

公司调研点评

宁波高发 (603788)

汽车 | 汽车零部件

单季度业绩环比改善，成长有赖客户需求增长

2019年11月13日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 调低

合理区间 **15.3-17.0 元**

交易数据

当前价格 (元)	15.93
52周价格区间 (元)	12.58-18.31
总市值 (百万)	3665.40
流通市值 (百万)	3665.40
总股本 (万股)	23009.42
流通股 (万股)	23009.42

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
宁波高发	12.42	20.59	4.4
汽车零部件	0.16	8.11	5.9

李文瀚

分析师

执业证书编号: S0530519070005
liwh1@cfzq.com

0731-89955753

相关报告

- 《宁波高发: 宁波高发 (603788) 公司调研点评: 放低预期重评估, 具备配置价值》2019-04-01
- 《宁波高发: 宁波高发 (603788) 2017 年年报点评: 自动挡渗透率提升, 公司“高”速“发”展》2018-04-03
- 《宁波高发: 公司研究*新股宁波高发 (603788) 点评: 国内领先的汽车操纵控制系统企业》2014-12-15

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	1207.93	1289.02	930.68	1060.97	1167.07
净利润 (百万元)	233.01	215.10	195.46	209.53	224.88
每股收益 (元)	1.01	0.93	0.85	0.91	0.98
每股净资产 (元)	8.02	8.29	8.57	8.87	9.19
P/E	15.71	17.02	18.73	17.47	16.28
P/B	1.98	1.92	1.86	1.79	1.73

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- 单季度业绩环比改善，净利率明显提升。据公司 2019 年三季报所示，前三季度实现 6.58 亿元，同比变化-35.35%，归母净利润 1.40 亿元，同比变化-32.19%。Q3 单季度营收和归母净利润分别是 2.21 亿元和 0.51 亿元，环比变化+2.79%和+8.70%。公司营收利润大幅下滑的重要原因是雪利曼在 2019Q2 出表，若剔除雪利曼影响，公司 Q3 净利润下滑幅度在 15%左右。销售毛利率、净利率分别为 33.76%和 23.28%，较去年同期增加 0.39pct 和 5.17pct，环比增加 1.66pct 和 2.10pct。表明公司费用管控有效，产品结构持续优化，高毛利率的电子档产品占比正逐步提升。
- 在产品升级平缓的大背景下，公司成长有赖于下游客户的需求增长。公司 2018 年的前五大客户分别为上汽通用五菱（营收占比约 25%）、吉利（营收占比约为 17%）、上汽大众（营收占比约为 12%）、一汽大众（营收占比约为 7%）和上汽自主等。我们认为南北大众市场份额相对稳定，并且公司目前供应的汽车拉索也非核心产品，因此主要业绩增量来源于吉利和上汽通用五菱。通过观察吉利和上汽通用五菱 2019 年单月销量变化，可知两个主机厂仍未摆脱销量下滑趋势，但下半年降幅较上半年出现一定程度收窄。尤其是吉利汽车 10 月销量已接近去年同期水平。有理由相信在未来的几个月内，以上两大主机厂的销量将出现边际改善，有助于公司业绩的边际改善。
- 公司受益于自动挡车型渗透率提升和汽车电动化，产品单价有望进一步提升。同时依托优秀成本控制能力，凭借更低价格切入更多下游主机厂供应链，获得更大市场份额。但考虑到公司核心下游客户上汽通用五菱和吉利汽车 2019 年销量承压，下调 2019/2020 年营收至 9.3/10.6 亿元，归母净利润 1.96/2.09 亿元，EPS 分别为 0.85/0.91 元，对应当前股价 PE 分别为 18.73/17.74X，下调公司评级至“谨慎推荐”评级。给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应估值区间为 15.3-17.0 元。
- 风险提示：汽车销量不达预期；产品升级速度低于预期。

1 优秀的汽车操纵控制产品供应商

公司成立于 1999 年，并于 2015 年上市，是一家专业从事汽车操纵控制产品设计、开发、制造及经营的高新技术企业。公司产品涵盖变速器操纵控制系统、电子油门踏板、汽车拉索等系列共上万种产品。公司的主要客户有一汽大众、上汽大众、吉利、长城汽车、奇瑞汽车、比亚迪、上汽通用五菱、郑州宇通、厦门金龙、中国重汽、江淮汽车等三十余家汽车厂。

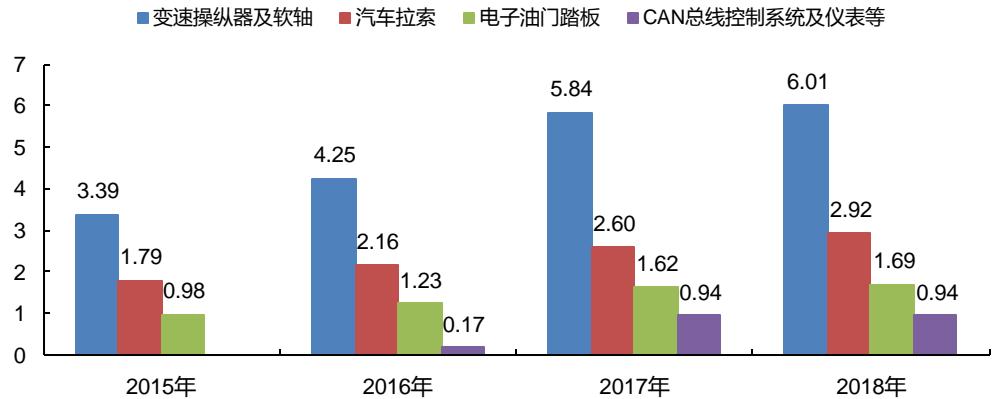
图 1：公司主要产品：变速控制器（左上）、拉索（右上）、电子踏板（右下）



资料来源：财富证券，公司官网

从公司的营收结构看，变速操纵器及软轴为公司第一大业务，2018 年营收占比为 47%；汽车拉索业务排名第二，占比约为 23%；电子油门踏板占比 13%，份额相对较为稳定；CAN 总线控制业务占比约为 7%，但由于主攻该领域的雪利曼电子在 2019 年被出售，因此该方向营收未来将会下降。

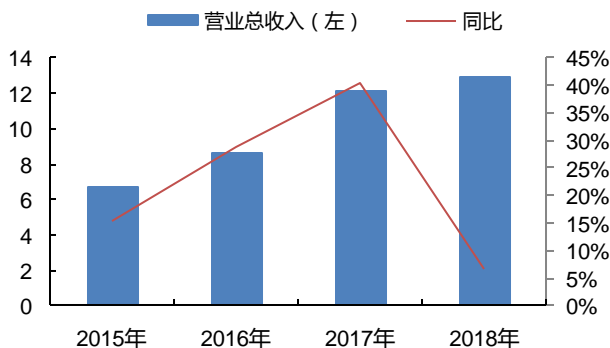
图 2：2015-2018 年公司各主营业务营收



资料来源：财富证券，Wind

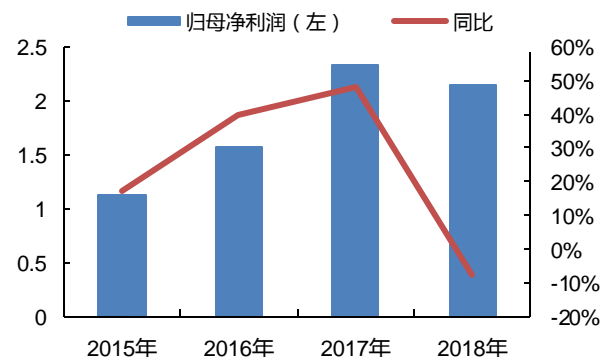
自公司 2015 年上市以来，营收及净利润快速增长。公司营收由 2015 年的 6.68 亿元增长至 2018 年的 12.89 亿元，年复合增速为 24.5%；净利润由 2015 年的 1.12 亿元增长至 2018 年的 2.15 亿元，年复合增速为 24.3%。值得注意的是，公司 2018 年营收虽然同比实现正增长，但净利润却出现了上市以来的首次下滑。主要原因是 2018 年下半年整个汽车行业销量下滑，公司下游客户整体表现不一，导致供货产品结构发生变化，毛利率相对较低的产品营收占比提升，降低了整体毛利率。同时叠加冲销下游客户坏债带来的约 7000 万资产减值。

图 3：2015-2018 年公司营收（亿元）及增速



资料来源：财富证券，Wind

图 4：2015-2018 年公司归母净利润（亿元）及增速

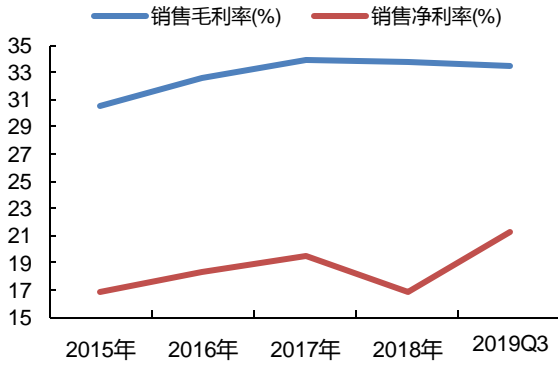


资料来源：财富证券，Wind

2 控费能力优秀，利润率持续攀升

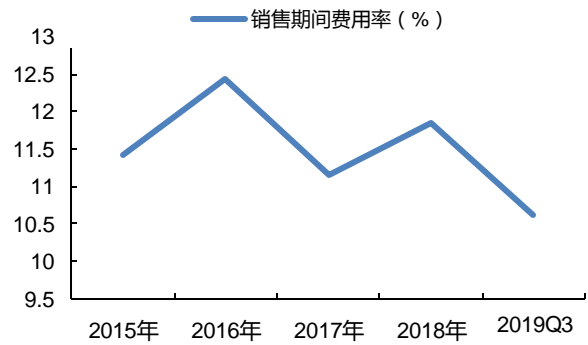
从公司毛利率和净利率趋势来看，公司销售毛利率基本保持稳定，净利率在剔除 2018 年资产减值影响下持续攀升，这主要得益于公司优秀的控费能力和相对特殊的轻资产生产模式。但从期间费用率下降的角度，我们认为公司可削减成本的空间已相对有限；而在资产角度，公司仅凭约 1.5 亿的固定资产，支持了近 13 亿的营收，效率远高于其他重资产的汽车零部件企业，但意味着公司因固定资产折旧结束带来的成本下降空间也相对较小。未来最有可能改善利润率的方式是调整销售产品结构和下游客户的供货比例。

图 5：2015 年至 2019Q3 公司销售毛利率、净利率



资料来源：财富证券，Wind

图 6：2015 年至 2019Q3 公司销售期间费用率



资料来源：财富证券，Wind

3 前期成长源自产品升级，未来则有赖客户开拓

换挡操纵器是公司最重要的产品，在过去几年内经历了明显的产品升级，由单价约 150 元的手动挡操纵器升级为单价约 350 元自动挡操纵器和单价 700 元电子档位操纵器。升级的主要驱动力是汽车变速箱由手动挡向自动挡的过度。从全球汽车市场来看，自动变速箱渗透率均在不断提升，自动变速箱渗透率自 2013 年首次超过手动变速箱，并有望在 2025 年有望提升至 65% 以上。

分区域来看，自动变速箱美日普及程度已经很高，渗透率分别为 94% 和 84%，自动变速箱增量空间已经很小，欧洲和中国自动变速箱渗透率相对还比较低（中国 2013 年自动挡占比不足 40%），未来还有一定发展空间。截至 2018 年，国内汽车市场中自动挡变速箱的渗透率约为 60%，我们认为其在中国市占率天花板因介于日本和欧洲之间（主要原因是国内日系及德系品牌销量占比较高），粗略估算在 70% 左右。因此我们认为公司换挡操纵器升级的逻辑仍将维持一段时间，但升级速度将会慢于 2013-2017 年水平。

图 7：换挡操纵器的产品升级

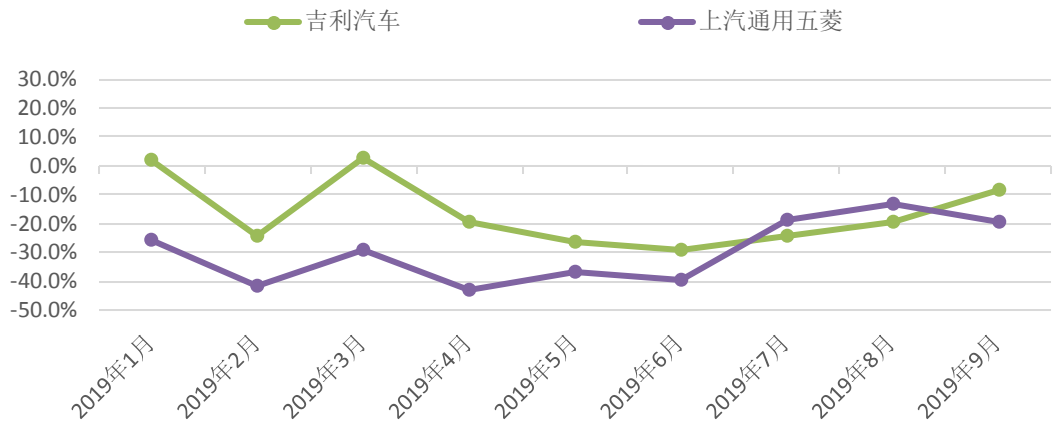


资料来源：财富证券，公司官网

在产品升级变缓的大背景下，公司成长有赖于下游客户的需求增长。公司 2018 年的前五大客户分别为上汽通用五菱（营收占比约 25%）、吉利（营收占比约为 17%）、上汽大众（营收占比约为 12%）、一汽大众（营收占比约为 7%）和上汽自主等。我们认为南北大众市场份额相对稳定，并且公司目前供应的汽车拉索也非核心产品，因此主要业绩增量来源于吉利和上汽通用五菱。

通过观察吉利和上汽通用五菱 2019 年单月销量变化，可知两个主机厂仍未摆脱销量下滑趋势，但下半年降幅较上半年出现一定程度收窄。尤其是吉利汽车 10 月销量已接近去年同期水平。有理由相信在未来的几个月内，以上两大主机厂的销量将出现边际改善，有助于公司业绩的边际改善。

图 8：2019 年 1-9 月吉利汽车、上汽通用五菱月度销量增速



资料来源：财富证券，ifind

4 投资策略

公司受益于自动挡车型渗透率提升和汽车电动化，产品单价有望进一步提升。同时依托优秀成本控制能力，凭借更低价格切入更多下游主机厂供应链，获得更大市场份额。考虑到公司核心下游客户上汽通用五菱和吉利汽车 2019 年销量承压，下调 2019/2020 年营收至 9.3/10.6 亿元，归母净利润 1.96/2.09 亿元，EPS 分别为 0.85/0.91 元，对应当前股价 PE 分别为 18.73/17.74X，下调公司评级至“谨慎推荐”评级。给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应估值区间为 15.3-17.0 元。

5 风险提示

汽车销量不达预期；产品升级速度低于预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438