

公司调研点评

宁波高发 (603788)

汽车 | 汽车零部件

放低预期重评估, 具备配置价值

2019年03月28日

评级 推荐

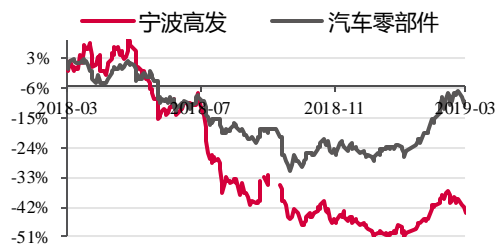
评级变动 调高

合理区间 19.0-21.8 元

交易数据

当前价格 (元)	15.79
52 周价格区间 (元)	13.48-44.35
总市值 (百万)	3633.19
流通市值 (百万)	3633.19
总股本 (万股)	23009.42
流通股 (万股)	23009.42

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
宁波高发	-3.9	9.27	-43.32
汽车零部件	4.96	20.37	-11.4

何晨

分析师

执业证书编号: S0530513080001
hechen@cfzq.com

0731-84779574

李文瀚

研究助理

liwh1@cfzq.com

0731-89955753

相关报告

- 1 《宁波高发: 宁波高发 (603788) 2017 年年报点评: 自动挡渗透率提升, 公司“高”速“发”展》 2018-04-03
- 2 《宁波高发: 公司研究*新股宁波高发 (603788) 点评: 国内领先的汽车操纵控制系统企业》 2014-12-15

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	860.59	1207.93	1425.36	1639.16	1967.00
净利润 (百万元)	157.14	233.01	273.44	311.86	333.14
每股收益 (元)	0.68	1.01	1.19	1.36	1.45
每股净资产 (元)	3.60	8.02	8.69	9.07	9.49
P/E	23.12	15.59	13.29	11.65	10.91
P/B	4.38	1.97	1.82	1.74	1.66

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

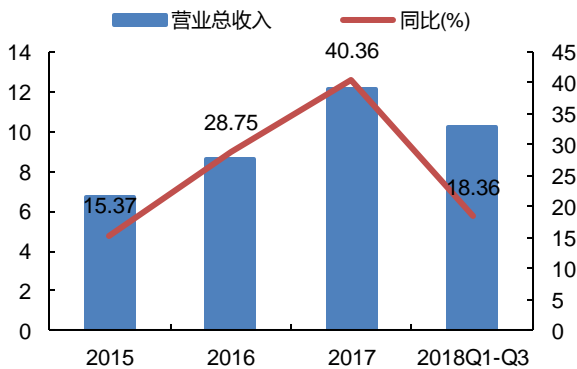
- **费用管控优秀, 净利率增速快于营收。**公司 2018 年三季度所示, 前三季度实现 10.18 亿元, 同比增加 18.36%, 归母净利润 2.06 亿元, 同比增加 21.83%。净利率为 20.47%, 较去年同期增加 0.42pct。公司 2018 年利润增速快于营收的主要原因有二: 一方面是高毛利产品销量占比提升, 一定程度上降低了年内主机厂较高的年降和原材料价格上升带来的毛利率下滑压力; 另一方面则来自于公司非常优秀的费用管控能力, 公司截止 2018 年三季报的三费率为 10.44%, 较去年同期下降 0.78pct。
- **变速操纵器业务具备量价齐升逻辑。**变速操纵器单价和毛利率显著提升的主要原因是供货结构由手动挡变速器为主, 转向高附加值的自动挡变速器和电子档杆, 而销售单价有望由 150 元增加至 360 元和 700-800 元每套。考虑到公司目前的主要客户为上汽通用五菱、吉利等低端车型, 自动挡产品销量占比相对不高, 因此我们未来随着下游客户的产品升级, 自动挡车型销售占比有望继续提升, 公司档位操纵器业务将明显受益于产品升级带来的量价提升。
- **汽车拉索及电子油门踏板稳健贡献利润。**公司汽车拉索及电子油门踏板业务为仅次于变速操纵器的重要业务, 两者 2017 年合计占总营收比例约为 35%, 2015-2017 年汽车拉索业务营收复合增长率为 16.0%, 电子油门踏板营收复合增长率为 37.0%, 均远超汽车销量增速。在营收快速增长的同时, 两项业务的毛利率稳中有升。
- **公司受益于自动挡车型渗透率提升和汽车电动化, 产品单价有望进一步提升。**同时依托优秀成本控制能力, 凭借更低价格切入更多下游主机厂供应链, 获得更大市场份额。我们看好公司所处换挡器升级的细分赛道以及优秀的成本控制能力, 预计 2018-2019 年实现归母净利润 2.73、3.11 亿元, EPS 分别为 1.19、1.36 元, 对应当前股价 PE 分别为 13.29、11.56X, 上调公司评级至“推荐”评级。考虑到公司核心下游客户上汽通用五菱 2019 年上半年销量承压, 给予公司 2019 年 14-16 倍 PE, 对应估值区间为 19.0-21.8 元。
- **风险提示: 汽车销量不达预期; 下游客户开拓不达预期**

1 汽车电子领域优质成长个股

公司位于浙江宁波，是一家专业从事汽车操纵控制产品设计、开发、制造及经营为一体的高新技术企业，拥有变速软轴、变速操纵器、电子油门踏板及电磁风扇离合器四大类产品，在机电一体操纵技术上处于国内领先地位。

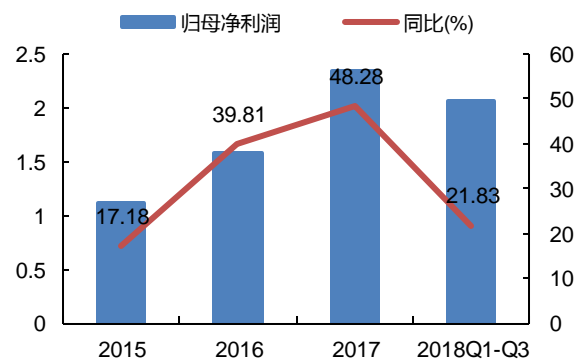
公司自 2015 年上市，此后三年的营业收入年均复合增速为 27.78%，净利润复合增速为 28.66%，业绩增长快速稳健。2018 年前三季度实现营业收入 53.36 亿元，同比增长 26.64%，归母净利润 4.72 亿元，同比增长 39.59%，扣非归母净利润 4.41 亿元，同比增长 49.91%。

图 1：宁波高发营业收入及增速



资料来源：Wind，财富证券

图 2：宁波高发净利润及增速



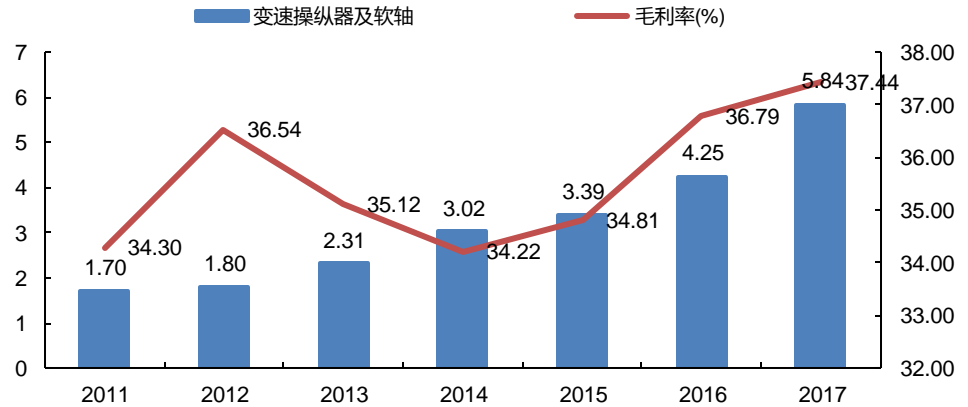
资料来源：Wind，财富证券

根据公司 2018 年三季报所示，前三季度实现 10.18 亿元，同比增加 18.36%，归母净利润 2.06 亿元，同比增加 21.83%。公司 2018 年利润增速快于营收的主要原因有二：一方面是高毛利产品销量占比提升，一定程度上降低了年内主机厂较高的年降和原材料价格上升带来的毛利率下滑压力；另一方面则来自于公司非常优秀的费用管控能力，公司截止 2018 年三季报的三费率为 10.44%，较去年同期下降 0.78pct。

2 自动挡车型成为主流，变速操纵器量价齐升

公司核心业务自上市以来一直为变速操纵器及软轴，是用来改变变速器齿轮的搭配实现换挡的机构。2015-2017 年营收复合增长为 24.5%，占营收比均保持 50% 左右，毛利率由 34.22% 提升至 37.44%。变速操纵器单价和毛利率显著提升的主要原因是供货结构由手动挡变速器为主，转向高附加值的自动挡变速器和电子档杆，而销售单价有望由 150 元增加至 360 元和 700-800 元每套。考虑到公司目前的主要客户为上汽通用五菱、吉利等低端车型，自动挡产品销量占比相对不高，因此我们未来随着下游客户的产品升级，自动挡车型销售占比有望继续提升，公司档位操纵器业务将明显受益于产品升级带来的量价提升。

图 3：公司变速操纵器业务收入及毛利率变化

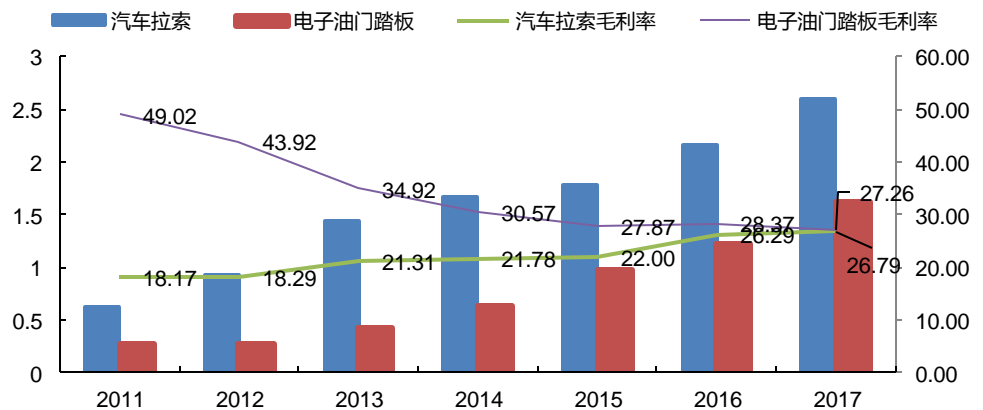


资料来源：Wind，财富证券

3 汽车拉索及电子油门踏板稳健贡献利润

公司汽车拉索及电子油门踏板业务为仅次于变速操纵器的重要业务，两者 2017 年合计占总营收比例约为 35%，2015-2017 年汽车拉索业务营收复合增长率为 16.0%，电子油门踏板营收复合增长率为 37.0%，均远超汽车销量增速。在营收快速增长的同时，两项业务的毛利率稳中有升。特别是汽车拉索业务，单价不足十元，属于典型的薄毛利率业务，成本传导能力薄弱，但公司通过出色的生产制造和费用管控能力，实现了拉索业务自 2011 年起至今销售毛利率 7 年连续上升，由 2011 年的 18.17% 提升至 2017 年的 26.79%。

图 4：汽车拉索及电子油门踏板营收及毛利率变化



资料来源：Wind，财富证券

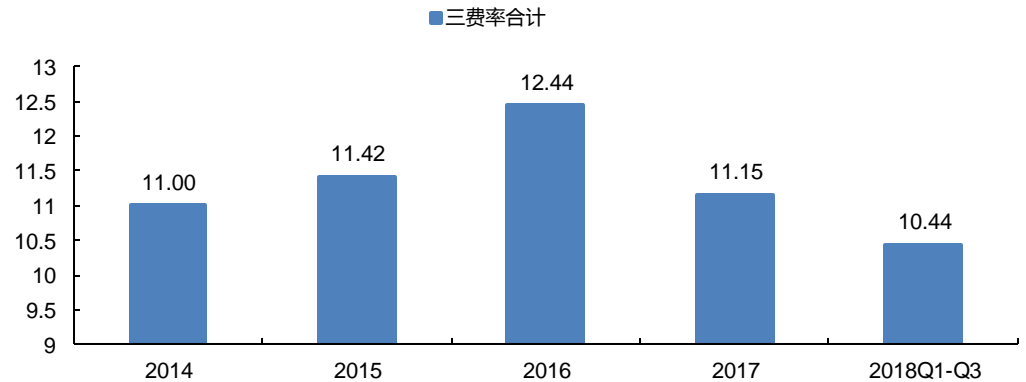
4 未来增长看点

公司除上述乘用车业务外，也涉及 CAN 总线控制系统和电风扇离合器等产品的生产制造，但目前均未明显贡献业绩，因此我们认为公司未来的增长主要来源于以下几个方面：

- (1) 产品结构改善：由手动挡变速操纵器变为自动挡操纵器，单价提升超一倍，市场规模提升一倍；

- (2) 下游客户拓展: 公司目前均为 B 点配套, 未来有转 A 点扩大市场份额可能。同时, 加大对通用五菱以外客户供货, 如吉利、比亚迪、长城和上汽等, 因目前公司所占份额相对较低, 未来替换空间巨大。
- (3) 控制成本、降低费用: 公司控制费用能力在汽车制造业内属于翘楚, 上市后在研发费用率维持在 4% 的情况下, 三费率合计仅为 11% 左右, 并逐年递减。我们认为对于制造业, 控制成本能力极为重要, 公司强大控费能力将使产品相对竞品有明显价格优势, 进而在提升市占率的情况下也能维持稳定毛利率。

图 5: 公司 2014 年至今三费率合计



资料来源: Wind, 财富证券

5 投资策略

公司受益于自动挡车型渗透率提升和汽车电动化, 产品单价有望进一步提升。同时依托优秀成本控制能力, 凭借更低价格切入更多下游主机厂供应链, 获得更大市场份额。我们看好公司所处换挡器升级的细分赛道以及优秀的成本控制能力, 预计 2018-2019 年实现归母净利润 2.73、3.11 亿元, EPS 分别为 1.19、1.36 元, 对应当前股价 PE 分别为 13.29、11.56X, 上调公司评级至“推荐”评级。考虑到公司核心下游客户上汽通用五菱 2019 年上半年销量承压, 给予公司 2019 年 14-16 倍 PE, 对应估值区间为 19.0-21.8 元。

6 风险提示

汽车销量不达预期; 下游客户开拓不达预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438