

业绩符合预期，市场稳步开拓

投资要件

- **业绩总结:** 2018年上半年，公司实现营收 7.38 亿元，同比增长 25.1%，实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 32.2%。毛利率 33.4%，同比下滑 0.1 个百分点，净利率 21.4%，同比提升 1.0 个百分点。
- **业绩稳定增长，期间费用率稳中有降。** 公司下游主要客户上汽通用五菱、吉利汽车、南北大众等上半年销量保持稳定增长，上半年乘用车业务实现营收 6.03 亿元，同比增长 29.3%，商用车业务实现营收 1.22 亿元，同比增长 7.9%。与此同时，自动变速操纵器占比进一步提升带动公司业绩稳定增长，上半年公司变速操纵器、电子油门踏板和汽车拉索分别实现同比 29.9%、24.0% 和 23.5% 的增长。毛利率方面，受上游原材料价格的上涨的影响，总体毛利率较去年同期下降了 0.1 个百分点。期间费用率上半年为 9.8%，较去年同期下降 1.1 个百分点，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比变动-0.5%、-0.5% 和-0.1%。
- **市场稳步开拓，保障后续发展。** 随着市场开拓方面，上半年公司取得较大进展。变速操纵器业务，公司上半年取得了长城汽车和观致汽车的配套资格，并开始配套比亚迪汽车，而电子变速操纵器业务已经取得多家主机厂的配套资格；电子油门踏板业务，上半年开始批量供货上汽乘用车。在合资品牌开拓方面，公司已经开始接洽。我们认为，随着公司市场的稳步开拓，以及自动变速操纵器渗透率的提升，公司变速操纵器业务在量与价两个方面都将实现稳步增长。长期来看，电子变速操纵器的普及，将为公司长期发展奠定基础。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年归母净利润 3.0/3.7/4.6 亿，对应 EPS 分别为 1.32/1.62/1.99 元，对应估值 14 倍、11 倍、9 倍。自动变速操纵器渗透率提升，带动公司产品量价齐升，同时积极布局汽车电子领域，打开后续成长空间。给予公司 2018 年 20 倍估值，对应目标价 26.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车产销不及预期、自动变速操纵器渗透不及预期、汽车电子部分产品兑现不及预期等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1207.93	1533.42	1853.66	2232.86
增长率	40.36%	26.95%	20.88%	20.46%
归属母公司净利润(百万元)	233.01	304.21	373.40	457.49
增长率	48.28%	30.56%	22.75%	22.52%
每股收益 EPS(元)	1.01	1.32	1.62	1.99
净资产收益率 ROE	12.61%	14.35%	15.36%	16.26%
PE	18	14	11	9
PB	2.28	2.00	1.74	1.50

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

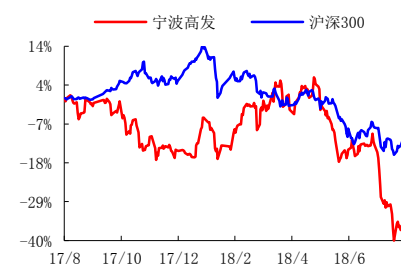
分析师: 石川
 执业证号: S1250518070001
 电话: 023-67898871
 邮箱: SC@SWSC.COM.CN

联系人: 刘洋
 电话: 021-58351909
 邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 宋伟健
 邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 丁逸朦
 邮箱: dym@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.30
流通 A 股(亿股)	2.29
52 周内股价区间(元)	17.36-43.73
总市值(亿元)	42.11
总资产(亿元)	22.37
每股净资产(元)	7.99

相关研究

1 业绩稳步增长，市场逐步开拓

宁波高发是国内优质的机电一体化汽车供应商，并专业从事汽车变速操纵系统的开发制造，目前拥有轿车手动/自动操纵变速器系统、商用车操纵变速器及软轴总成、电子油门踏板、汽车用拉锁等多款产品。并为一汽大众、上汽大众、上汽通用五菱、吉利汽车、宇通客车、金龙汽车等国内优质整车厂配套供应。

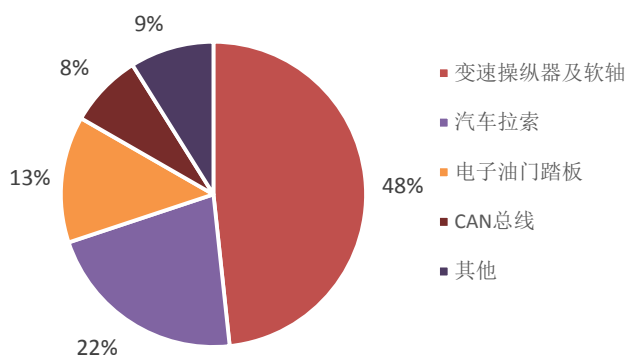
图 1：公司业务版图



数据来源：公司公告，西南证券整理

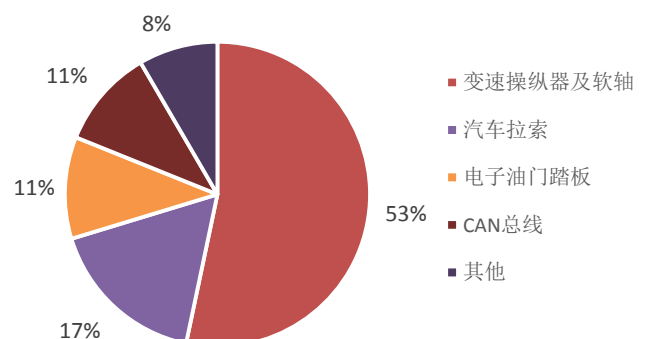
公司主营业务结构：目前公司已经形成变速操纵器系统、电子油门踏板、汽车拉锁、CAN 总线（2016 年并入雪利曼获得）等几大业务体系，并已配套自主品牌为主。截至 2017 年，公司变速操纵器、汽车拉锁、电子油门踏板、CAN 总线业务营收占比分别为 48.3%、31.6%、13.4%和 7.8%，毛利占比分别为 53.3%、17.0%、10.8%和 10.5%。

图 2：公司 2017 年主营业务结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：公司 2017 年主营毛利结构

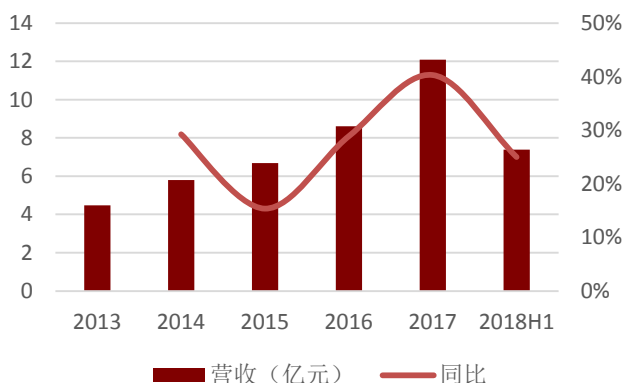


数据来源：wind，西南证券整理

公司业绩状况: 近两年公司业绩保持高速增长,一方面受益于国内自主品牌的高速发展,公司下游主要客户上汽通用五菱、吉利汽车等销量保持稳定增长;另一方面,随着自动变速器在自主品牌的快速渗透,公司变速操纵器业务中附加值更高的自动挡产品占比稳步提升,保证了公司变速操纵器业务的较高速发展。

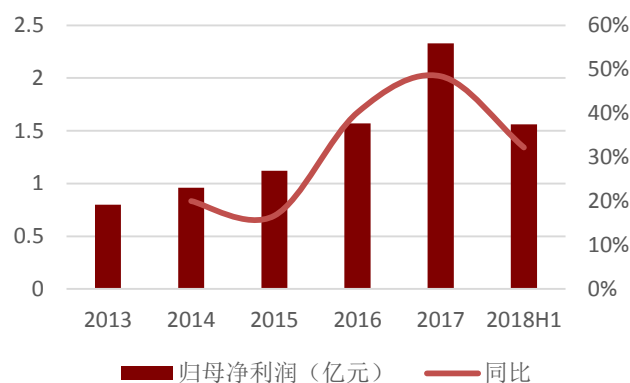
2018 年上半年,公司实现营收 7.38 亿元,同比增长 25.1%,实现归母净利润 1.56 亿元,同比增长 32.2%。毛利率 33.4%,同比下滑 0.1 个百分点,净利率 21.4%,同比提升 1.0 个百分点。公司下游主要客户上汽通用五菱、吉利汽车、南北大众等上半年销量保持稳定增长,上半年乘用车业务实现营收 6.03 亿元,同比增长 29.3%,商用车业务实现营收 1.22 亿元,同比增长 7.9%。与此同时,自动变速操纵器占比进一步提升带动公司业绩稳定增长,上半年公司变速操纵器、电子油门踏板和汽车拉索分别实现同比 29.9%、24.0%和 23.5%的增长。毛利率方面,受上游原材料价格的上涨的影响,总体毛利率较去年同期下降了 0.1 个百分点。期间费用率上半年为 9.8%,较去年同期下降 1.1 个百分点,其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比变动-0.5%、-0.5%和-0.1%。

图 4: 公司 2013-2018H 营业收入及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

图 5: 公司 2013-2018H 年归母净利润及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 假设 2018-2020 年变速操纵器销量增速为 18%、16%、15%，其中受益自动变速操纵器占比的提升，产品均价稳步上升，并且毛利率稳中有升。

2) 假设 2018-2020 年电子油门踏板销量增速为 20%、20%、18%，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
变速操纵器及软轴	收入	583.7	755.5	976.2	1238.4
	增速	37.4%	29.4%	29.2%	26.9%
	毛利率	37.4%	37.8%	38.0%	38.4%
汽车拉索	收入	260.5	331.6	347.6	365.0
	增速	20.8%	27.3%	4.8%	5.0%
	毛利率	26.8%	28.0%	27.8%	27.7%
电子油门踏板	收入	161.7	191.6	227.1	269.3
	增速	31.3%	18.5%	18.5%	18.6%
	毛利率	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%
CAN 总线	收入	94.5	103.9	124.7	149.6
	增速	455.0%	10.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	45.7%	45.7%	45.7%	45.7%
电磁风扇离合器	收入	4.7	5.2	5.7	6.3
	增速		10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	37.1%	35.5%	34.8%	35.8%
其他主营业务	收入	81.2	121.7	146.1	175.3
	增速	46.0%	50.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	35.2%	34.5%	35.3%	35.0%
其他业务	收入	21.7	23.9	26.3	28.9
	增速	78.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
合计	收入	1207.9	1533.4	1853.7	2232.9
	增速	40.4%	26.9%	20.9%	20.5%
	毛利率	33.9%	34.0%	34.5%	35.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2018-2020 年归母净利润 3.0/3.7/4.6 亿，对应 EPS 分别为 1.32/1.62/1.99 元，对应估值 14 倍、11 倍、9 倍。自动变速操纵器渗透率提升，带动公司产品量价齐升，同时积极布局汽车电子领域，打开后续成长空间。给予公司 2018 年 20 倍估值，对应目标价 26.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况（2018/8/30）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600699.SH	均胜电子	0.42	1.22	1.41	58	20	17
002920.SZ	德赛西威	1.37	1.14	1.35	16	19	16
601689.SH	拓普集团	1.06	1.21	1.46	16	14	12
002906.SZ	华阳集团	0.68	0.73	0.88	20	18	15
603197.SH	保隆科技	1.66	1.32	1.68	14	18	14
300585.SZ	奥联电子	0.37	0.43	0.52	32	27	23
平均值					26	19	16
603788.SH	宁波高发	1.01	1.32	1.62	18	14	11

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

汽车产销不及预期、自动变速操纵器渗透不及预期、汽车电子部分产品兑现不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1207.93	1533.42	1853.66	2232.86	净利润	235.93	305.67	375.42	460.19
营业成本	798.01	1011.39	1213.56	1450.34	折旧与摊销	14.67	14.09	14.89	15.62
营业税金及附加	11.46	13.66	16.85	20.31	财务费用	-0.72	1.29	4.36	7.79
销售费用	57.43	61.34	74.15	89.31	资产减值损失	12.61	10.00	10.00	10.00
管理费用	78.09	92.01	111.22	133.97	经营营运资本变动	-948.07	-344.49	-370.88	-433.81
财务费用	-0.72	1.29	4.36	7.79	其他	790.61	-10.00	-8.00	-11.00
资产减值损失	12.61	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	105.03	-23.45	25.78	48.79
投资收益	5.82	0.00	0.00	0.00	资本支出	-26.44	-40.00	-40.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-818.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-844.52	-40.00	-40.00	-20.00
营业利润	259.63	343.74	423.53	521.13	短期借款	0.00	60.93	111.44	91.60
其他非经营损益	13.22	9.76	10.64	11.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	272.85	353.50	434.17	532.21	股权融资	876.83	0.00	0.00	0.00
所得税	36.92	47.84	58.75	72.02	支付股利	-113.12	-46.60	-60.84	-74.68
净利润	235.93	305.67	375.42	460.19	其他	-5.18	-14.64	-4.36	-7.79
少数股东损益	2.92	1.46	2.02	2.70	筹资活动现金流净额	758.53	-0.31	46.24	9.13
归属母公司股东净利润	233.01	304.21	373.40	457.49	现金流量净额	19.04	-63.76	32.02	37.92
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	217.10	153.34	185.37	223.29	成长能力				
应收和预付款项	753.26	943.21	1146.00	1380.27	销售收入增长率	40.36%	26.95%	20.88%	20.46%
存货	158.39	200.74	238.86	286.86	营业利润增长率	52.02%	32.40%	23.21%	23.05%
其他流动资产	858.00	1089.20	1316.66	1586.01	净利润增长率	49.77%	29.56%	22.82%	22.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	51.07%	31.27%	23.30%	22.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	157.42	177.27	186.32	184.64	毛利率	33.94%	34.04%	34.53%	35.05%
无形资产和开发支出	104.50	110.57	126.63	132.70	三费率	11.16%	10.08%	10.24%	10.35%
其他非流动资产	25.33	25.33	25.33	25.33	净利率	19.53%	19.93%	20.25%	20.61%
资产总计	2274.00	2699.65	3225.18	3819.08	ROE	12.61%	14.35%	15.36%	16.26%
短期借款	0.00	60.93	172.37	263.97	ROA	10.37%	11.32%	11.64%	12.05%
应付和预收款项	387.60	506.20	605.32	721.67	ROIC	17.79%	15.19%	15.55%	16.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.65%	23.42%	23.89%	24.39%
其他负债	15.17	2.23	2.61	3.06	营运能力				
负债合计	402.78	569.36	780.31	988.70	总资产周转率	0.70	0.62	0.63	0.63
股本	164.35	230.09	230.09	230.09	固定资产周转率	8.09	9.77	11.30	13.20
资本公积	1226.18	1160.44	1160.44	1160.44	应收账款周转率	5.33	5.16	5.10	5.06
留存收益	468.48	726.09	1038.65	1421.46	存货周转率	5.73	5.63	5.50	5.49
归属母公司股东权益	1845.67	2103.28	2415.83	2798.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.88%	—	—	—
少数股东权益	25.55	27.01	29.03	31.73	资本结构				
股东权益合计	1871.22	2130.29	2444.87	2830.38	资产负债率	17.71%	21.09%	24.19%	25.89%
负债和股东权益合计	2274.00	2699.65	3225.18	3819.08	带息债务/总负债	0.00%	10.70%	22.09%	26.70%
					流动比率	4.94	4.19	3.70	3.52
					速动比率	4.54	3.84	3.39	3.23
					股利支付率	48.55%	15.32%	16.29%	16.32%
					每股指标				
					每股收益	1.01	1.32	1.62	1.99
					每股净资产	8.02	9.14	10.50	12.16
					每股经营现金	0.46	-0.10	0.11	0.21
					每股股利	0.49	0.20	0.26	0.32
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	273.58	359.11	442.77	544.54					
PE	18.07	13.84	11.28	9.20					
PB	2.28	2.00	1.74	1.50					
PS	3.49	2.75	2.27	1.89					
EV/EBITDA	10.16	11.40	9.42	7.76					
股息率	2.69%	1.11%	1.44%	1.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn