



主力产品升级，布局汽车电子

——宁波高发（603788）财报点评

2018年08月30日

推荐/首次

宁波高发

财报点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032

事件：

公司发布2018年上半年度业绩公告，报告期内公司实现营业收入7.38亿元，同比增长25.08%，净利润1.58亿元，同比增长31.09%；实现基本每股收益0.68元，同比增长11.48%。

表1：公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	259.52	299.06	290.96	269.72	348.19	384.41	353.56
增长率（%）	51.62%	50.38%	42.23%	36.47%	34.17%	28.54%	21.51%
毛利率（%）	32.48%	32.86%	34.01%	34.90%	34.05%	33.78%	32.89%
期间费用率（%）	13.56%	10.51%	11.32%	11.91%	11.01%	10.03%	9.62%
营业利润率（%）	19.54%	21.08%	21.50%	22.09%	21.38%	24.57%	23.54%
净利润（百万元）	45.66	61.48	58.77	52.08	63.59	82.71	74.92
增长率（%）	51.47%	58.87%	62.59%	40.70%	39.26%	34.53%	27.48%
每股盈利（季度，元）	0.32	0.43	0.41	0.31	0.39	0.50	0.32
资产负债率（%）	28.25%	27.36%	29.27%	16.42%	17.71%	15.50%	16.54%
净资产收益率（%）	5.36%	6.72%	6.82%	2.92%	3.40%	4.23%	4.01%
总资产收益率（%）	3.85%	4.88%	4.82%	2.44%	2.80%	3.57%	3.35%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

主要观点：

- **主营业务增长较快，期间费用控制得力。**汽车变速操纵器、电子油门踏板和汽车拉索产品是公司主营业务，2017年占公司营收的83%以上。2018H1上述三大业务分别增长29.89%、24.01%和23.54%，保持较高的增速，为公司业绩增长带来了主要的贡献。公司上半年经营状况良好，销售费用、管理费用和财务费用的比例分别同比下降0.48、0.54和0.05个百分点，我们认为公司期间费率下降的主要原因是规模效应和成本控制能力的体现。
- **受益于自动挡、电子换挡系统普及。**自动挡变速器在国内乘用车市场渗透率近60%，距离国外80%左右的水平还有较大的空间，尤其是自主品牌自动挡比例更低。公司自动挡操纵器价格为手动挡的1.5-2倍，而电子挡位操纵器价格为手动挡价格的5倍左右，主要应用在高配车型上。公司电子变速操纵器业已取得多家主机厂的配套资格，并且募集资金新建2条汽车电子换挡系统产品生产线，项目建成达产后，将新增汽车电子换挡系统产能40万套/年。我们判断随着自动挡变速器渗透率提高，以及电子换挡系统下

沉到中低端车型，未来公司在换挡器领域将保持较高的增长。

- **外延并购，布局汽车电子。**公司深耕传统优势产品的同时，积极拓展汽车电子和控制领域，收购国内 CAN 总线供应商雪利曼电子 80% 股权和雪利曼软件 35.55% 股权，切入 CAN 总线控制系统、行车记录仪和数字传感等领域；同时参股赛卓电子科技（上海）有限公司，持股比例 12.50%。我们认为公司在汽车电子领域前瞻性布局，进行技术储备，利用现有优势客户资源拓展新业务，未来将会成为公司业绩重要增量。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 15.89 亿元、20.61 亿元和 26.42 亿元；归母净利润分别为 3.08 亿元、3.94 亿元和 5.01 亿元；EPS 分别为 1.31 元、1.66 元和 2.07 元，对应 PE 分别为 13.98X、11.03X 和 8.85X，给予“推荐”评级。

风险提示：配套车型销量不及预期，汽车电子业务发展不及预期。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业收入	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业成本	营业税金及附	管理费用	资产减值损失	公允价值变动	投资净收益
流动资产合计	926	1987	2456	2973	3633	营业收入	861	1208	1571	2005	2527						
货币资金	191	217	316	382	495	营业成本	581	798	1035	1317	1657						
应收账款	184	269	343	438	552	营业税金及附	8	11	14	19	23						
其他应收款	2	1	2	2	3	管理费用	41	57	74	95	119						
预付款项	14	12	20	23	31	资产减值损失	1.33	12.61	12.61	12.61	12.61						
存货	120	158	205	261	329	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他流动资产	50	858	967	1097	1254	投资净收益	6.85	5.82	5.82	5.82	5.82						
非流动资产合计	262	287	274	262	251	营业利润	171	260	339	431	541						
长期股权投资	0	0	0	0	0	净利润	13.36	13.54	14.00	14.00	14.00						
固定资产	144.93	153.57	144.29	135.75	127.89	所得税	26	37	48	58	73						
无形资产	36	35	34	33	32	营业外收入	0.86	0.32	0.32	0.32	0.32						
其他非流动资产	5	9	9	9	9	营业外支出	0	3	4	5	6						
资产总计	1187	2274	2730	3235	3884	利润总额	183	273	353	445	555						
流动负债合计	321	402	643	970	1398	所得稅	216	308	353	451	569						
短期借款	0	0	131	334	613	净利润	158	236	305	387	482						
应付账款	158	192	245	312	392	少数股东损益	0	3	4	5	6						
预收款项	5	7	9	13	17	归属母公司净	157	233	301	382	476						
一年内到期的非	19	13	19	17	16	EBITDA	216	308	353	451	569						
非流动负债合计	15	0	-15	-32	-54	EPS (元)	1.13	1.59	1.31	1.66	2.07						
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							
负债合计	335	403	628	938	1345	成长能力											
少数股东权益	23	26	29	34	40	营业收入增长	28.75%	40.36%	30.06%	27.64%	26.03%						
实收资本(或股)	141	164	230	230	230	营业利润增长	33.02%	52.02%	30.62%	27.13%	25.46%						
资本公积	372	1226	1226	1226	1226	归属于母公司	39.81%	48.28%	29.29%	26.70%	24.72%						
未分配利润	294	392	437	501	577	盈利能力											
归属母公司股东	829	1846	2072	2263	2499	毛利率(%)	32.53%	33.94%	34.14%	34.30%	34.42%						
负债和所有者权	1187	2274	2730	3235	3884	净利率(%)	18.30%	19.53%	19.42%	19.28%	19.07%						
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润	2.94%	13.24%	10.25%	11.04%	11.80%						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	18.95%	12.62%	14.54%	16.86%	19.05%						
经营活动现金流	79	105	60	87	119	偿债能力											
净利润	158	236	305	387	482	资产负债率(%)	28%	18%	23%	29%	35%						
折旧摊销	45.92	48.76	12.26	11.52	10.84	流动比率	2.89	4.94	3.44	2.80	2.41						
财务费用	-1	-1	0	7	16	速动比率	2.51	4.54	3.15	2.56	2.19						
应收账款减少	0	0	-74	-95	-114	营运能力											
预收帐款增加	0	0	3	3	4	总资产周转率	0.78	0.70	0.63	0.67	0.71						
投资活动现金流	75	-845	-7	-7	-7	应收账款周转	6	5	5	5	5						
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转	6.30	6.92	7.20	7.20	7.17						
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)											
投资收益	7	6	6	6	6	每股收益(最新)	1.13	1.59	1.31	1.66	2.07						
筹资活动现金流	-74	759	47	-14	1	每股净现金流	0.56	0.12	0.43	0.29	0.49						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	5.86	11.23	9.01	9.84	10.86						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	23	66	0	0	P/E	16.19	11.51	13.98	11.03	8.85						
资本公积增加	9	854	0	0	0	P/B	3.12	1.63	2.03	1.86	1.68						
现金净增加额	80	19	99	66	113	EV/EBITDA	11.17	9.11	11.46	9.27	7.63						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。