

2017年08月30日

宁波高发 (603788.SH)

动态分析

享自主崛起与汽车电子红利，业绩持续超预期

投资要点

- ◆ **上半年收入同比增长 46.25%，归母净利润同比增长 57.73%，业绩持续超预期。**
 公司 17 年上半年实现营收 5.90 亿元，同比增长 46.25%；归母净利润 1.18 亿元，同比增长 57.73%；毛利率 33.43%，净利率 20.38%，同比分别上升 1.23 和上升 1.83 个百分点。其中二季度实现营收 2.91 亿元，同比增长 42.23%；实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 59.41%。上半年业绩增长超预期，主要原因有：（1）受益于自主客户“吉利+上汽”崛起，公司主营产品配套需求大幅增加；（2）自动挡换挡控制器和电子油门踏板渗透率提升，产品结构改善，盈利能力持续提升；（3）雪利曼是多家商用车企业的优质供应商，并表雪利曼叠加上半年重卡行业持续高增长，公司上半年因商用车板块销售收入同比增长 76.85%。
- ◆ **享“上汽+吉利”高增长红利，换挡控制器等主业内生性增长强劲。**上半年，公司换挡控制器、电子油门踏板和汽车拉索等汽车电子业务配套提升，均实现 30% 以上高增长。上汽乘用车、吉利 CMA 平台的引入和拓展为公司主业厚积薄发奠定了基础。随着自动挡换挡控制器和电子油门踏板配套需求及渗透率的不断提升，公司主营业务有望保持强劲增长。
- ◆ **雪利曼并表增厚业绩，汽车电子业务协同发展有望打开成长空间。**雪利曼是商用车 CAN 总线、汽车行车记录仪、数字式汽车传感器等汽车电子产品供应商。未来有望与公司发挥协同效应，共享产品及客户资源，进一步打开成长空间。
- ◆ **投资建议：**我们上调公司 2017 年-2019 年每股收益分别至 1.39 元、1.91 元和 2.44 元。净资产收益率分别为 22.1%、25.4% 和 26.7%。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价维持 58.00 元，相当于 2018 年 30 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**汽车销量不及预期；汽车电子业务发展速度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	668.4	860.6	1,191.7	1,595.0	2,017.5
同比增长(%)	15.4%	28.8%	38.5%	33.8%	26.5%
营业利润(百万元)	128.4	170.8	252.1	357.5	458.2
同比增长(%)	16.6%	33.0%	47.6%	41.8%	28.1%
净利润(百万元)	112.4	157.1	228.1	313.7	400.5
同比增长(%)	17.2%	39.8%	45.1%	37.6%	27.7%
每股收益(元)	0.68	0.96	1.39	1.91	2.44
PE	60.4	43.2	29.8	21.6	17.0
PB	9.3	8.2	6.6	5.5	4.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

58.00 元

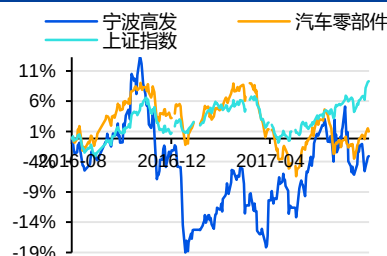
股价(2017-08-29)

41.31 元

交易数据

总市值(百万元)	6,789.42
流通市值(百万元)	2,024.02
总股本(百万股)	164.35
流通股本(百万股)	49.00
12 个月价格区间	33.80/49.95 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.08	1.46	-12.88
绝对收益	-4.64	9.66	-3.27

分析师

 林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

 刘文婷
 liuwenting@huajinsec.cn
 021-20377055

相关报告

宁波高发：业绩超预期，受益于汽车电子和进口替代加速 2017-04-28

宁波高发：内生外延推动业绩高增长，协同效应将持续呈现 2017-03-31

宁波高发：受益自主品牌崛起盛宴的汽车电子新贵 2016-11-25

内容目录

一、中报业绩超预期，营收同比增 46.25%.....	3
（一）产品升级带来毛利率、净利率稳步提升	3
（二）三费稳定，研发投入有所提升	4
二、传统主业升级，汽车电子业务进一步打开业绩增长空间	5
（一）商乘两端并举，变速操纵器有望持续放量	5
（二）雪利曼电子并表，汽车电子业务协同发展可期	5
三、投资建议	6
四、风险提示	6

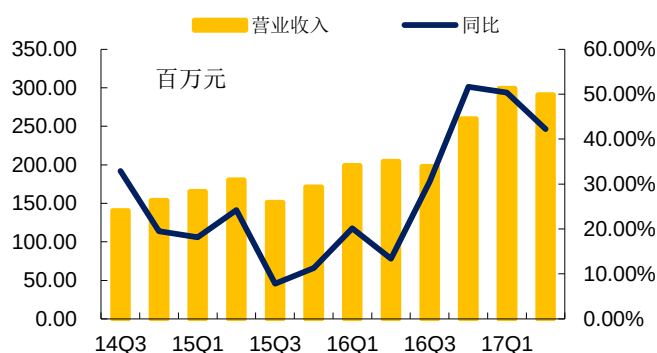
图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率	错误!未定义书签。
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率.....	错误!未定义书签。
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化.....	错误!未定义书签。
图 4：过往 12 个季度三费率.....	错误!未定义书签。
图 5：过往 5 年研发投入占营业收入比重.....	错误!未定义书签。
图 6：16 年下半年以来国内商用车销量及增速	5

一、中报业绩超预期，营收同比增 46.25%

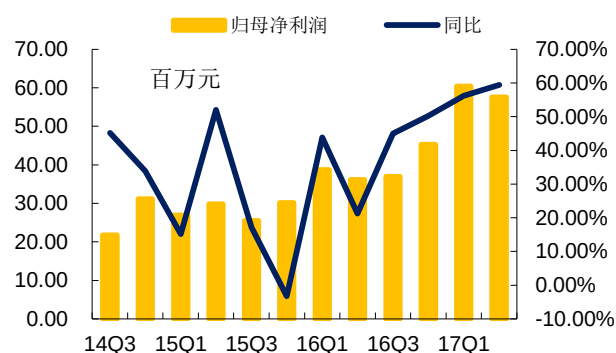
公司 17 年上半年实现营收 5.90 亿元，同比增长 46.25%；归母净利润 1.18 亿元，同比增长 57.73%；毛利率 33.43%，净利率 20.38%，同比分别上升 1.23 和上升 1.83 个百分点。其中二季度实现营收 2.91 亿元，同比增长 42.23%；实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 59.41%。上半年业绩增长超预期，主要原因有：（1）受益于自主客户“吉利+上汽”崛起，公司主营产品配套需求大幅增加；（2）自动挡换挡控制器和电子油门踏板渗透率提升，产品结构改善，盈利能力持续提升；（3）雪利曼是多家商用车企业的优质供应商，并表雪利曼叠加上半年重卡行业持续高增长，公司上半年因商用车板块销售收入同比增长 76.85%。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率

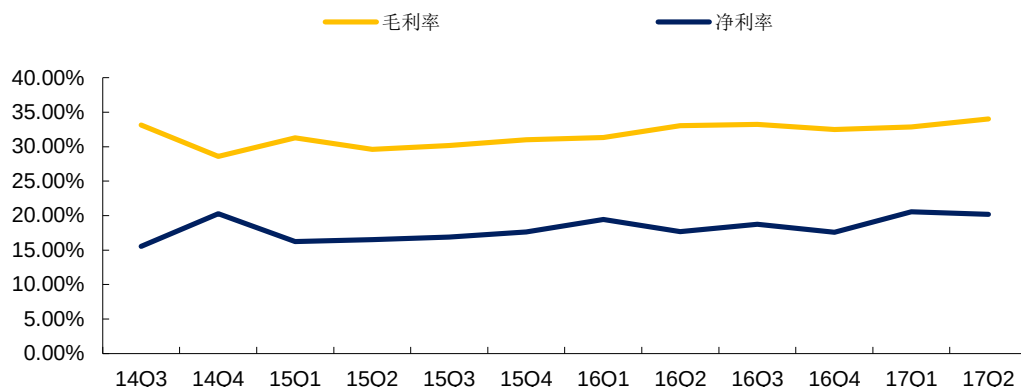


资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）产品升级带来毛利率、净利率稳步提升

17 年上半年公司毛利率 33.43%，净利率 20.38%，同比分别上升 1.23 和 1.83 个百分点。近年来公司毛利率、净利率呈现稳中有升的态势，主要原因是公司传统主业变速操纵器逐步从手动挡产品升级为自动挡产品，而相比手动挡产品，自动挡变速操纵器毛利率更高，带动公司整体毛利率、净利率上行。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化

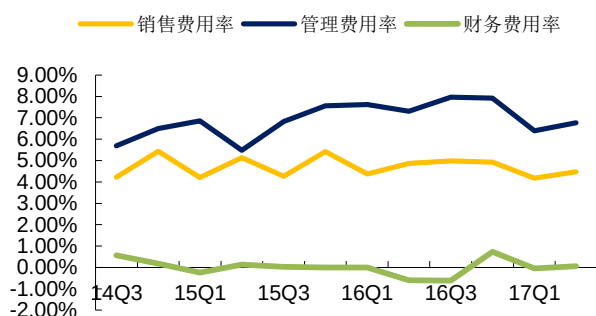


资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 三费稳定，研发投入有所提升

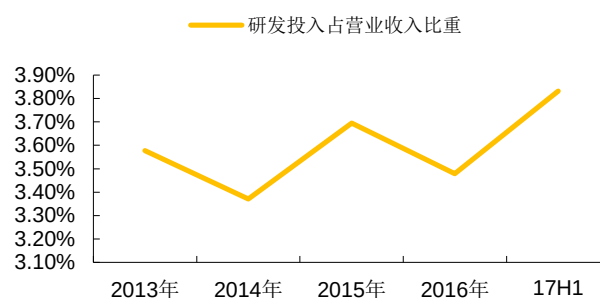
17年上半年公司三费率合计 10.91%，比上年同期下降 0.86%。公司近年管理费用率呈上行态势，主要原因在于公司近年来持续加大的研发投入。公司研发费用占营业收入比例从 14 年最低的 3.37% 提升至 17 年上半年的 3.83%，研发投入也有效促进了公司向汽车电子制造商转型升级的步伐。

图 4：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：过往 5 年研发投入占营业收入比重



资料来源：Wind，华金证券研究所

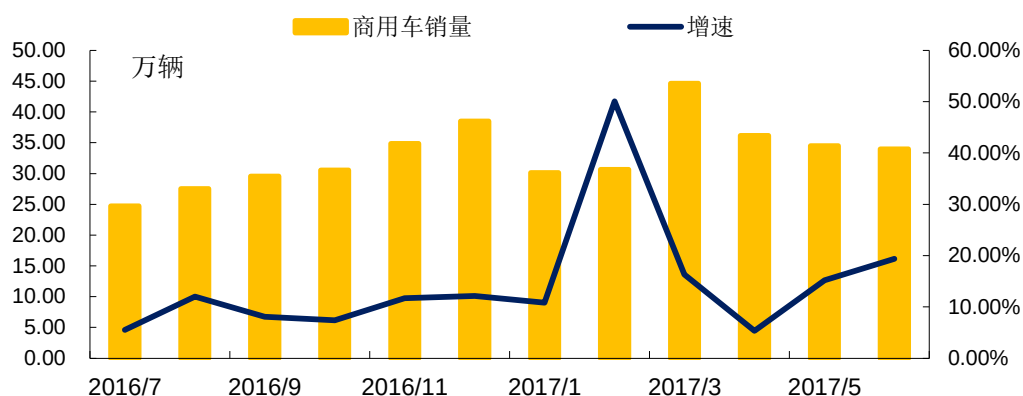
二、汽车电子业务进一步打开成长空间

（一）享“上汽+吉利”高增长红利，内生性增长强劲

上半年公司换挡控制器、电子油门踏板和汽车拉索等汽车电子业务配套提升，均实现 30% 以上高增长。上汽乘用车、吉利 CMA 平台的引入和拓展为公司主业厚积薄发奠定了基础。随着自动挡换挡控制器和电子油门踏板配套需求及渗透率的不断提升，公司主营业务有望保持强劲增长。

其中，商用车板块销售收入同比增长 76.85%。根据中汽协数据，17 年上半年国内商用车景气上行，实现销量 210.1 万辆，同比增长 17.5%，其中中重卡 70.1 万辆，同比增长 25.3%。商用车的复苏带动公司商用车特别是卡车变速操纵器销量大增。

图 6：16 年下半年以来国内商用车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

（二）雪利曼并表增厚业绩，协同发展可期

公司在汽车电子领域原先已有电子油门踏板和电磁风扇离合器两款产品，16 年通过收购雪利曼电子、参股雪利曼软件将汽车 CAN 总线、汽车行车记录仪、数字式汽车传感器等客车车身电子控制产品纳入汽车电子产品阵营中。雪利曼与公司拥有宇通客车、厦门金龙、中通客车、北汽福田等共同客户，未来有望与公司发挥协同效应，共享产品及客户资源，进一步打开成长空间。

三、投资建议

我们上调公司 2017 年-2019 年每股收益分别至 1.39 元、1.91 元和 2.44 元。净资产收益率分别为 22.1%、25.4% 和 26.7%。维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价维持 58.00 元，相当于 2018 年 30 倍的动态市盈率。

四、风险提示

汽车销量不及预期；汽车电子业务发展速度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	668.4	860.6	1,191.7	1,595.0	2,017.5	年增长率					
减:营业成本	464.4	580.7	802.6	1,061.2	1,324.3	营业收入增长率	15.4%	28.8%	38.5%	33.8%	26.5%
营业税费	4.9	7.6	9.3	11.5	15.1	营业利润增长率	16.6%	33.0%	47.6%	41.8%	28.1%
销售费用	32.0	41.3	54.8	71.8	92.8	净利润增长率	17.2%	39.8%	45.1%	37.6%	27.7%
管理费用	44.5	66.4	77.5	100.5	135.2	EBITDA 增长率	13.3%	31.2%	44.6%	39.3%	27.5%
财务费用	-0.1	-0.6	0.8	-2.0	-2.6	EBIT 增长率	13.1%	32.7%	48.6%	40.6%	28.1%
资产减值损失	1.6	1.3	1.7	1.5	1.5	NOPLAT 增长率	13.1%	33.0%	48.3%	40.8%	27.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	128.5%	6.7%	12.0%	34.3%	7.9%
投资和汇兑收益	7.3	6.9	7.0	7.1	7.0	净资产增长率	116.1%	16.6%	24.0%	19.3%	20.7%
营业利润	128.4	170.8	252.1	357.5	458.2	盈利能力					
加:营业外净收支	2.7	12.5	13.9	8.1	9.8	毛利率	30.5%	32.5%	32.7%	33.5%	34.4%
利润总额	131.1	183.3	266.0	365.6	468.0	营业利润率	19.2%	19.8%	21.2%	22.4%	22.7%
减:所得税	18.7	25.8	37.8	51.5	66.9	净利润率	16.8%	18.3%	19.1%	19.7%	19.9%
净利润	112.4	157.1	228.1	313.7	400.5	EBITDA/营业收入	20.6%	21.0%	22.0%	22.9%	23.1%
						EBIT/营业收入	19.2%	19.8%	21.2%	22.3%	22.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	27.9%	28.2%	30.4%	30.4%	31.0%
货币资金	110.7	191.4	311.8	261.2	442.0	负债权益比	38.7%	39.4%	43.8%	43.7%	45.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.33	2.89	2.81	2.91	2.92
应收帐款	118.8	185.9	225.8	329.9	374.9	速动比率	2.96	2.51	2.43	2.50	2.52
应收票据	244.1	364.5	496.2	673.5	806.0	利息保障倍数	-1,072.	-291.94	324.45	-175.24	-174.96
预付帐款	4.1	13.8	6.1	20.9	14.9	营运能力					
存货	95.1	120.2	169.7	218.4	266.1	固定资产周转天数	59	53	43	32	24
其他流动资产	285.0	50.0	50.0	50.0	50.0	流动营业资本周转天数	176	198	143	146	146
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	344	373	330	318	313
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	62	64	62	63	63
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	46	45	44	44	43
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	423	460	409	376	358
固定资产	109.3	144.9	143.0	137.9	132.4	投资资本周转天数	243	271	214	198	187
在建工程	6.2	0.4	2.4	4.4	6.4	费用率					
无形资产	22.5	35.9	33.9	32.9	31.9	销售费用率	4.8%	4.8%	4.6%	4.5%	4.6%
其他非流动资产	18.1	80.3	79.5	82.5	80.8	管理费用率	6.7%	7.7%	6.5%	6.3%	6.7%
资产总额	1,013.8	1,187.3	1,518.5	1,811.4	2,205.4	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.4%	12.4%	11.2%	10.7%	11.2%
应付帐款	115.8	158.1	221.3	292.2	356.0	投资回报率					
应付票据	84.3	89.8	177.4	175.5	250.6	ROE	15.4%	18.9%	22.1%	25.4%	26.7%
其他流动负债	57.8	72.9	50.0	65.4	62.1	ROA	11.1%	13.3%	15.0%	17.3%	18.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	40.1%	23.3%	32.5%	40.8%	38.8%
其他非流动负债	25.1	14.6	13.4	17.7	15.2	分红指标					
负债总额	282.9	335.4	462.2	550.8	683.9	DPS(元)	0.51	0.69	0.49	0.67	0.85
少数股东权益	-	22.6	22.8	23.2	23.7	分红比率	75.3%	72.0%	35.0%	35.0%	35.0%
股本	141.0	141.4	164.4	164.4	164.4	股息收益率	1.2%	1.7%	1.2%	1.6%	2.1%
留存收益	639.1	720.9	869.1	1,073.1	1,333.4						
股东权益	730.9	851.9	1,056.3	1,260.6	1,521.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	112.4	157.5	228.1	313.7	400.5	EPS(元)	0.68	0.96	1.39	1.91	2.44
加:折旧和摊销	9.7	10.9	9.1	9.4	9.7	BVPS(元)	4.45	5.05	6.29	7.53	9.11
资产减值准备	1.6	1.3	-	-	-	PE(X)	60.4	43.2	29.8	21.6	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.3	8.2	6.6	5.5	4.5
财务费用	0.6	0.3	0.8	-2.0	-2.6	P/FCF	-28.6	62.0	47.4	109.9	21.3
投资损失	-7.3	-6.9	-7.0	-7.1	-7.0	P/S	10.2	7.9	5.7	4.3	3.4
少数股东损益	-	0.4	0.2	0.3	0.6	EV/EBITDA	41.4	31.4	24.8	18.0	13.7
营运资金的变动	-341.0	165.6	-80.7	-264.0	-82.9	CAGR(%)	40.8%	36.5%	33.5%	40.8%	36.5%
经营活动产生现金流量	22.5	78.8	150.4	50.3	318.3	PEG	1.5	1.2	0.9	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-292.9	74.9	-0.2	1.9	1.8	ROIC/WACC	3.8	2.2	3.1	3.9	3.7
融资活动产生现金流量	291.2	-74.1	-29.7	-102.8	-139.2						

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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

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