



2018-04-01

公司点评报告

买入/首次覆盖

宁波高发(603788)

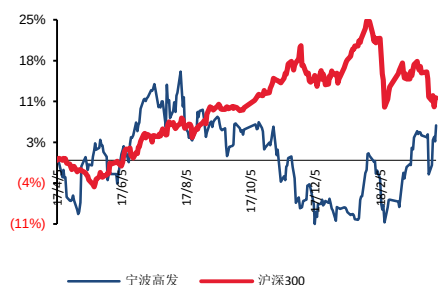
目标价: 51

昨收盘: 41.05

可选消费 汽车与汽车零部件

宁波高发：享产品升级盛宴，17 业绩靓丽，18 更加优秀

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	162/40
总市值/流通(百万元)	6,072/1,491
12 个月最高/最低(元)	52.79/20.17

相关研究报告：

证券分析师：白宇

电话：010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518020004

证券分析师：方杰

电话：010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120002

联系人：徐慧雄

◆ **事件。**宁波高发发布 2017 年年报：2017 年实现营收 12.08 亿元，同比增长 40.36%，归母净利润 2.33 亿元，同比增长 48.28%。公司拟每 10 股派 10 元，转增 4 股。公司计划在 2018 年营业收入同比增长 15%~30%。

◆ **公司年报披露的业绩与前期业绩预告基本一致，符合市场预期。**分季度来看，17Q4 公司营收 3.48 亿元，同比增长 34.17%，环比增长 29.09%，归母净利润 0.64 亿元，同比增长 40.65%，环比增长 24.22%。因 16 年 4 季度雪利曼已经并表，所以 17Q4 的高增长均由内生所致，尤其是自动挡和电子档产品在 4 季度的放量：17Q4 公司核心客户推出宝骏 510、宝骏 310 的自动挡产品，上市后获得热销，我们预计仅此即给公司带来 5pct 以上的增长；另外，我们预计电子换挡器也贡献了 5pct 以上的营收增长。17Q4 公司销售/管理/财务费用率同比分别增长 0.31/-0.57/0pct，环比分别增长 0.15/-1.23/0.19pct，三项费用率总体较为平稳。

◆ **三大主业均实现高速增长，换挡器业务最为耀眼。**全年来看，公司大主业：变速操纵器及软轴、汽车拉索以及电子油门踏板业务营收分别增长 37.44%、26.79%以及 27.26%，其中，变速操纵器业务增长最快，其主要来源于吉利等客户自动挡渗透率的提升（收入增速超过 27.2%的销量增速也可说明产品结构在升级），我们推测 17 年公司自动挡产品（含电子档）出货量增长超过 100%，在换挡器总出货量中占比达 1/4；拉索业务增长也较快，我们预计增长主要来自于该产品在一汽大众供应体系中份额的提升（收入增速远高于 14.79%的销量增速表明高附加值产品销量占比在提升）；电子油门踏板业务的增长主要来自于吉利、宝骏等客户整车销量的增长以及总体市场份额的提升（产品销量增速为 37.65%）。

◆ **研发费用大幅增长，但管理费用率同比下降。**期间费用方面，2017 年公司销售/管理/财务费用率分别同比增长-0.04/-0.26/0.01pct，总体费用控制较好，其中管理费用率显著下降，主要在于：17 年股权激励摊

销费用大幅下降（同比减少 963.4 万元，降幅达-59%）。另外，公司 17 年研发费用同比增长 61%，期间，公司完成新产品开发/改进项目数十项，获得发明专利 2 项。

◆ **换挡器业务未来仍有高速增长空间。**目前我国自主品牌乘用车自动挡车型渗透率仅 30% 左右，未来几年有望快速提升。而自动挡换挡器单价是手动挡产品的 2-5 倍，我们测算，未来 3 年换挡器行业市场规模复合增速超过 15%。公司是吉利、五菱宝骏等优质自主车企的自动换挡器的核心供应商，电子换挡器也已为众泰汽车实现匹配。2018 年，宝骏 530、360 等多款潜在热销车型陆续上市，公司对上汽通用五菱（公司第一大客户）的销售收入有望实现加速增长。另外，单车价值较高的电子换挡器产品也有望在更多优秀车型上搭载，实现放量。总体而言，2018 年公司换挡器业务（在营收中占比 48.32%）有望实现量价利齐升。

◆ **受益一汽大众，拉索业务 18 年有望持续高增。**公司拉索业务的最核心客户是南北大众，18 年一汽大众将迎来产品大年，另外，公司在一汽大众（含奥迪）供应体系中，份额仍有较大提升空间，我们预计，18 年一汽大众有望给公司带来 5pct 的营收增长。

◆ **投资建议。**我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.8/3.34/3.61 亿元，对应目前市值，PE 分别为 24/20/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示。**电子换挡产品增长缓慢；五菱宝骏汽车销量大幅下滑

◆ **盈利预测和财务指标**

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,208	1,484	1,817	2,013
同比	40.4%	22.9%	22.4%	10.8%
归母净利润(百万元)	230	280	334	361
同比	19.1%	18.9%	18.4%	17.9%
EPS(元)	1.40	1.70	2.03	2.20
PE	25.16	24.09	20.21	18.70

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	217	361	365	411	营业收入	1208	1484	1817	2013
应收和预付款项	281	338	413	456	营业成本	798	990	1221	1362
存货	158	190	234	261	营业税金及附加	11	14	17	19
其他流动资产	1330	1453	1587	1665	销售费用	57	70	84	93
流动资产合计	1987	2343	2599	2794	管理费用	78	93	114	127
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-1	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值损失	13	0	0	0
固定资产	154	154	148	142	投资收益	6	6	6	6
在建工程	4	9	14	19	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产开发支出	35	34	33	32	营业利润	260	323	386	418
长期待摊费用	0				其他非经营损益	13	6	6	6
其他非流动资产	287	292	290	288	利润总额	273	329	392	424
资产总计	2274	2634	2889	3082	所得税	37	44	53	57
短期借款	0	0	0	0	净利润	236	284	339	367
应付和预收款项	198	226	278	310	少数股东损益	3	4	5	6
长期借款	0	0	0	0	归母股东净利润	233	280	334	361
其他负债	204	450	560	650					
负债合计	403	676	838	960	主要财务比率				
股本	164	164	164	164		2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	1226	1226	1226	1226	毛利率	33.94%	33.29%	32.82%	32.32%
留存收益	468	551	639	704	销售净利率	19.29%	18.87%	18.37%	17.93%
归母公司股东权益	1846	1929	2016	2081	销售收入增长率	40.36%	22.86%	22.41%	10.78%
少数股东权益	26	30	35	41	EBIT 增长率	48.95%	20.81%	19.23%	8.18%
股东权益合计	1871	1958	2051	2122	净利润增长率	48.28%	20.21%	19.16%	8.12%
负债和股东权益	2274	2634	2889	3082	ROE	12.62%	14.52%	16.56%	17.34%
					ROA	10.25%	10.63%	11.55%	11.71%
					ROIC	14.20%	17.77%	20.07%	21.40%
					EPS(X)	1.59	1.70	2.03	2.20
					PE(X)	22.17	24.09	20.21	18.70
					PB(X)	3.14	3.50	3.35	3.24
					PS(X)	4.80	4.55	3.71	3.35
					EV/EBITDA(X)	19.49	18.59	15.65	14.38

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。