



Research and
Development Center

自主强势创业绩弹性 产业升级催化新空间

—— 宁波高发（603788.sh）深度报告

2018年1月8日

范海波 行业分析师

付盛刚 研究助理

自主强势创业绩弹性 产业升级催化新空间

宁波高发首次覆盖报告

2018年1月8日

本期内容提要:

- ◆ **变速操纵系统龙头 盈利能力持续提升。**公司是变速操纵系统龙头企业，主要配套通用五菱、吉利等强势自主品牌。自动挡变速器、电子换挡器等高附加值产品持续投放，业绩增长保障充足，盈利能力持续提升。
- ◆ **汽车拉索业绩稳定 电子踏板打开新空间。**汽车拉索配套一汽大众奥迪车型，业绩有望稳定增长。电子油门踏板配套主流自主品牌，盈利能力平稳提升，打开公司增长新空间。
- ◆ **雪利曼再添新动力 汽车电子储备新亮点。**雪利曼成功并表，CAN 总线产品介入新市场，虚拟仪表、车联网产品蓄势待发，储备公司增长新支点。
- ◆ **自主强势崛起保障弹性 产业升级催生新空间。**吉利等自主品牌强势崛起，国内零部件企业迎来战略新机遇。汽车消费持续升级，智能网联方兴未艾，汽车电子等新兴市场空间打开。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计宁波高发 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 13 亿元、17 亿元和 22 亿元，归属母公司净利润分别为 2.28 亿元，3.15 亿元和 3.96 亿元，对应 EPS 分别为 1.39 元、1.92 元和 2.41 元。变速操纵系统盈利能力稳步提高，电子油门踏板打开新空间，虚拟仪表等储备新亮点。公司是自主强势崛起核心受益标的，首次覆盖我们给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**变速操纵新品持续放量；自主品牌强势崛起格局延续。
- ◆ **风险因素：**乘用车市场增速回落风险；市场竞争加剧风险；新产品需求不及预期风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	668.42	860.59	1,259.64	1,700.52	2,157.10
增长率 YoY %	15.37%	28.75%	46.37%	35.00%	26.85%
归属母公司净利润(百万元)	112.40	157.14	227.94	315.41	395.57
增长率 YoY%	17.18%	39.81%	45.05%	38.38%	25.41%
毛利率%	30.52%	32.53%	33.90%	34.33%	34.38%
净资产收益率 ROE%	21.03%	20.14%	17.24%	15.99%	17.00%
EPS (摊薄) (元)	0.68	0.96	1.39	1.92	2.41
市盈率 P/E(倍)	51	37	25	18	15
市净率 P/B(倍)	6.78	5.97	3.17	2.70	2.28

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 1 月 5 日收盘价

证券研究报告

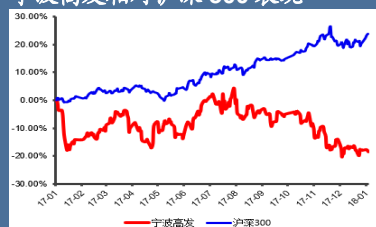
公司研究——首次覆盖

宁波高发 (603788.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

宁波高发相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 83326800

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

付盛刚 研究助理

联系电话: +86 21 61678581

邮箱:

fushenggang@cindasc.com

公司主要数据 (2018.1.5)

收盘价(元)	35.02
52周内股价波动区间(元)	34.21-44.79
最近一月涨跌幅(%)	2.37%
总股本(亿股)	1.64
流通 A 股比例(%)	30.7
总市值(亿元)	57.56

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

目录

投资聚焦	1
汽车操纵系统龙头 掘金汽车电子业务	2
股权结构集中稳定	4
自主强势崛起带动业绩高速增长	4
受益自主强势崛起 公司业绩高速增长	5
新产品营收比重提升 核心产品盈利能力增强	5
研发助力自主创新, 发展后劲储备充足	7
紧跟消费升级潮流 产品结构持续优化	8
自动挡车型持续升温 产品优化提升盈利空间	8
电子油门空间广阔 营收比重平稳增长	10
自主王者保障业绩弹性 潜力电子储备未来空间	12
新品牌新车型持续投放 自主新王者显现	12
收购雪利曼, 拓展汽车电子布局	13
下游市场空间广阔 产业升级催生新空间	14
汽车市场平稳发展 零部件市场空间广阔	14
自主品牌强势崛起 内资零部件迎战略机遇期	15
市场升级催化汽车电子新空间	16
排放标准不断升级 智能网联催化产品与产业变革	17
盈利预测、估值与投资评级	18
关键假设与盈利预测	18
估值与投资评级	19
风险因素	20

表目录

表 1: 宁波高发荣获的客户奖项	3
表 2: 宁波高发与可比公司盈利能力比较 (2016 年)	7
表 3: 公司产品专利技术举例	8
表 4: 上汽通用五菱主流车型自动挡装配情况	9
表 5 吉利汽车主流车型自动挡装配情况	9
表 6 公司电子油门配套企业与车型举例	10
表 7: 2016 年公司非公开募集项目资金分配表	13
表 8: 宁波高发主营业务收入预测	18
表 9: 宁波高发可比公司列表	19

图目录

图 1: 宁波高发主要产品概览	2
图 2: 宁波高发产品配套客户图	3
图 3: 雪利曼产品体系	4
图 4: 宁波高发股权架构 (截止 2017 年 9 月 30 日)	4
图 5: 公司营业收入及同比增长情况	5
图 6: 公司净利润及同比增长情况	5
图 7: 公司分产品收入结构变化趋势	5
图 8: 公司变速操纵器市场份额变化 单位: 万套, %	5
图 9: 公司乘用车和商用车业务比重变化	6
图 10: 公司不同产品毛利率走势	6
图 11: 公司盈利结构变化趋势 单位: 万元	6
图 12: 公司毛利率与净利率走势	7
图 13: 公司期间费用率变化走势	7
图 14: 管理费用结构图 (2016 年)	8
图 15: 公司研发投入比例变化	8
图 16: 公司变速操纵器产品体系	10
图 17: 公司变速器产品收入走势图 (万元)	10
图 18: 电子油门踏板产量走势	11
图 19: 电子油门踏板销量走势 单位: 套	11
图 20: 电子油门踏板业务比重走势	11
图 21: 吉利汽车近五年销量走势	12
图 22: 领克 01 车型图	12
图 23: 全新 MPV 概念车	12
图 24: 部分车型虚拟仪表实例图	13
图 25: 公司车联网平台实施方案	14
图 26: 中国汽车市场增速走势图	15
图 27: 2016 年-2017 年中国乘用车市场月度走势图	15
图 28: 2017 年 1-11 月中国自主品牌乘用车销量 (万辆)	15
图 29: 2016-2017 年自主品牌汽车月度销量走势图 (辆, %)	15
图 30: 汽车市场自动挡比例平稳提升	16
图 31: 电子换挡器装备车型举例	16
图 32: 中国汽车排放标准演化图	17
图 33: 汽车行业生态系统演化	17

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。汽车消费升级是大势所趋，智能网联推动产业和产品变革。自动挡市场比重持续提升，电子化成为产品新卖点，电子油门踏板、电子换挡器等新品成为公司成长新动能。公司收购雪利曼，完善汽车电子业务布局，汽车 CAN 总线系统市场客户更趋多元，虚拟仪表、车联网等前沿业务储备增长新支点。

股价催化剂。自动挡操纵器、电子换挡器等新品持续放量；自主品牌强势崛起格局延续。

盈利预测与投资评级：我们预计宁波高发 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 13 亿元、17 亿元和 22 亿元，归属母公司净利润分别为 2.28 亿元，3.15 亿元和 3.96 亿元，对应 EPS 分别为 1.39 元、1.92 元和 2.41 元。变速操纵器盈利增强，电子踏板打开新空间，汽车电子储备新亮点。公司是自主品牌强势崛起核心受益标的，首次覆盖我们给予“增持”评级。

风险因素

1. 乘用车市场增速不及预期风险；
2. 市场竞争加剧风险；
3. 新产品需求不及预期风险。

汽车操纵系统龙头 掘金汽车电子业务

宁波高发是一家从事汽车操纵控制系统研发、生产和销售的高新技术企业，由宁波高发汽车拉索有限公司整体变更而来。宁波高发汽车拉索有限公司于 1999 年在宁波市登记成立，2011 年登记变更为宁波高发汽车控制系统股份有限公司。

公司主要产品是变速操纵器及软轴、电子油门踏板、汽车拉索、电磁风扇离合器四大类。公司是国内变速操纵系统市场的龙头企业，分力式三轴变速操纵系统、电子油门踏板总成获 2005 年第二届全国客车大赛“中国客车最佳零部件奖”、“中国客车优秀零部件奖”。电子油门踏板总成被科技部、商务部认定为“国家重点新产品”，2011 年列入“2011 年度国家火炬计划”。

公司第一大产品类系列是变速操纵器及软轴。公司变速操纵器沿用成熟技术，具有较高的可靠性和精确度。主要配套车型为：五菱宏光、五菱荣光、宝骏系列、吉利帝豪、远景、博越等车型。

公司第二大产品系列是汽车拉索。公司汽车拉索产品能够适应-40℃~+100℃的温度环境，负载效率大于等于 80%，行程效率大于等于 80%。公司汽车拉索供应的车型较多，主要配套南北大众，具有良好的客户基础。

公司第三大产品系列是电子油门踏板。随着节能减排标准不断提高，公司电子油门踏板业务迎来广阔市场空间。

图 1：宁波高发主要产品概览



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司产品属于非标产品，需要根据车型结构和性能要求进行专项研究开发。公司具备新产品和新技术同步开发能力，在变速操纵器、变速软轴、位置传感器等方面拥有自主核心技术。凭借自身设计开发能力，公司与多家整车商建立稳定合作关系，得到了众多客户认可，曾获得一汽大众、上海大众、吉利集团等汽车制造商高度评价。

图 2: 宁波高发产品主要配套客户图


资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

表 1: 宁波高发荣获的客户奖项

客户名称	客户评价
一汽大众	A 级供应商
上海大众	A 级供应商
吉利集团	吉利汽车优秀供应商
长沙众泰汽车工业有限公司	优秀供应商
宇通客车	宇通配件优秀供应商
宇通客车	宇通集团 A 级供应商
苏州金龙	A 级供应商
一汽客车	质量优秀供应商奖
中通客车控股股份有限公司	十佳合作伙伴
福田欧 V	优秀供应商
中国重汽集团济南卡车股份有限公司	配套产品定点供应商
杭州行地集团有限公司	质量优秀奖
江苏跃进正宇汽车有限公司	忠诚供应商

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

公司布局 CAN 总线控制系统及汽车仪表产品, 积极拓展汽车电子业务覆盖范围。2016 年, 宁波高发收购雪利曼电子 80% 股权, 汽车电子业务向汽车仪表、CAN 总线系统等产品领域延伸, 完善汽车电子业务布局。

图 3: 雪利曼产品体系

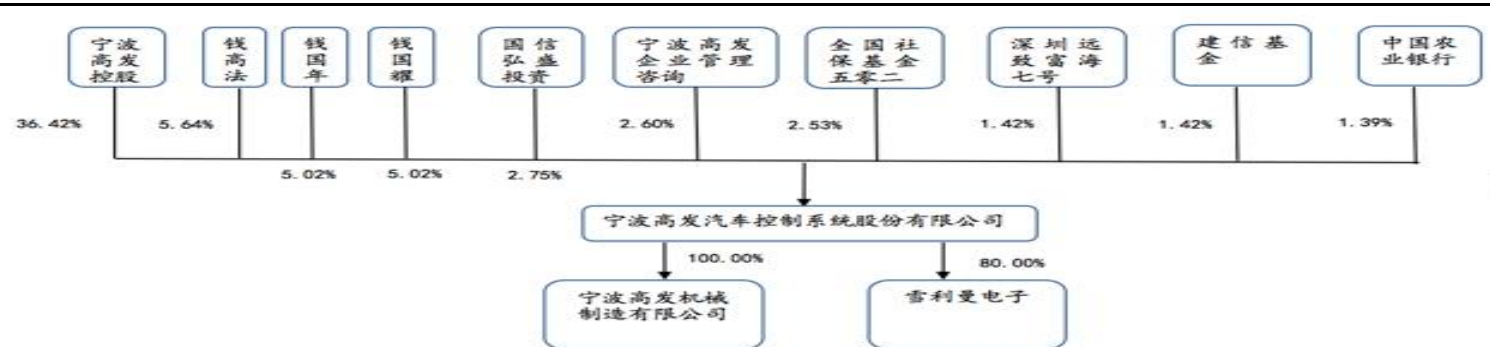


资料来源: 雪利曼公司官网, 信达证券研发中心

股权结构集中稳定

公司股权架构清晰, 控股股东是宁波高发控股, 实际控制人为钱高法、钱国年和钱国耀, 其中钱高法与钱国年、钱国耀是父子关系, 钱国年与钱国耀是兄弟关系。钱高法、钱国年、钱国耀个人持股分别是 5.64%、5.02%、5.02%, 并通过宁波高发控股间接持有宁波高发 36.42%。

图 4: 宁波高发股权架构 (截止 2017 年 9 月 30 日)



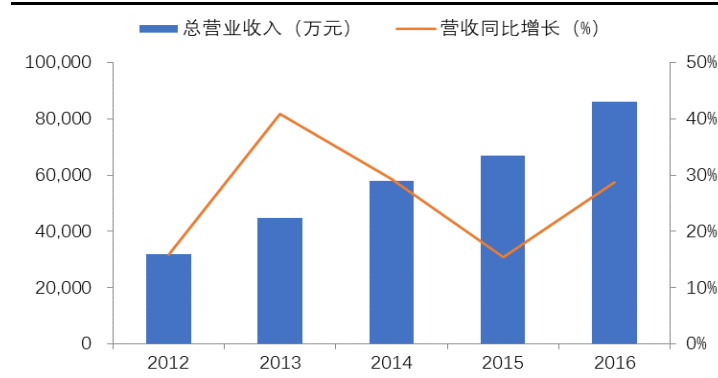
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

自主强势崛起带动业绩高增长

受益自主强势崛起 公司业绩高速增长

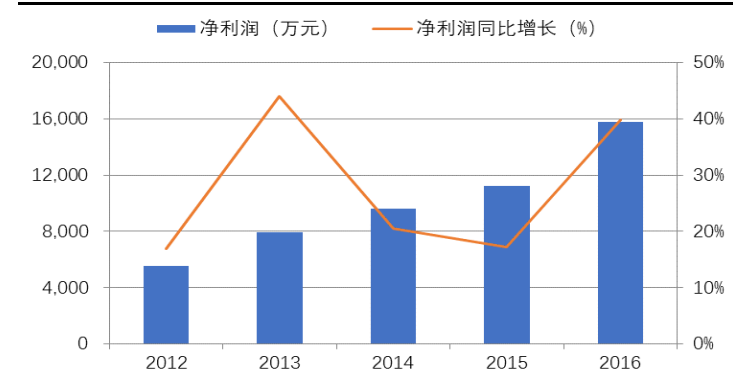
公司 2017 年前三季度实现营业收入 8.6 亿元，同比增长 43.03%，归母净利润为 1.69 亿元，同比增长 51.37%。受益于近两年自主品牌客户强势崛起，公司业绩保持高速增长态势，通用五菱、吉利汽车等主流车企均为公司重要客户资源。

图 5: 公司营业收入及同比增长情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6: 公司净利润及同比增长情况

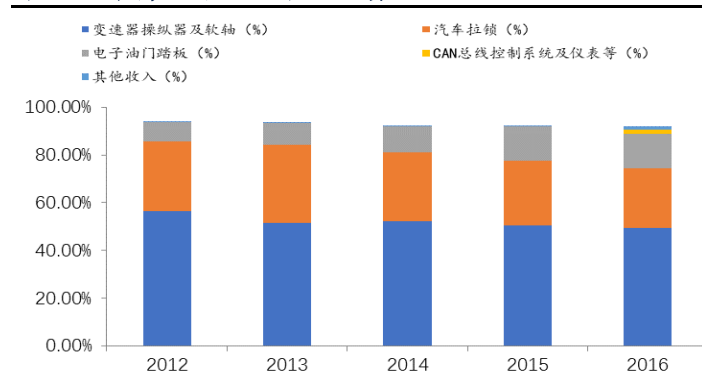


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

新产品营收比重提升 核心产品盈利能力增强

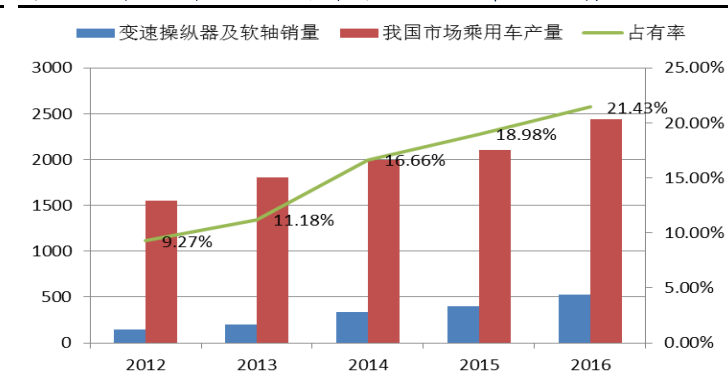
公司产品从商用车起家，逐步向乘用车业务转型，乘用车业务成为公司最大收入板块。变速操纵器及软轴业务是公司最大的收入来源，电子油门踏板、CAN 总线系统等新产品营收比重稳步提升。公司紧紧抓住自主品牌强势崛起的市场机遇，变速操纵器以及软轴市占率由 2012 年的 9% 提高至 21%，市场竞争地位不断增强，成为细分市场的龙头企业。

图 7: 公司分产品收入结构变化趋势

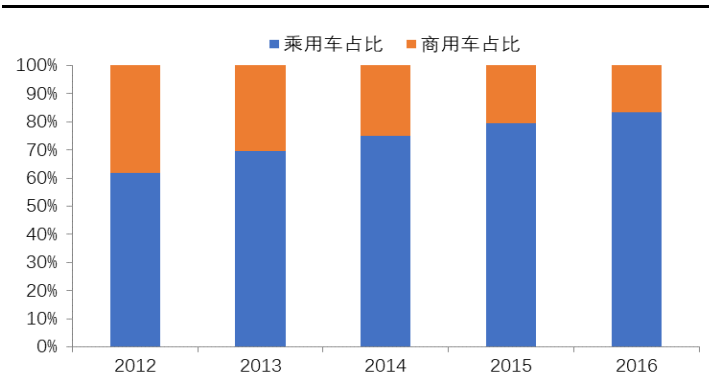


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 公司变速操纵器及软轴市场份额变化 单位: 万套, %

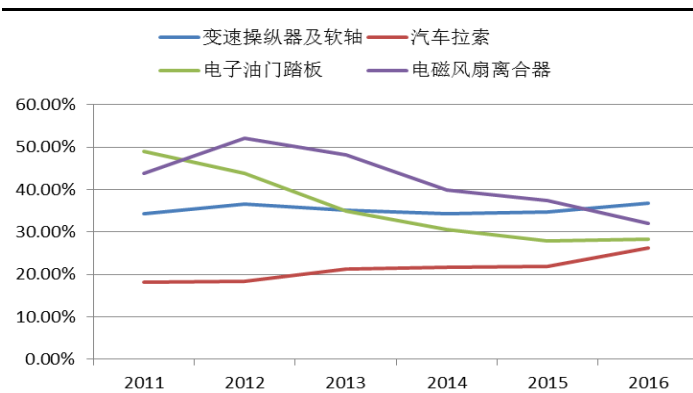


资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 信达证券研发中心

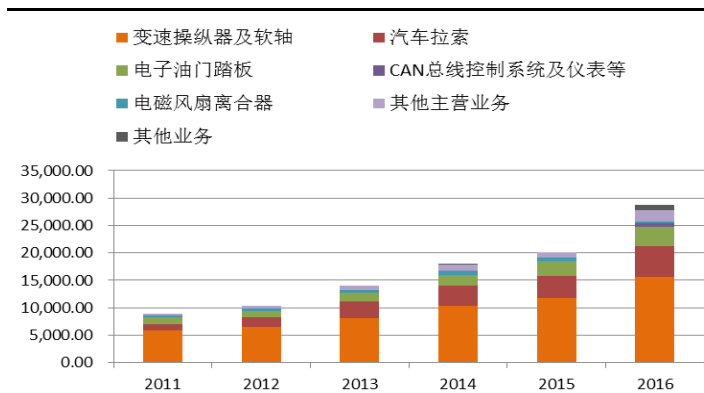
图 9: 公司乘用车和商用车业务比重变化


资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 信达证券研发中心

从公司毛利结构分析, 公司利润来源主要是变速操纵器及软轴、汽车拉索和电子油门踏板。2014-2016 年三类产品合计毛利贡献比重分别是 88.28%、90.47%和 88.56%。从产品毛利率走势分析, 随着自动挡操纵器业务放量, 电子换挡器等新产品陆续量产, 变速操纵器及软轴盈利能力稳中有升。汽车拉索主要配套上海大众, 随着产品成功进入一汽大众奥迪车型供应链体系, 毛利率水平有所提升, 业务盈利能力较强。

图 10: 公司不同产品毛利率走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 公司盈利结构变化趋势 单位: 万元


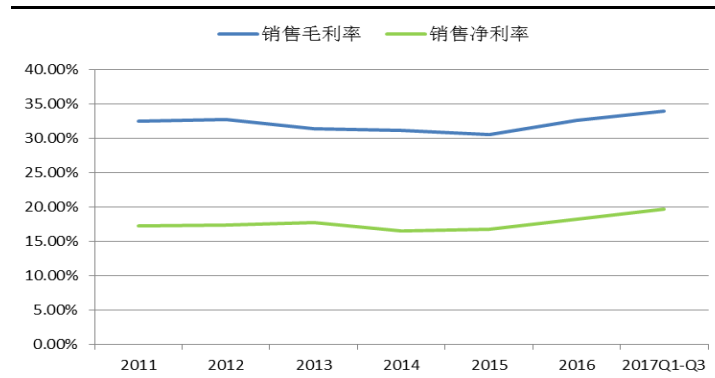
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

成本管控效果较好 充分保障盈利空间

2017 年前三季度, 公司毛利率为 33.89%。2014-2017 年, 公司毛利率和净利率均呈平稳上升态势。公司具备模具和部分专

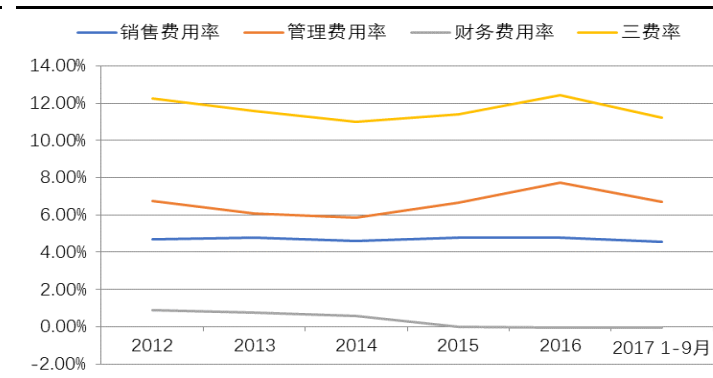
用设备研发、设计和制造能力，可自主开发低成本、高效率的生产设备，以降低生产成本。公司期间费用率总体相对稳定，成本管控成效明显，充分保障公司盈利空间。

图 12: 公司毛利率与净利率走势



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 公司期间费用率变化走势



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 2: 宁波高发与可比公司盈利能力比较 (2016 年)

公司名称	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
宁波高发	32.5%	4.8%	7.7%	-0.1%
奥联电子	41.1%	6.6%	15.9%	0.1%
保隆科技	35.3%	7.9%	11.4%	1.0%
威孚高科	24.0%	3.3%	12.4%	-0.1%
万向钱潮	21.9%	3.6%	8.1%	1.0%
万丰奥威	23.7%	2.2%	6.9%	0.6%
宁波华翔	21.5%	3.0%	8.0%	0.1%

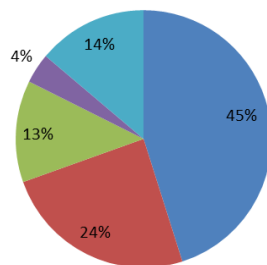
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

研发助力自主创新, 发展后劲储备充足

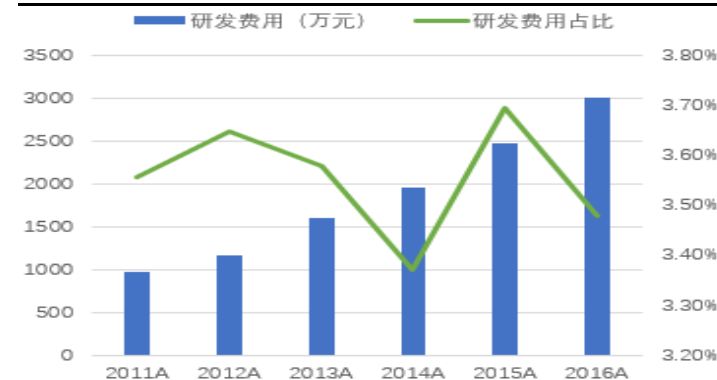
公司注重提升自主创新能力, 持续加大研发投入力度。2014~2016 年公司研发投入总额分别是 1953 万元、2469 万元和 2994 万元, 呈平稳增加态势。2016 年, 为完善研发、技术等关键核心人员激励举措, 公司向符合条件的激励对象授予限制性股票 43 万股, 稳定研发队伍, 激发研发活力, 为企业发展储备后劲。

图 14: 管理费用结构图 (2016 年)

■ 研发费用 ■ 股权激励摊销 ■ 工资 ■ 折旧和摊销 ■ 其他



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 公司研发投入比例变化


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

目前, 公司实现从零配件设计生产到系统总成研发的转型, 具备较强的产品自主设计开发能力, 拥有汽车拉索、变速软轴、变速操纵器、电子油门踏板等核心产品多项专利技术, 奠定企业长远发展的坚实基础。

表 3: 公司产品专利技术举例

序号	名称	专利类型	专利号	获得方式	终止日期
1	自动档汽车换挡操纵器	发明专利	ZL201010137148.1	申请	2030.03.27
2	传感器电子踏板	实用新型	ZL200820119040.8	受让	2018.06.06
3	汽车变速操纵器	实用新型	ZL201020146812.4	申请	2020.03.27
4	自动档汽车换挡操纵器	实用新型	ZL201020146823.2	申请	2020.03.27
5	电子油门踏板总成	实用新型	ZL201020148519.1	申请	2020.03.29
6	汽车手自一体变速操纵器	实用新型	ZL201020146802.0	申请	2020.03.27

资料来源: 公司招股说明书、信达证券研发中心

紧跟消费升级潮流 产品结构持续优化

自动挡车型持续升温 产品优化提升盈利空间

目前，手动变速器占据汽车市场主导地位，但随着汽车消费持续升级，自动变速器应用将逐步趋向普及。伴随中国自主品牌强势崛起，自动挡车型装配比例不断提高，众多车型自动挡装配比例超过 50%，部分中高档车型甚至全系标配自动挡变速器。

表 4: 上汽通用五菱主流车型自动挡装配情况

	价格	车型数	自动挡数量	自动挡比例
宝骏 560	6.98-11.78 万	19 款	9 款	47.3%
宝骏 510	5.48-7.58 万	5 款	2 款	40%
宝骏 730	6.08-10.88 万	21 款	6 款	28%
宝骏 310	3.68-6.08 万	10 款	3 款	30%
宝骏 630	5.98-7.48 万	4 款	1 款	25%
宝骏 610	6.58-8.78 万	4 款	2 款	50%

资料来源: 车主之家、信达证券研发中心

表 5 吉利汽车主流车型自动挡装配情况

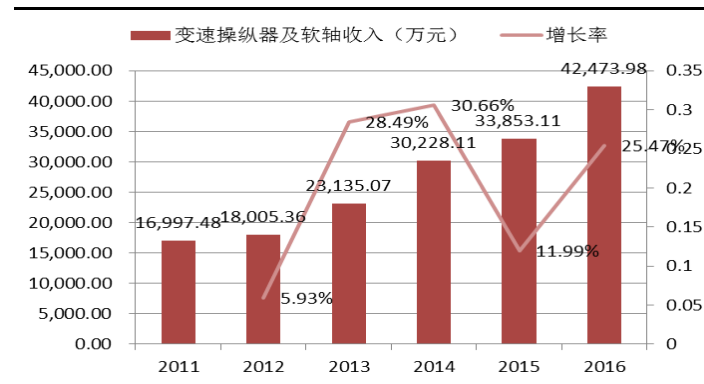
	价格	车型数	自动挡数量	自动挡比例
博越	9.88-15.78 万	13 款	6 款	46%
远景 X3	5.09-6.59 万	5 款	2 款	40%
帝豪 GS	7.78-11.18 万	13 款	8 款	62%
远景	5.39-7.29 万	9 款	3 款	33%
博瑞	11.98-22.98 万	10 款	10 款	100%
帝豪 GL	7.88-11.38 万	7 款	4 款	57%
远景 SUV	7.49-10.19 万	6 款	3 款	50%
远景 X1	3.99-5.79 万	4 款	2 款	50%
金刚	4.39-6.59 万	4 款	1 款	25%
远景 S1	6.99-10.29 万	6 款	3 款	50%
帝豪	6.98-10.08 万	10 款	5 款	50%

资料来源: 车主之家、信达证券研发中心

2016 年宁波高发变速操纵器及软轴实现营业收入 4.2 亿元，同比增长 25.5%。公司变速操纵器产品由商用车向乘用车转型，乘用车操纵器由手动操纵器向自动变速器和电子变速器转型。宁波高发自动变速器业务主攻乘用车市场，客户以自主品牌主流客户为主。中国乘用车市场需求平稳增长，自主品牌强势崛起势如破竹，上汽乘用车、吉利 CMA 平台等中高端客户的引入，公司变速操纵器业务迎来更大市场空间。

图 16: 公司变速操纵器产品体系


资料来源：公司官网，汽车之家，信达证券研发中心

图 17: 公司变速器产品收入走势图（万元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司持续加大变速操纵新产品研发力度，部分产品已进入产品试制、小批量试用阶段，电子换挡器已进入众泰汽车等整车厂配套供货。2016 年公司非公开募集资金 2.4 亿，新建 2 条电子换挡器生产线，新增 40 万套电子换挡器产能，更好满足客户日益增长的市场需求。

电子油门空间广阔 营收比重平稳增长

传统油门通过驾驶员踩踏，由油门拉索控制发动机油门开合，决定供油量大小。驾驶员动作与油门动作通过拉索机械作用联系，应用范围受到限制，控制精度较差，造成燃油浪费，发动机负荷增大，尾气含油量较高。电子油门总成由油门踏板、传感器、ECU（电控单元）等部件组成，通过操作指令信号转换，控制发动机电控系统。电子油门踏板具备精确控制发动机喷油量、进气量的优势，提高发动机燃烧效率，可降低油耗、减少排放。随着汽车污染物排放标准不断提高，电子油门踏板应用范围将会持续扩大。

表 6 公司电子油门配套企业与车型举例

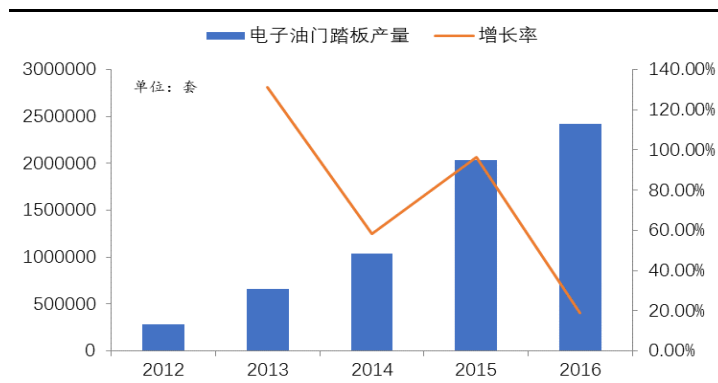
车型类别	配套企业	配套车型
乘用车	吉利	帝豪、远景、GX7
	上汽通用五菱	五菱宏光、五菱荣光
	东风小康	风光车型
	北汽	北汽威旺、幻速
商用车	中国重汽	/
	宇通客车	通用

苏州金龙 /

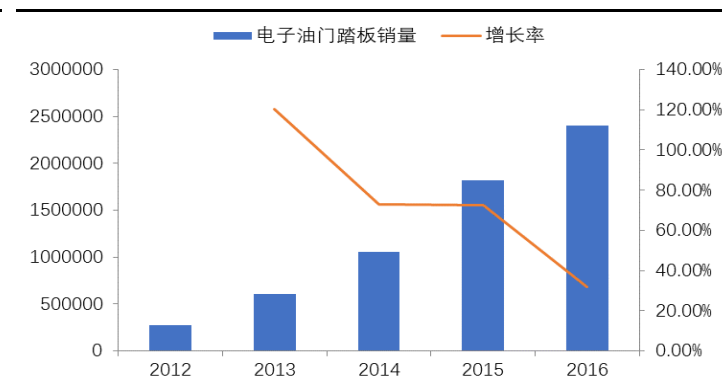
中通客车 /

资料来源：公司招股说明书、信达证券研发中心

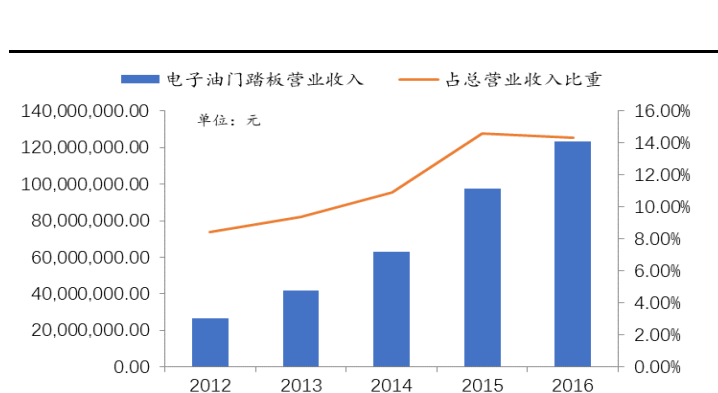
公司是较早从事电子油门踏板开发的零部件企业，在电子油门踏板领域拥有多项专利。公司拥有成熟和稳定的生产体系，产品主要配套吉利、通用五菱、金龙、宇通等客户。电子油门踏板业务维持稳定增长，业务贡献比重平稳提升。2016年产量为242.30万台，同比增长18.95%，实现营业收入1.23亿，同比增长25.94%。

图 18：电子油门踏板产量走势


资料来源：公司年报，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 19：电子油门踏板销量走势 单位：套


资料来源：公司年报，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 20：电子油门踏板业务比重走势


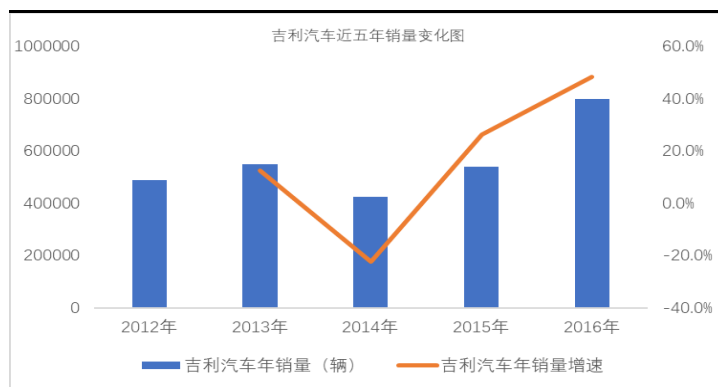
资料来源：万得，信达证券研发中心

自主王者保障业绩弹性 潜力电子储备未来空间

新品牌新车型持续投放 自主新王者显现

吉利汽车发布的 11 月份销量公告显示，吉利汽车 11 月销量为 141265 辆，同比增长 38%，再创历史新高。其中，博越、新帝豪、帝豪 GS、帝豪 GL、新远景、远景 SUV、远景 X3 七款车型销量过万。2017 年 1-11 月份累计销量达 1093491 辆（不包含康迪、知豆车型），同比增长 66%，已完成全年销售目标 99%，基本提前 1 个月完成 110 万年销量目标。

图 21: 吉利汽车近五年销量走势



资料来源: 中国汽车工业协会, 信达证券研发中心

2017 年底，吉利正式推出领克 01 车型，我们预计 2018 年领克品牌将陆续推出更多车型。吉利品牌全新 MPV 概念车量产版将于 2018 年下半年正式上市，是吉利 MPV 战略第一步。新品牌新车型持续投放，自主品牌新王者显现。宁波高发配套吉利的零部件主要包括变速操纵器及软轴、电子油门踏板等传统优势产品，配套基本覆盖博越、帝豪等吉利主销车型，我们预计吉利汽车仍能保持高增长态势，助力宁波高发业务增长高弹性。

图 22: 领克 01 车型图

图 23: 全新 MPV 概念车



资料来源：汽车之家，信达证券研发中心



资料来源：汽车之家，信达证券研发中心

收购雪利曼，拓展汽车电子布局

收购宁波雪利曼，完善汽车电子布局。2016年8月，公司收购雪利曼电子80%股权和雪利曼软件35.55%股权。雪利曼电子直接向整车制造商供应零配件，与国内多家整车制造商建立了稳定的供应链合作关系，客户主要包括宇通客车、厦门金龙、中通客车、苏州金龙、北汽福田、保定长安等主流客车用户。汽车CAN总线控制系统等原雪利曼产品并入公司主营业务，凭借公司在传统商用车市场的客户资源优势，我们预计汽车CAN总线系统等汽车电子产品市场将进一步拓展，公司汽车电子控制系统布局更趋完善。

表 7： 2016 年公司非公开募集项目资金分配表

序号	项目名称	拟投资额度（万元）
1	收购雪利曼电子80%股权和雪利曼软件35.55%股权	15792
2	汽车电子换挡系统项目	23986
3	汽车CAN总线控制系统项目	14807.6
4	汽车虚拟仪表项目	15677.85
5	城市公交车辆网平台项目	8300
6	补充流动资金	10000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

布局汽车虚拟仪表，超前储备业绩新空间。近年来，随着汽车产品新概念和前沿新技术的采用，以及电子技术高度集成的新能源汽车产销规模持续扩大，汽车虚拟仪表逐步得到初步应用和推广。公司募投资金1.6亿元，新建2条虚拟仪表生产线，将新增虚拟仪表产能36.5万套，不断丰富公司产品线，储备公司新的盈利增长点。

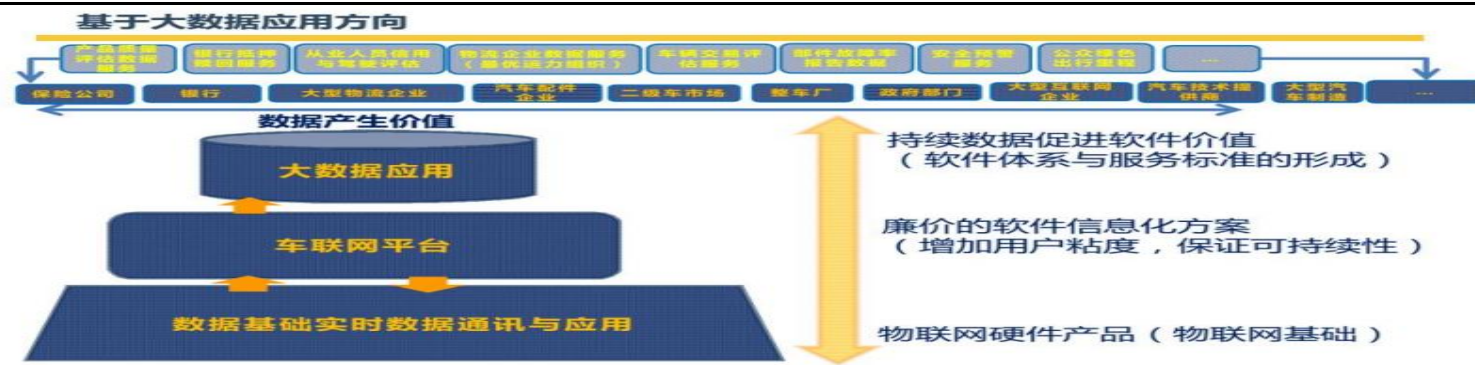
图 24： 部分车型虚拟仪表实例图



资料来源：汽车之家，信达证券研发中心

推进城市公交车联网 掘金汽车互联大数据。公司投资 8,300 万元，稳步推进城市公交车联网项目，储备大数据市场空间。公司将分阶段将城市公交等接入城市公交车联网平台，规划并建立城市统一运营中心，实现大数据交互，通过接入云计算中心，实现数据采集和统计分析，运用数据分析结果，实现现代化智慧城市。项目采用的技术为雪利曼电子自主研发，公司技术已经在宁波公交总公司实施，通过建立大屏幕运营监控中心，实时监管城市运行车辆及各种报警信息和服务响应状态等。

图 25：公司车联网平台实施方案



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

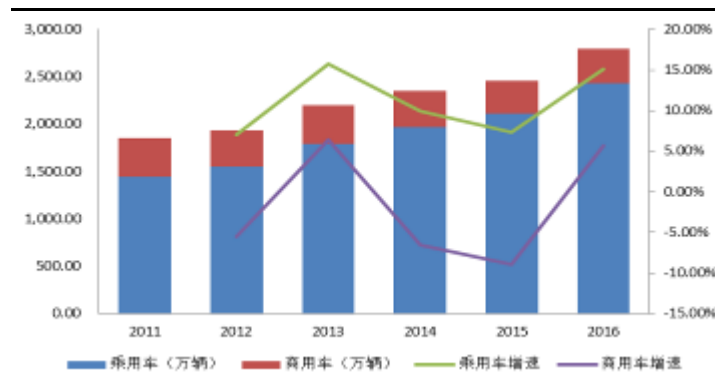
下游市场空间广阔 产业升级催生新空间

汽车市场平稳发展 零部件市场空间广阔

目前，中国是全球最大单一汽车市场，乘用车是中国汽车市场绝对主力细分市场。中国汽车工业协会发布最新数据显示，1-11

月,我国汽车产销分别是 2599.88 万辆和 2584.49 万辆,同比增长 3.88%和 3.59%,增速比 1-10 月减缓 0.39 个百分点和 0.54 个百分点。乘用车市场产销为 2222.21 万辆和 2209.14 万辆,同比增长 2.20%和 1.91%; 商用车市场产销为 377.67 万辆和 375.35 万辆,同比增长 15.02%和 14.79%。我国汽车行业保持平稳增长,为国内汽车零部件行业创造广阔空间,保障零部件行业平稳发展。

图 26: 中国汽车市场增速走势图



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 2016 年-2017 年中国乘用车市场月度走势图



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

自主品牌强势崛起 内资零部件迎战略机遇期

2017 年 1-11 月,自主品牌乘用车共销售 957.90 万辆,同比增长 3.54%,占乘用车销售总量 43.36%,市占率比去年同期提升 0.69 个百分点。中国品牌中排名前十的企业总销量达 827.25 万辆,占中国品牌企业合计的 86.36%。吉利提前实现调整后的销量目标,自主品牌强势崛起已是大势所趋。自主品牌崛起推动汽车市场繁荣,内资零部件企业将赢得更多市场机遇。

图 28: 2017 年 1-11 月中国自主品牌乘用车销量 (万辆)

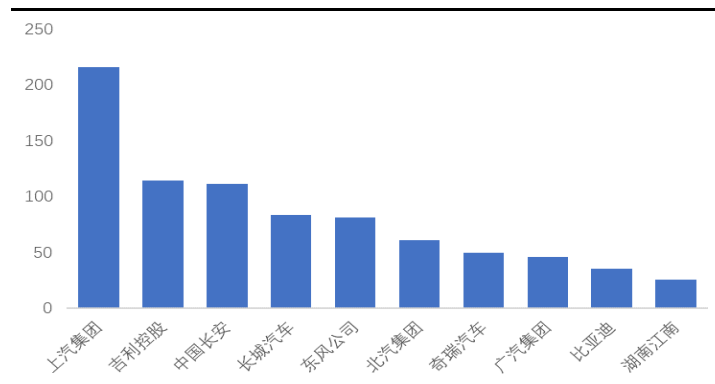
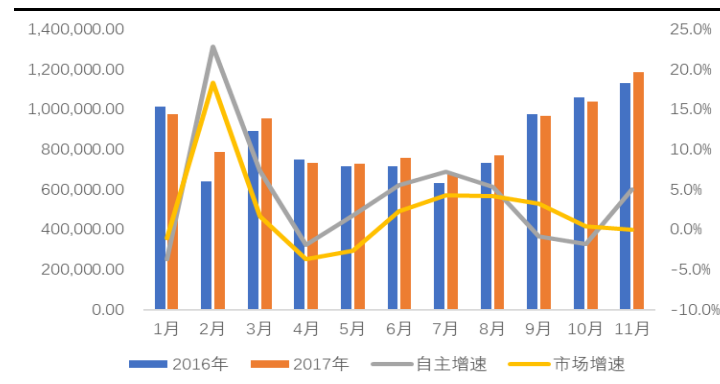


图 29: 2016-2017 年自主品牌汽车月度销量走势图 (辆, %)



资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

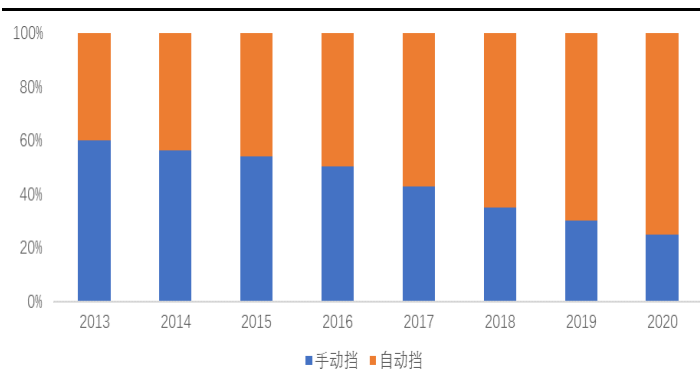
资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

注：企业数据按照集团口径统计，吉利控股销量包含康迪、知豆等品牌车型

市场升级催化汽车电子新空间

凭借低成本、技术成熟等产品优势，手动挡车型一直占据着我国汽车市场主要份额。近年来随着自主品牌崛起，零配件企业研发能力不断提升，自动挡车型渗透率不断提升，呈现逐步替代手动挡的趋势。国外成熟汽车市场的自动挡渗透率非常高，美国自动变速器市占率达到 90%，日本则将近 80%。我们预计中国自动挡在乘用车市场渗透率将平稳提高，2020 年自动挡市场渗透率有望达到 75%，自动挡操纵器市场增量空间巨大。

图 30：汽车市场自动挡比例平稳提升



资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心预测

与传统手动挡和传统自动挡相比，电子换挡系统具有体积小、重量轻、安装容易、燃油经济等特点，可根据客户需求提供独特外观设计。近年来，电子换挡系统在宝马、路虎等高端车型应用越来越广泛，并呈现从高端向中低端车型逐步渗透态势，本田冠道、别克君越等中档车新车均配置电子换挡系统。随着汽车消费升级和市场竞争加剧，汽车电子越来越成为新车型的新卖点，凯翼 C3R、众泰 T700 等自主品牌新车型均开始装配电子换挡系统。我们预计电子换挡系统在自主品牌新车高配车型应用将逐步增多，为我国零部件企业提供新的市场增量空间。

图 31：电子换挡器装备车型举例



资料来源：汽车之家，信达证券研发中心

排放标准不断升级 智能网联催化产品与产业变革

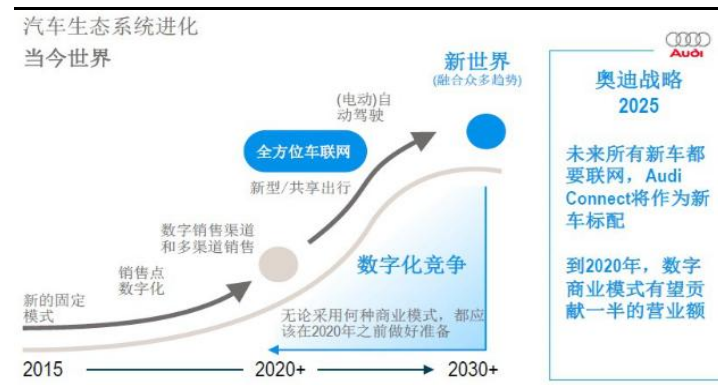
节能减排成为我国社会经济发展重要任务之一，国家不断提高汽车产品节能标准，逐步实施汽车污染物排放国四标准、国五标准。汽车排放标准不断提高，推动汽车产业向节能环保方向发展，拓展节能环保型零部件市场空间。

2016年3月，《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》正式出台，明确提出“深化大数据在各行业的创新应用，探索与传统产业协同发展新业态新模式，加快完善大数据产业链”。2017年12月，全国工业和信息化工作会议在京召开，明确加快发展车联网和智能网联汽车。受政策推动和市场拉动双重影响，车企纷纷投放具备联网功能的车型，如上汽推出荣威RX5，威马量产车型均100%联网。根据全球知名咨询机构罗兰贝格预测，2020年以后汽车行业进入全方位车联网时代，数字将在汽车行业竞争中扮演重要角色。

图 32：中国汽车排放标准演化图



图 33：汽车行业生态系统演化



资料来源：环保部，信达证券研发中心

资料来源：罗兰贝格《基于移动应用程序的车载智能插件成为实现汽车互联的捷径》，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

关键假设与盈利预测

变速操纵系统及软轴：变速操纵器是公司最重要的营收和利润来源，自动变速操纵器、电子换挡操纵器等新品持续投放，产品和客户结构不断优化。2017年上半年，变速操纵系统及软轴营收同比增长35%。下半年汽车市场进入周期性旺季，新产品新业务持续发力，我们预计2017年变速操纵器及软轴业务营收增长45%，2018年和2019年变速操纵器及软轴业务分别增长40%和30%，业务毛利率水平将平稳提升。

汽车拉索：汽车拉索属于成熟汽车部件，公司成功切入一汽大众奥迪等高端客户供应链体系。2017年上半年，汽车拉索营收同比增长31.22%，下半年市场基本保持平稳，我们预计2017年全年营业收入增长35%，2018年和2019年营收分别增长30%和25%，毛利率基本保持平稳。

电子油门踏板：随着汽车消费升级和节能减排标准不断提升，电子油门踏板业务迎来高速增长，成为企业业绩重要增长点。2017年上半年电子油门踏板营业收入同比增长32%，自主客户延续高增长态势，我们预计2017全年电子油门踏板业务营收增速为45%。自住客户强势崛起是大势所趋，我们预计2018、2019年公司营收增速为40%、30%。随着电子油门踏板业务规模化效应显现，我们预计毛利率水平将平稳提升。

我们对宁波高发业务收入预测如下表所示：

表 8：宁波高发主营业务收入预测

	2015 (A)	2016 (A)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
变速操纵器及软轴					
营业收入 (亿元)	3.4	4.2	6.2	8.6	11.2
收入增速	12%	26%	45%	40%	30%
销售毛利率	34.8%	36.8%	38.1%	38.5%	38.5%
汽车拉索					
营业收入 (亿元)	1.8	2.2	2.9	3.8	4.7
收入增速	8%	20%	35%	30%	25%
销售毛利率	22%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
电子油门踏板					

营业收入(亿元)	1.0	1.2	1.8	2.5	3.3
收入增速	54.8%	25.9%	45%	40%	30%
销售毛利率	27.9%	28.4%	29.4%	29.9%	29.9%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们预计宁波高发 2017 年至 2019 年的营业收入分别为 13 亿元、17 亿元和 22 亿元, 归属母公司净利润分别为 2.3 亿元, 3.2 亿元和 4.0 亿元, 对应 EPS 分别为 1.39 元、1.92 元和 2.41 元。宁波高发可比公司如下表所示:

表 9: 宁波高发可比公司列表

代码	上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
002488.sz	金固股份	11.9	80.4	0.2	0.5	0.8	61.5	24.9	14.6
600699.sh	均胜电子	34.1	324.0	1.3	1.5	1.8	26.9	23.0	18.5
601689.sh	拓普集团	25.0	182.0	1.1	1.4	1.7	22.8	18.2	14.7
603006.sh	继峰股份	11.2	70.7	0.5	0.7	0.8	22.4	17.5	13.9
002662.sz	京威股份	7.3	109.0	0.3	0.4	0.5	26.9	20.5	16.3
300176.sz	奥联电子	18.4	29.4	0.4	0.6	0.8	45.2	33.1	24.5
002590.sz	万安科技	13.2	63.1	0.4	0.5	0.6	36.8	28.6	22.5
300643.sz	万通智控	13.1	26.1	0.3	0.4	0.4	45.0	35.3	26.6
002355.sz	兴民智通	10.4	53.5	0.2	0.2	0.3	67.5	49.5	37.8
603085.sh	天成自控	25.7	57.5	0.3	0.5	0.7	82.6	51.9	38.3
平均值							42.1	29.2	22.0
603788.sh	宁波高发	35.0	57.6	1.4	1.9	2.4	25.2	18.2	14.5

资料来源: 万得, 注: 除宁波高发为信达证券研发中心预测外, 其余公司 EPS 与 PE 均取自万得一一致预期, 股价取自 2018 年 1 月 5 日收盘价。

可比公司 2017 年 PE 估值平均值为 42 倍。按照 2018 年 1 月 5 日收盘价 35.02 元/股计算, 我们预计宁波高发 2017 年 PE 为 25 倍, 低于行业平均水平。变速操纵器产品结构持续优化, 电子油门踏板保持高增长, 核心客户强势崛起态势延续, CAN 总线等新赢利点蓄势待发。公司是自主品牌强势崛起和汽车消费升级的核心受益标的, 首次覆盖我们给予宁波高发“增持”评级。

风险因素

1. 乘用车市场增速大幅回落风险;

2018 年经济增速下台阶风险仍存, 购置税优惠政策彻底退出透支消费需求, 2018 年乘用车市场增速存在大幅下滑风险。

2. 汽车市场竞争加剧风险;

汽车市场增速放缓, 细分市场竞争可能更加白热化, 主流客户增长速度存在放缓风险。

3. 新产品需求不及预期风险。

电子换挡器、虚拟仪表、车联网等业务仍处于市场培育期, 存在商业化应用慢于预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	857.75	925.74	1,699.41	1,935.57	2,224.09
货币资金	110.68	191.35	652.38	541.78	470.14
应收票据	244.14	364.47	533.47	720.19	913.56
应收账款	118.50	184.41	269.91	364.39	462.22
预付账款	4.06	13.84	19.84	26.61	33.73
存货	95.07	120.16	172.29	231.10	292.94
其他	285.29	51.51	51.51	51.51	51.51
非流动资产	156.05	261.54	589.54	800.30	1,045.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	109.29	144.93	175.04	469.87	670.96
无形资产	22.49	35.90	49.52	63.43	77.66
其他	24.27	80.71	364.99	267.01	297.02
资产总计	1,013.80	1,187.27	2,288.95	2,735.88	3,269.73
流动负债	257.84	320.79	436.87	567.62	704.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	115.65	157.72	226.14	303.33	384.49
其他	142.20	163.07	210.73	264.29	320.45
非流动负债	25.09	14.60	14.60	14.60	14.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.09	14.60	14.60	14.60	14.60
负债合计	282.94	335.38	451.47	582.22	719.54
少数股东权益	0.00	22.63	23.19	23.96	24.93
归属母公司股东权益	730.86	829.26	1,814.29	2,129.70	2,525.27
负债和股东权益	1013.80	1187.27	2288.95	2735.88	3269.73

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	668.42	860.59	1,259.64	1,700.52	2,157.10
同比(%)	15.37%	28.75%	46.37%	35.00%	26.85%
归属母公司净利润	112.40	157.14	227.94	315.41	395.57
同比(%)	17.18%	39.81%	45.05%	38.38%	25.41%
毛利率(%)	30.52%	32.53%	33.90%	34.33%	34.38%
ROE(%)	21.03%	20.14%	17.24%	15.99%	17.00%
EPS(摊薄)(元)	0.68	0.96	1.39	1.92	2.41
P/E	51	37	25	18	15
P/B	6.78	5.97	3.17	2.70	2.28
EV/EBITDA	35.38	25.78	20.76	14.78	11.54

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	668.42	860.59	1,259.64	1,700.52	2,157.10
营业成本	464.44	580.67	832.58	1,116.77	1,415.57
营业税金及附加	4.90	7.60	11.12	15.01	19.04
营业费用	31.98	41.25	60.38	81.51	103.40
管理费用	44.49	66.40	97.19	131.21	166.43
财务费用	-0.12	-0.58	-1.23	-5.51	-4.20
资产减值损失	1.62	1.33	3.66	4.94	6.26
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.29	6.85	4.71	6.29	5.95
营业利润	128.39	170.79	260.66	362.88	456.54
营业外收入	3.66	13.36	6.75	6.75	6.75
营业外支出	0.94	0.86	1.06	1.06	1.06
利润总额	131.11	183.28	266.35	368.56	462.23
所得税	18.72	25.76	37.86	52.38	65.70
净利润	112.40	157.53	228.49	316.18	396.53
少数股东损益	0.00	0.38	0.56	0.77	0.97
归属母公司净利润	112.40	157.14	227.94	315.41	395.57
EBITDA	141.45	194.49	280.66	394.11	504.93
EPS	0.80	1.11	1.39	1.92	2.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	22.54	78.78	41.00	118.71	209.55
净利润	112.40	157.53	228.49	316.18	396.53
折旧摊销	9.73	10.89	14.32	25.54	42.70
财务费用	0.60	0.32	0.00	0.00	0.00
投资损失	-7.29	-6.85	-4.71	-6.29	-5.95
营运资金变动	-77.50	-82.13	-200.22	-220.96	-229.10
其它	-15.41	-0.98	3.13	4.23	5.36
投资活动现金流	-292.88	74.86	-337.08	-229.31	-281.19
资本支出	-15.17	-16.36	-341.79	-235.59	-287.14
长期投资	429.29	426.22	4.71	6.29	5.95
其他	-707.00	-335.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	291.24	-74.06	757.10	0.00	0.00
吸收投资	372.74	9.72	870.22	0.00	0.00
借款	-21.90	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	48.54	83.77	113.12	0.00	0.00
现金净增加额	20.90	79.59	461.03	-110.60	-71.64

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

付盛刚，汽车行业研究助理，先后服务于上汽集团、吉利汽车等知名汽车制造商，7 年战略研究、市场研究、产品规划工作经历，2017 年 6 月加入信达证券，从事汽车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。