

## 宏发股份 (600885)

# 继电器龙头核心优势稳固，新业务发展势头良好

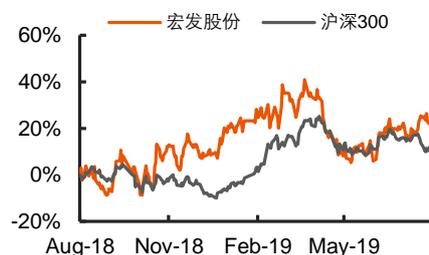
### 推荐 (首次)

现价: 24.84 元

#### 主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.hongfa.com
大股东/持股	有格投资有限公司/34.32%
实际控制人	郭满金
总股本(百万股)	745
流通 A 股(百万股)	745
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	185
流通 A 股市值(亿元)	185
每股净资产(元)	6.14
资产负债率(%)	36.9

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**朱栋** 投资咨询资格编号  
S1060516080002  
021-20661645  
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**王霖** 一般从业资格编号  
S1060118120012  
WANGLIN272@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- **公司 18 年继电器全球市占率 14%，对产业链上游的覆盖铸就核心竞争力：**公司专注继电器行业三十载，通过向生产装备制造、模具开发和精密零部件生产延伸，实现了对产业链上游的完整覆盖。垂直一体化的产品研发生产模式是公司的核心竞争力，使得公司在客户需求响应能力和产品质量控制等方面处于行业领先水平。随着公司“跨越门槛、扩大门槛”战略的实施，在研发和生产装备上的大力投入，公司人均效率逐年提升，产品不良率控制水平行业领先。
- **继电器市场规模稳定增长，公司 17 年已成为全球龙头：**根据 VDC Research, 18 年全球继电器市场规模约为 440 亿元，预计在未来三年保持 4~5%左右的增速。公司在面对国内宁波福特、东莞三友联众等二线梯队厂商时，规模优势和产品技术优势明显；在面对泰科、松下和欧姆龙等国际一线厂商时，由于公司持续的投入，在汽车、信号继电器等领域不断赶超，在高压直流继电器、磁保持继电器等新领域处于领跑状态。由于外资竞争对手在继电器行业的投入减少，竞争力日渐式微，公司在 17 年已经超越欧姆龙成为全球继电器龙头，预计公司的市占率将持续提升。
- **通用继电器有望明年复苏，电力继电器受益于智能电表换装潮来临：**公司通用继电器国内市占率 40%左右，我们预计随着地产竣工的提速，家电行业需求有望明年开始复苏，将推动公司通用继电器业务重回增长势头。国网智能电表招标量从 18 年下半年开始复苏，19 年第一批招标量同比增长 74%，受益于国内智能电表换装潮的来临和海外需求的持续，预计电力继电器将保持较高增速。
- **高压直流继电器进入海外车企供应链，低压电器发展势头良好：**公司高压直流继电器除了向北汽、比亚迪和宁德时代等国内客户供货外，已经进入了特斯拉、奔驰和大众的供应链，目前公司是大众 MEB 平台的主要供应商，已经开始向特斯拉小批量供应预充电继电器。预计随着海外车企新能源车型的逐步投放，公司高压直流继电器将保持高速增长。公司低压电器在产品类别、供应链和制造装备等方面逐步完善，目前主要向海外电力

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,020	6,880	7,512	8,875	10,309
YoY(%)	18.4	14.3	9.2	18.1	16.2
净利润(百万元)	685	699	783	916	1,127
YoY(%)	17.7	2.0	12.1	16.9	23.0
毛利率(%)	39.9	36.8	37.2	37.6	38.1
净利率(%)	11.4	10.2	10.4	10.3	10.9
ROE(%)	18.2	16.1	15.7	15.9	16.8
EPS(摊薄/元)	0.92	0.94	1.05	1.23	1.51
P/E(倍)	27.0	26.4	23.6	20.2	16.4
P/B(倍)	4.7	4.2	3.7	3.2	2.8

行业客户供货，并在国内通过开拓大客户和参与重点项目拓展市场。预计随着公司低压电器营收体量的增长和品牌知名度的提升，将迎来快速放量阶段。

- **投资建议：**公司通过对产业链上游的覆盖打造了垂直一体化的产品研发生产模式，构筑了公司的核心竞争力，随着公司的持续投入和外资竞争对手的日渐式微，预计公司在全球的市占率将持续提升。公司通用、汽车继电器业务预计将在明年开始复苏，电力继电器、高压直流继电器等业务保持快速增长，我们预测公司 19/20/21 年 EPS 分别为 1.05/1.23/1.51 元，对应 8 月 14 日 PE 分别为 23.6/20.2/16.4。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 如政策对地产行业的调控大幅超过预期，导致竣工面积增速放缓，将减少家电行业的需求，使得公司通用继电器业务受到不利影响。2) 若外资竞争对手重新加大对继电器行业的投入，将加大继电器行业的竞争程度，影响公司产品的毛利率。3) 若新能源汽车销量放缓，将影响公司高压直流继电器业务的营收增速。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>坚持以质取胜，成就今日全球继电器龙头</b>	<b>6</b>
1.1	专注继电器行业三十载，行业地位持续提升	6
1.2	以质取胜，全产业链覆盖的模式是其核心竞争力	8
1.3	竞争力全方位提升，在新应用领域具备优势	9
<b>二、</b>	<b>继电器市场增长稳定，传统继电器业务竞争优势稳固</b>	<b>10</b>
2.1	全球市场增长稳定，竞争格局持续向好	10
2.2	通用继电器市占率领先，家电需求有望年底回暖	13
2.3	智能电表换装潮来临，电力继电器开始复苏	16
2.4	传统汽车继电器进入海外车企供应链，份额提升空间较大	18
2.5	信号和工业继电器：技术实力提升，成长空间较大	20
<b>三、</b>	<b>新业务高速增长，高压直流继电器与低压电器发展势头良好</b>	<b>21</b>
3.1	高压直流继电器：切入海外供应链，大批量供货在即	21
3.2	低压电器：定位中高端，产品研发与客户开拓稳步推进	24
<b>四、</b>	<b>投资建议</b>	<b>25</b>
<b>五、</b>	<b>风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图表 1	宏发股份近年来营收与净利润情况	6
图表 2	宏发股份主要产品	6
图表 3	宏发事业部组织架构	7
图表 4	宏发海外收入占比	7
图表 5	宏发全球销售网络	7
图表 6	国内继电器企业“中国电子元件百强”的排名变化	8
图表 7	宏发形成了完整的继电器设计制造体系	8
图表 8	厦门精合研发的自动沾锡机	9
图表 9	厦门精合研发的全自动插丝、上料产线	9
图表 10	宏发继电器电耐久特性对比	9
图表 11	宏发人均效率持续提升	10
图表 12	宏发研发投入持续较高	10
图表 13	宏发在电力、信号继电器等领域的技术项目	10
图表 14	全球继电器市场规模	11
图表 15	继电器市场主要应用领域占比	11
图表 16	主要应用领域和对应的继电器产品	11
图表 17	全球继电器市场主要企业	12
图表 18	宏发面对国内外竞争对手时均具备优势	13
图表 19	宏发通用继电器营收	13
图表 20	宏发在家电行业部分典型客户	13
图表 21	家电产品继电器用量	14
图表 22	我国主要家电产品近年销量	14
图表 23	宏发通用继电器业务与白电销量和地产竣工面积增速相关度高	14
图表 24	地产新开工和竣工面积增速累计同比	单位：% 15
图表 25	我国空调销量及增速	15
图表 26	我国冰箱销量及增速	15
图表 27	白电三巨头空调线下市场份额	16
图表 28	我国智能家居市场规模及预测	16
图表 29	宏发智能家居解决方案	16
图表 30	宏发电力继电器营收	17
图表 31	宏发电力继电器部分典型客户	17
图表 32	宏发电力继电器	17
图表 33	智能电表中心电力继电器应用位置	17
图表 34	宏发电力继电器与 Gruner 公司产品比较	18
图表 35	国网近两年智能电表招标情况	18

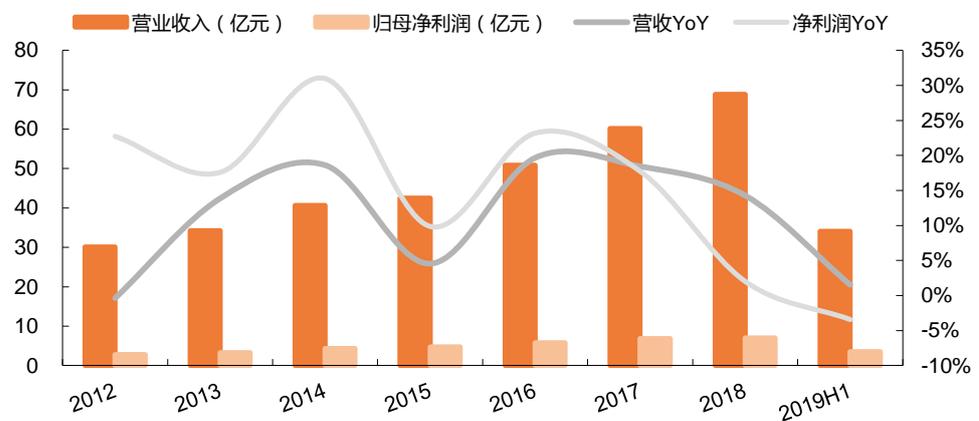
图表 36	智能电表全球市场规模预测 .....	18
图表 37	宏发汽车继电器产品 .....	19
图表 38	汽车继电器应用位置 .....	19
图表 39	宏发汽车继电器营收 .....	19
图表 40	宏发汽车继电器部分典型客户 .....	19
图表 41	全球汽车产量 .....	19
图表 42	2017 年全球汽车继电器市场份额 .....	19
图表 43	宏发汽车继电器与松下产品比较 .....	20
图表 44	宏发信号继电器营收 .....	21
图表 45	宏发工业继电器营收 .....	21
图表 46	18 年全球信号继电器市场份额 .....	21
图表 47	工业继电器应用位置 .....	21
图表 48	宏发高压直流继电器营收 .....	22
图表 49	高压直流继电器在新能源车的应用 .....	22
图表 50	国内近年新能源汽车产量 .....	22
图表 51	国内高压直流继电器市场规模测算 .....	22
图表 52	高压直流继电器灭弧原理 .....	22
图表 53	高压直流继电器灭弧室结构对比 .....	23
图表 54	高压直流继电器全球市场份额 .....	23
图表 55	部分供应商典型客户 .....	23
图表 56	高压直流继电器产品性能对比 .....	23
图表 57	宏发低压电器营收 .....	24
图表 58	宏发低压电器典型产品 .....	24
图表 59	我国低压电器市场规模测算 .....	25
图表 60	宏发空气断路器与国产品牌比较 .....	25
图表 61	宏发主要产品营收拆分预测 .....	26

## 一、 坚持以质取胜，成就今日全球继电器龙头

### 1.1 专注继电器行业三十载，行业地位持续提升

公司成立于 1984 年，经过三十多年的发展，公司目前在全球继电器市场的份额为 14%，年生产能力达到 20 亿只，市占率和产能均为全球第一。公司继电器业务的营收占比在 90%左右，目前公司继电器产品有 160 多个系列，共计 40000 多个规格，应用领域覆盖了家电、汽车、电力、新能源、工业等多个下游行业。除了继电器之外，公司近年在实施“扩大门槛”的战略，重点发展低压电器业务，将其作为公司未来营收增长的重点之一；此外，公司还研发了真空灭弧室、氧传感器等一系列新品，产品类别在逐步扩大。公司自 2012 年重组以来，截至 2018 年，营收增长超过一倍，达到 68.80 亿元；归母净利润增长接近两倍，达到 6.99 亿元。

图表1 宏发股份近年来营收与净利润情况



资料来源：宏发股份、平安证券研究所

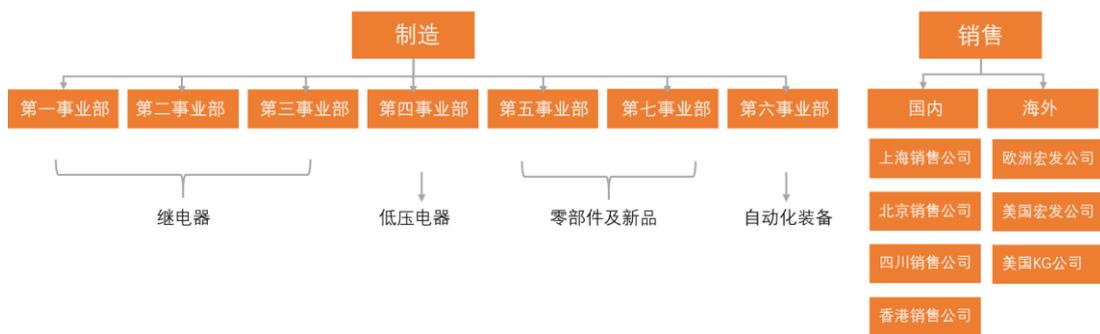
图表2 宏发股份主要产品



资料来源：宏发股份、平安证券研究所

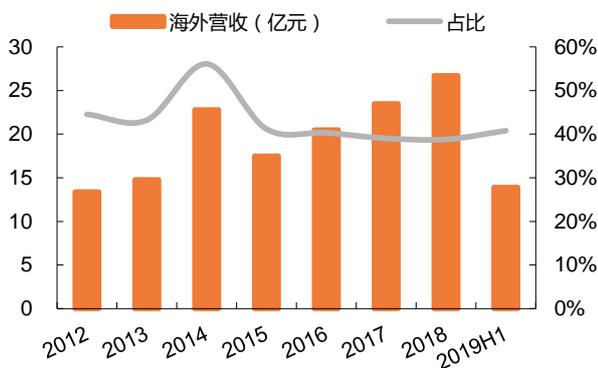
目前公司分为7个事业部,下辖20多家制造型企业,其中第一至第三事业部从事继电器产品的生产,第四事业部主要负责低压电器产品,第六事业部以厦门精合为核心,主要从事上游自动化生产装备的设计制造,其他事业部从事零部件和新品的研发制造。在销售端,由于公司海外销售占比近几年保持在40%左右,所以除了在北京、上海等地设有销售公司外,在欧洲、北美等地均设有分公司或办事处对当地市场进行开发。

图表3 宏发事业部组织架构



资料来源: 宏发股份、平安证券研究所

图表4 宏发海外收入占比



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

图表5 宏发全球销售网络



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

**行业地位持续提升。**公司在1995年以4600万元的营收首次进入中国电子元件行业协会评选的“中国电子元件百强”，排名第87位，经过多年在继电器行业的耕耘，公司体量逐年扩大，在18年已经名列第13位，国内其他竞争对手无论是老牌的贵州航天电器公司，还是民营的宁波福特、汇港电器等企业，均已远远落后于宏发。公司的国际竞争对手主要包括欧姆龙、松下和泰科，均为多元化的电气设备集团，继电器业务处于投入减少，逐步边缘化的状态；与国际竞争对手相比，公司的优势在于对继电器行业更加专注，持续的投入使得公司在高压直流继电器、磁保持继电器等新应用领域具备明显的优势，公司在17年已经超越欧姆龙，成为全球继电器行业龙头。

图表6 国内继电器企业“中国电子元件百强”的排名变化

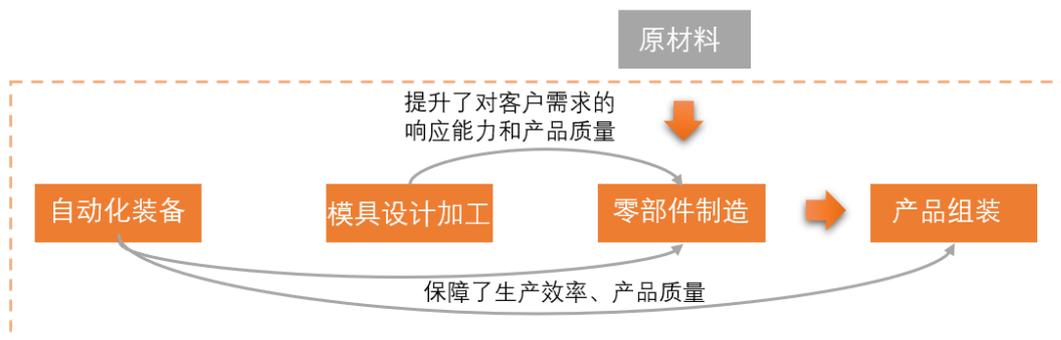
	2015 年排名	2014 年营收	2019 年排名	2018 年营收
宏发股份	10	39.5	13	68.8
贵州航天电器	29	16.0	24	28.3
三友联众电器	44	8.5	53	10.7
汇港控股	60	5.8	NA	NA
上海欧姆龙	67	4.0	NA	NA
宁波福特	71	4.3	87	5.1
宁波天波港联	NA	NA	93	3.8

资料来源：中国电子元件行业协会、平安证券研究所

## 1.2 以质取胜，全产业链覆盖的模式是其核心竞争力

由于继电器具有产品用量大、行业内大客户多的特点，对于产品质量的提升是增强产品竞争力最重要的手段之一。要做好产品需要好模具，好模具则需要好装备，相比于其他公司，宏发最大的优势就是对产业链上游的覆盖，不仅是模具和精密零部件由自己生产加工，包括各类自动化装配产线也均为自己设计制造，打造了独立的继电器王国。通过这种方式，公司能够对产品的质量从源头进行控制，并且由于模具也为自行生产，对客户定制化需求的响应能力远超同行；除此之外，多年生产装备的设计制造能力使得公司可以自身工艺特点进行产线优化，提升效率，并且降低了产线的购置成本。

图表7 宏发形成了完整的继电器设计制造体系



### 宏发对产业链完整覆盖

资料来源：平安证券研究所

对行业上游的覆盖，需要巨大的资源投入和相关人才的培养，是个长期积累的过程，而一旦建立起了系统性的能力，变会成为公司的核心竞争力，使得竞争对手在短时间内难以去复制；与此同时，这种系统性能力对公司产品品质、成本控制、客户响应能力的提升，将会不断加深公司的护城河。宏发通过多年积累，目前拥有了行业领先的模具设计制造、精密零部件加工、自动化装配产线设计制造能力。旗下子公司厦门精合自动化专业从事继电器自动化装备的设计，不仅为宏发自身提供定制的自动化产线，其开发的自动沾锡设备、综合检测仪等专用电子制造设备还面向松下、施耐德、正泰等企业销售，外销收入占比达到了 30%左右。

图表8 厦门精合研发的自动沾锡机



资料来源: 厦门精合, 平安证券研究所

图表9 厦门精合研发的全自动插丝、上料产线



资料来源: 厦门精合, 平安证券研究所

**坚持引进最先进设备，从源头开始领先竞争对手。**宏发在设备投入上一直坚持引进国际上最先进设备，以模具制造最为关键的注塑机为例，公司目前拥有德国雅宝的注塑机 300 多台，精度达到了 1 $\mu$ m，每年可以生产 800 幅模具，仅仅是注塑机的投入就超过 3 亿元人民币；相比之下，目前市场上主流的注塑机精度只能达到 0.02mm，**设备精度上的巨大差距会随着模具、零部件逐级传导，最后反映在产品端便是明显的性能和质量的差距。**根据公司最新的 19 年半年报数据，功率、汽车、信号、电力继电器等产品客诉 PPM 均控制在 0.15PPM 以内，国内竞争对手中，近几年连续进入中国电子元件百强榜单的东莞三友联众，其客户下线不良率为 5PPM 以内。

公司从 12 年开始便提出了质量上“翻越门槛”的思路，将继电器产品生产线“翻越门槛”分为初级、中级、高级三个阶段，从“电耐久性及其一致性”“电耐久性末期失效模式”“免校正率”“生产过程致命缺陷”“客户投诉”五个方面进行评价。截至 18 年底，公司累计共有 17 条产线通过高级评定、45 条产线通过中级评定，中高级产线占比达到了 35.2%。反映在具体产品上，公司的继电器产品在电耐久性参数上已经远远领先国内竞争对手，与欧姆龙的产品性能接近。

图表10 宏发继电器电耐久特性对比

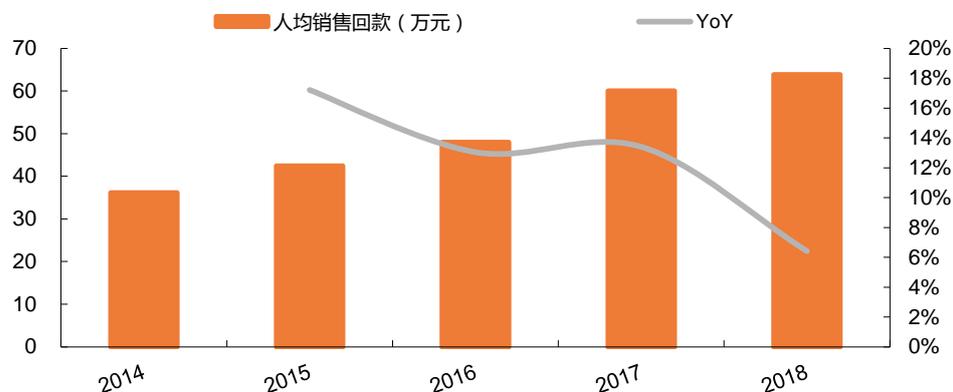
产品类别	产品型号	电耐久性
磁保持继电器	宏发 HFE15	10 万次
	宁波福特 NT75L	5 万次
功率继电器	宏发 HF118F	10 万次
	宁波福特 JQX14FC	10 万次
	欧姆龙 LY 系列	20 万次

资料来源: 宏发股份、宁波福特、欧姆龙、平安证券研究所

### 1.3 竞争力全方位提升，在新应用领域具备优势

宏发在继电器行业的专注与持续投入，不仅体现在对产业链上游的覆盖上，在产品技术创新、实验室建设、人均效率等方面亦在不断加强，公司竞争力在全方位的提升。自动化设备的投入，使得公司人均效率逐年提升，按照年人均回款计算，在 18 年达到了 63.8 万元/人\*年，与 14 年相比，在 5 年的时间里提升了 76%；在产品技术创新方面，公司在继电器领域中增长前景较好的电力继电器、高压直流继电器和技术门槛较高的信号继电器领域持续投入，目前公司在电力继电器和通用继电器这两大细分市场中全球份额第一，高压直流继电器已进入特斯拉等海外车企供应链。

图表11 宏发人均效率持续提升



资料来源: 宏发股份、平安证券研究所

图表12 宏发研发投入持续较高



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

图表13 宏发在电力、信号继电器等领域的技术项目

项目名称	
1	新型信号控制继电器产业化 1
2	新型信号控制继电器产业化 2
3	电表控制系统关键零部件产业化应用 1
4	提高电力磁保持继电器研发和试验能力
5	电力继电器装配自动化改造
6	智能电表控制系统关键零部件产业化应用 2

资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

公司在管理体系和产品质量认证方面一直较为重视, 在 1987 年公司的 JQX-13F 继电器就获得了美国 UL 认证, 在 1995 年公司获得了 ISO9000 管理体系认证。在体系认证方面的投入, 在公司发展早期, 一方面使得公司获得了进入海外市场的通行证, 另一方面各类认证对质量管理的要求也使公司的整体管理流程、产品品质不断提升, 逐渐向国际一流企业迈进。经过多年的投入, 公司不仅大部分产品获得了 UL、TUV、VDE 等认证, 公司的实验室亦获得了 UL、VDE 和 CNAS 认可, 不仅能够对内提供原材料和成品检测、认证, 还能够对外出具具备公信力的检测报告; 实验室技术的领先, 一方面满足了公司过程质量控制的需求, 另一方面使得公司的继电器产业形成了完整的闭环, 能够灵活的满足海外客户对各类认证的需求。

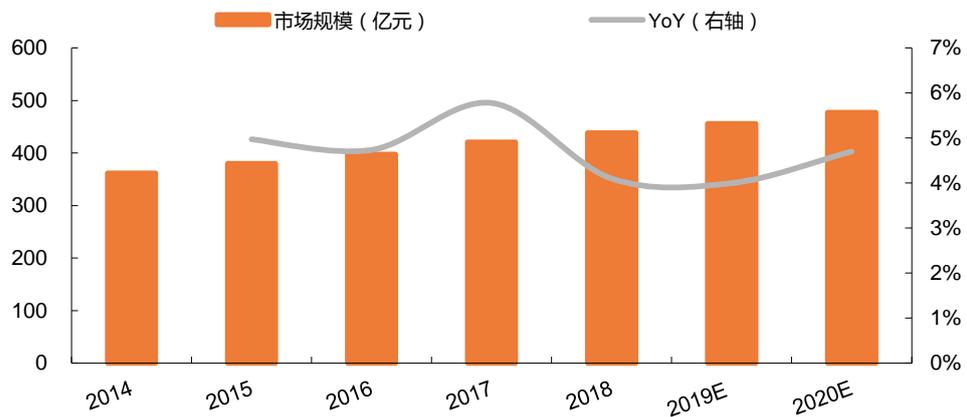
## 二、继电器市场增长稳定, 传统继电器业务竞争优势稳固

### 2.1 全球市场增长稳定, 竞争格局持续向好

继电器主要应用在控制回路中, 通过对输入输出信号的转换和动作, 实现对电气主回路的控制。下游应用领域广泛, 包括工业自动化、家电、汽车、通信等多个行业, 18 年全球市场规模约为 440 亿

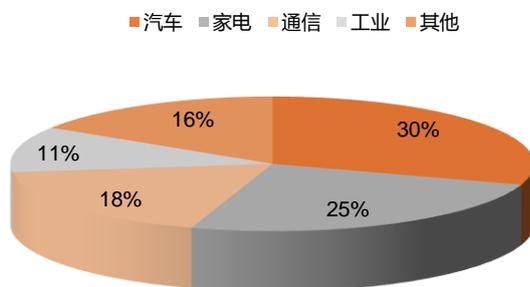
元左右。近两年随着新能源汽车保有量的快速上升，高压直流继电器的市场需求在持续增长，除此以外，伴随国内智能电表换装潮的到来和海外智能电表渗透率的提升，电力行业对磁保持继电器的需求在不断增加，这些新兴应用领域市场规模的扩大，将会推动继电器市场的增长。预计在未来几年，全球继电器市场整体规模将保持在 4~5%左右的增速。

图表14 全球继电器市场规模



资料来源: VDC Research、平安证券研究所

图表15 继电器市场主要应用领域占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 主要应用领域和对应的继电器产品

应用领域	产品类别	主要特点
家电	功率继电器	使用寿命长、承载能力大
汽车	汽车继电器	耐冲击振动等恶劣环境
	高压直流继电器	灭弧和分断能力强、抗冲击、耐高压
通信/安防	信号继电器	负载小, 高切换可靠性
工业	工业继电器	连续工作、负载范围宽

资料来源: 工控网, 平安证券研究所

公司目前的主要竞争对手分为四大类，包括产品类别齐全的外资企业，主要是欧姆龙、松下和泰科；细分市场具备较强竞争力的企业，如德国 Gruner 在磁保持继电器、海拉在汽车继电器领域；国内的中型企业，主要是宁波福特、贵州航天电器、东莞三友联众等；国内众多的小型继电器厂商，集中在浙江温州一带，研发制造能力较弱，主要生产低门槛的通用继电器。

图表17 全球继电器市场主要企业

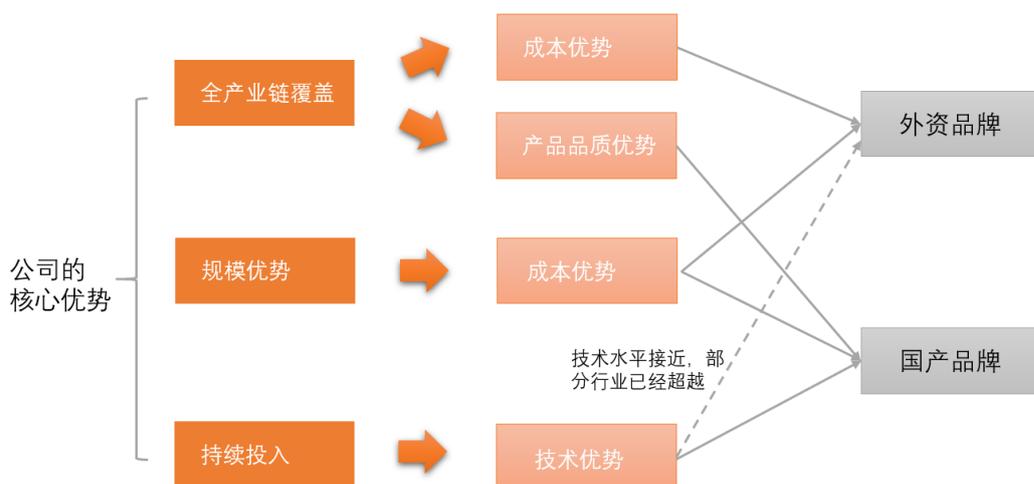


资料来源：各公司官网、平安证券研究所

目前公司在全球的市占率在 14%左右，排名第一，市占率仍处于持续提升阶段。公司在面对国际竞争对手时，成本优势明显，在通用继电器等性价比要求高的产品上龙头优势稳固；在电力继电器、高压直流继电器、信号继电器等技术门槛较高，单品价值量更大的产品上，由于公司持续的研发投入，产品竞争力快速提升，在国内外市场对外资品牌实现了进口替代。与此同时，国际竞争对手对继电器领域的关注度在逐步减小，业务规模显著收缩，例如泰科的继电器业务营收从 11 年的 11 亿美元下降至 17 年的 6 亿美元左右，业务体量的收缩和研发投入的减少，使得外资龙头企业在面对宏发时，规模差异带来的成本差距在逐步扩大，而原有的技术优势也在被逐步赶超。

公司在国内市占率超过 20%，排名第一，遥遥领先其他竞争对手。在面对国产竞争对手时，全产业链覆盖和规模优势使得公司在成本控制和产品质量上大幅领先，国产厂家主要集中在技术门槛与单品价值量较低的家电领域，预计伴随国内家电市场集中度的提升，以及智能家居对继电器性能要求的提高，中小继电器厂商的市场份额可能会逐步缩小。

图表18 宏发面对国内外竞争对手时均具备优势



资料来源: 平安证券研究所

## 2.2 通用继电器市占率领先，家电需求有望年底回暖

通用继电器性能较为均衡，能够满足一般控制回路的通断控制需求，目前国内约 80%的通用继电器应用在了家电行业，产品技术要求相对不高，单价便宜，出货量大。公司 18 年通用继电器营收 27 亿元，是公司继电器业务的中流砥柱，目前在国内市占率超过 40%，龙头地位稳固。从具体家电产品来看，空调对通用继电器的需求最大，由于其单机用量大，并且整机销量最大，占据了来自家电行业需求的 30~40%。目前公司与国内三大家电企业格力、美的、海尔均保持深度的合作关系，每年供给格力的产品价值量超过 3 亿元。

图表19 宏发通用继电器营收



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 宏发在家电行业部分典型客户



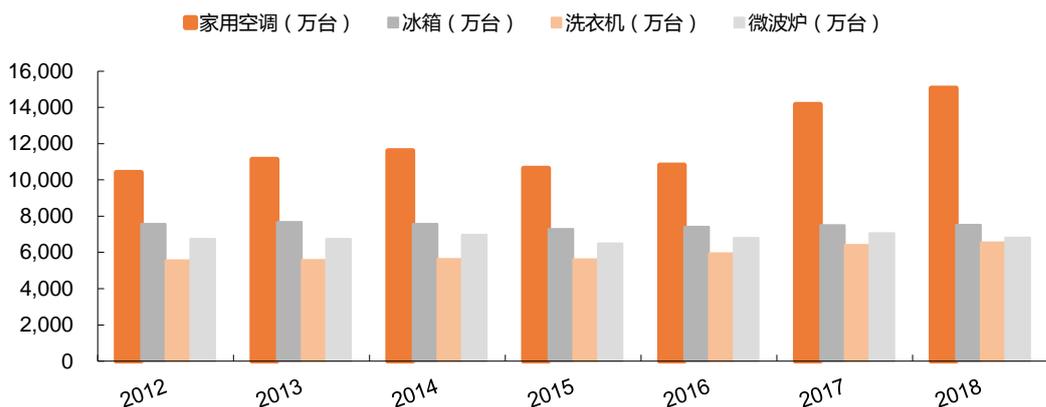
资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

图表21 家电产品继电器用量

家电类型	空调	家庭音响	微波炉	冰箱	洗衣机	电视	电饭煲
单机用量(只)	7	6	4	5	1	1	1

资料来源：宏发股份、平安证券研究所

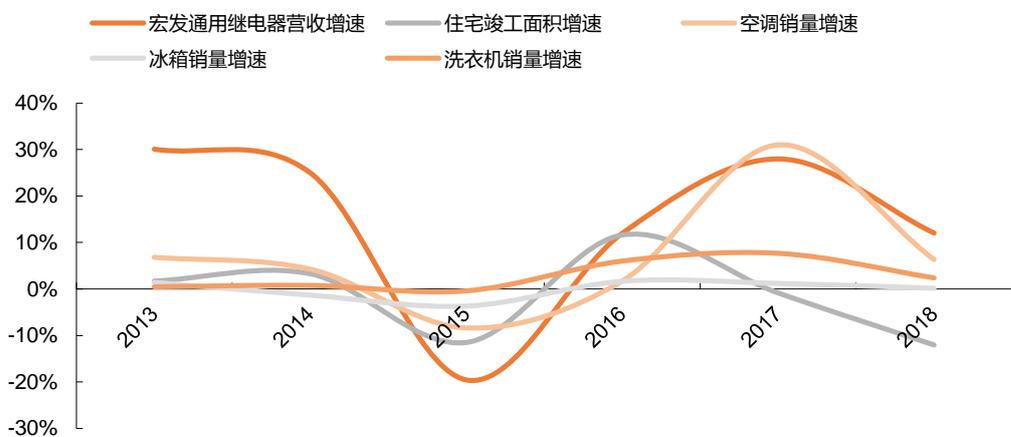
图表22 我国主要家电产品近年销量



资料来源：Wind、平安证券研究所

由于家电属于地产后周期行业，与地产竣工面积的增速相关性较高，从18年开始全国住宅竣工面积增速开始同比下滑，导致在18年下半年空调、洗衣机、冰箱这类更新置换周期较长的家电需求开始下降，使得公司通用继电器业务在18年呈现前高后低的局面。通过对近几年公司通用继电器营收增速与住宅竣工面积、白电产品销量增速的对比可以发现，由于空调对于继电器的需求最大，公司通用继电器营收与空调销量增速相关性最高，并且与地产竣工面积增速相比有半年至一年左右的滞后性。

图表23 宏发通用继电器业务与白电销量和地产竣工面积增速相关度高

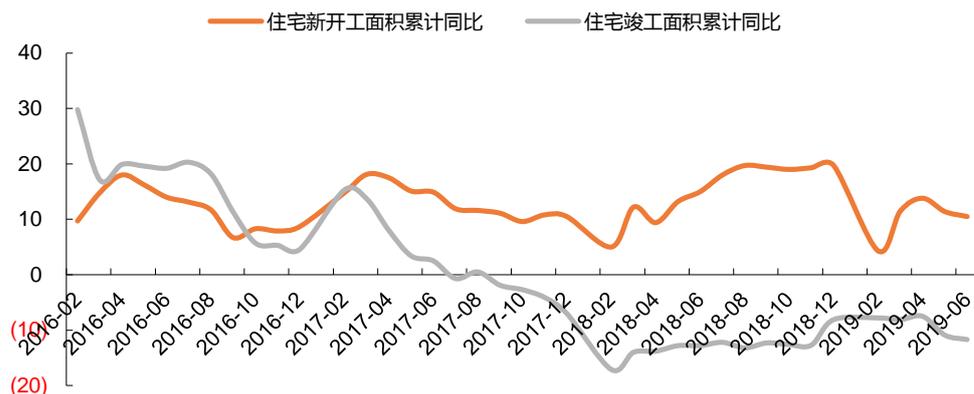


资料来源：Wind、平安证券研究所

从 17 年开始,住宅新开工和竣工面积增速呈现剪刀差,新开工增速保持在高位,竣工面积增速较低。根据调研了解到的信息,从 19 年开始,地产商在加快开工楼盘的竣工速度,我们预计竣工与开工的剪刀差会在年内逐步收敛,竣工面积增速将会呈上升趋势;伴随竣工面积提速,对空调等白电的需求将会逐渐改善。考虑到竣工面积与白电销量有半年至一年的领先期,预计明年来自家电行业的需求将重拾增长势头。

图表24 地产新开工和竣工面积增速累计同比

单位: %



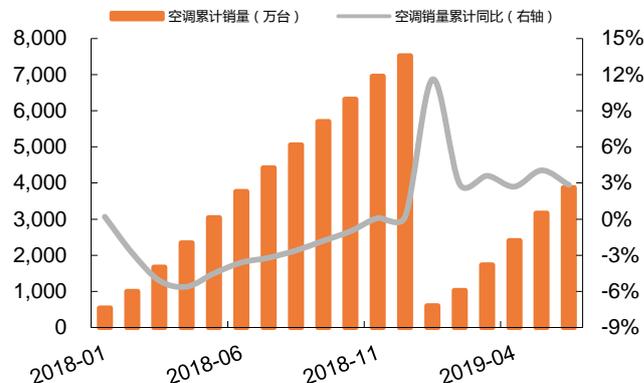
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表25 我国空调销量及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

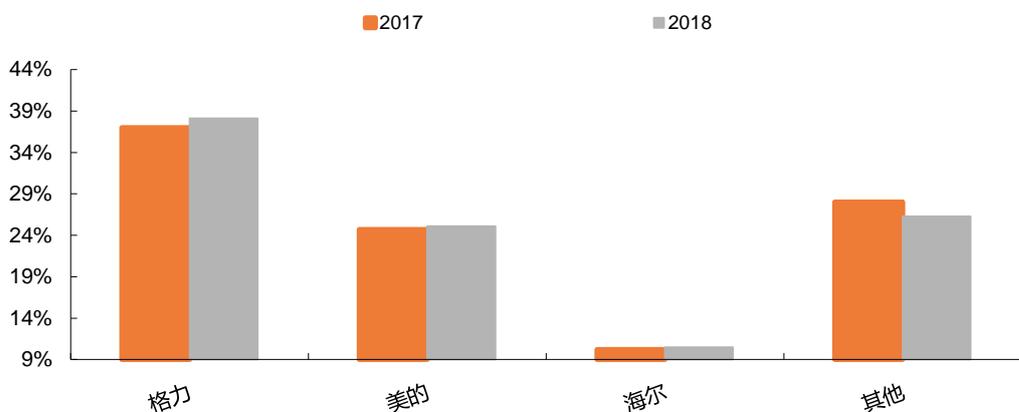
图表26 我国冰箱销量及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

家电行业龙头集中度提升,公司通用继电器市占率有望再次提升。通用继电器技术门槛相对较低,在国内有较多中小型继电器企业参与市场竞争,伴随国内家电行业龙头集中度的提升,由于大型家电公司倾向于使用产品质量有保证的大企业产品,公司的市场占有率有望再次提升,部分产品质量不达标的小企业可能会逐步退出市场。与外资企业相比,公司具备成本优势,由于公司能够自产模具和零部件,能够满足家电行业需要多种型号规格产品的需求,对大客户的需求响应更加及时。

图表27 白电三巨头空调线下市场份额



资料来源：奥维云网、平安证券研究所

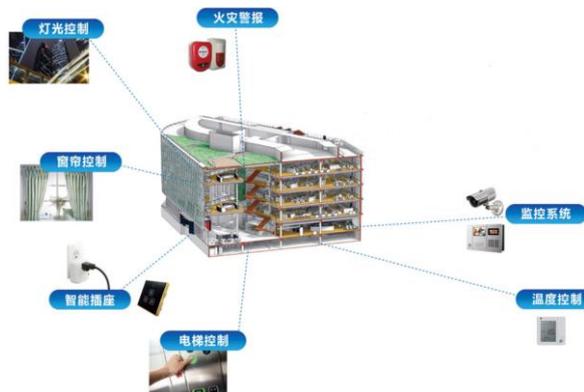
除此以外，智能家居的兴起有望推动家电行业通用继电器需求的增长和对产品品质要求的提升。根据前瞻产业研究院的调查数据，2018年我国智能家居市场规模接近4000亿元，预计在未来三年保持20%以上的复合增速。相比于传统家电，由于智能家居具有远程控制、自动调节等功能，相应的增加了控制回路的复杂度，对继电器的需求平均每台设备额外增加1~2只；并且由于智能家居会根据用户指令以及周围环境的温度、光照等变量进行动作，控制回路动作次数的增加对继电器的使用寿命和可靠性提出了更高的要求，使得产品整体技术门槛提升，有利于宏发等品控优异的厂家占据更多的市场份额。

图表28 我国智能家居市场规模及预测



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

图表29 宏发智能家居解决方案

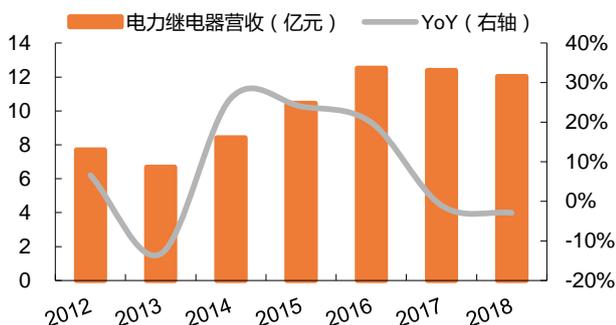


资料来源：宏发股份，平安证券研究所

### 2.3 智能电表换装潮来临，电力继电器开始复苏

电力继电器是公司仅次于通用继电器的第二大业务，在18年营收达到了12亿元，根据公司资料，目前宏发的电力继电器在全球市场占据超过50%的份额。电力继电器采用的磁保持结构，通过激励线圈与永磁体的相互作用使触电保持常开或者常闭状态，下游最主要的应用是智能电表。由于智能电表具备自动抄表，用户欠费自动跳闸等功能，需要使用磁保持继电器给出常开或者常闭信号，相比于通用继电器，磁保持继电器对负载承载能力、产品可靠性和触头的接触电阻有着较高的要求，单品价值量远高于通用继电器。

图表30 宏发电力继电器营收



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 宏发电力继电器部分典型客户

地区	典型客户
中国	许继、林洋、威胜
欧洲	ENEL、Landis+Gyr
北美	GE、Itron、IUSA
日本	东芝

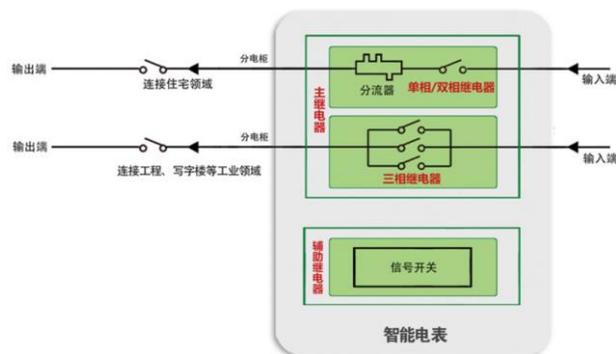
资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

图表32 宏发电力继电器



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

图表33 智能电表中电力继电器应用位置



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

宏发较早就进入了技术门槛较高的磁保持继电器领域，在业务初期主要是与美国 KG 公司合作，在 2009 年，通过向墨西哥 IUSA 智能电表供货，公司的电力继电器业务首次实现了收入过亿元。与此同时，国网在 2009 年开始启动智能电网建设，在 09-15 年间安装了超过 4.5 亿只智能电表，公司凭借优异的产品质量，在 11 年之后的份额快速上升；除了在国内市场占据较高份额之外，在海外市场公司连续 6 年是意大利电力公司 ENEL 的独家供应商，并且由于在电力继电器领域投入早，技术积累深厚，在这一细分市场大幅领先欧姆龙和松下，对日本电力公司的供货量占到其对外采购量的 90% 以上。

宏发于 2016 年收购了美国 KG 公司，进一步增强了公司的电力继电器领域的市场覆盖和技术实力，从初入电力继电器市场给 KG 公司代工生产至收购 KG 公司，显示出公司在电力继电器领域实力的显著提升。目前公司在全球电力继电器市场的主要竞争对手是德国 Gruner 公司，该公司目前有员工 1200 人，在塞尔维亚、突尼斯和印度设有工厂，与该公司相比，宏发在产能布局和规模化生产上均具备优势；在产品性能上，两者处于同一水准。

图表34 宏发电力继电器与 Gruner 公司产品比较

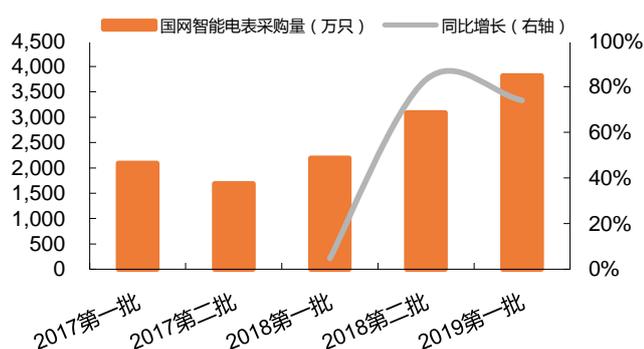
性能参数	宏发 HFE50	Gruner Type725
最大切换电流	100A/220VAC	100A/250VAC
线圈额定功率	4.8W	5.5W
动作时间	≤20ms	≤20ms
体积	39*30*18.5mm	47*22*38mm

资料来源：宏发股份、Gruner、平安证券研究所

随着国内智能电表换装潮的来临，电力继电器业务有望持续复苏。智能电表的平均使用寿命在 5 年左右，从 09 年开始安装的智能电表在 14 年开始陆续进入换装期。由于电网投资节奏等原因，实际智能电表的大规模换装从 18 年下半年开始逐步展开，预计在 16 年至 20 年间，国内智能电表招标量共计 5 亿只左右，其中替换需求占据约 90%，若按照每只智能电表配套的电力继电器价值量 25 元计算，市场总量达 125 亿元。从 18 年国网第二批智能电表招标开始，招标量同比大幅增长，19 年第一批次的招标总量达到 3815 万只，同比增长 74%；其中单相智能电表的招标量为 3394 万只，同比增长 82%，显示出用于居民电费计量的智能电表大规模换装潮已经开始。

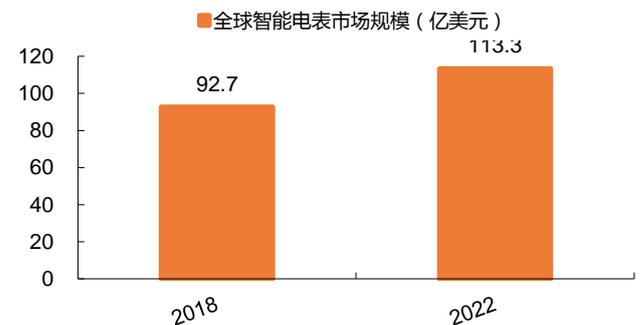
除了国内需求的大幅回升，海外智能电表保持较为稳定的需求。欧洲地区智能电表的推广速度要晚于国内，根据欧盟委员会的一份文件，计划在 2020 年实现智能电表覆盖 80% 以上的家庭，目前北欧地区的瑞典、芬兰、丹麦等国已经完成了智能电表的替换工作，法国、西班牙、英国及东欧地区仍有较大的新增需求，预计由此带来的智能电表需求接近 2 亿只。在拉美及非洲地区，电网建设亦带来了智能电表的需求，目前非洲地区每年新增智能电表需求约为 30 亿元左右，巴西计划在 2021 年前安装 6300 万只智能电表。根据 Market&Market 的预测，在新兴市场增量需求和已完成智能电表安装地区替换需求的共同作用下，全球智能电表市场规模在 2023 年将达到 113 亿美元，较 18 年增长 20%。

图表35 国网近两年智能电表招标情况



资料来源：北极星电力网，平安证券研究所

图表36 智能电表全球市场规模预测



资料来源：Market&Market，平安证券研究所

## 2.4 传统汽车继电器进入海外车企供应链，份额提升空间较大

传统汽车继电器主要用于汽车启停、灯光、雨刮、风扇和油泵等的控制，相比于通用继电器，对于抗冲击振动、耐久性上有较高的要求。目前平均单车继电器的用量在 30 个左右，并且伴随汽车智能程度的提高，继电器的用量在逐步增加，预计平均单车用量在 2022 年将增长至 35 只。18 年全球汽车产量 9479 万辆，按照平均单车继电器价值量 150 元计算，传统汽车继电器的市场规模在 150 亿

元左右。由于欧美及日本一直是国际上的主要汽车制造国，出于汽车配套经验、生产规模和质量控制等方面的因素，汽车继电器市场过往一直被松下、泰科、欧姆龙、海拉等外资企业占据，根据我们的测算，宏发 18 年国内市场份额达到了 21%，全球市场份额接近 7%，在海外市占率仍有较大提升空间。

图表37 宏发汽车继电器产品



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

图表38 汽车继电器应用位置



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

图表39 宏发汽车继电器营收



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 宏发汽车继电器部分典型客户

类型	典型客户
国内车企	长城、长安、北汽、奇瑞、一汽、吉利、比亚迪
海外车企	福特、通用、奔驰、宝马、现代、起亚、菲亚特、铃木、日产、马自达、奥迪

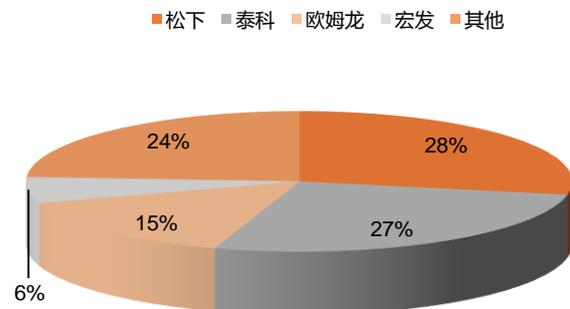
资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

图表41 全球汽车产量



资料来源: LMC Automotive, 平安证券研究所

图表42 2017年全球汽车继电器市场份额



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

公司海外车企客户不断增加，市占率有望持续提升。宏发在汽车继电器市场的市场拓展策略是从国内龙头车企开始，逐步向海外车企拓展。公司从 04 年便开始向长城等车企供货，目前已经成为长城、吉利等车企的独家供应商，与一汽、北汽等也保持密切合作关系。从 08 年开始，公司在北美市场实现突破，向克莱斯勒供货，此后陆续进入了通用、福特、马自达、日产、菲亚特等海外车企供应链，并且成为通用和菲亚特的全球供应商。随着进入的国际车企客户越来越多以及国内车企整车销量的增加，公司的全球市占率从 12 年的 3% 不到上升至 18 年的接近 7%。我们认为，公司传统汽车继电器业务之所以能够实现市占率的提升及海外车企客户的开拓，核心原因是：（1）整车厂对产品质量要求较高，宏发以质取胜的经营理念使得公司品控能够满足整车客户的需求；（2）整车厂出于成本考虑，对供应商的价格相对较低，宏发垂直一体化的生产模式和大规模的生产能力使得公司产品与外资相比具备价格优势，同时公司也能有稳定的利润以继续投入产品的研发和产线升级。

持续的研发投入和对质量的严格要求，使得公司汽车继电器产品的性能和可靠性上达到了与松下等外资龙头同等水平，公司目前已经进入了奔驰、宝马和奥迪这三大德系高端品牌供应链，预计随着品牌知名度的持续提升和产品性价比的优势，在海外车企供货量的占比将会保持上升趋势，全球市占率有望在未来 5 年再次翻倍，从目前的 7% 左右上升至 15%。

图表43 宏发汽车继电器与松下产品比较

性能参数	宏发 HFK7-T	松下 TB 型
额定控制容量	30A/14VDC	30A/14VDC
振动	10 ~ 100Hz, 44.1m/s <sup>2</sup>	10 ~ 100Hz, 44.1m/s <sup>2</sup>
冲击	100m/s <sup>2</sup>	100m/s <sup>2</sup>
机械寿命	1000 万次	500 万次
电耐久性	10 万次	10 万次
工作温度	-40 ~ +125°C	-40 ~ +110°C
尺寸	14*14*9.2mm	14*14*9.2mm

资料来源：宏发股份、松下、平安证券研究所

## 2.5 信号和工业继电器：技术实力提升，成长空间较大

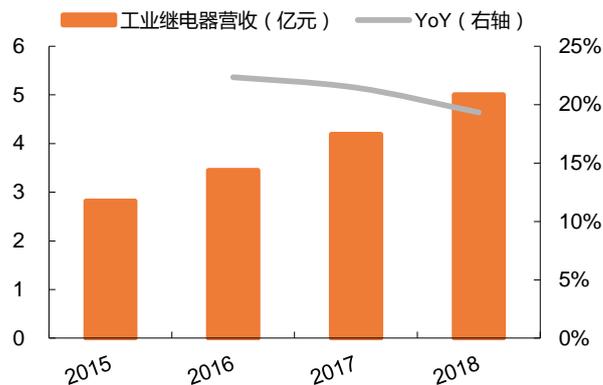
信号继电器主要应用在通信和安防领域，对切换灵敏度有较高的要求。目前市场主流产品是第四代技术，由于较高的技术门槛，除了宏发以外，主要的市场竞争者均为外资企业。下游市场需求除了通信领域的程控设备之外，近年来兴起的安防产业对信号继电器也有较大的需求。工业继电器对产品的连续工作、宽负载承载能力要求较高，主要用在自动化及配电行业中，和信号继电器同属于技术门槛较高的产品类别。目前宏发信号继电器和工业继电器的营收占比均较小，信号继电器的主要客户包括通信行业的华为、中兴等企业和安防龙头企业海康威视、大华、海湾科技等；工业继电器的主要客户包括西门子、三菱等外资自动化龙头企业。

图表44 宏发信号继电器营收



资料来源: Wind, 平安证券研究所

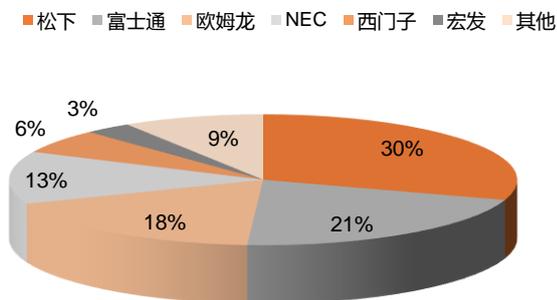
图表45 宏发工业继电器营收



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

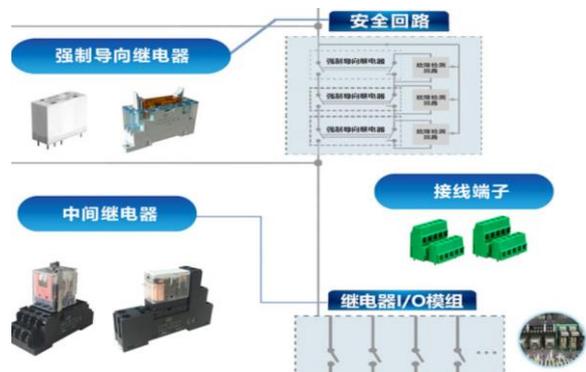
根据我们的测算, 目前公司信号继电器的全球市占率为 3%左右, 工业继电器的全球市占率在 10%左右, 有巨大的进口替代空间。与此同时, 随着 5G 建设带来的对信号继电器的需求和工业物联网的推广对工业继电器的需求增长, 预计整体市场规模持续上升。尽管公司当前信号和工业继电器的营收占比较低, 但是近年来一直保持 15-20%的增速, 随着公司持续的研发投入和产品性能、品牌知名度的提升, 预计在这两个领域将保持增长势头。

图表46 18年全球信号继电器市场份额



资料来源: 世界电子元器件, 平安证券研究所

图表47 工业继电器应用位置



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

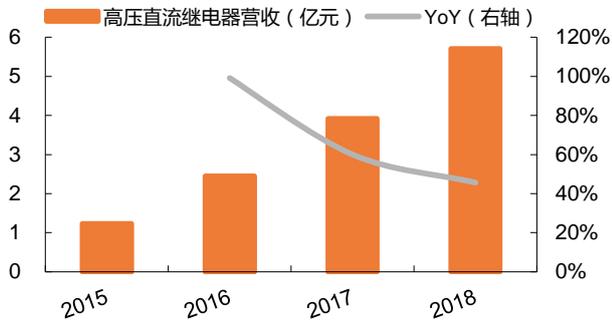
### 三、新业务高速增长, 高压直流继电器与低压电器发展势头良好

#### 3.1 高压直流继电器: 切入海外供应链, 大批量供货在即

高压直流继电器主要应用在新能源汽车行业, 不同于传统汽车继电器规格小、单品价值较低, 高压直流继电器的工作电压达到 DC400V 左右, 承载电流 200~300A, 起到控制主回路的作用, 产品价值在 200~400 元之间。通常一辆电动车需要使用两个主继电器、一个预充继电器和两个快速充电用继电器, 其中价值量较高的是主继电器和快速充电继电器, 平均单车高压直流继电器用量在 1200 元左右, 按照 18 年国内新能源汽车产量 127 万辆、全球新能源车产量 200 万辆计算, 则 18 年国内

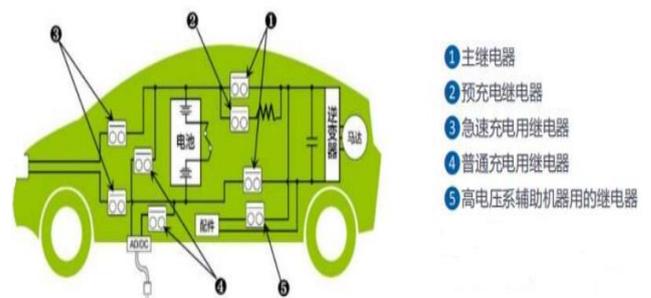
市场规模达到 15 亿元，全球市场规模为 24 亿元，随着新能源汽车销量的快速增长，预计在未来三年，高压直流继电器的市场规模将维持 20% 以上的增速。

图表48 宏发高压直流继电器营收



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表49 高压直流继电器在新能源车的应用



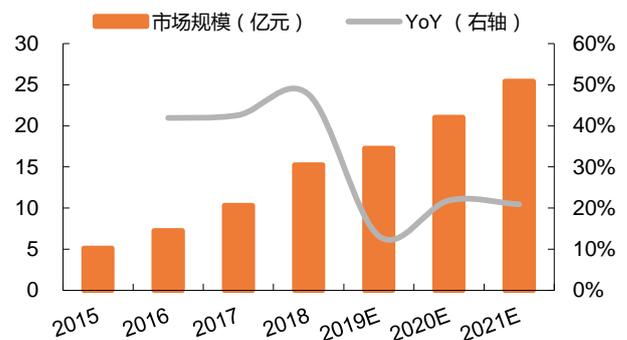
资料来源: 电车资源, 平安证券研究所

图表50 国内近年新能源汽车产量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

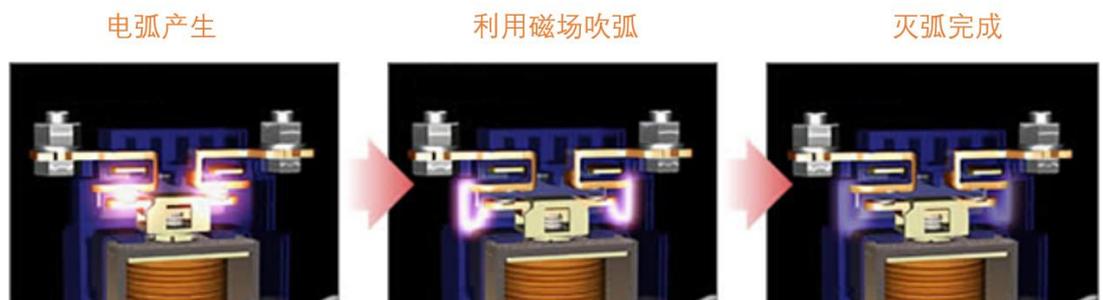
图表51 国内高压直流继电器市场规模测算



资料来源: Wind, 平安证券研究所

高压直流继电器最核心的技术是产品的灭弧和分断能力，由于真空式灭弧在新能源汽车冲击、振动频繁的工况下容易出现失效风险，故目前主流均为充气灭弧，氢气具备绝缘性能好，较难电离的特性，在充气灭弧中应用最多；灭弧室的工艺结构分为塑料灌胶密封和陶瓷两种形式，塑料灌胶密封尽管成本较低，但是不耐高温，而电弧产生的瞬间中心温度会达到 1000 度以上，故容易发生爆炸危险，目前只在少量低端电动车中采用此工艺，主流产品均采用陶瓷结构。

图表52 高压直流继电器灭弧原理



资料来源: 松下、平安证券研究所

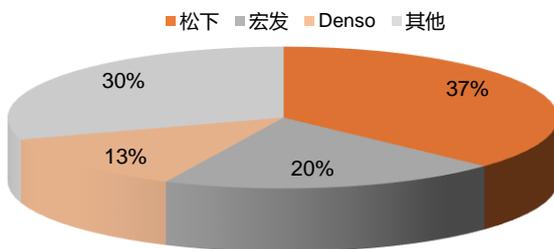
图表53 高压直流继电器灭弧室结构对比

性能	气体类型			
	氢气		氮气	
触点材料	铜	钼/铜	铜	钼/铜
导电性	最佳	优良	较好	一般
接通寿命	优良	最佳	一般	较好
断开寿命	优良	最佳	一般	较好
过载承受能力	优良	最佳	一般	较好

资料来源：电车资源、平安证券研究所

由于高压直流继电器较高的技术门槛，市场高度集中，主要参与者包括松下、泰科、宏发和电装。18年宏发在全球市占率 20%，公司目前建有高压直流继电器产线 8 条，年产能 600 万只，预计至 2020 年产能将翻倍，年产能达到 1200 万只。整车企业对于高压直流继电器的需求通常是定制化、多规格和小批量，需要供应商具备快速响应能力和足够的生产能力，而这也恰恰是宏发的优势。凭借持续的投入，宏发在产能规模化和产品性能上均已属于全球领先水平，加之具有一定的价格优势，从 17 年开始公司的核心客户群体在快速扩大，除了与国内的北汽、比亚迪等新能源车企业紧密合作之外，公司已成为大众 MEB 平台主要供应商，并进入了特斯拉和奔驰新能源车的供应链。目前公司已经开始小批量向特斯拉和奔驰供应预充继电器等产品，有望在明年实现向海外车企大批量供货。

图表54 高压直流继电器全球市场份额



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表55 部分供应商典型客户

公司	典型客户
宏发	北汽、比亚迪、宁德时代、特斯拉、奔驰、大众
松下	丰田、奔驰、一汽、长安
泰科	奔驰、大众

资料来源：各公司官网，平安证券研究所

图表56 高压直流继电器产品性能对比

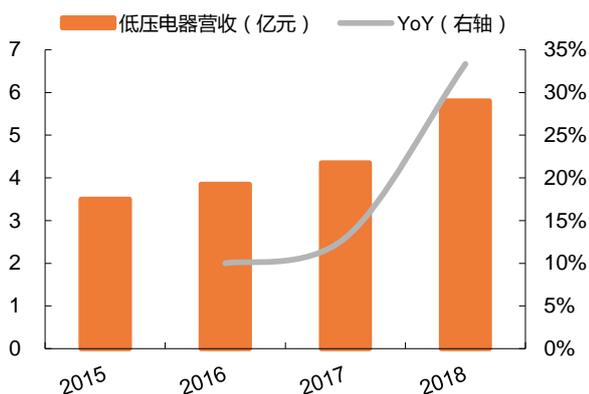
性能指标	宏发 HFE18V-200	松下 EP 200A 型	欧姆龙 G9E
额定切换容量	200A/450V DC	200A/400V DC	200A/400V DC
短时间通电电流	400A: 20min; 300A: 60min	300A: 15min	300A: 15min
最大切换电流	2000A ( 450VDC )	2000A ( 350VDC )	1000A ( 400VDC )
冲击耐久	490 m/s <sup>2</sup>	490 m/s <sup>2</sup>	490 m/s <sup>2</sup>
环境温度	-40 ~ +85°C	-40 ~ +80°C	-40 ~ +50°C
机械寿命	20 万次	20 万次	20 万次
电寿命	3000 次	3000 次	3000 次

资料来源：各公司官网、平安证券研究所

### 3.2 低压电器：定位中高端，产品研发与客户开拓稳步推进

低压电器是公司“扩大门槛”战略的重要组成部分，公司从 12 年开始着手准备除继电器以外的第二门类产品的开发，在 14 年确定将低压电器产业作为公司未来增长的重点之一。经过近几年的持续投入，公司从微型断路器开始，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。公司对低压电器产业的开拓，遵循了公司一贯的以质取胜、做好产品来赢得客户的思路，从一开始便定位中高端，力求在品质上逐步向外资品牌看齐。18 年公司低压电器营收 5.8 亿元，近三年复合增速达到了 18% 以上。

图表57 宏发低压电器营收



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表58 宏发低压电器典型产品



资料来源: 宏发股份, 平安证券研究所

低压电器和继电器在产品特性上有部分相似之处，两者的主要功能都是对电路的通断进行操作，对于触头的材质、模具都有较高的要求，宏发在继电器产业向上游延伸、自行生产模具的方式将有助于其低压电器产品性能的提升，自产核心零部件一方面可以提升产品品质，另一方面也能提高产品的毛利率。但是相比继电器，低压电器需要承载的电流等级是继电器的数百倍，同时在出现短路时对于分断能力和灭弧的要求远高于继电器，故公司采用夯实基础逐步推进的方式，从初期就对产品品质和供应链建设有较高的标准，以产品为核心，将研发、制造装备、供应链等各方面逐渐完善，为将来产品的放量打下牢固基础。

我国低压电器 18 年市场规模约为 830 亿元，预计在 2020 年将达到 1000 亿元。目前中高端市场主要以施耐德、ABB 等外资品牌和国产高端品牌良信电器、常熟电器等为主，宏发目前所占份额相对较少。公司现阶段低压电器的主要客户是海外电力行业相关企业，公司在欧洲和北美地区有着成熟的销售体系，不少客户在采购电力继电器的过程中与公司形成了紧密的合作关系，公司利用现有的销售渠道，向海外大客户供应低压电器。在立足于海外的同时，公司也在不断开拓国内市场，通过向重点客户供货和积极参与标杆项目建设，在逐渐树立优质可靠的产品形象。

图表59 我国低压电器市场规模测算



资料来源: 电器工业协会、平安证券研究所

经过短短数年时间的发展,目前公司的低压电器产品在性能上已经基本接近常熟等国产中高端品牌。预计随着公司持续的产品研发和制造装备投入,产品性能将会得到进一步提升。由于低压电器中高端市场主要以项目型销售为主,面向大客户的OEM销售占比较少,需要公司建立起较完整的面向设计院、项目甲方和成套厂的销售体系,预计在短期内公司低压电器仍将以海外销售为主,但是随着规模的上升和销售渠道等各方面短板的补齐,预计公司低压电器在未来将迎来快速放量阶段。

图表60 宏发空气断路器与国产品牌比较

品牌	宏发 UEW5-4000	常熟 CW3-4000	德力西 CDW9-4000
极限分断电流	400V: 110kA; 690V: 75kA	400V: 110kA; 690V: 85kA	400V: 110kA; 690V: 75kA
短时耐受电流 (1s)	400V: 85kA; 690V: 65kA	400V: 100kA; 690V: 85kA	400V: 85kA; 690V: 75kA
全分断时间	<30ms	25~30ms	25ms
机械免维护寿命	5000次 (4极) 1万次 (3极)	1万次	1万次

资料来源: 各公司官网、平安证券研究所

## 四、投资建议

公司深耕继电器行业三十多年,目前在全球继电器行业市场份额14%左右,排名第一;随着公司在继电器行业的持续投入和外资在该行业的日渐式微,预计公司的份额仍将持续提升。公司最为核心的竞争力是通过向产业上游延伸,构建起了从装备制造、模具开发、零部件生产到整机装配的垂直一体化产品研发制造模式。公司在传统继电器领域竞争优势稳固,伴随家电、汽车行业的调整接近尾声,预计通用继电器和传统汽车继电器将从年底开始复苏;电力继电器受益于国内智能电表换装潮来临和海外需求持续,预计将保持较高增速;信号和工业继电器随着5G建设、安防产业和工业物联网发展,市场需求增长较快。公司的新产品发展势头良好,高压直流继电器除了向国内客户供货外,已成功进入特斯拉、奔驰和大众供应链,预计将从明年开始大规模上量;低压电器产品利用海外成熟的销售体系,客户开拓顺利,未来有较大的增长空间。

图表61 宏发主要产品营收拆分预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
通用继电器	2410	2700	2565	2719	2936
YoY	27.99%	12.03%	-5.00%	6.00%	8.00%
电力继电器	1239	1203	1504	1805	2021
YoY	-1.04%	-2.91%	25.00%	20.00%	12.00%
汽车继电器	923	935	767	828	911
YoY	15.95%	1.30%	-18.00%	8.00%	10.00%
信号继电器	246	277	324	386	444
YoY	16.04%	12.60%	17.00%	19.00%	15.00%
工业继电器	420	499	599	725	848
YoY	21.74%	18.81%	20.00%	21.00%	17.00%
高压直流继电器	392	571	839	1301	1886
YoY	60.00%	45.66%	47.00%	55.00%	45.00%
低压电器	435	580	667	780	905
YoY	12.99%	33.33%	15.00%	17.00%	16.00%

资料来源：平安证券研究所

我们认为公司传统继电器业务市场需求逐步复苏，市占率有进一步提升空间；高压直流继电器、低压电器等新业务发展势头良好，我们预测公司 19/20/21 年 EPS 分别为 1.05/1.23/1.51 元，对应 8 月 14 日 PE 分别为 23.6/20.2/16.4。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

1. 通用继电器在公司营收中占比较大，通用继电器的主要下游需求来自家电行业，若政策对地产行业的调控超过预期，导致地产竣工面积增速持续放缓，将对通用继电器的需求产生不利影响，进而影响公司整体营收增速。
2. 公司目前主要的竞争对手是欧姆龙、泰科和松下等海外竞争对手，若海外竞争对手重新加大对继电器行业的关注度，加大研发生产和营销投入，将加剧继电器行业的竞争程度，公司产品的毛利率将有可能受到不利影响。
3. 公司高压直流继电器业务依赖于新能源汽车销量的不断增长，若补贴退坡幅度大幅超过预期，导致新能源汽车销量增速放缓，将会影响公司高压直流继电器业务的营收增速，进而对公司整体营收增长和毛利率产生负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4945	7377	9111	10022
现金	907	3079	3638	4226
应收票据及应收账款	2346	2503	3226	3429
其他应收款	49	55	67	74
预付账款	69	53	91	76
存货	1423	1537	1937	2067
其他流动资产	151	151	151	151
<b>非流动资产</b>	3946	3937	4186	4419
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2374	2377	2588	2779
无形资产	473	511	554	581
其他非流动资产	1099	1049	1044	1059
<b>资产总计</b>	8892	11314	13296	14441
<b>流动负债</b>	2708	4274	5215	5048
短期借款	1279	2643	3369	2991
应付票据及应付账款	949	1132	1311	1505
其他流动负债	480	499	535	553
<b>非流动负债</b>	204	200	198	195
长期借款	20	16	13	10
其他非流动负债	184	184	184	184
<b>负债合计</b>	2912	4474	5413	5243
少数股东权益	1547	1840	2180	2597
股本	745	745	745	745
资本公积	449	449	449	449
留存收益	3227	4014	4920	6013
<b>归属母公司股东权益</b>	4432	4999	5703	6601
<b>负债和股东权益</b>	8892	11314	13296	14441

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	827	1373	710	1872
净利润	960	1076	1256	1543
折旧摊销	405	319	366	396
财务费用	20	37	46	44
投资损失	14	-2	-2	-3
营运资金变动	-637	-62	-960	-113
其他经营现金流	65	4	4	5
<b>投资活动现金流</b>	-876	-312	-617	-631
资本支出	826	-9	249	233
长期投资	-2	0	0	0
其他投资现金流	-52	-322	-368	-398
<b>筹资活动现金流</b>	223	-253	-261	-275
短期借款	459	0	0	0
长期借款	0	-4	-2	-3
普通股增加	213	0	0	0
资本公积增加	-214	0	0	0
其他筹资现金流	-236	-249	-258	-272
<b>现金净增加额</b>	186	807	-167	966

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	6880	7512	8875	10309
营业成本	4346	4716	5535	6380
营业税金及附加	64	72	86	101
营业费用	310	323	417	485
管理费用	736	766	941	1082
研发费用	331	323	399	454
财务费用	20	37	46	44
资产减值损失	12	0	0	0
其他收益	85	15	50	70
公允价值变动收益	-19	-4	-4	-5
投资净收益	-14	2	2	3
资产处置收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1112	1288	1498	1832
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	1113	1289	1499	1833
所得税	153	213	243	290
<b>净利润</b>	960	1076	1256	1543
少数股东损益	261	293	340	417
<b>归属母公司净利润</b>	699	783	916	1127
EBITDA	1570	1667	1947	2304
EPS(元)	0.94	1.05	1.23	1.51

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	14.3	9.2	18.1	16.2
营业利润(%)	-3.3	15.8	16.4	22.2
归属于母公司净利润(%)	2.0	12.1	16.9	23.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	36.8	37.2	37.6	38.1
净利率(%)	10.2	10.4	10.3	10.9
ROE(%)	16.1	15.7	15.9	16.8
ROIC(%)	17.2	14.5	14.4	16.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	32.8	39.5	40.7	36.3
净负债比率(%)	8.7	-4.2	-1.6	-11.9
流动比率	1.8	1.7	1.7	2.0
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.05	1.23	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.84	0.95	2.51
每股净资产(最新摊薄)	5.95	6.71	7.66	8.86
<b>估值比率</b>				
P/E	26.4	23.6	20.2	16.4
P/B	4.2	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	13.1	12.0	10.6	8.7

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033