



603788.SH

买入

市场价格：人民币 13.62

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.5	2.2	(1.2)	(28.9)
相对上证指数	(12.9)	6.9	2.2	(30.7)

发行股数(百万)	230
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	3,134
3个月日均交易额(人民币 百万)	15
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
宁波高发控股有限公司	36

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年8月9日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

宁波高发

受益自变及新能源爆发，单车价值量大幅提升

公司主要从事汽车变速操纵控制系统和加速控制系统产品的研发、生产和销售，主要产品包括汽车变速操纵器及软轴、电子油门踏板、汽车拉索、汽车CAN总线及组合仪表四大类，是国内三十多家整车厂的一级供应商。操纵器产品由手动到自动再到电子，单车价值量快速提升。目前公司主要客户为五菱和吉利，目前已开拓江铃福特、长城等合资自主客户，未来有望发展更多客户，并推动业绩快速增长。此外公司积极拓展汽车电子等新业务，发展前景光明。我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.89元、1.11元和1.34元，业绩有望持续高速增长，发展前景良好，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **操纵器由手动到自动再到电子，单车价值量快速提升。**近年来国内汽车手动挡向自动挡转变的趋势明显，2018年国内制造乘用车自动挡占比达60.7%，但与美日等发达国家90%左右渗透率依然有较大差距，发展空间巨大。公司操纵器产品手动挡约100元，自动挡约200-300元，电子换挡器约500-800元，单车价值量大幅提升，有望持续受益于自动变速箱渗透率提升及新能源汽车销量增长。
- **持续开拓自主和合资客户，推动业绩快速增长。**公司操纵器、电子油门踏板等产品目前主要客户为五菱和吉利，近年来公司积极开拓合资及自主客户，目前已开始向江铃福特供应变速操纵器产品，并获得长城、上汽、长安等自主客户配套或定点。公司产品兼具质量、成本等优势，自主和合资客户持续拓展，有望推动公司业绩快速增长。
- **乘用车销量有望迎来向上拐点，看好零部件国产化前景。**根据统计局数据，截至2018年底，国内私人汽车拥有量2.06亿辆，千人拥有量约147辆，远远低于欧美日等国家500-800辆的水平，仍有较大增长空间。乘用车销量自2018年下半年以来持续下行，近期有望迎来向上拐点，产业链有望迎来转机。在成本控制等因素的推动下，零部件国产化是长期趋势，公司操纵器等产品物美价廉，国产化长期前景看好。

估值

- 1)操纵器等新客户拓展不及预期；2)液晶仪表等新业务拓展不及预期。

评级面临的主要风险

- 我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.89元、1.11元和1.34元，操纵器等单车价值量快速提升，合资自主客户持续开拓，看好公司长期发展前景，首次给予买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,208	1,289	1,160	1,392	1,684
变动(%)	40	7	(10)	20	21
净利润(人民币 百万)	233	215	204	255	307
全面摊薄每股收益(人民币)	1.013	0.935	0.888	1.109	1.336
变动(%)	48.3	(7.7)	(5.1)	24.9	20.5
全面摊薄市盈率(倍)	13.4	14.6	15.3	12.3	10.2
价格/每股现金流量(倍)	29.8	12.7	15.2	14.8	12.7
每股现金流量(人民币)	0.46	1.07	0.90	0.92	1.07
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	10.1	9.0	7.0	5.6
每股股息(人民币)	0.714	0.714	0.444	0.554	0.668
股息率(%)	5.2	5.2	3.3	4.1	4.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,208	1,289	1,160	1,392	1,684
销售成本	(809)	(867)	(775)	(916)	(1,108)
经营费用	(133)	(152)	(96)	(114)	(138)
息税折旧前利润	265	269	289	362	438
折旧及摊销	(15)	(18)	(18)	(19)	(21)
经营利润 (息税前利润)	250	252	272	343	418
净利息收入/(费用)	1	0	3	3	3
其他收益/(损失)	19	42	15	13	12
税前利润	270	294	289	359	433
所得税	(37)	(32)	(31)	(39)	(46)
少数股东权益	3	3	2	3	3
净利润	233	215	204	255	307
核心净利润	233	215	204	255	307
每股收益 (人民币)	1.013	0.935	0.888	1.109	1.336
核心每股收益 (人民币)	1.013	0.935	0.888	1.109	1.336
每股股息 (人民币)	0.714	0.714	0.444	0.554	0.668
收入增长(%)	40	7	(10)	20	21
息税前利润增长(%)	53	1	8	26	22
息税折旧前利润增长(%)	52	2	7	25	21
每股收益增长(%)	48	(8)	(5)	25	20
核心每股收益增长(%)	49	12	(1)	24	20

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	270	294	289	359	433
折旧与摊销	15	18	18	19	21
净利息费用	(1)	(0)	(3)	(3)	(3)
运营资本变动	(114)	(41)	58	(25)	(57)
税金	(31)	(74)	(83)	(101)	(122)
其他经营现金流	(34)	50	(73)	(37)	(25)
经营活动产生的现金流	105	246	206	212	247
购买固定资产净值	(1)	(1)	16	16	16
投资减少/增加	6	93	6	6	6
其他投资现金流	(849)	31	(32)	(32)	(32)
投资活动产生的现金流	(845)	123	(10)	(10)	(10)
净增权益	(164)	(164)	(102)	(128)	(154)
净增债务	(6)	(13)	11	(3)	(2)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	928	(17)	(46)	(100)	(218)
融资活动产生的现金流	759	(167)	(84)	(128)	(153)
现金变动	19	202	112	74	84
期初现金	191	217	416	528	603
公司自由现金流	(739)	369	197	202	237
权益自由现金流	(746)	355	205	197	232

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	217	416	528	603	687
应收帐款	741	700	686	745	893
库存	158	127	142	170	206
其他流动资产	870	754	814	813	800
流动资产总计	1,987	1,997	2,170	2,331	2,586
固定资产	157	176	175	172	168
无形资产	35	34	34	34	33
其他长期资产	15	19	16	17	17
长期资产总计	208	230	225	223	219
总资产	2,274	2,254	2,423	2,583	2,835
应付帐款	315	248	296	330	423
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	87	69	78	78	79
流动负债总计	402	318	375	407	502
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	5	2	2
股本	164	230	230	230	230
储备	1,695	1,682	1,784	1,911	2,065
股东权益	1,859	1,912	2,014	2,141	2,295
少数股东权益	26	28	30	33	36
总负债及权益	2,274	2,254	2,423	2,583	2,835
每股帐面价值 (人民币)	8.08	8.31	8.75	9.31	9.97
每股有形资产 (人民币)	11.10	8.16	8.60	9.16	9.83
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.32)	(1.81)	(2.30)	(2.62)	(2.98)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.9	20.9	24.9	26.0	26.0
息税前利润率(%)	20.7	19.5	23.4	24.6	24.8
税前利润率(%)	22.4	22.8	24.9	25.8	25.7
净利率(%)	19.5	20.6	22.5	23.2	23.1
流动性					
流动比率(倍)	4.9	6.3	5.8	5.7	5.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.5	5.9	5.4	5.3	4.7
估值					
市盈率(倍)	13.4	14.6	15.3	12.3	10.2
核心业务市盈率(倍)	13.4	14.6	15.3	12.3	10.2
市净率(倍)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	29.8	12.7	15.2	14.8	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	10.1	9.0	7.0	5.6
周转率					
存货周转天数	62.8	60.0	63.3	62.1	61.9
应收帐款周转天数	195.1	204.0	218.0	187.6	177.4
应付帐款周转天数	85.0	79.8	85.7	82.1	81.6
回报率					
股息支付率(%)	69.6	62.0	39.2	39.5	39.5
净资产收益率(%)	17.3	14.1	13.3	15.5	17.6
资产收益率(%)	12.5	9.9	10.4	12.2	13.8
已运用资本收益率(%)	4.2	2.8	2.6	3.0	3.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测