

2016年11月25日

宁波高发 (603788.SH)

深度分析

受益自主品牌崛起盛宴的汽车电子新贵

投资要点

- ◆ **收购雪利曼完成股权交割，切入汽车电子和车联网核心零部件领域，转型升级顺利完成。**公司收购雪利曼电子和雪利曼软件，切入客车 CAN 总线系统。CAN 总线是整车电子构架和智能网联汽车的神经系统，雪利曼在国内客车 CAN 总线市场占有率排名前三，主要给宇通、金龙等知名企业配套，收购整合后未来有望进入卡车、乘用车领域。凭借收购雪利曼的契机，公司完成汽车电子和智能网联汽车业务的精准卡位，产品转型和升级顺利完成，为未来发展赢得先机。
- ◆ **拟定增加汽车高端电子和车联网业务投入，增强乘用车零部件配套比例，提升产品盈利水平。**公司拟定增募资 8.8 亿元，投向汽车电子换挡系统、CAN 总线控制系统、虚拟仪表、城市公交车联网平台等项目，加速从传统零部件产品往汽车高端电子零部件产品升级，并促进雪利曼从客车配套业务进入卡车和乘用车配套业务，有利于提升产品的竞争力和盈利水平。
- ◆ **受益于自主品牌乘用车的崛起和新客户的拓展，公司业务和盈利有望实现较快增长。**公司目前拥有四大业务板块：变速箱操纵器和软轴、汽车拉锁、电子油门踏板和电磁风扇离合器，近年新开拓客户一汽大众、上汽大众、上汽通用五菱、吉利汽车等处于新产品集中投放周期，销量增长较快，有利于公司业务和业绩的增长。随着汽车电子和车联网新项目的建成投产，乘用车新客户的拓展，公司受益于国内消费升级和自主品牌乘用车崛起的红利日益明显，有望持续实现业绩较快增长。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 1.07 元、1.14 元（摊薄后）和 1.61 元（摊薄后）。净资产收益率分别为 17.6%、19.8% 和 25.1%，首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 68.00 元，相当于 2017 年 60 倍动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**与雪利曼的整合不达预期；定增募投项目进度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	579.4	668.4	850.3	1,170.9	1,516.3
同比增长(%)	29.3%	15.4%	27.2%	37.7%	29.5%
营业利润(百万元)	110.1	128.4	173.1	224.0	316.3
同比增长(%)	29.3%	16.6%	34.8%	29.4%	41.2%
净利润(百万元)	95.9	112.4	150.7	192.9	271.6
同比增长(%)	20.5%	17.2%	34.1%	28.0%	40.8%
每股收益(元)	0.68	0.80	1.07	1.14	1.61
PE	63.1	53.9	40.2	37.5	26.7
PB	17.9	8.3	7.1	7.4	6.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

汽车 | 汽车零部件 III

买入-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

68.00 元

股价(2016-11-25)

47.38 元

交易数据

总市值(百万元)

6,807.44

流通市值(百万元)

2,366.02

总股本(百万股)

140.97

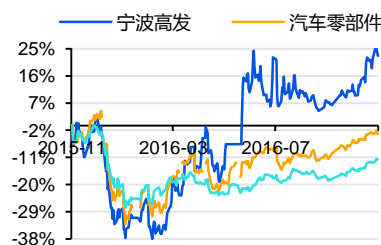
流通股本(百万股)

49.00

12 个月价格区间

24.22/50.80 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.86	5.81	42.38
绝对收益	8.49	10.86	32.03

分析师

林帆

 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsc.cn

相关报告

内容目录

一、收购雪利曼，切入核心汽车电子和车联网领域	4
（一）布局 CAN 总线系统，进入汽车神经网络	4
1、携手领军品牌雪利曼，发挥协同效应	4
2、CAN 总线—汽车的神经系统	5
（二）所在细分领域的高成长性带来业绩高增速	7
二、增发募资投入高端汽车电子和车联网，加快产品升级	7
三、主业稳定增长，产品转型升级及新客户的开拓将受益于自主品牌乘用车的崛起	10
（一）公司主要业务	10
（二）公司的股权结构	15
（三）财务分析与比较	15
1、公司近三年财务分析	15
2、与同类型公司财务比较	17
四、盈利预测及投资建议	17
1、对公司五大业务板块的盈利预测和假设	17
2、基于以上预测给予投资建议	20
五、风险提示	21

图表目录

图 1：雪利曼 CAN 总线板块布局与产品	4
图 2：汽车总线在车内的整体布局	5
图 3：智能汽车仪表盘	5
图 4：汽车 CAN 总线网络结构	6
图 5：CAN 总线控制系统特点	6
图 6：CAN 总线控制系统结构图	6
图 7：增发拟募集资金用途分配	7
图 8：汽车电子换挡系统的各种类型	8
图 9：汽车电子换挡系统结构图	8
图 10：2016 年重卡月销量及增速	9
图 11：299-7CAN 组合仪表	9
图 12：乘用车用虚拟仪表盘	9
图 13：城市公交车联网平台实施方案	10
图 14：公司的主要客户	11
图 15：乘用车销量及增速	11
图 16：自主品牌乘用车市场占有率	11
图 17：国内乘用车 MPV 销量 TOP10 车型（2016 年）	12
图 18：国内乘用车 SUV 销量 TOP10 车型（2016 年）	12
图 19：国内乘用车轿车销量 TOP10 车型（2016 年）	12
图 20：五大业务板块主要产品	13
图 21：各项业务营收占比	13
图 22：各项业务毛利率	13
图 23：汽车操纵系统	14

图 24：汽车拉索分布图	14
图 25：公司的股权结构	15
图 26：近三年营收及净利润增长率（%）	16
图 27：近三年销售费用及增长率（%）	16
图 28：近三年管理费用及增长率（%）	16
图 29：近三年财务费用及增长率（%）	16
图 30：近三年三项费用率	16
图 31：公司现有规模及成长能力分析	17
图 32：公司盈利能力分析	17
图 33：变速操纵器及软轴业务营收及增长率	18
图 34：变速操纵器及软轴业务营业利润及增长率	18
图 35：汽车拉索业务营收及增长率	18
图 36：汽车拉索业务营业利润及增长率	18
图 37：电子油门踏板业务营收及增长率	19
图 38：电子油门踏板业务营业利润及增长率	19
图 39：电磁风扇离合器业务营收及增长率	19
图 40：电磁风扇离合器业务营业利润及增长率	19
图 41：其他业务营收及增长率	20
图 42：其他业务营业利润及增长率	20
 表 1：雪利曼主要财务数据	 5
表 2：主要客户及配套	14
表 3：公司盈利预测（单位：百万元）	20
表 4：同类型公司估值比较	21

一、收购雪利曼，切入核心汽车电子和车联网领域

（一）布局 CAN 总线系统，进入汽车神经网络

1、携手领军品牌雪利曼，发挥协同效应

2016 年 10 月，公司完成雪利曼电子及雪利曼软件的股权交割，并拟通过非公开发行股份募集资金不超过 8.83 亿元，其中 1.58 亿元收购雪利曼电子 80%的股权和雪利曼软件 80%的股权（直接收购雪利曼软件 35.55%股权，通过雪利曼电子间接持有 44.45%，合计持有雪利曼软件 80%的股权）。此次收购将有利于公司引进雪利曼的产品和先进的技术开发水平，进一步提升汽车电子零部件布局，推进汽车电子中高端产品升级。另一方面，公司将为雪利曼的发展提供客户资源、技术、资金、运营管理等多方面提供支持，促进雪利曼的业务拓展和盈利能力的提升。目前雪利曼的主要客户为国内客车企业，未来将在宁波高发的帮助下往卡车和乘用车领域拓展。我们认为，两家公司的整合将有利于产品和技术的优势互补，客户资源的协同共享，将有利于整体提升上市公司的盈利和竞争能力。

雪利曼位于宁波市，成立于 2003 年，由李福友等五位自然人于共同出资设立，是一家从事客车车身电子控制系统的明星企业。公司具有自主研发的技术优势，主要产品有城市公交车联网运营平台和汽车 CAN 总线控制系统、汽车行驶记录仪、数字式汽车传感器等。宁波高发完成收购后，其主营业务将纳入报表，完善公司在汽车电子和控制系统领域的布局。雪利曼已经与宇通客车、厦门金龙、厦门金旅、绍兴金龙、中通客车、苏州金龙、安凯客车、东风特汽、北汽福田、保定长安等多家客车、货车及工程、农业机械企业提供不同车型配套产品的专项开发。目前，雪利曼电子的 CAN 总线系统在国内市场占有率排名第三，其它几家生产商主要有哈尔滨威帝、法国欧科佳、中科正方、汉纳森汽车电子、妙益电子、环瑞汽车电子等。国内市场乘用车使用 CAN 总线技术的装配比例已经非常高，但是主要由德国博世、美国德尔福、德国大陆和日本电装等国际巨头垄断，随着国内电子技术的不断发展，未来不排除会逐步国产进口替代；在客车和卡车领域，目前 CAN 总线及其控制系统的使用比率尚不高，处于高速普及阶段。无论是公交车车联网和客车 CAN 总线系统，公司均具有技术领先优势。

图 1：雪利曼 CAN 总线板块布局与产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

表 1：雪利曼主要财务数据

	2015 年	2016 年 1-4 月
资产合计（万元）	13420	12714
负债合计（万元）	5120	3813
所有者权益合计（万元）	8300	8900
营业收入（万元）	8845	2846
营业利润（万元）	1522	589
净利润（万元）	1425	600
归属于母公司股东净利润（万元）	803	332

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、CAN 总线—汽车的神经系统

上世纪 80 年代开始，随着电子技术的飞速发展和消费者需求的不断提高，汽车电子化开始快速发展。进入 21 世纪后，随着互联网和智能手机等终端设备的兴起，汽车电子呈现爆发式增长，越来越多的功能和新需求通过电子模块来满足和实现。电子功能模块的日益增多、线束的日益繁杂，给整车重量和用电、通信安全带来严重挑战。CAN 总线技术的应运而生，为简化线束的物理连接，保证用电和通信的可靠性，减轻整车重量有利于节能减排等带来诸多益处。目前，80%以上的乘用车均采用了 CAN 总线技术，客车行业应用 CAN 总线技术的比例也已经将近 40%，而卡车领域应用该技术的比例还非常低，是未来增长普及新需求的“蓝海”。我们判断，随着未来智能汽车和无人驾驶汽车的发展，CAN 总线将成为标配，真正成为汽车的神经网络。

图 2：汽车总线在车内的整体布局



资料来源：汽车电子网，华金证券研究所

图 3：智能汽车仪表盘



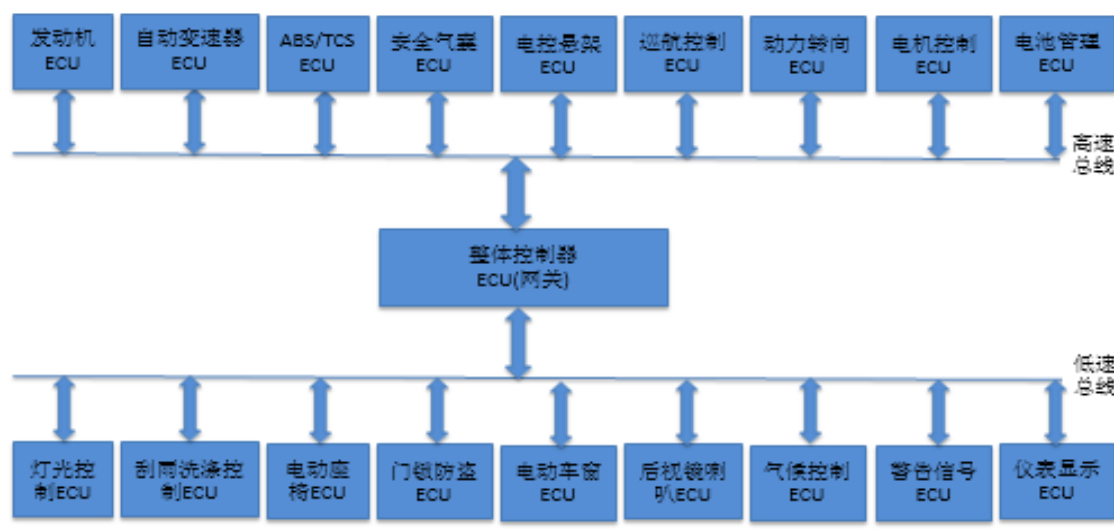
资料来源：汽车电子网，华金证券研究所

CAN 总线是德国博世公司于上世纪 80 年代提出的一种串行通信协议的现场总线，用于汽车众多控制设备与仪器仪表之间的数据交换。经过 30 多年的发展，CAN 总线通过 ISO11898 及 ISO11519 的标准化，已成为欧洲汽车网络的标准协议，也被全球各大主流车企所采用。一般来说，CAN 总线的网络结构包括物理层、数据链路层和应用层，集成可完成通讯数据的成帧处理。

CAN 在汽车总线中应用广泛，汽车电器 ECU 各节点通过 CAN 总线实现网络互联。发动机、自动变速器、安全气囊、ABS、电机电控系统等核心部件对实时性要求较高，用高速总线连接，

通信网络速度可达到 1000Kbps ;而车门、车灯、空调控制等相对来说没有那么高的实时性要求，因此采用低速总线连接，网络通信速度低于 125Kbps。

图 4：汽车 CAN 总线网络结构

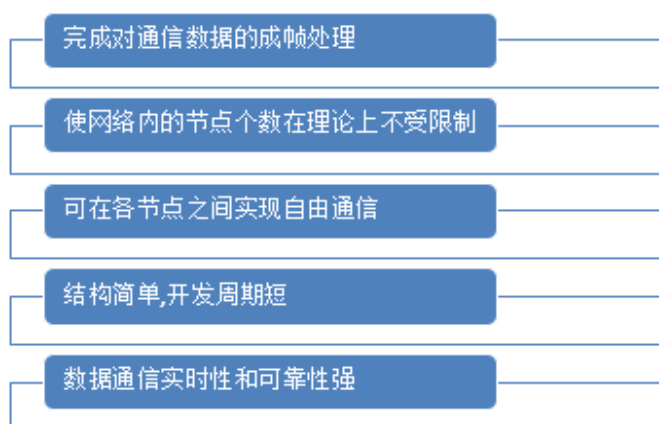


资料来源：汽车电子网，华金证券研究所

CAN 等总线技术兴起的一个主要原因是随着汽车装备的电子、电器设备越来越多，传统的点对点连接已经不能满足控制的需求，而应用总线技术连接各节点，大大地简化了车内互联的布线。目前汽车总线网络主要有三种标准：CAN、LIN、Flexray。目前，从通信速率、实现性、性价比、抗干扰能力等因素考虑，最具竞争力的仍然是 CAN 总线，已经被大众、奔驰、保时捷、劳斯莱斯、宝马、通用、福特等公司采用。LIN 总线主要应用于传感器或执行器的互联，通常只有 12 个节点，其应用范围没有 CAN 总线广泛，但具有成本优势。Flexray 总线具有高速性、灵活性和故障容错能力，主要应用于安全线控系统和动力系统。

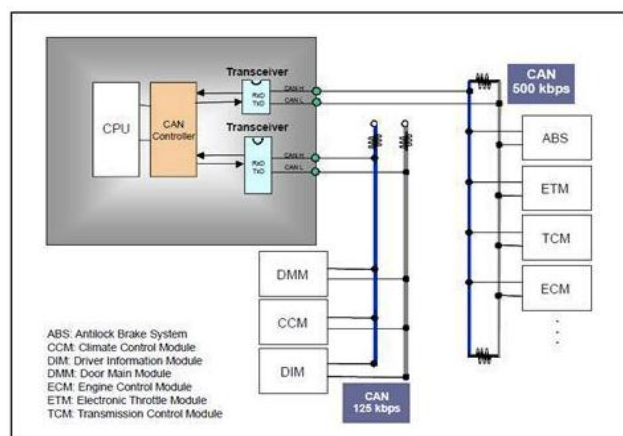
CAN 总线可以确保各个连接点之间的自由通信，节点个数通常不超过 110 个，但理论上并无上限。其具有结构简单，开发周期较短，能够实现通讯数据的实时处理，可靠性较高等优点。

图 5：CAN 总线控制系统特点



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 6：CAN 总线控制系统结构图



资料来源：汽车电子网，华金证券研究所

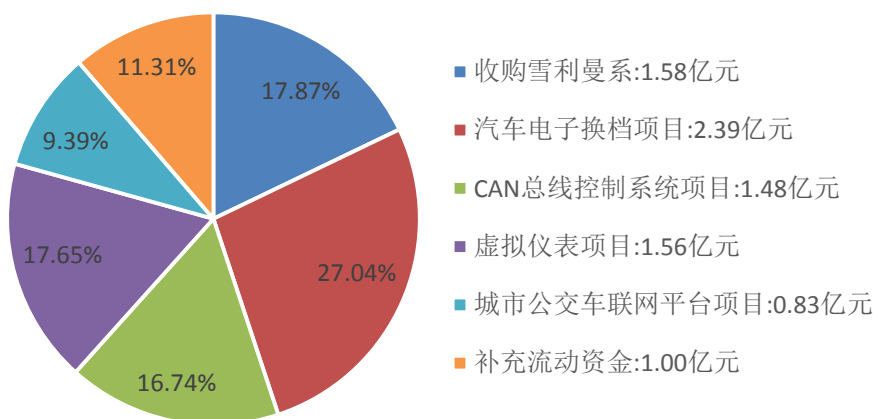
（二）所在细分领域的高成长性带来业绩高增速

目前国内乘用车 CAN 总线的装配率虽然已经达到 80%左右较高的水平，但均为外资汽车电子巨头把控，随着国内 CAN 总线技术水平的提高，未来进口替代的发展潜力很大；客车行业目前仅宇通、金龙、中通等龙头企业主流产品使用 CAN 总线，约占国内年产销量的 40%左右，未来有进一步提升空间；卡车领域目前的 CAN 总线装配率不到 20%，随着未来消费升级和国家安全法规标准的提高，CAN 总线技术会逐步普及，这块是公司收购雪利曼后业务拓展的重点。宁波高发与中国重汽、陕西重汽等卡车企业常年保持良好的合作关系，也为 CAN 总线及控制系统往卡车领域业务拓展提供便利。综上，公司未来在 CAN 总线及控制系统方面的业务有望取得快速突破，为未来的业绩增长带来较大贡献。

二、增发募资投入高端汽车电子和车联网，加快产品升级

公司的定增预案披露拟 8.8 亿元资金，除用于雪利曼电子与雪利曼软件的收购外，82%的资金将投向汽车电子换挡系统项目、汽车 CAN 总线控制系统项目、汽车虚拟仪表项目、城市公交车联网平台项目及补充流动资金，从而进一步完善公司的中高端汽车电子和车联网产品布局，加快产品升级，提升竞争能力。

图 7：增发拟募集资金用途分配



资料来源：公司公告，华金证券研究所

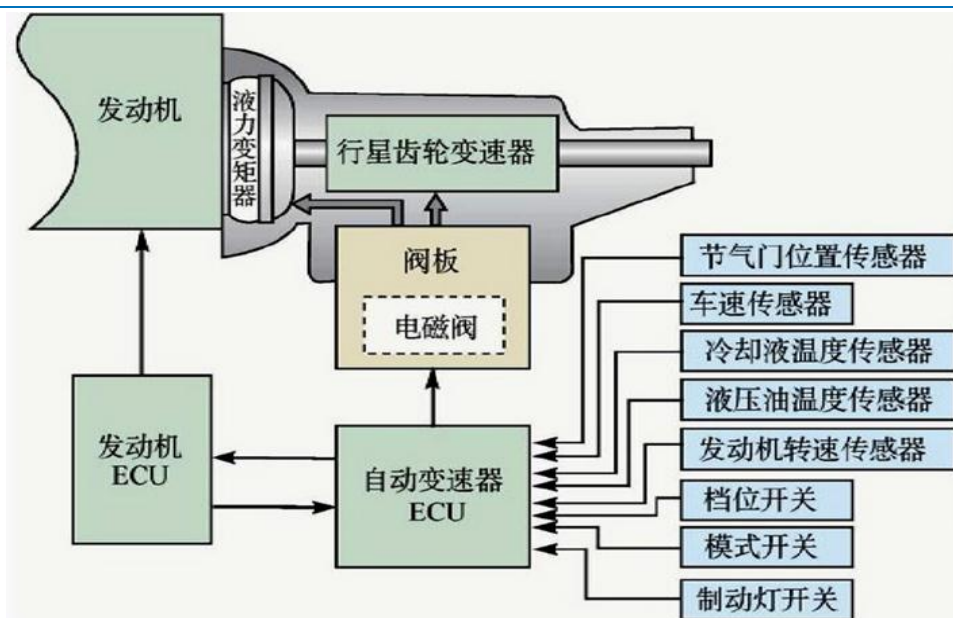
汽车电子换挡系统由电控模块、执行电机、电磁阀等部件构成，可精确的完成自动起步和换挡操作，具有更节能、更智能、更有利于车内造型设计、更符合个性化需求等优点，近几年在高端车型中应用越来越广泛，并呈现出向中低端车型渗透的趋势。目前主流的电子换挡形式有旋钮式、按键式、怀档式和传统类机械换挡式，供应商主要由外资企业垄断。公司的技术能力和生产设备水平与国际先进汽车电子企业仍有较大的差距，通过电子换挡系统项目的升级，将引进电磁兼容测试系统、ITAC 追溯系统、Line Control、数控加工中心等国内外领先的工艺设备，增强公司在中高端汽车电子市场的竞争优势。目前，汽车电子换挡汽车在国内乘用车的市场普及率不足 30%，尚属市场导入期。公司募投新项目预计新增 40 万套产能，细分业务领域不断拓展，将提升产品的高附加值比例，开发新的利润增长点。

图 8：汽车电子换挡系统的各种类型



资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

图 9：汽车电子换挡系统结构图

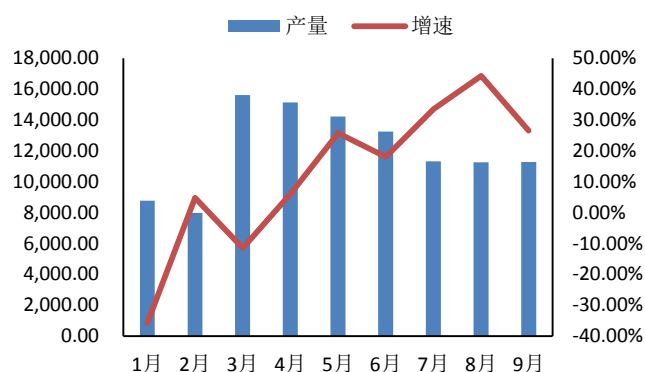


资料来源：知网，华金证券研究所

汽车虚拟仪表盘由模块化功能硬件、控制专用软件和仪表面板组成，可分别实现信号采集、数据处理和人机交互三大功能。数字化虚拟仪表盘打破了传统仪表盘无法因需而变的限制，可根据用户的需求定义并设计，赋予用户更大的个性化空间，有助于集成更多功能并提高整车的用户体验。因此，虚拟仪表盘替代传统仪表已经成为汽车电子发展的一大趋势。目前，国内的乘用车

和商用车汽车虚拟仪表市场基本被外资或合资企业垄断，但在商用车领域，雪利曼等国内企业已开发出颇有竞争力的产品，主要为中国重汽、金龙汽车、宇通客车、中通客车、北汽福田等整车企业配套供货。此次定增项目达产后，预计将新增汽车虚拟仪表产能 36.5 万套。今年重卡等卡车的销量呈现复苏迹象，同比保持高速增长，公司产品所在细分行业的景气将带动虚拟仪表盘需求上升。

图 10：2016 年重卡月销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 11：299-7CAN 组合仪表



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 12：乘用车用虚拟仪表盘



资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

城市公交车联网平台由雪利曼电子自主研发，目前已应用于宁波公交总公司，搭建的城市公交运营中心，可实现 V2X 信息共享，动态监控城市公交的运营情况，有效提供服务响应状态和报警信息，保证城市公交网络高效稳定运行。据中国产业信息网预测，车联网行业 2015 年-2020 年用户规模有望从 1300 万增长至约 5600 万，年均复合增长率在 30% 以上，市场渗透率将从 8% 增长至 24%，具有广阔的发展空间。增发项目达产后，有望提升公司车联网业务的技术水平和更多运营平台的保障能力，并增加往卡车和乘用车领域延伸的能力。

图 13：城市公交车联网平台实施方案



资料来源：公司公告，华金证券研究所

综上，我们认为通过定增募资项目的完成，公司转型升级为汽车电子业务占比较高的零部件供应商，并借助收购雪利曼成为 CAN 总线和车联网的核心部件供应商，同时共享上汽通用五菱、上海大众、一汽大众、吉利汽车、江淮汽车、金龙汽车、宇通客车、中国重汽等优质整车企业客户资源，协同效应凸显，有利于企业未来盈利能力和竞争能力的提高。

三、主业稳定增长，产品转型升级及新客户的开拓将受益于自主品牌乘用车的崛起

（一）公司主要业务

公司主要从事变速操纵器及软轴、电子油门踏板、汽车拉索、电磁风扇离合器等汽车控制系统的设计、开发、制造与销售，与国内多家优质整车厂商（包括乘用车、客车、货车）建立了供应商合作关系。多年来，凭借优质的产品与服务，公司获得一汽大众、上汽大众、宇通客车、吉利汽车、苏州金龙、福田汽车等整车龙头厂商的“A 级供应商”或“优秀供应商”的评价。完成对雪利曼的收购及募资新投建项目竣工之后，将布局汽车电子换挡系统、虚拟仪表盘、CAN 总线及控制系统、车联网平台等业务，进一步拓展卡车和乘用车业务。

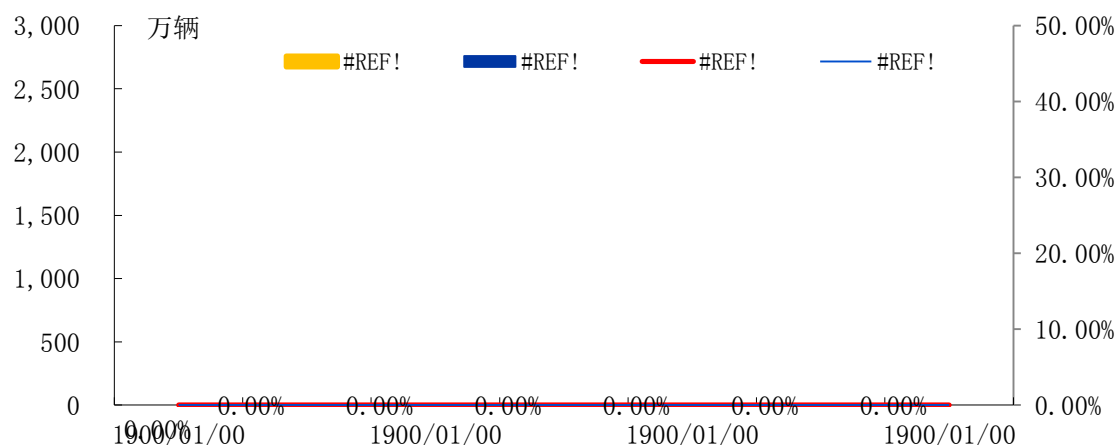
随着自主品牌乘用车技术和产品的进步，去年开始其销量增速远高于行业平均水平，市场占有率也回归历史高位。我们判断，3 年内，自主品牌乘用车有望全面超越合资品牌乘用车所占市场份额，完成从汽车大国到汽车强国的逆转。而自主品牌的崛起，除了整车企业因品牌溢价获得的利润将会实现质的飞越，也必将给一众配套自主品牌乘用车配套的零部件企业带来丰厚的利润。

图 14：公司的主要客户



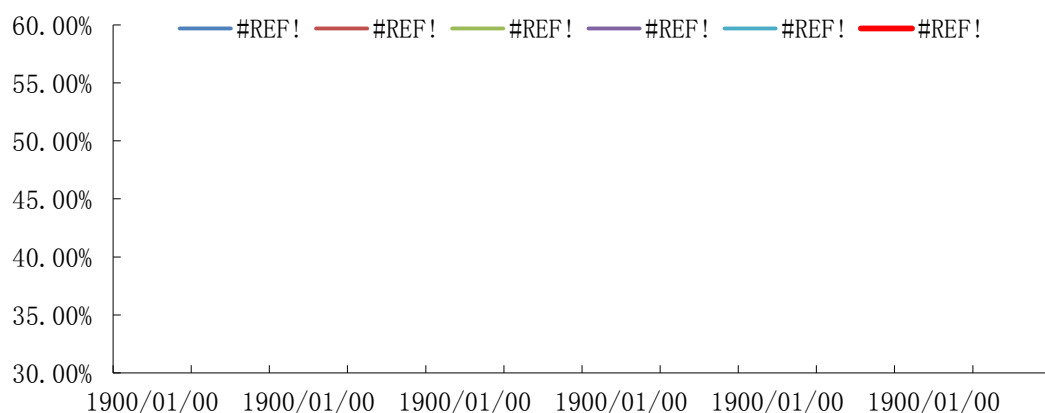
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 15：乘用车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 16：自主品牌乘用车市场占有率



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 17：国内乘用车 MPV 销量 TOP10 车型（2016 年）

MPV	车型	所属车企	所属品牌	派系	10月销量	1-10月累计
1	五菱宏光	上汽通用五菱	五菱	自主	60820	499450
2	宝骏730	上汽通用五菱	宝骏	自主	43050	275676
3	欧诺	长安汽车	长安	自主	12033	132053
4	北汽幻速	北汽银翔	幻速	自主	11006	83213
5	欧尚	长安汽车	长安	自主	10731	97652
6	威旺M30	北京汽车	威旺	自主	10482	106079
7	菱智	东风柳汽	东风风行	自主	8936	79149
8	开瑞K50	奇瑞汽车	开瑞	自主	6371	54512
9	风光330	东风小康	东风风光	自主	6250	81913
10	瑞风	江淮汽车	江淮	自主	5718	52920

资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 18：国内乘用车 SUV 销量 TOP10 车型（2016 年）

SUV	车型	所属车企	所属品牌	派系	10月销量	1-10月累计
1	哈弗H6	长城汽车	哈弗	自主	56667	429896
2	传祺GS4	广汽乘用车	广汽传祺	自主	34210	273189
3	昂科威	上汽通用	别克	美系	32310	212504
4	宝骏560	上汽通用五菱	宝骏	自主	30820	258299
5	长安CS75	长安汽车	长安	自主	23790	167219
6	途观	上汽大众	大众	德系	21623	189378
7	哈弗H2	长城汽车	哈弗	自主	21079	135603
8	荣威RX5	上海汽车	荣威	自主	20001	43911
9	瑞风S3	江淮汽车	江淮	自主	19659	154959
10	奇骏	东风日产	日产	日系	17814	143742

资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 19：国内乘用车轿车销量 TOP10 车型（2016 年）

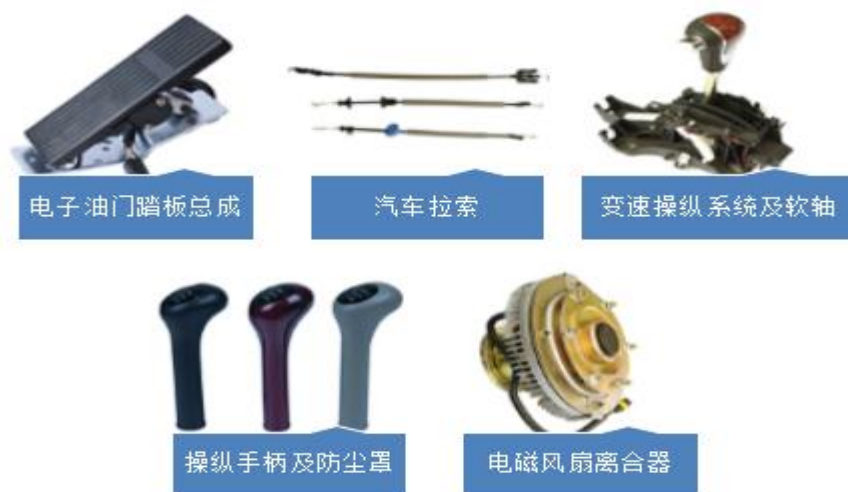
乘用车	车型	所属车企	所属品牌	派系	10月销量	1-10月累计
1	朗逸	上汽大众	大众	德系	42422	398433
2	轩逸	东风日产	日产	日系	40679	278916
3	英朗	上汽通用	别克	美系	34629	303116
4	速腾	一汽大众	大众	德系	32816	284488
5	福睿斯	长安福特	福特	美系	31260	235031
6	宝来	一汽大众	大众	德系	30229	174813
7	捷达	一汽大众	大众	德系	29637	301751
8	宝马3系	华晨宝马	宝马	德系	29000	101033
9	新桑塔纳	上汽大众	大众	美系	28791	229309
10	帝豪	吉利汽车	吉利汽车	自主	25015	176222

资料来源：中汽协，华金证券研究所

2016 年 1-9 月，公司实现营业收入 6.01 亿元，同比增长 20.88%；归属与上市公司股东的净利润 1.12 亿元，同比增长 36%。

从公司近五年的年报来看，变速操纵器及软轴是最大的收入来源，营业收入占比始终保持在 50%以上，客户涵盖乘用车和商用车领域，如比亚迪、吉利汽车、上汽通用五菱、宇通客车等。电子油门踏板业务近两年增速较快，至 2015 年营收占比已经达到 14.63%；而汽车拉索和电磁风扇离合器两块业务较为稳定，营收占比缓慢下降。

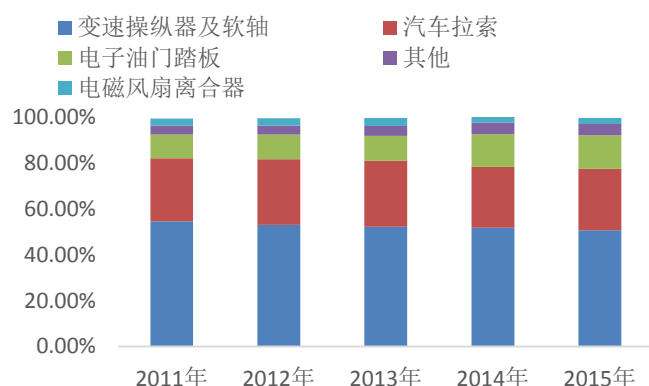
图 20：五大业务板块主要产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

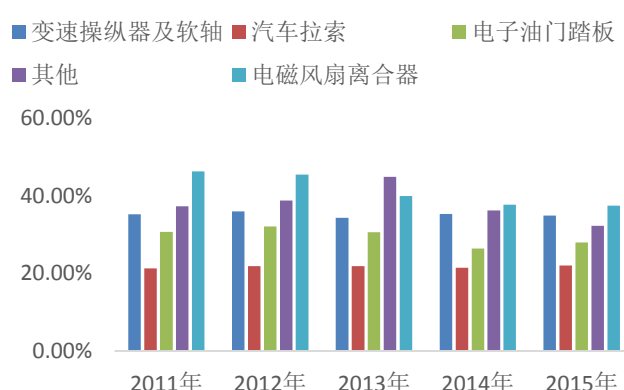
2015 年，变速操纵器及软轴占公司营收的 50.65%，毛利率水平稳定在 35%左右；电子油门踏板业务占公司营收的 14.64%，毛利率在 30%以上。公司计划扩充电子油门踏板业务的产能，我们预计此类业务在未来随着订单数量的增加以及新产能的建成，将有较大的增长空间。除此之外，汽车拉索（配套大众系乘用车）、电磁风扇离合器和其他业务分别对营业收入贡献 26.82%、2.68%、4.88%。

图 21：各项业务营收占比



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 22：各项业务毛利率

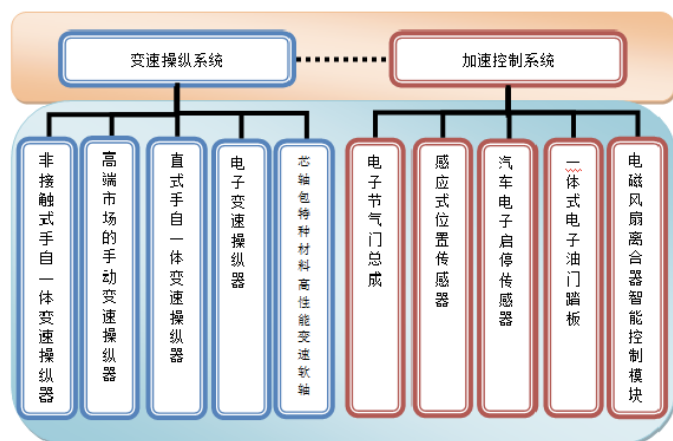


资料来源：WIND，华金证券研究所

随着汽车控制系统智能化的需求越来越高，公司近年来不断进行变速操纵系统和加速操纵系统的升级开发。其中变速操纵系统主要包括非接触式手自一体变速操纵器、高端市场的手动变速操纵器、直式手自一体变速操纵器、电子变速操纵器和芯轴包特种材料高性能变速软轴等产品和

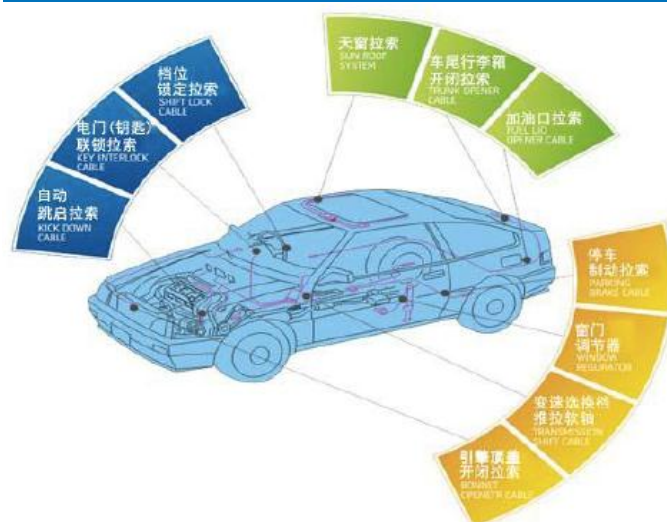
技术的开发，加速控制系统的产品主要包括电子节气门总成、感应式位置传感器、汽车电子启停传感器、一体式电子油门踏板、电磁风扇离合器智能控制模块。随着产品升级往盈利水平更高的电子化产品发展，公司的毛利率一直维持在较高的水平。

图 23：汽车操纵系统



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 24：汽车拉索分布图



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

公司成立 17 年来，以前的主要客户为国内客车、卡车等整车厂商，目前已经成为 30 多家主机厂商的一级供应商，客户涵盖国内主流合资、自主品牌乘用车企业，客车和货车企业等。

公司近两年新开拓的自主乘用车优质客户如吉利汽车、上汽通用五菱，预计其新车型的热销将会带动业绩的高增长。（吉利汽车 1-9 月累计销量达到 46 万辆，同比增长 29%，完成年度目标销量的 70%。9 月单月创下历史新高，同比增长 82%，环比增长 43%。吉利汽车上调全年目标销量至 70 万辆。公司为吉利的畅销车型帝豪、远景配套变速操纵器及软轴、电子油门踏板产品，吉利汽车销量的大增将带动公司业绩上涨。）

表 2：主要客户及配套

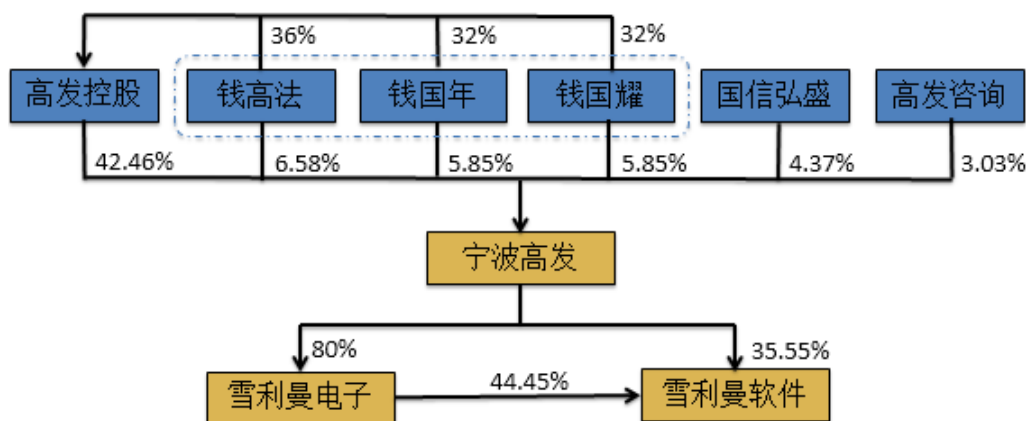
主要客户	配套产品	配套代表车型
上汽通用五菱	变速操纵器及软轴、电子油门踏板、汽车拉锁	五菱宏光、五菱荣光、宝骏
上汽大众	汽车拉索	新帕萨特、新朗逸、朗行、新桑塔纳、昕锐、新 polo
吉利汽车	变速操纵器及软轴、电子油门踏板	帝豪、远景、海景、全球鹰 GX7
一汽大众	汽车拉索	宝来、速腾
比亚迪	汽车拉索	速锐、比亚迪 S6、比亚迪 G6
东风汽车	汽车拉索	东风小康、东风风光
宇通客车	变速操纵器及软轴、电子油门踏板、电磁风扇离合器	
金龙汽车	变速操纵器及软轴、电子油门踏板、电磁风扇离合器	
中国重汽	变速操纵器及软轴、电子油门踏板、	
陕西重汽	变速操纵器及软轴	

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

（二）公司的股权结构

公司的实际控制人为钱高法先生父子 3 人。钱高法先生原担任宁波汽车软轴软管厂副厂长，主持开发过通用、神龙等操纵软轴项目，后于 1999 年，与钱国年、钱国耀发起设立宁波高发。自公司创立至今 17 年，钱家父子三人始终保持高比例的控股权，目前三人直接或间接持有 63.76% 的公司股权，为实际控制人。钱高法先生将所有的变速操纵总成、电子油门踏板等 18 项专利全部无偿转让到公司名下，技术研发的优势以及他在汽车拉索、软轴领域的丰富经验为公司稳定的发展提供强有力的保障。

图 25：公司的股权结构



资料来源：2016 年半年报，华金证券研究所

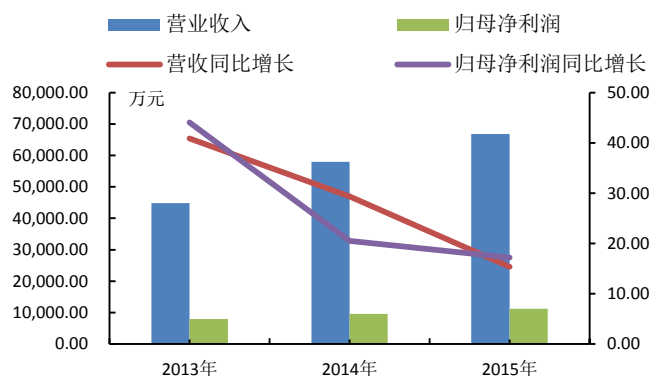
（三）财务分析与比较

1、公司近三年财务分析

公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 4.48 亿元、5.79 亿元和 6.68 亿元，年均增长 28.53%；归母净利润分别为 0.80 亿元、0.96 亿元和 1.12 亿元，年均增长 27.29%，均实现了较高的增长水平。

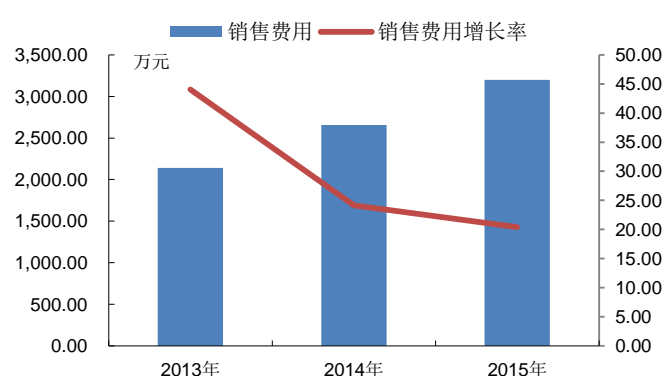
公司 2013 年-2015 年销售费用分别为 2139.49 万元、2656.55 万元和 3198.21 万元，年均增长 29.54%，年均销售费用率为 4.72%，管理费用分别为 2727.06 万元、3384.25 万元和 4449.47 万元，年均增长 27.69%，年均管理费用率为 6.20%；财务费用分别为 328.30 万元、332.61 万元和 -11.96 万元，年均增长 -27.83%，年均财务费用率为 0.43%。与公司营收和净利润对照，公司的三项费用情况均处于非常健康的水平，显示了良好的经营能力。

图 26：近三年营收及净利润增长率（%）



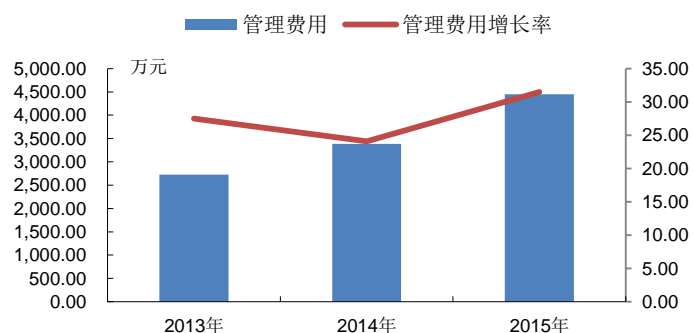
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 27：近三年销售费用及增长率（%）



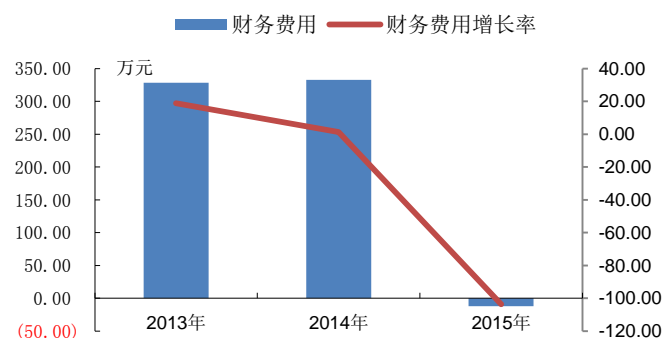
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 28：近三年管理费用及增长率（%）



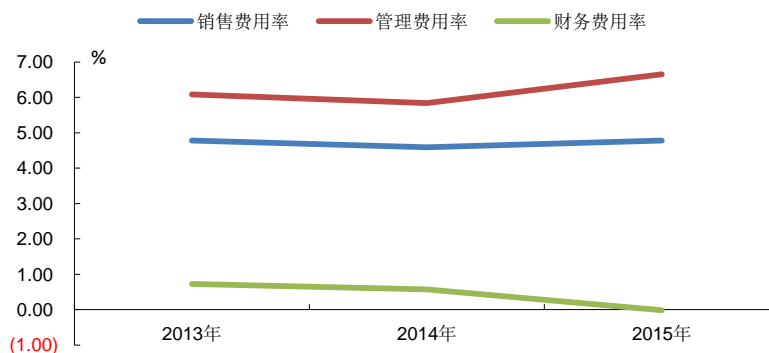
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 29：近三年财务费用及增长率（%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 30：近三年三项费用率

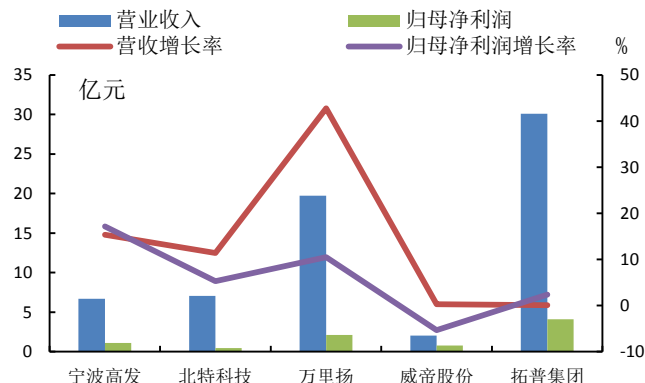


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、与同类型公司财务比较

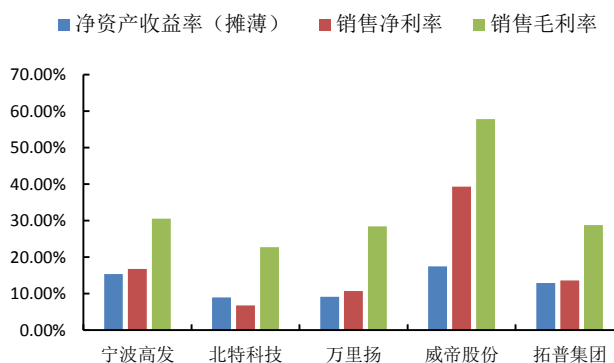
我们选取了其它四家业务相近的汽车零部件公司北特科技、万里扬、威帝股份和拓普集团做比较，公司具有较好的成长性，其现有规模不大，但营收增长率和归母净利润增长率均非常高。尤其是归母净利润增速远高于其他同类型公司，营收增速仅次于万里扬（外延并购并表）。从盈利能力来看，公司的净资产收益率及销售净利率、销售毛利率也高于可比较公司，具有较好的盈利水平。

图 31：公司现有规模及成长能力分析



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 32：公司盈利能力分析



资料来源：WIND，华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

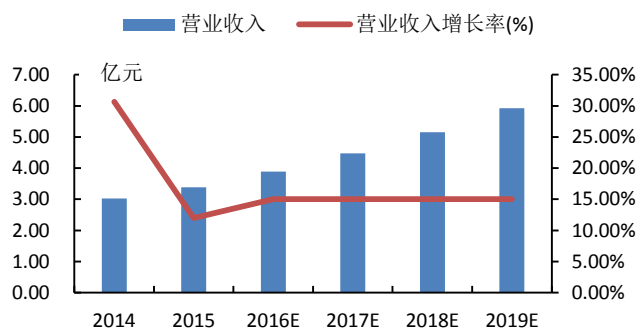
1、对公司五大业务板块的盈利预测和假设

基于 2013-2015 年的营业收入和营业利润，及我们对行业未来发展趋势的判断，分别对公司未来几年变速操纵器及软轴、汽车拉索、电子油门踏板、电磁风扇离合器及其他业务等五大业务板块进行盈利预测和假设。

✧ 变速操纵器及软轴业务。公司在变速操纵器及软轴业务方面技术成熟、管理精湛、具有较好的质量和品牌优势。虽然目前国内汽车销量增速有放缓的趋势，但公司的新客户特别是乘用车新客户的不断拓展，可以抵消行业放缓的不利局面。而且，自动变速操纵器占比的逐步提升，也有利于该块业务的营收和利润的稳步增长。

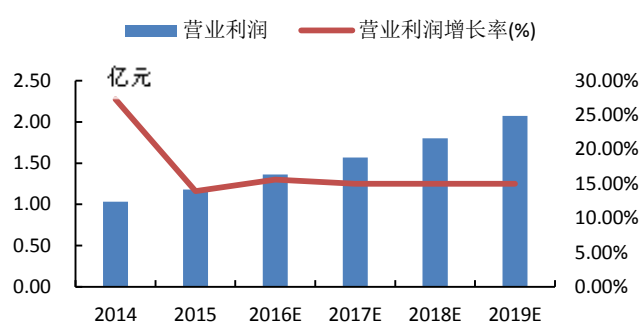
我们假设 2016 年-2019 年变速操纵器及软轴业务板块的营收分别为 3.89 亿元、4.48 亿元、5.15 亿元和 5.92 亿元，增速分别为 15.00%、15.00%、15.00%、15.00%；营业利润分别为 1.36 亿元、1.57 亿元、1.80 亿元和 2.07 亿元，增速分别为 15.62%、15.00%、15.00%和 15.00%。

图 33：变速操纵器及软轴业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 34：变速操纵器及软轴业务营业利润及增长率

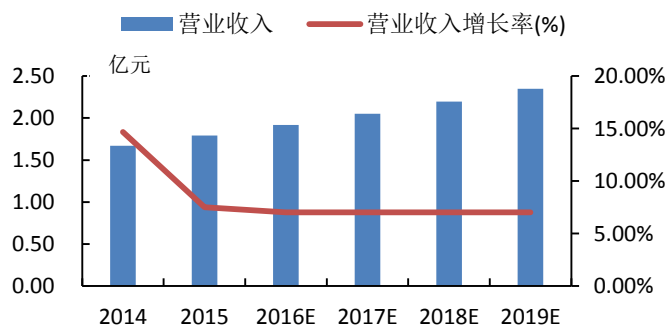


资料来源：WIND，华金证券研究所

◇ 汽车拉索业务。公司的汽车拉索业务在乘用车、客户、货车等各个领域均有配套，几乎目前所有的公司客户都有配备公司提供的拉索。该业务竞争较为充分且覆盖客户率相对较高，但公司具有原材料采购优势和规模生产优势，预计未来此块业务能够实现相对平稳的增长。

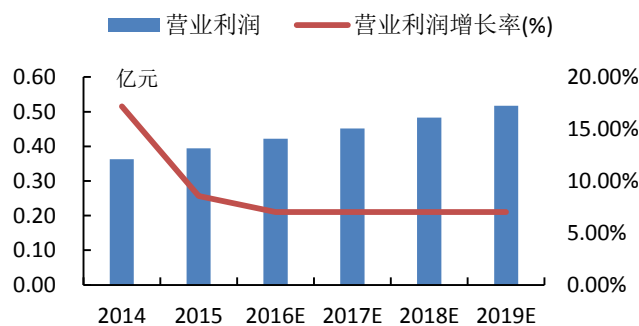
我们假设 2016 年-2019 年汽车拉索业务板块的营收分别为 1.92 亿元、2.05 亿元、2.20 亿元和 2.35 亿元，增速分别为 7.00%、7.00%、7.00%、7.00%；营业利润分别为 0.42 亿元、0.45 亿元、0.48 亿元和 0.52 亿元，增速分别为 7.02%、7.00%、7.00%和 7.00%。

图 35：汽车拉索业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 36：汽车拉索业务营业利润及增长率

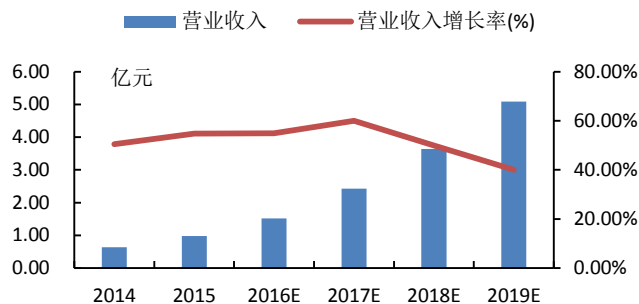


资料来源：WIND，华金证券研究所

◇ 电子油门踏板业务。电子油门踏板是公司未来支撑业绩增长的新亮点，随着消费升级需求提高、国家油耗法规的加严，机械式油门踏板将会逐步被替代，该业务有望迎来较快的增长。公司是 30 多家主机厂商中，自主品牌厂商业务占比较高，电子油门踏板的普及率相对较低，未来的增长空间将会更高。因此，我们判断公司该块业务将会迎来较高的增长。

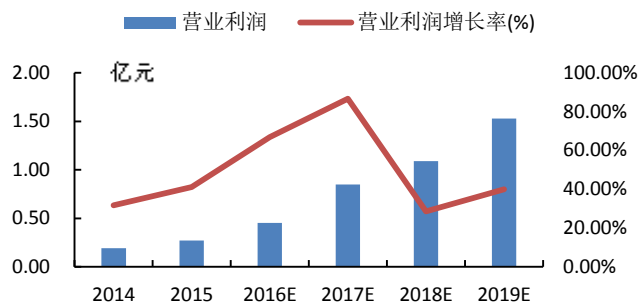
我们假设 2016 年-2019 年电子油门踏板业务板块的营收分别为 1.52 亿元、2.43 亿元、3.64 亿元和 5.09 亿元，增速分别为 55.00%、60.00%、50.00%、40.00%；营业利润分别为 0.45 亿元、0.87 亿元、1.09 亿元和 1.53 亿元，增速分别为 66.83%、86.67%、28.57%和 40.00%。

图 37：电子油门踏板业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 38：电子油门踏板业务营业利润及增长率

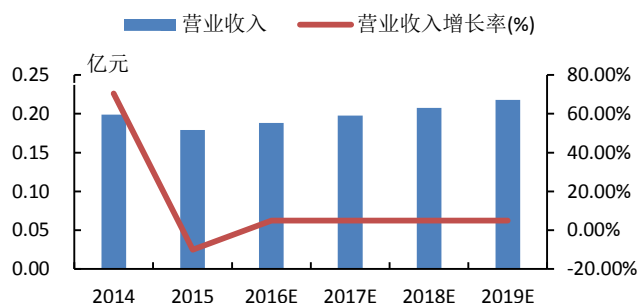


资料来源：WIND，华金证券研究所

◇ 电磁风扇离合器业务。公司的电磁风扇离合器业务主要面向大中型客车、中重型货车等大型车辆，用于发动机的冷却系统。目前国内重卡销量增速呈上升的趋势，景气度有所回升，有利于公司该业务板块实现营收和业绩的平稳增长。

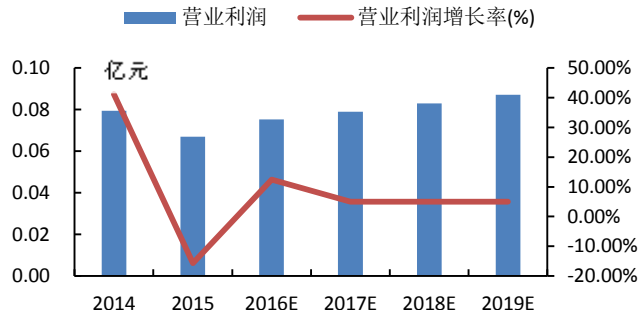
我们假设 2016 年-2019 年电磁风扇离合器业务板块的营收分别为 0.19 亿元、0.20 亿元、0.21 亿元和 0.22 亿元，增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%、5.00%；营业利润分别为 0.08 亿元、0.08 亿元、0.08 亿元和 0.09 亿元，增速分别为 12.45%、5.00%、5.00%和 5.00%。

图 39：电磁风扇离合器业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 40：电磁风扇离合器业务营业利润及增长率

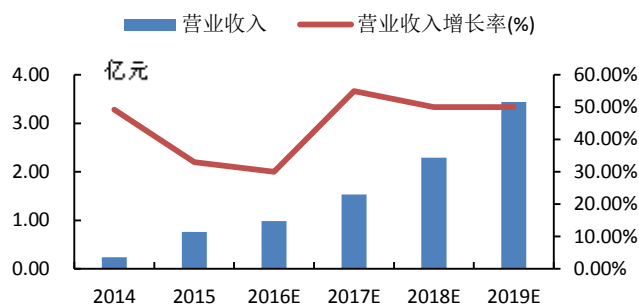


资料来源：WIND，华金证券研究所

◇ 其他业务。主要为边角料的销售，此业务体量小，对公司生产经营业务不产生重大影响。

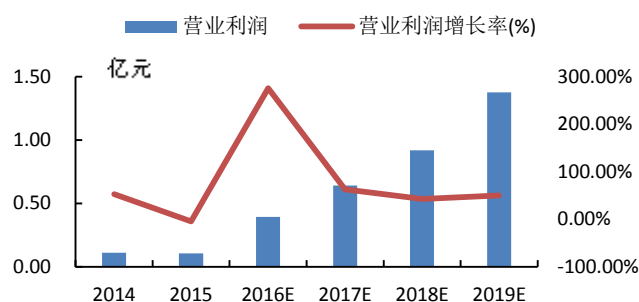
我们假设 2016 年-2019 年其他业务板块的营收分别为 0.99 亿元、1.53 亿元、2.30 亿元和 3.44 亿元，增速分别为 30%、55%、50%和 50%；营业利润分别为 0.39 亿元、0.64 亿元、0.92 亿元和 1.38 亿元，增速分别为 275.73%、62.75%、42.86%和 50.00%。

图 41：其他业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 42：其他业务营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

- ✧ 雪利曼及其他项目扩建与投产。公司定增完成后计划新建汽车电子换挡系统、虚拟仪表、CAN 总线控制系统、车联网平台等产能，预计将陆续于 2018 年投产，我们根据新增产能、产能利用率及税后财务内部收益率测算 2018 年及 2019 年的雪利曼及其他项目扩建与投产的营业收入分别为 1.68 亿、2.64 亿。

综上，我们预测公司 2016 年-2019 年营业收入分别为 8.50 亿元、11.71 亿元、15.16 亿元和 19.66 亿元，增速分别为 27.21%、37.70%、29.50%和 29.67%；营业利润分别为 1.73 亿元、2.24 亿元、3.16 亿元和 4.28 亿元，增速分别为 34.83%、29.40%、41.17%和 35.28%。

表 3：公司盈利预测（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	579.4	668.4	850.3	1,170.9	1,516.3	1,966.3
增速	29.3%	15.4%	27.2%	37.7%	29.5%	29.7%
毛利率	31.1%	30.5%	31.9%	30.7%	32.5%	33.4%
净利润率	16.6%	16.8%	17.7%	16.5%	17.9%	18.6%
销售费用率	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用率	5.8%	6.7%	6.2%	6.2%	6.4%	6.3%
财务费用率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	28.4%	15.4%	17.6%	19.8%	25.1%	29.4%
EPS	0.68	0.80	1.07	1.14	1.61	2.17

资料来源：WIND，华金证券研究所

2、基于以上预测给予投资建议

公司主营业务为变速操纵器及软轴、电子油门踏板、汽车拉索和电磁风扇离合器及其他业务，已经逐步往汽车电子零部件业务转型升级。公司收购雪利曼电子及雪利曼软件，并定增募资投向电子换挡系统、CAN 总线及控制系统、虚拟仪表盘等高端汽车电子零部件和城市公交车联网平台等，切入核心电子零部件和车联网领域，将有利于公司完善业务布局及客户资源共享发挥协同作用。随着未来定增募资投建产能的竣工，及协同效应的逐步显现，公司未来的盈利能力和竞争能力均有望得到加强。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 1.07 元、1.14 元(摊薄后)和 1.61 元(摊薄后)。净资产收益率分别为 17.6%、19.8% 和 25.1%，我们首次覆盖，给予买入-A 的建议，6 个月目标价为 68.00 元，相当于 2017 年 60 倍动态市盈率。强烈推荐！

表 4：同类型公司估值比较

公司名称	证券代码	收盘价 (2016.11.24)	EPS				PE			
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
宁波高发	603788	48.29	0.80	1.07	1.14	1.61	60.6	45.2	42.2	30.0
北特科技	603009	49.95	0.42	0.44	0.53	0.64	118.9	113.5	94.2	78.0
万里扬	002434	15.51	0.42	0.32	0.44	0.60	36.9	48.5	35.3	25.9
威帝股份	603023	16.63	0.67	0.26	0.28	0.32	24.8	64.0	59.4	52.0
拓普集团	601689	29.99	0.63	0.83	1.01	1.24	47.6	36.1	29.7	24.2
平均值							57.8	61.5	52.2	42.0

资料来源：WIND，华金证券研究所

五、风险提示

- 1、与雪利曼的整合不达预期；
- 2、定增募投项目进度低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	579.4	668.4	850.3	1,170.9	1,516.3	年增长率					
减:营业成本	399.2	464.4	579.3	812.0	1,023.6	营业收入增长率	29.3%	15.4%	27.2%	37.7%	29.5%
营业税费	4.2	4.9	6.0	8.5	10.9	营业利润增长率	29.3%	16.6%	34.8%	29.4%	41.2%
销售费用	26.6	32.0	40.1	55.0	71.7	净利润增长率	20.5%	17.2%	34.1%	28.0%	40.8%
管理费用	33.8	44.5	52.7	73.0	96.5	EBITDA 增长率	27.5%	13.3%	32.5%	27.8%	39.5%
财务费用	3.3	-0.1	-	-	-	EBIT 增长率	28.3%	13.1%	35.0%	29.4%	41.2%
资产减值损失	2.1	1.6	1.5	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	28.6%	13.1%	33.8%	29.4%	41.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.4%	128.5%	-43.5%	86.3%	-4.6%
投资和汇兑收益	-	7.3	2.4	3.2	4.3	净资产增长率	24.8%	116.1%	17.1%	13.6%	11.3%
营业利润	110.1	128.4	173.1	224.0	316.3						
加:营业外净收支	1.8	2.7	4.2	2.9	3.3	盈利能力					
利润总额	111.9	131.1	177.3	226.9	319.5	毛利率	31.1%	30.5%	31.9%	30.7%	32.5%
减:所得税	16.0	18.7	26.6	34.0	47.9	营业利润率	19.0%	19.2%	20.4%	19.1%	20.9%
净利润	95.9	112.4	150.7	192.9	271.6	净利润率	16.6%	16.8%	17.7%	16.5%	17.9%
						EBITDA/营业收入	21.0%	20.6%	21.5%	20.0%	21.5%
						EBIT/营业收入	19.6%	19.2%	20.4%	19.1%	20.9%
						偿债能力					
						资产负债率	39.2%	27.9%	24.8%	31.2%	30.0%
						负债权益比	64.5%	38.7%	33.0%	45.4%	43.0%
						流动比率	1.94	3.33	3.67	2.99	3.17
						速动比率	1.60	2.96	3.27	2.58	2.75
						利息保障倍数	34.10	-1,072.			
						营运能力					
						固定资产周转天数	67	59	44	30	21
						流动营业资本周转天数	69	176	158	121	129
						流动资产周转天数	230	344	394	352	322
						应收帐款周转天数	61	62	62	61	62
						存货周转天数	43	46	43	44	44
						总资产周转天数	313	423	456	392	351
						投资资本周转天数	151	243	208	156	153
						费用率					
						销售费用率	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%
						管理费用率	5.8%	6.7%	6.2%	6.2%	6.4%
						财务费用率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	11.0%	11.4%	10.9%	10.9%	11.1%
						投资回报率					
						ROE	28.4%	15.4%	17.6%	19.8%	25.1%
						ROA	17.2%	11.1%	13.2%	13.6%	17.6%
						ROIC	46.2%	40.1%	23.5%	53.8%	40.8%
						分红指标					
						DPS(元)	0.25	0.60	0.53	0.62	0.96
						分红比率	37.4%	75.3%	49.6%	54.1%	59.6%
						股息收益率	0.6%	1.4%	1.2%	1.4%	2.2%
资产负债表											
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
货币资金	84.6	110.7	503.7	315.1	456.1						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收帐款	112.3	118.8	172.3	227.7	292.8						
应收票据	138.5	244.1	111.0	427.2	305.7						
预付帐款	5.6	4.1	9.0	9.0	13.3						
存货	74.6	95.1	110.2	178.6	188.2						
其他流动资产	5.9	285.0	97.0	129.3	170.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	-	-	-	-	-						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	110.0	109.3	100.4	91.5	82.7						
在建工程	0.1	6.2	6.2	6.2	6.2						
无形资产	23.3	22.5	21.6	20.7	19.9						
其他非流动资产	1.1	18.1	6.7	8.6	11.1						
资产总额	556.1	1,013.8	1,138.1	1,414.0	1,546.4						
短期债务	21.9	-	-	-	-						
应付帐款	85.0	115.8	137.6	215.1	229.9						
应付票据	85.2	84.3	100.8	174.9	174.5						
其他流动负债	25.2	57.8	34.9	40.4	45.1						
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	0.6	25.1	8.8	11.5	15.1						
负债总额	218.0	282.9	282.1	441.8	464.6						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	102.6	141.0	141.0	168.6	168.6						
留存收益	235.5	639.1	715.0	803.6	913.2						
股东权益	338.1	730.9	856.0	972.2	1,081.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	95.9	112.4	150.7	192.9	271.6	EPS(元)	0.68	0.80	1.07	1.14	1.61
加:折旧和摊销	8.4	9.7	9.7	9.7	9.7	BVPS(元)	2.40	5.18	6.07	5.77	6.42
资产减值准备	2.1	1.6	-	-	-	PE(X)	63.1	53.9	40.2	37.5	26.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.9	8.3	7.1	7.4	6.7
财务费用	3.5	0.6	-	-	-	P/FCF	189.5	-25.5	14.9	-65.9	23.7
投资损失	-	-7.3	-2.4	-3.2	-4.3	P/S	10.4	9.1	7.1	6.2	4.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	35.6	43.1	30.4	29.6	20.8
营运资金的变动	-59.8	-341.0	274.5	-317.2	18.0	CAGR(%)	26.2%	34.2%	23.7%	26.2%	34.2%
经营活动产生现金流量	51.8	22.5	432.5	-117.8	295.0	PEG	2.4	1.6	1.7	1.4	0.8
投资活动产生现金流量	-15.4	-292.9	2.4	3.2	4.3	ROIC/WACC	4.4	3.8	2.2	5.1	3.9
融资活动产生现金流量	-32.3	291.2	-42.0	-74.0	-158.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn