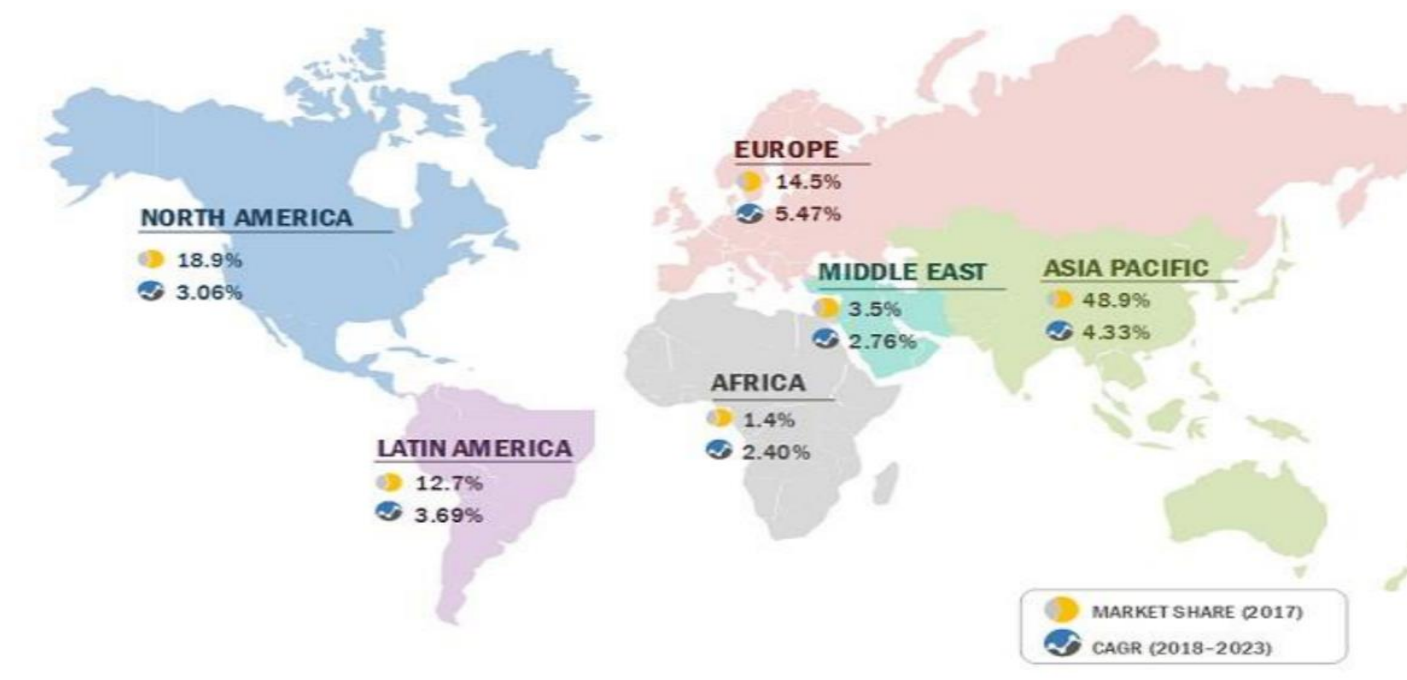
资料来源：炬华科技招股说明书，西部证券研发中心

海外电网建设带动智能电表需求持续增长。目前全球持续推进智能电网建设与能源转型，根据全球市场研究机构 Markets and Markets 数据：2020 年智能电网投资规模预计达 342 亿美元，2023 年有望达 613 亿美元，期间复合增长率达 20.9%。从地区来看，北美地区将贡献最高的市场份额，而中东和非洲（MEA）处于初期增长阶段，电力基础设施建设需求旺盛，有望成为全球智能电表需求增速最高的地区之一。欧洲地区目前渗透率达 60%，欧盟规划 2017-2020 年安装智能电表 8000 万个，预计 2020 年安装 2000 万个；俄罗斯规划到 2020 年底智能电表覆盖率达 18.9%，预计 2020 年安装 250 万个；韩国规划到 2020 年实现智能电表 100% 普及，预计今年安装 210 万个；日本和印度分别规划 2017-2027 年部署智能电表 8000 万个和 1.5 亿个，预计年均安装 800 万个和 1500 万个。

据《2019 全球 AMI 跟踪》数据，自 2018 年四季度以来，全球已经启动了 24 项新的智能电表项目，其中发达国家正处于从新表安装以及二代表计升级到采纳先进技术和管理服务模式转变。宏发在欧洲，美洲，亚洲地区积极布局，公司电力继电器已进入法国、西班牙、意大利、英国等市场并得到快速放量，东欧市场也正积极培育，未来持续高速增长可期；在日本，宏发已成为东芝、松下的主要供应商，未来在日本的市占率将持续提升；

我们预计宏发电力继电器未来将继续保持国网份额，在海外市场有望继续提升。2019 年公司电力继电器出货金额 14.6 亿元，同比增长 21.67%，20/21/22 年增速保守预计 0.2%/9.3%/9.4% 增速，达 14.6/16.0/17.5 亿元。

图 38：全球智能电表需求分布及增长趋势



资料来源：Markets and Markets，西部证券研发中心

表 15：海外智能电表大规模更换

计划	
欧盟	要求 2020 年成员国至少达到 80% 智能电表渗透率，17-20 年降安装智能电表 8000 万个，年均 2000 万个
北美	智能电网和智慧城市项目的大规模投资，对高级计量基础设施（AMI）、智能电网配 电管理、智能电网和变电站自动化等新技术较为敏感
俄罗斯	到 2020 年智能电表的覆盖率达 18.9%，年安装量 250 万个
韩国	规划到 2020 年实现 100% 的普及率，年安装 210 万个左右
日本	预计 2017-27 年智能电表部署约 8000 万只
印度	预计 2017-27 年智能电表部署 1.5 亿只
英国	计划于 2020 年前为每家每户及小型企业都安装上智能电表
尼日利亚	政府将部署大约 300 万个预付费电表

资料来源：GEP Research，西部证券研发中心

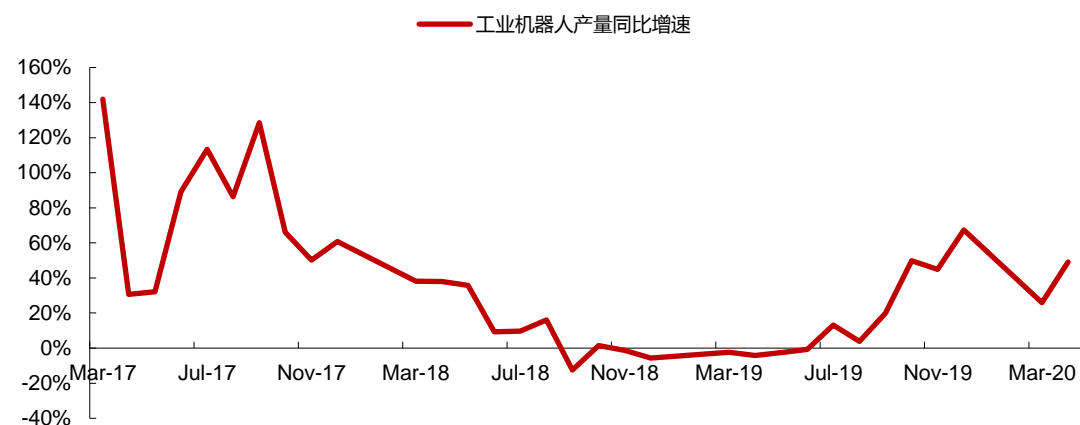
2.4 信号继电器价值量高，工控继电器存在结构性机会，提升空间巨大

2.4.1 电梯控制有望为宏发工控带来新的业务增长点

工控继电器收入平稳增长，未来有望受益于汽车和 3C 终端销量回暖。工控继电器是宏发传统深耕领域之一，2019 年公司工控继电器累计销售 5.3 亿元，同比增长 7.3%。我们根据公司数据测算，工控继电器行业空间约 120 亿元。工业控制领域主要包括 PLC、自动化设备、电器控制、机械设备。由于欧姆龙及泰科电子等主要竞争对手竞争力较强，且受宏观经济影响，国内工业机器人，下游应用行业固定资产投资放缓等因素影响，2015-2019 年宏发工业控制领域增速较为平稳，市场份额增长缓慢，未来随着国内汽车和 3C 终端销量逐渐回暖，有望带动新

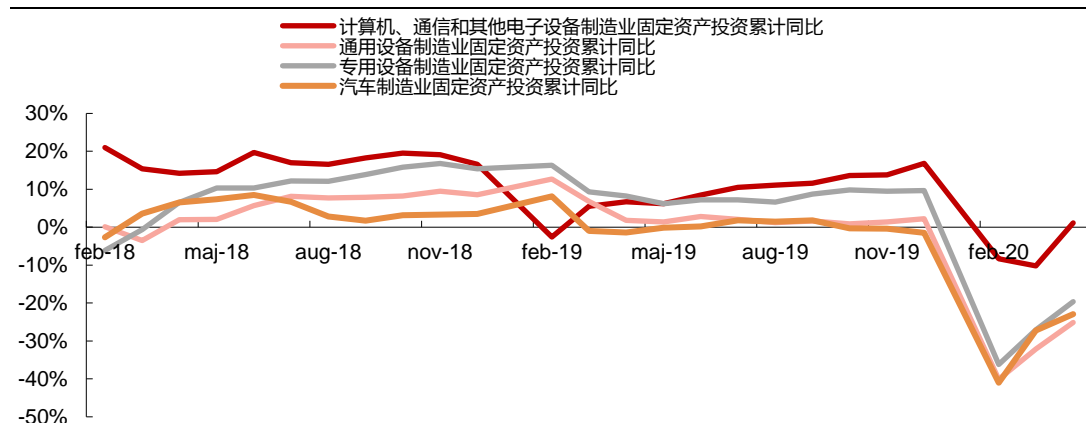
一轮产能投入，刺激工业机器人需求再一次增长。

图 39：2019 年 7 月起国内工业机器人产量增速连续为正



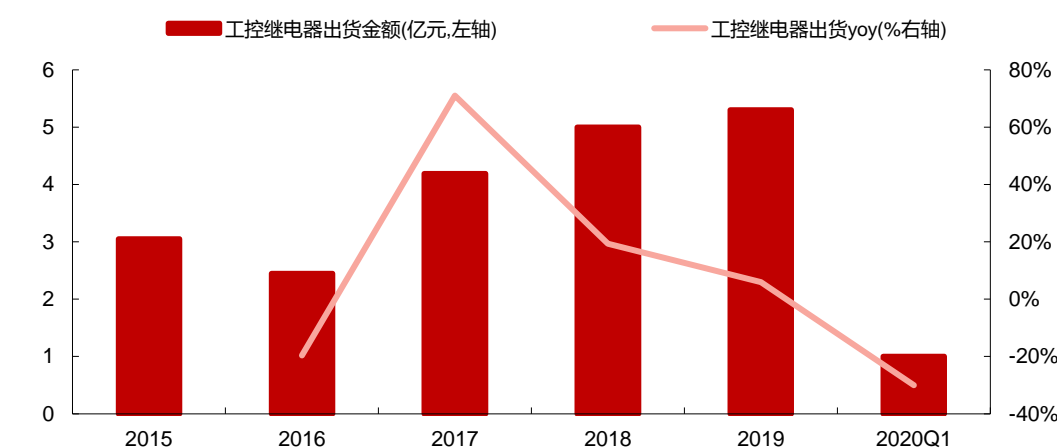
资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 40：工业机器人重要应用行业固定资产投资累计同比增速



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

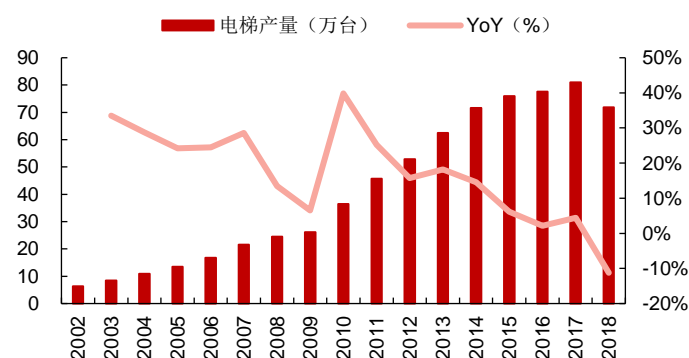
图 41：2015-2019 宏发工控继电器发货金额稳步增长



资料来源：公司资料，西部证券研发中心

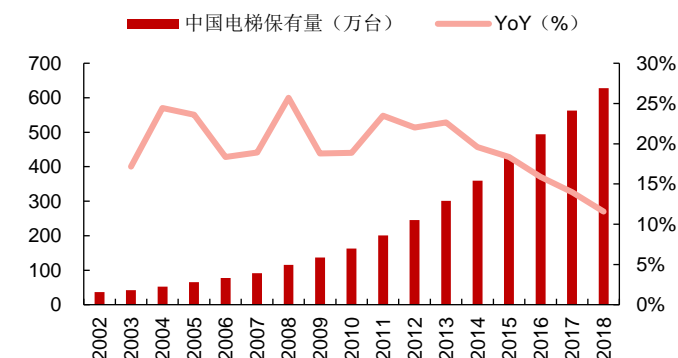
宏发在电梯控制领域优势明显，预计未来市场需求将维持较快速度增长。宏发在电梯控制领域产品技术壁垒较高，产品质量已经接近欧姆龙等国际先进企业同类产品，单价明显高于工业控制领域，毛利率接近 50%。2017-2018 年受国内房地产行业低迷影响，电梯需求增长放缓。2019 年宏发电梯控制领域增长较快，季度平均增速为 15-25%。随着新基建周期来临，地产交付加快叠加国内老房改造需求逐步释放，电梯质保市场需求潜力巨大，电梯控制需求增速有望维持增速 20%。

图 42：国内电梯产量（万台）及增速（%）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 43：国内电梯保有量（万台）及增速（%）

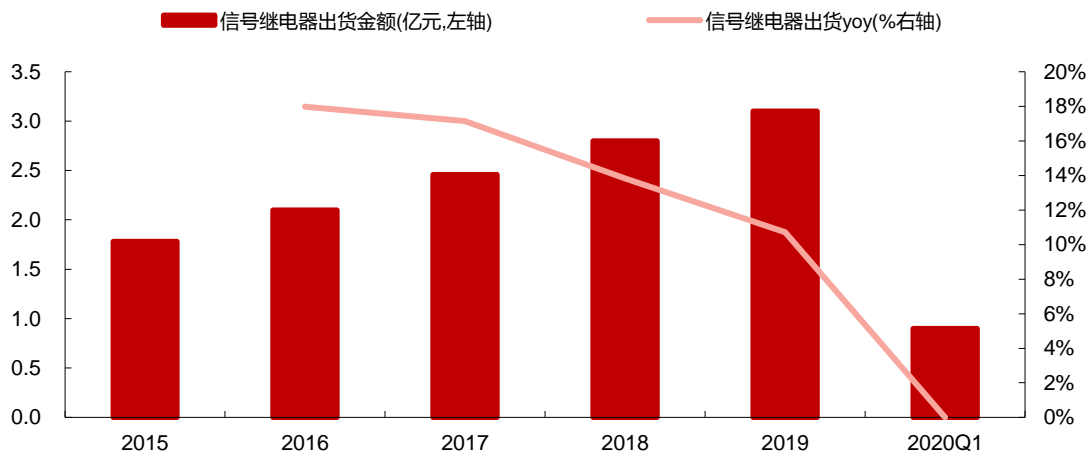


资料来源：WIND，西部证券研发中心

2.4.2 5G建设有望推动信号继电器进一步增长

宏发信号继电器主要用于通信、安防监控、智能家居、物联网等领域。2015-2019 年公司信号继电器销售额复合增长率为 14.88%。2019 年信号继电器销售收入 3.1 亿元，同比增长 10.71%，市占率约 13%，居全球份额第一，主要竞争对手为松下和欧姆龙。2020Q1 公司信号继电器发货金额 0.9 亿元，同比基本持平。信号继电器受经济环境影响较小，应用领域广，单品价值量高，毛利率高，具有较高的行业壁垒，我们认为随着 5G 等的发展，未来有望进一步增长。

图 44：宏发信号继电器出货情况



资料来源：公司资料，西部证券研发中心

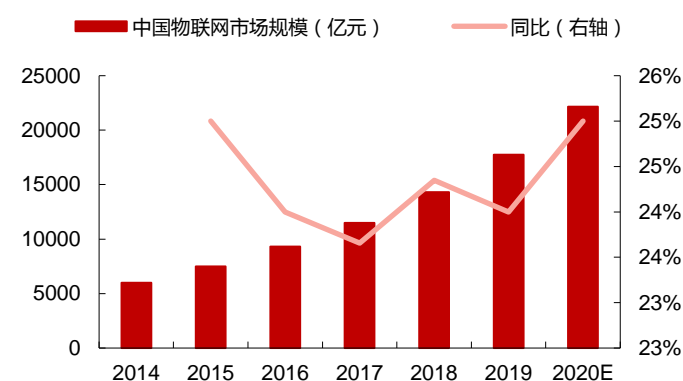
物联网市场空间广阔，利好信号继电器需求增长。全球物联网快速发展，爱立信预测2017~2023年广域、短距物联网连接数CAGR分别为26%、18%，智能手机终端连接数CAGR为3%。近年来中国物联网市场规模增速维持在20%以上，预计2020年市场规模达到2.2万亿。全球物联网设备基数也维持15%以上的增速，预计2025年将达到754亿台。伴随着移动物联网行业的高速发展，对相关通信设备性能要求也越来越高，传统的通信设备由于频率低、信号差，已经很难满足物联网时代的需求，跟不上时代发展的步伐。而高频信号继电器在保持高频率的同时，没有太大的信号损耗，能够实现传输信号的不失真，满足了移动物联网时代信号传输的高要求，预计未来需求量将持续增长。

表 16：全球物联网终端连接数预测

单位（十亿）	2017	2023	CAGR
广域物联网	0.6	2.4	26%
短距物联网	6.4	17.4	18%
PC/笔记本/平板	1.6	1.7	0%
智能手机	7.5	8.8	3%
固定电话	1.4	1.3	0%
总计	17.5	31.6	10%

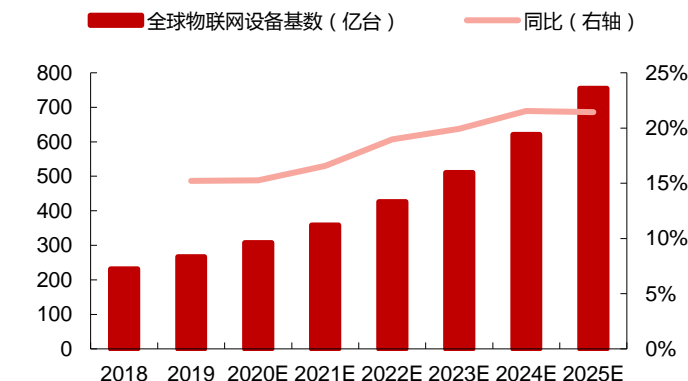
资料来源：爱立信移动市场报告，西部证券研发中心

图 45：2020 年中国物联网市场规模预计达 2.2 万亿



资料来源：中国产业发展研究网，西部证券研发中心

图 46：2025 年全球物联网设备基数预计达 754 亿台



资料来源：中国产业发展研究网，西部证券研发中心

三、新能源汽车、低压电器市场打开新空间

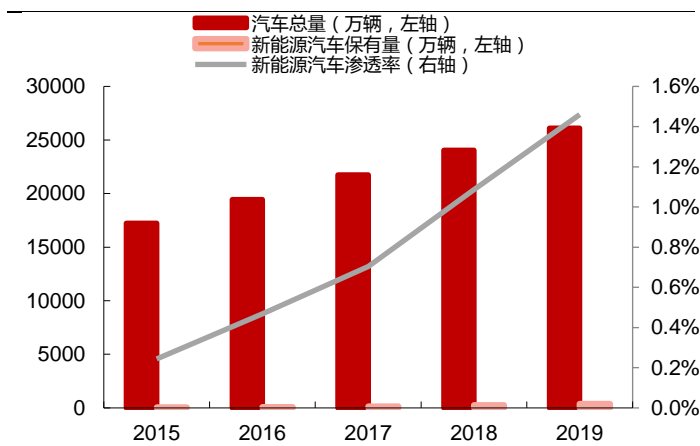
3.1 积极投身新能源汽车市场，高压直流继电器业务带来新增量

3.1.1 新能源汽车成长空间大，利好高压直流继电器

2019 年新能源车销量同比下滑，12 月销量环比增长。据中汽协数据，2019 年纯电动汽车生产 102 万辆，同比增长 3.4%，销售 97.2 万辆，同比下降 1.2%；插电式混合动力汽车生产 22 万辆，同比下降 22.5%，销售 23.2 万辆，同比下降 14.5%。2019 年 12 月新能源车产销分别为 14.9 万辆、16.3 万辆，环比增长 36.0%、71.4%。其中纯电动汽车 BEV12 月产销分别为 9.5 万辆、10.5 万辆，环比增长 26.3%、66.8%。

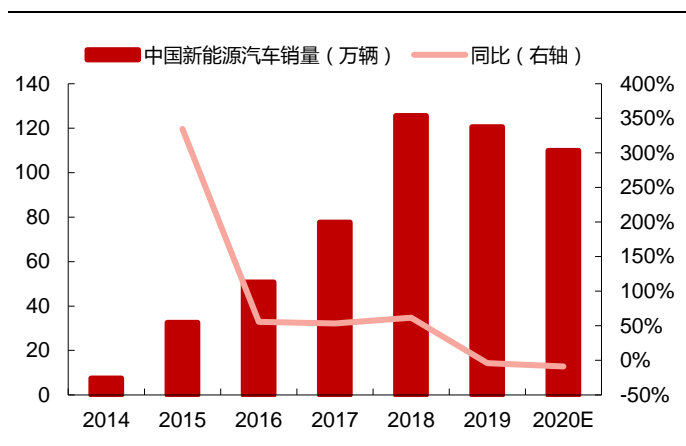
新能源汽车市场发展大势所趋，成长空间巨大。2019年10月9日，工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（意见稿）提出将2025年新能源车新车销量占比达到25%。根据公安部数据统计，截至2019年底，我国新能源汽车保有量381万辆，与18年底相比增加120万辆，同比增长46.05%，占全国汽车总量的1.46%，同比提升0.4pcts，未来仍有巨大的成长空间。根据中汽协预测，受疫情影响，2020年我国新能源汽车销量预计为110万辆左右，同比下滑约9%；同时，中汽协预计2020中国汽车销量下滑15%至2195万辆，2021-2022年基本持平，2023-2025年有望以年均4%增速增长，则到2025年中国汽车销量有望达2469万辆。按照国家新能源汽车占比25%的规划，2025年新能源汽车销量有望达600万辆左右。

图 47：截至 2019 年底国内新能源汽车渗透率 1.46%



资料来源：公安部，西部证券研发中心

图 48：预计 2020 年国内新能源汽车销量 110 万辆



资料来源：智研咨询，西部证券研发中心

国内新能源汽车政策托底意愿明显。2020年3月31日，国务院常务会议提出将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年，超出市场预期，补贴的延长有利于新能源汽车板块的平稳过渡。4月7日，《新能源汽车产业发展规划 2021-2035》咨询会议召开，提出我国下一阶段发展将侧重于进一步提升新能源汽车市场份额、提升新能源汽车在乡镇农村市场的渗透率。近期新能源汽车行业政策频出，政策托底意愿明显，利好新能源汽车和高压直流继电器产业稳定发展。

海外市场新能源汽车加速发展，各车企布局电动化趋势显峥嵘。汽车研发生产方式经历手工作坊式、流水线方式、汽车平台、模块化平台四个阶段。模块化平台是指以模块的方式设计组装汽车的各部分子系统，将汽车的各部分总成以模块的形式进行标准化设计和生产，最后再根据不同车型的定位进行“组装”。模块化平台打破了传统汽车平台只针对一个级别车型的限制，通过不同的模块组合，可覆盖多级别、多类型的不同车型。在“模块化”生产方式下，整车厂商以消费者的需求为出发点，进行汽车模块的匹配设计，迅速调整汽车设计方案，缩短研发周期，降低研发成本。目前，国际主流车企开始向“电动化、智能化、网联化、共享化”方向战略转型，推出纯电动专用模块化平台。例如大众 MEB 平台（Modular Electrification Toolkit），奥迪和保时捷共享高端电动车平台 PPE（Premium Platform Electric），宝马打造 FSAR 平台（flat battery storage assembly），戴姆勒打造 MEA（Electric Vehicle Architecture）平台等。HIS 预测，到 2021 年欧洲插混车型总数将达 118 款，纯电车型将达 92 款。T&E 预测，到 2022 年，欧洲纯电车型将超过 100 款，2025 年达到 172 款。

表 17：主流车企电动汽车专用模块化平台

车企	车型平台	首款车型上市时间
大众	MEB 平台	2020 年
奥迪/保时捷	PPE 平台	2022 年
奔驰	MEA 平台	2020 年
沃尔沃	CMA 平台	2020 年
宝马	FSAR 平台	2022 年
PSA	CMP 平台、e-CMP 平台	
雷诺	CMF-EV 平台	
通用	BEV3 平台	2021 年
福特	全新纯电平台	2020 年
丰田	e-TNGA 纯电动车型专业架构平台	2020 年
本田	全新纯电平台	2025 年前
日产	E-Platform	
现代起亚	ev-only	2021 年

资料来源：各公司官网，西部证券研发中心

全球主流车企制定新能源汽车销量规划，未来十年新能源汽车销量占比将快速提升。2019 年特斯拉全球销量 36.75 万辆，同比增长 50%；中国市场实现收入 29.79 亿美元，同比增长 70%。在全球疫情扩散的不利影响下，2020Q1 特斯拉仍实现销量 8.84 万辆，同比增长 14%，并且其规划 2020 年二季度 Model 3 销量扩大至 50 万辆，量产 Roadster、Semi 等车型。2019 年大众在全球销售新能源汽车 8.1 万辆，同比增长 70.3%，规划 2020 年和 2021 年新能源汽车销售占比分别为 4%和 8%，2025 年销量占比进一步提升至 20%。2019 年奔驰在全球销售新能源汽车 2.9 万辆，同比增长 16.2%，规划 2020 年推出 20 款插电混合动力车型，2022 年推出 10 款纯电动车型，新能源汽车销量占比 15%-25%，2030 年新能源汽车销量占比 50%。沃尔沃 2019 年在全球销售新能源汽车 5.5 万辆，同比增长 54.5%，规划 2025 年新能源汽车销量占比达 50%。奥迪 2019 年销售新能源汽车 3.0 万辆，同比增长 134.2%，规划 2025 年前推出超过 30 款新能源车型，新能源汽车销量占比 40%。

表 18：主流车企新能源汽车发展规划

车企	规划
大众	2020/2021 年新能源汽车销售占比分别为 4%/8%，预计销量为 40 万辆/80 万辆，2025 年新能源汽车销售占比超过 20%，年销量达 300 万辆
雷诺日产	2022 年前投放 12 款纯电动车
PSA	2021 年底前推出 7 款纯电动车型，8 款插电混合动力车型，2025 年前所有车型都将推出纯电动版本
沃尔沃	2025 年新能源汽车销量占比达 50%
奔驰	2020 年推出 20 款插电混合动力车型，2022 年推出 10 款纯电动车型，新能源汽车销量占比 15%-25%，2030 年新能源汽车销量占比 50%
宝马	两年内推出 5 款纯电动车型，2023 年 25 款新能源车型、12 款纯电动
奥迪	2025 年前推出超过 30 款新能源车型，新能源汽车销量占比 40%
通用	2023 年前投放 20 款新能源汽车
福特	到 2022 年在中国投放超过 10 款新能源汽车，到 2025 年在中国 70%的车型都推出新能源版本

丰田	2020年开始在中国导入纯电动车型, 2025年前推出10款以上纯电动车型, 所有车型都配备新能源版本, 2030年实现超550万辆新能源汽车年销量
本田	2025年前推出20款电动化车型, 到2030年电动化车型销量占65%
日产	2022年电动车型销量100万辆
现代起亚	2025年前投放44款新能源车型, 年销售167万辆
特斯拉	2020年二季度Model 3销量扩大至50万辆, 量产Model Y、Roadster、Semi

资料来源: 各公司官网, 西部证券研发中心

预计2020年高压直流继电器市场价值10.8亿元。2019年高压直流继电器市场上, 主继电器售价在250-450元间, 辅助继电器约70-130元, 按照乘用车一辆采用2主4辅的使用量计算, 在不配套控制盒的情况下, 国内一台乘用车需求价值量约1000-1200元; 客车单车价值量相对更高, 每台需求量在1800-2500元之间。假设不考虑维修更换需求, 且价格每年下降5%左右, 考虑到疫情影响2020年新能源汽车产销量, 我们测算出2020和2021年国内高压直流继电器市场价值分别为10.8亿元和12.8亿元。

表 19: 中国高压直流继电器市场价值测算

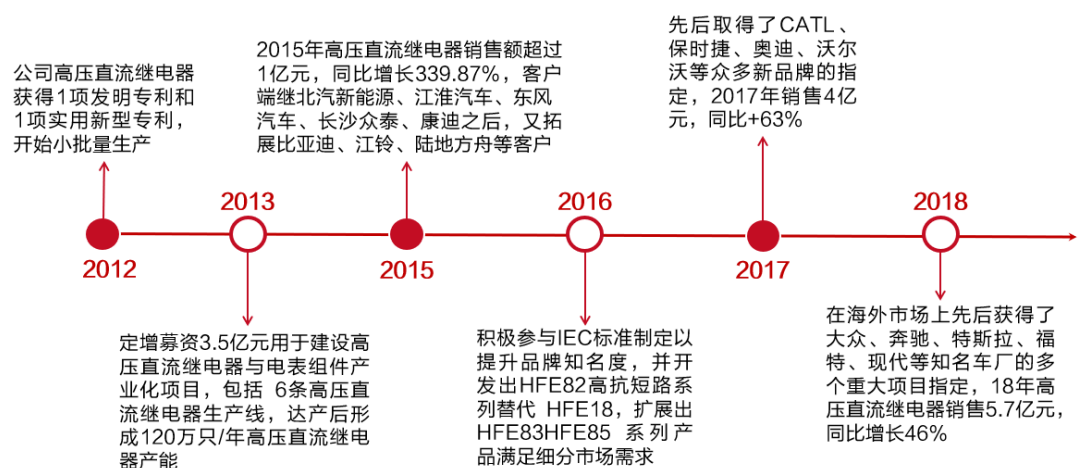
	2018	2019	2020E	2021E
乘用车产量(万辆)	100.3	109.1	100.6	125.8
客车产量(万辆)	9.8	7.0	4.1	5.1
专用车产量(万辆)	11.3	8.0	5.3	6.6
乘用车单车价值量(元)	1045.0	993.0	943.0	896.0
客车单车价值量(元)	2470.0	2347.0	2229.0	2118.0
专用车单车价值量(元)	800.0	760.0	722.0	686.0
乘用车市场空间(亿元)	10.5	10.8	9.5	11.3
客车市场空间(亿元)	2.4	1.6	0.9	1.1
专用车市场空间(亿元)	0.9	0.6	0.4	0.5
高压直流继电器市场价值(亿元)	13.8	13.1	10.8	12.8

资料来源: 中国产业信息网, 西部证券研发中心

3.1.2 锁定国内外标杆客户, 预期持续高速增长

布局多年, 建立了完整的高压直流继电器产品系列。公司最早从2008年开始进行高压继电器产品研发工作, 2012年获得一项发明专利和一项实用新型专利, 并开始小批量生产; 2013年通过定增募集3.5亿元资金用于建设高压直流继电器和电表组件产业化项目, 达产后形成120万只/年高压直流继电器产能; 2015年高压直流继电器实现销售额超1亿元, 同比增长340%, 成为公司利润新增长点; 2016年公司开发出HFE82高抗短路系列产品替代HFE18产品, 并拓展出HFE83、HFE85系列产品以满足细分市场需求; 2017年公司先后与CATL、保时捷、奥迪、沃尔沃等新客户达成合作; 2018年在海外市场获得了大众、奔驰、特斯拉、福特、现代等主流车企的重大项目指定, 品牌知名度进一步提升。截止目前, 公司已形成了包括主继电器、预充继电器、快速充电继电器、普通充电继电器、辅助继电器、充电桩用继电器在内的完善的高压直流继电器产品系列。

图 49：公司高压直流继电器业务发展历程



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 50：公司高压直流继电器系列产品

主继电器	预充继电器	快速充电继电器	普通充电继电器	辅助继电器	充电桩用继电器
乘用车 HFE18V-150 HFE18V-200 HFE82V-150B HFE82V-200 HFE85V-150 HFE85V-250B 客车 HFE18V-200 HFE18V-300 HFE82V-250	乘用车 HFE18V-10 HFE18V-20 HFE18V-40 HFE80V-20 HFE80V-40 客车 HFE18V-10 HFE18V-20 HFE18V-40	乘用车 HFE18V-100 HFE18V-150 HFE18V-200 HFE82V-150B HFE85V-150 HFE85V-250B 客车 HFE18V-200 HFE18V-300 HFE18V-400	乘用车 HFE18V-10 HFE18V-20 HFE18V-40 客车 HFE18V-40 HFE18V-100 HFE18V-150	乘用车 HFE18V-10 HFE18V-20 HFE18V-40 HFE80V-20 HFE80V-40 客车 HFE18V-10 HFE18V-20 HFE18V-40	乘用车/客车 HFE18V-100 HFE18V-150 HFE18V-200 HFE18V-300 HFE18V-400 HFE82V-600

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

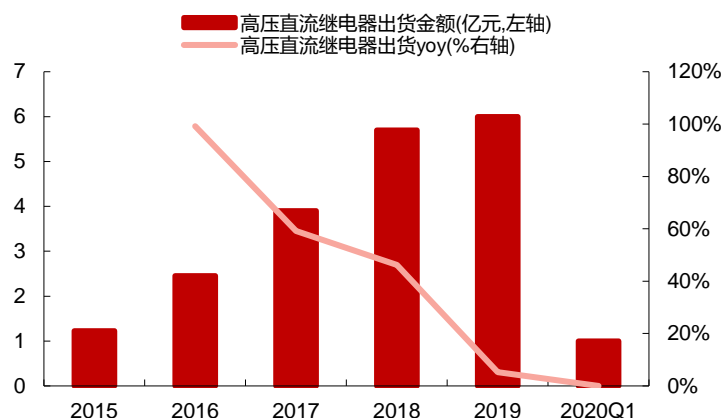
2019 年宏发高压直流继电器销售 6.0 亿元，同比增长 5.26%。2020Q1 出货金额 1 亿元，同比基本持平。宏发绑定国内多家重要客户，包括特斯拉，CATL，北汽，比亚迪，广汽，上汽，长城，奇瑞，通用五菱，宇通等，现已成为全球第二大供应商，产品兼具松下、泰科电子的质量水平，且有 15% 以上的价格优势。国内市场占有率 40%，长期目标为 70%。海外市场持续拓展，已获得特斯拉，大众，奔驰，路虎，保时捷等欧美主要车企海外平台认证。2019 年公司全球市场占有率 25%，同比提升 5pct，排名第二仅次于松下。

表 20：公司高压直流继电器部分客户情况

公司名称	继电器	对应项目
特斯拉	快充继电器	Model 3 中国和美国市场主要供应商
大众	主继电器	MEB 平台
戴勒姆	主继电器	EB310 项目
	全部继电器	EB4xx

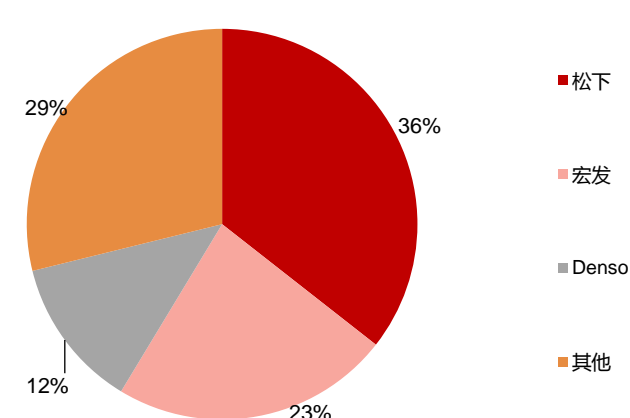
资料来源：公司资料，西部证券研发中心

图 51：公司高压直流继电器发货金额



资料来源：公司资料，西部证券研发中心

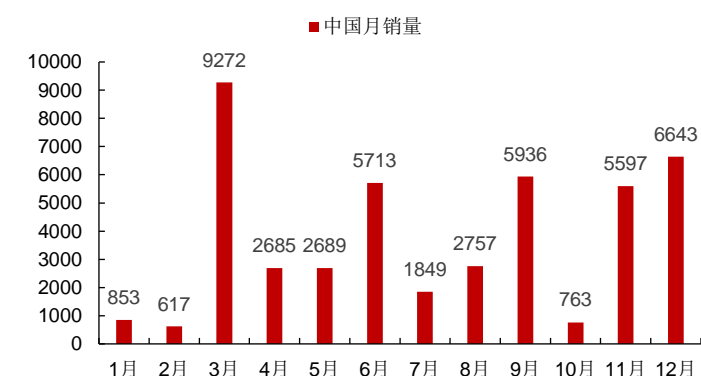
图 52：2019 年高压直流继电器继电器主要厂家份额



资料来源：公司资料，西部证券研发中心

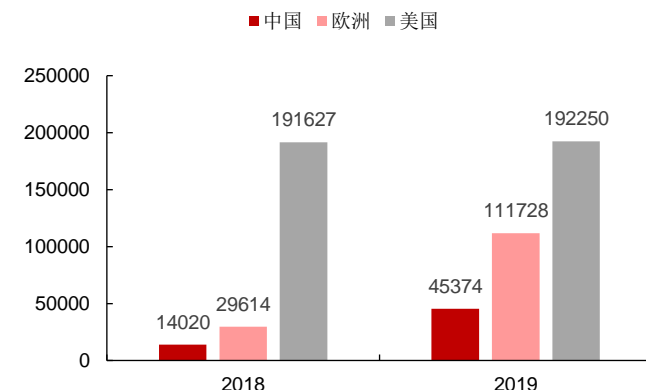
我们根据公司客户目前的产能及市场情况保守预测，2020/2021/2022 年特斯拉上海工厂为宏发创收 1.00/1.46/2.35 亿元，其海外工厂预计为宏发创收 1.05/1.22/1.58 亿元。2020-2022 年国内新能源车产量为 110/138/172 万辆，宏发股份 2020-2022 年高压直流继电器业务销售金额为 7.8/10.8/15.0 亿元。

图 53：2019 年特斯拉中国月销量统计（辆）



资料来源：汽车上险数据，西部证券研发中心

图 54：2018-2019 年特斯拉销量统计（辆）

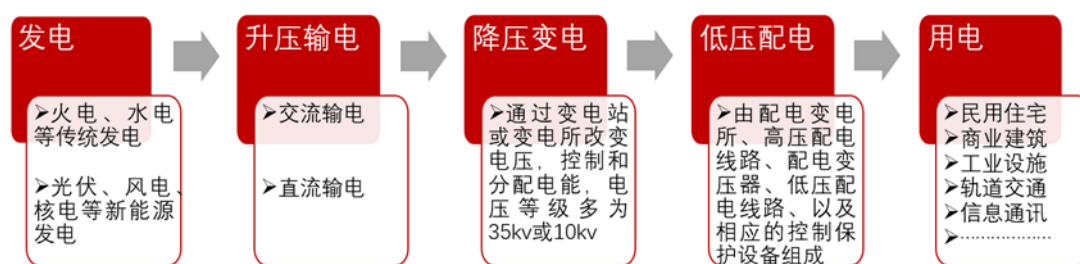


资料来源：汽车上险数据，CARSALESBASE，西部证券研发中心

3.2 低压电器：质控工艺传承下，新市场打开成长空间

按照国家标准，低压电器是一种根据外界信号和要求，手动或自动接通、断开电路，以实现电路或非电对象的切换、控制、保护、检测、变换和调节的元件或设备，适用于电流在交流 1200V、直流 1500V 以下的电器线路中。低压电器是低压配电系统和低压配电网的结构基石，工业、农业、交通、国防和一般的居民用电领域大多采取低压供电，电力通过高压电路传输后，必须经过各级变电所逐级降压，再通过各级配电系统分配，最终进入终端用户。由于低压电器广泛应用于低压配电系统之中并起电路通断、保护和控制的作用，其性能和质量直接影响电力终端用户的用电安全和用电端供电系统的可靠性。

图 55: 电力入户流程

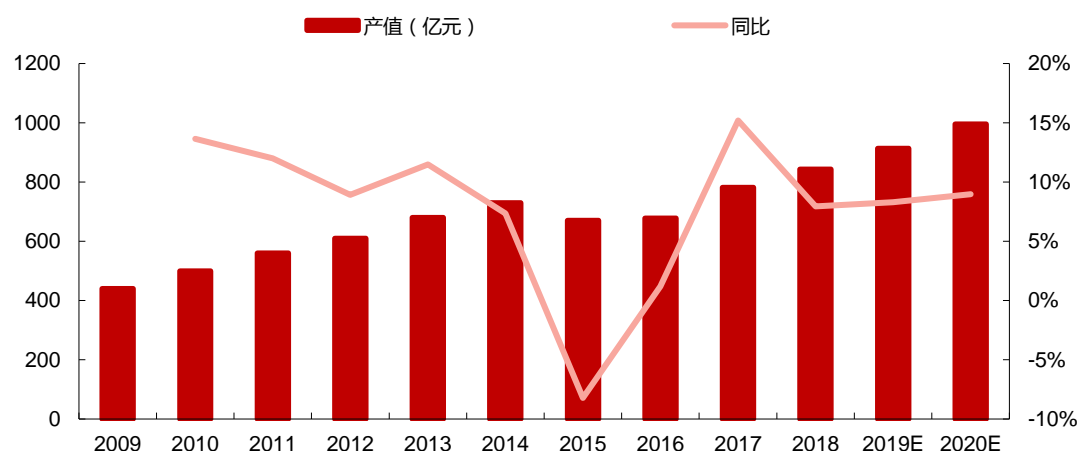


资料来源：天正电气，西部证券研发中心

低压电器工业总产值稳定增长。根据前瞻产业研究院统计，2019 年我国低压电器工业总产值达 913 亿元，同比增长约 8.3%，2009-2019 年，低压电器总产值的年均复合增长率约 7.5%，行业维持稳定增长。2019 年高端市场 239 亿元，主要包括施耐德/ABB/西门子分别为 135/72/31.5 亿元。中高端市场 72 亿元，主要包括常熟开关/上海人民/良信分别为 27/27/18 亿元。中端市场 285 亿元，主要包括正泰电器、德力西分别为 135/67.5 亿元。此外低端市场合计 387 亿元。预计 2020 年中国低压电器总产值将达到 995 亿元，同比增长 9%。

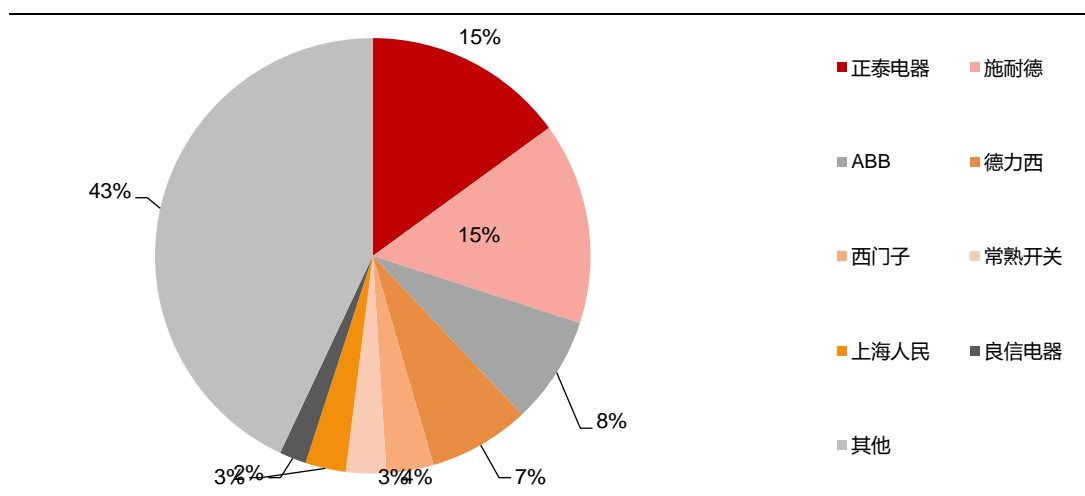
根据中国产业信息网数据统计，2011-2019 年我国低压电器行业主要产品产量整体保持上升趋势。其中，2019 年我国万能式断路器、塑料外壳式断路器、接触器产量分别为 156、8200、19900 万台，同比增长 7%、8%、8%；小型断路器产量为 16.6 亿极，同比增长 16%。未来随着智能电网、新能源发电、新能源汽车、5G 等新兴行业的快速发展，低压电器产品和服务的需求有望维持 7%-9% 的增速持续增长。根据前瞻产业研究院预测，2020 年我国低压电器总产值将达到 995 亿，同比增长 9.0%；观研天下预测 2020 年我国万能式断路器、塑料外壳式断路器、小型断路器和接触器的产量将达到 168 万台、8900 万台、16.6 亿极和 19900 万台，并且未来将继续保持稳定增长态势。

图 56: 中国低压电器工业总产值及预测



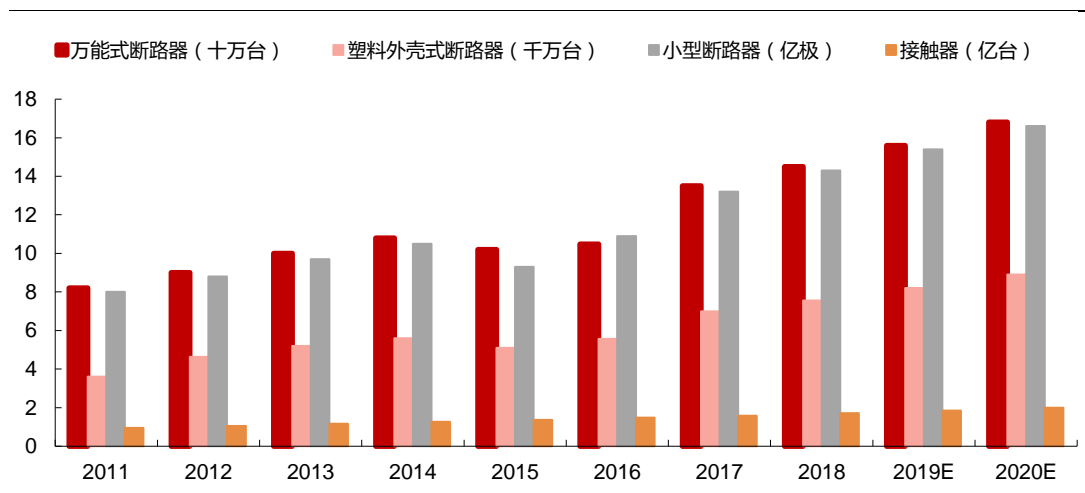
资料来源：前瞻产业研究院，西部证券研发中心

图 57：2019 年国内低压电器市场份额



资料来源：中国产业信息网，西部证券研发中心

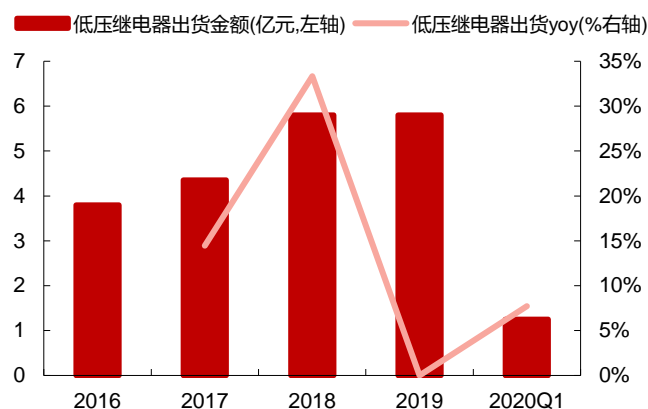
图 58：低压电器主要产品产量及预测



资料来源：观研天下，中国产业信息网，西部证券研发中心

宏发从微型断路器开始，已经初步形成了系列化的产品组合，包括空气断路器、塑壳断路器、微型断路器、自动转换开关、浪涌保护器等 8 个系列 35 个产品种类。宏发低压电器主要应用于商业楼宇，公用事业和住宅领域。产品定位中高端，力求在品质上向外资品牌看齐。2019 年宏发低压电器业务发货金额 5.8 亿元，同比持平；2020Q1 发货金额 1.25 亿元，同比增长 7.7%。目前，公司在地产行业持续突破，入围签约多个百强大型房产企业，并跟随国家“一带一路”战略，在马来西亚、越南等地中标大型光伏项目。随着电力行业响应国网“三型两网”的新要求，公司产品加快布局于建设电力物联网，智能断路器已在多地挂网试点，并参与北京大兴新机场项目建设。

图 59：公司低压电器发货金额



资料来源：公司资料，西部证券研发中心

图 60：宏发低压电器产品展示



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测及假设

通用继电器方面，产品价格下滑 3%-5%，受行业竞争压力影响，通用功率继电器增速放缓，预计 2020/2021/2022 年销售额分别为 26.5/28.6/33.2 亿元，毛利率为 34%/34%/35%。

电力继电器方面，受益于国网及需求增长，预计 2020/2021/2022 年销售额分别为 15.3/16.5/18.4 亿元，毛利率为 40.3%/40.9%/41.8%。

公司工控继电器产品价格压力较小，预计 2020/2021/2022 年销售额分别为 5.5/5.9/6.5 亿元，毛利率为 40%/40%/41%。

公司信号继电器市占率 5%，未来随着 5G 发展，有望上升至 10%以上，预计 2020/2021/2022 年销售额分别为 3.3/3.6/4.1 亿元，毛利率为 47%/48%/48%。

公司传统车用继电器受汽车市场本身低迷，国五国六切换等因素影响，国内同比降 5%-10%，预计 2020/2021/2022 年销售额分别为 11.3/14.2/18.2 亿元，毛利率为 41.4%/41.7%/42.0%。

公司高压直流继电器受益于汽车电动化需求，未来有望高速发展，预计 2020/2021/2022 年销售额分别为 7.8/10.8/15.0 亿元，毛利率为 46.1%/46.0%/45.9%。

公司低压电器 19 年处于底部阶段，未来有望增长较快，预计 2020/2021/2022 年销售额分别为 6.1/6.7/7.7 亿元，毛利率为 25%/26%/26%。

表 21：公司各业务盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
通用继电器收入（百万元）	2750.00	2598.00	2649.96	2861.96	3319.87
YOY		-5.53%	2.00%	8.00%	16.00%
毛利率	37.00%	36.00%	34.00%	34.00%	35.00%
电力继电器收入（百万元）	1200.00	1459.80	1532.79	1645.42	1838.78
YOY		21.65%	5.00%	7.35%	11.75%
毛利率	41.90%	41.91%	40.26%	40.90%	41.84%
工控继电器收入（百万元）	500.00	530.37	552.45	590.81	648.86
YOY		6.07%	4.16%	6.94%	9.83%
毛利率	42.00%	42.00%	40.00%	40.00%	41.00%
信号继电器收入（百万元）	280.00	310.00	325.50	358.05	411.76
YOY	16.7%	10.71%	5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	50.00%	50.00%	47.00%	48.00%	48.00%
传统车用继电器收入（百万元）	930.00	800.28	1132.77	1416.40	1819.78
YOY		-13.95%	41.55%	25.04%	28.48%
毛利率	42.00%	42.00%	41.44%	41.73%	42.00%
高压直流继电器收入（百万元）	570.00	600.32	783.67	1081.75	1500.34
YOY		5.32%	30.54%	38.04%	38.70%
毛利率	50.00%	47.52%	46.15%	46.04%	45.92%
低压电器收入（百万元）	580.00	580.00	609.00	669.90	770.39
YOY		0.00%	5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	26.00%	26.00%	25.00%	26.00%	26.00%
其他业务收入（百万元）	69.77	203.04	200.00	240.00	288.00
YOY		191.00%	-1.50%	20.00%	20.00%
毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
公司营业总收入（百万元）	6879.77	7081.49	7786.15	8864.29	10597.77
YOY		2.93%	9.95%	13.85%	19.56%
总体毛利率	39.45%	38.80%	37.57%	38.06%	38.88%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

4.2估值与投资建议

严格意义上来说，市场上目前与宏发股份唯一较接近的是三友联众，目前三友联众正在走上市流程。公牛集团跟宏发股份都属于低压电器行业，但是公牛的产品主要应用于民用电工领域，而宏发的产品除了用于民用产品，还可以用于在工业领域。汇川技术产品主要覆盖电力设备，工业自动化领域，业务的增长相对弱一些。三花智控产品跟宏发股份均涉及特斯拉供应链，但整体来看，宏发的产品目前除了特斯拉，跟海外车企如大众，奔驰等厂商都有紧密合作，国际化认可度略高。

预计 20-22 年营收 77.9/88.6/106.0 亿，归母净利润 8.1/9.9/12.3 亿，EPS1.09/1.33/1.65 元，对应 PE 估值为 32.9/26.9/21.7 倍。考虑到疫情不确定性影响，参考公司历史平均 32 倍 PE 估值，给予公司 21 年 32 倍 PE 估值，目标价为 43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

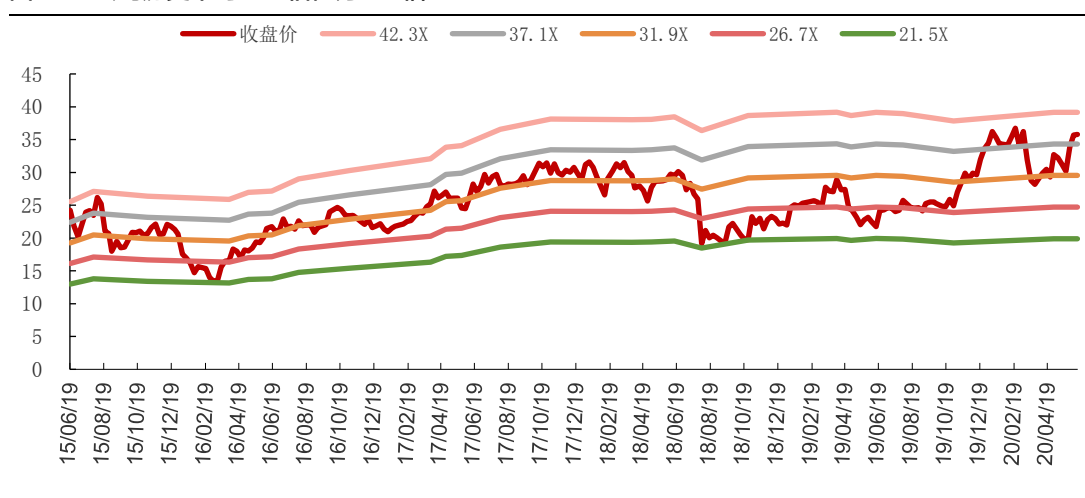
表 22：相对估值比较

证券代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)			PB (倍)
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
603195.SH	公牛集团	168.26	1009.56	23.04	25.54	30.61	43.82	39.53	32.99	11.87
002050.SZ	三花智控	19.17	688.59	14.21	15.32	18.79	48.45	44.94	36.65	6.44
300124.SZ	汇川技术	35.91	621.85	9.52	13.80	17.20	65.32	45.07	36.15	6.46
	平均值						52.53	43.18	35.26	8.26
600885.SH	宏发股份	35.54	264.69	7.04	8.10	9.90	37.88	32.93	26.94	4.70

资料来源：WIND，西部证券研发中心

注：收盘价日期取 6 月 12 日。

图 61：公司历史平均 PE 估值为 32 倍



资料来源：WIND，西部证券研发中心

绝对估值。我们采用 FCFF 估值法，假设 WACC=6.79%，永续增长为 3.0%，得出每股股价为 58.47 元。

表 23：公司绝对估值

永续增长率	3.00%	加权平均资本成本(WACC)	6.79%
终值(百万元)	37410.39	股权资本成本 Ke	0.93
企业价值(百万元)	44685.83	债务资本成本 Kd	4.21%
非核心资产价值(百万元)	1614.28	有效税率 Tx (%)	16.15%
债务价值(百万元)	927.31	无风险利率 Rf (%)	3.00%
股权价值(百万元)	43549.88	市场的预期收益率 Rm (%)	7.00%
股本(百万股)	744.76	Rm-Rf	4.00%
每股价值(元)	58.47	Beta	1.10

资料来源：同花顺，西部证券研发中心

表 24: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 g	1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
WACC											
4.21%	92.50	99.90	109.66	123.06	142.50	173.06	227.76	352.93	923.97	-1121.18	-320.12
4.63%	79.12	84.35	91.04	99.88	112.02	129.62	157.29	206.82	320.15	837.18	-1014.56
5.10%	68.41	72.20	76.93	82.99	90.99	101.98	117.91	142.95	187.78	290.35	758.31
5.61%	59.70	62.48	65.90	70.19	75.67	82.91	92.84	107.26	129.91	170.47	263.27
6.17%	52.48	54.57	57.09	60.18	64.05	69.01	75.56	84.54	97.58	118.06	154.74
6.79%	46.44	48.02	49.90	52.18	54.98	58.47	62.96	68.87	76.99	88.77	107.29
7.46%	41.33	42.53	43.96	45.66	47.71	50.24	53.40	57.45	62.79	70.13	80.77
8.21%	36.96	37.89	38.97	40.26	41.79	43.65	45.93	48.78	52.44	57.26	63.89
9.03%	33.20	33.92	34.75	35.73	36.89	38.28	39.95	42.01	44.58	47.88	52.24
9.93%	29.94	30.50	31.14	31.90	32.78	33.83	35.07	36.59	38.44	40.76	43.74
10.93%	27.09	27.53	28.04	28.62	29.30	30.09	31.04	32.16	33.52	35.19	37.29

资料来源：同花顺，西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	907	1,392	1,831	2,721	3,813	营业收入	6,880	7,081	7,786	8,864	10,598
应收款项	2,464	2,951	2,836	3,209	3,781	营业成本	4,346	4,452	4,861	5,490	6,477
存货净额	1,423	1,334	1,600	1,750	2,045	营业税金及附加	64	65	75	83	100
其他流动资产	151	82	111	115	103	销售费用	310	363	399	454	543
流动资产合计	4,945	5,759	6,377	7,794	9,742	管理费用	1,067	1,096	1,175	1,330	1,626
固定资产及在建工程	2,653	2,968	3,109	3,193	3,282	财务费用	20	25	26	7	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(40)	(58)	(67)	(71)	(67)
无形资产	473	429	449	478	472	营业利润	1,112	1,139	1,318	1,570	1,922
其他非流动资产	820	1,041	822	874	881	营业外净收支	1	(15)	(4)	(5)	(7)
非流动资产合计	3,946	4,439	4,379	4,545	4,635	利润总额	1,113	1,123	1,314	1,565	1,914
资产总计	8,892	10,197	10,756	12,339	14,377	所得税费用	153	159	195	223	276
短期借款	1,279	1,153	1,084	1,172	1,137	净利润	960	964	1,118	1,342	1,638
应付款项	1,414	2,106	1,900	2,151	2,671	少数股东损益	261	260	308	352	407
其他流动负债	15	18	11	14	14	归属于母公司净利润	699	704	810	990	1,231
流动负债合计	2,708	3,277	2,995	3,338	3,822	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款及应付债券	25	65	35	40	45	盈利能力					
其他长期负债	179	265	189	211	221	ROE	16.7%	15.1%	15.4%	16.5%	17.6%
长期负债合计	204	330	224	251	267	毛利率	36.8%	37.1%	37.6%	38.1%	38.9%
负债合计	2,912	3,607	3,219	3,589	4,089	营业利润率	16.2%	16.1%	16.9%	17.7%	18.1%
股本	745	745	745	745	745	销售净利率	14.0%	13.6%	14.4%	15.1%	15.5%
股东权益	5,979	6,591	7,538	8,751	10,288	成长能力					
负债和股东权益总计	8,892	10,197	10,756	12,339	14,377	营业收入增长率	14.3%	2.9%	10.0%	13.8%	19.6%
						营业利润增长率	-3.3%	2.4%	15.7%	19.2%	22.4%
						归母净利润增长率	2.0%	0.7%	15.0%	22.2%	24.3%
现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	960	964	1,118	1,342	1,638	资产负债率	32.8%	35.4%	29.9%	29.1%	28.4%
折旧摊销	387	471	247	267	280	流动比	1.83	2.13	2.13	2.34	2.55
营运资金变动	20	25	26	7	(3)	速动比	1.30	1.35	1.60	1.81	2.01
其他	(540)	221	(370)	(266)	(331)	每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	827	1,681	1,021	1,350	1,585	每股指标					
资本支出	(412)	(335)	(384)	(361)	(352)	EPS	0.94	0.95	1.09	1.33	1.65
其他	(463)	(459)	78	(55)	(6)	BVPS	5.95	6.61	7.47	8.62	10.14
投资活动现金流	(876)	(794)	(306)	(416)	(358)	估值					
债务融资	455	(149)	(103)	85	(34)	P/E	38.2	37.9	32.9	26.9	21.7
权益融资	(213)	(3)	(173)	(128)	(100)	P/B	6.0	5.4	4.8	4.2	3.5
其它	(19)	(278)	0	0	0	P/S	3.9	3.8	3.4	3.0	2.5
筹资活动现金流	223	(430)	(276)	(44)	(134)						
汇率变动											
现金净增加额	174	456	439	890	1,093						

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
 北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
 深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐 青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李 佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷 蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李 思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈 妙	上海	高级机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱 丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪 欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎 越	上海	机构销售	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程 琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
张 帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓 洁	深圳	机构销售	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
李 文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高 飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
魏 彤	北京	机构销售	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。