

宁波高发 (603788)

公司研究/简评报告

受益消费升级+自主崛起 业绩高速增长超预期

——2017 年中报点评

民生精品——点评报告/汽车及配件行业

2017 年 08 月 30 日

一、事件概述

公司发布2017H1半年报：2017上半年实现营收5.90亿元，同比增长46.25%；归属上市公司股东扣非净利润1.05亿元，同比增长60.55%；EPS为0.84元，同比增长58.49%。

二、分析与判断

► 业绩高速增长超预期

2017H1实现营收5.90亿元，YOY46.25%，归母扣非净利润1.05亿元，YOY60.55%；2017Q2单季实现营收2.91亿元，YOY41.95%，归母扣非净利润0.54亿元，YOY54.29%；分产品来看，操纵器及软轴、电子油门踏板和汽车拉锁分别增长35.01%、31.22%和31.67%。

业绩持续高增长主要由于：1) 受益自主品牌强势崛起。配套客户如吉利(+89.28%)、上汽乘用车(+112.99%)上半年销量增速显著高于行业平均水平(乘用车+2.1%)；2) 受益消费升级背景下自动挡车型占比的提升。公司配套自动挡的操纵器价值量及利润显著高于手动挡；3) 合并雪利曼增厚业绩。雪利曼上半年业绩按照比例全部并表。

► 毛利率、净利率保持高位并持续提升

2017H1公司毛利率33.43%，环比上升0.57个百分点，同比上升1.23个百分点；我们认为毛利率的提升源于自动挡操纵器产品配套占比提升，以及配套新车型的产品毛利率相对较高的带动。公司净利率20.38%，环比下滑0.18个百分点，同比上升1.83个百分点。净利率上升受益于费用率的下降，其中：管理费用率同比下滑0.88个百分点至6.58%，销售费用率同比下滑0.3个百分点至4.32%。

► 受益消费升级+自主崛起 产品量价齐升

作为从事汽车变速操纵控制系统的企业，公司一方面受益行业消费升级，自动挡车型销量占比的提升带来公司操纵器产品单体价值量的提升；另一方面作为国内一级供应商，公司显著受益自主车企崛起，吉利、上汽乘用车销量高速增长带动公司产品出货量增加。此外，公司收购雪利曼，进一步完善公司在汽车控制系统领域的布局，在行业智能化发展趋势下，为未来发展开拓更广阔的空间。

三、盈利预测与投资建议

公司受益行业消费升级和自主车企崛起，产品呈现量价齐升；同时收购雪利曼布局汽车控制系统，为未来发展开拓空间；此外，在已有内生增长下，期待公司外延的表现。预估2017、2018和2019年EPS分别为1.60、2.08和2.62，对应PE为26倍、20倍和16倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”的评级。

四、风险提示

行业竞争加剧、配套客户销量不及预期，上游原材料涨价，新业务开拓不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	861	1,184	1,518	1,871
增长率(%)	28.75%	37.54%	28.21%	23.29%
归属母公司股东净利润(百万元)	157	226	294	371
增长率(%)	39.81%	43.86%	30.02%	26.26%
每股收益(元)	1.11	1.60	2.08	2.62
PE	37	26	20	16
PB	6.9	5.6	4.7	3.9

强烈推荐

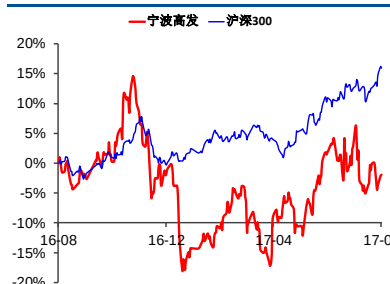
首次评级

合理估值：44-46元

交易数据(2017-08-29)

收盘价(元)	41.31
近12个月最高/最低	48.93/33.11
总股本(百万股)	164.35
流通股本(百万股)	49.00
流通股比例%	29.81%
总市值(亿元)	67.89
流通市值(亿元)	20.24

该股与沪深300指数走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师与研究助理

分析师：刘振宇

执业证号：S0100517050004

电话：(8601)8512 7653

Email: liuzhenyu@mszq.com

研究助理：余海坤

一般执业编号：S0100116050011

电话：(8601)8512 7831

Email: yuhaijun@mszq.com

研究助理：张东东

一般执业编号：S0100116050009

电话：(8601)8512 7646

Email: zhangdongdong@mszq.com

研究助理：徐凌羽

一般执业编号：S0100115080002

电话：(8601)8512 7646

Email: xulingyu@mszq.com

相关研究

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	861	1,184	1,518	1,871	货币资金	191	285	295	350
减：营业成本	581	772	988	1,212	应收票据	364	509	668	823
营业税金及附加	8	9	12	15	应收账款	184	272	364	468
销售费用	41	56	72	88	预付账款	14	22	32	41
管理费用	66	91	114	135	其他应收款	2	3	3	4
财务费用	(1)	0	0	0	存货	120	154	198	242
资产减值损失	1	2	2	2	其他流动资产	50	0	0	0
加：投资收益	7	5	6	6	流动资产合计	926	1,246	1,559	1,929
二、营业利润	171	258	336	425	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	12	6	7	8	固定资产	145	138	130	123
三、利润总额	183	264	343	433	在建工程	0	0	0	0
减：所得税费用	26	38	49	61	无形资产	36	32	29	25
四、净利润	158	227	295	372	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	157	226	294	371	非流动资产合计	262	170	160	149
五、基本每股收益 (元)	1.11	1.60	2.08	2.62	资产总计	1,187	1,417	1,718	2,078
主要财务指标					短期借款	0	0	0	0
项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	应付票据	90	117	148	182
EV/EBITDA	36.64	22.41	17.64	14.09	应付账款	158	215	277	339
成长能力：					预收账款	5	7	9	11
营业收入同比	28.75%	37.54%	28.21%	23.29%	其他应付款	0	0	0	0
营业利润同比	33.0%	51.3%	30.1%	26.3%	应交税费	14	20	20	20
净利润同比	40.15%	43.86%	30.02%	26.3%	其他流动负债	0	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	321	359	454	553
应收账款周转率	5.68	5.18	4.77	4.50	长期借款	0	0	0	0
存货周转率	8.00	8.62	8.62	8.50	其他非流动负债	14	14	14	14
总资产周转率	0.78	0.91	0.97	0.99	非流动负债合计	14	14	14	14
盈利能力与收益质量：					负债合计	335	373	468	567
毛利率	32.5%	34.8%	34.9%	35.2%	股本	141	141	141	141
净利率	18.3%	19.1%	19.4%	19.8%	资本公积	372	372	372	372
总资产净利率ROA	14.3%	17.4%	18.8%	19.6%	留存收益	349	507	713	972
净资产收益率ROE	19.9%	23.9%	25.7%	26.9%	少数股东权益	23	23	24	25
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	852	1,044	1,250	1,511
流动比率	2.89	3.48	3.43	3.49	负债和股东权益合计	1,187	1,417	1,718	2,078
资产负债率	28.2%	26.3%	27.2%	27.3%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
每股指标：					经营活动现金流量	79	99	93	162
每股收益	1.11	1.60	2.08	2.62	投资活动现金流量	75	5	6	6
每股经营现金流量	0.56	0.70	0.66	1.15	筹资活动现金流量	(74)	(68)	(88)	(111)
每股净资产	6.02	7.38	8.84	10.69	现金及等价物净增加	80	36	12	57

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师与研究助理简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

余海坤，清华大学工商管理硕士，近8年汽车行业经验，汽车流通与后服务专家。曾在某汽车品牌担任销售总监负责北方市场销售管理工作，在某汽车电商负责全国线下渠道开发与品牌推广活动工作，并有汽车后市场2年创业经历，投资与研究领域涉及车联网CRM、汽车金融、新能源电池材料、充电桩与O2O汽车服务等。2016年加入民生证券。

张东东，西安交通大学企业管理硕士，累计9年汽车行业研究经验。3年咨询公司管理咨询经验，聚焦于用户定位、品牌定位、企业战略咨询；6年大型商用车企业工作经验，历经战略与发展部、营销公司市场与商品管理部，熟悉公司战略、产品规划、营销策划等环节。2016年加入民生证券。

徐凌羽，汽车行业研究助理。会计学硕士，CPA，两年从业经验，专注乘用车、智能汽车，新能源汽车领域研究。2015年加入民生证券，2016年“天眼”汽车行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。