

换挡器升级逻辑依旧，Q3 业绩降幅收窄

——宁波高发三季报点评

增持|维持
事件：

公司于2019年10月23日发布第三季度报告。前三季度营业收入6.58亿元，同比下滑35.35%；实现归母净利润1.4亿元，同比减少32.19%。其中，公司三季度营收2.21亿元，同比下滑21.09%；归母净利润5,136.58亿元，同比上升2.26%。

● 下游行业销量低迷，公司业绩短期承压

公司主要产品汽车变速换挡器受到下游整车行业产销影响较大。换挡器主要客户为通用五菱、吉利汽车、比亚迪、奇瑞汽车，2019前三季度其产量分别同比-29.7%、-13.2%、-6.6%和10%，同时汽车拉索业务也受到下游汽车产销影响，其主要客户南北大众产量分别下降8%和10%，导致公司前三季度业绩下滑显著。

● 回款增加保证利润率稳中有升

报告期内公司货币资金同比上升35.18%，应收票据同比下降45.92%，体现其在产业链中较强的议价能力及营运能力。前三季度四费率10.61%，同比上升0.18pct，其中管理费用率+研发费用率为6.78%，同比上升0.3pct；销售费用率为5.53%，同比增加1.16pct，为三包服务费增加所致；财务费用率为-1.69%，同比减少1.28pct，为利息收入增加所致。

● 手动挡-自动挡-电子挡升级逻辑稳固，下游回暖将带动业绩增长

公司产品恰逢汽车行业变速装置的升级替代趋势，手动挡与自动挡愈发缩小的价差（价差1~1.5万元）以及消费者驾车习惯的变化均刺激着自动变速器渗透率的持续提升，预计渗透率在今年年底达到70%；其中自主品牌自动变速器的渗透速度由于其较低的渗透率将远远超过合资品牌。公司主要客户为吉利、通用五菱、上汽自主等国内优质主机厂，产品升级也将带动其单价不断上升，从自动挡控制器的100元上升至电子换挡器的500元，呈现量价齐升。

● 投资建议

变速器行业升级趋势稳定，换挡器作为操纵汽车行驶变速的必要部件，升级趋势不可避免；由此我们认为公司目前受到行业下游影响较大，目前行业逐步回暖有望呈现业绩转折；预计2019-2021年归母净利润分别为1.98亿元、2.27亿元、2.55亿元；对应PE17x、15x、13x，维持“增持”评级。

● 风险提示

汽车下游产销不及预期、自动变速器渗透不及预期等。

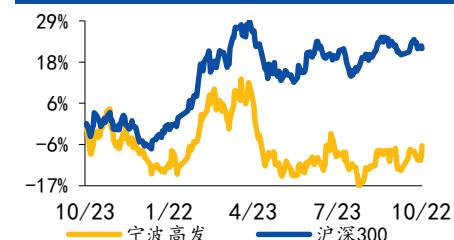
附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1208	1289	947	1113	1288
收入同比(%)	40	7	-27	18	16
归母净利润(百万元)	233	215	198	227	255
归母净利润同比(%)	48	-8	-8	15	12
ROE(%)	12.6	11.3	10.0	11.0	11.7
每股收益(元)	1.01	0.93	0.86	0.99	1.11
市盈率(P/E)	14.22	15.40	16.77	14.60	12.99

资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价/目标价：14.40元/17.17元
目标期限：6个月
基本数据

52周最高/最低价(元):	18.05 / 12.67
A股流通股(百万股):	230.09
A股总股本(百万股):	230.09
流通市值(百万元):	3313.36
总市值(百万元):	3313.36

过去一年股价走势


资料来源：Wind

相关研究报告

《宁波高发(603788)——产品结构持续优化，新客户拓展带动业绩增长 20180830》2018.09.03

《公司调研简报-宁波高发(603788)：市场结构转变带动公司产品价量齐升》2018.04.23

报告作者

分析师	满在朋
执业证书编号	S0020519070001
电话	021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人

电话	021-51097188-1937
邮箱	xueyubing@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1987	1997	1809	1804	1938
现金	217	416	474	303	331
应收账款	269	236	182	214	250
其他应收款	1	2	1	2	2
预付账款	12	8	9	9	11
存货	158	127	115	134	153
其他流动资产	1329	1207	1027	1141	1190
非流动资产	287	257	486	637	715
长期投资	0	1	0	1	1
固定资产	154	175	426	576	654
无形资产	35	34	35	34	34
其他非流动资产	99	47	25	26	26
资产总计	2274	2254	2295	2440	2652
流动负债	402	318	291	339	442
短期借款	0	0	0	18	84
应付账款	315	140	163	184	204
其他流动负债	87	177	128	136	153
非流动负债	0	0	3	1	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	3	1	2
负债合计	403	318	294	340	443
少数股东权益	26	28	30	33	36
股本	164	230	230	230	230
资本公积	1226	1162	1162	1162	1162
留存收益	468	519	579	675	781
归属母公司股东权益	1846	1908	1971	2067	2173
负债和股东权益	2274	2254	2295	2440	2652

现金流量表					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	105	246	409	102	216
净利润	236	218	200	230	258
折旧摊销	15	18	26	44	57
财务费用	-1	-0	-18	-15	-9
投资损失	-6	-41	-18	-19	-21
营运资金变动	-152	-10	233	-144	-75
其他经营现金流	13	63	-13	6	6
投资活动现金流	-845	123	-240	-174	-114
资本支出	30	30	275	192	135
长期投资	814	-152	-2	1	-0
其他投资现金流	0	0	33	19	20
筹资活动现金流	759	-167	-111	-99	-73
短期借款	0	0	0	18	66
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	23	66	0	0	0
资本公积增加	854	-64	0	0	0
其他筹资现金流	-118	-169	-111	-117	-139
现金净增加额	19	202	58	-172	29

利润表					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入		1208	1289	947	1113
营业成本		798	855	629	738
营业税金及附加		11	13	9	10
营业费用		57	70	48	57
管理费用		30	29	22	26
研发费用		48	55	31	35
财务费用		-1	-0	-18	-15
资产减值损失		13	71	28	31
公允价值变动收益		0	0	0	0
投资净收益		6	41	18	19
营业利润		260	249	224	259
营业外收入		14	1	7	6
营业外支出		0	0	0	0
利润总额		273	249	231	265
所得税		37	32	31	36
净利润		236	218	200	230
少数股东损益		3	3	2	3
归属母公司净利润		233	215	198	227
EBITDA		274	266	231	288
EPS (元)		1.42	0.93	0.86	0.99
					1.11

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	40.4	6.7	-26.5	17.5	15.8
营业利润(%)	52.0	-4.3	-9.9	15.8	12.7
归属母公司净利润(%)	48.3	-7.7	-8.2	14.9	12.4
盈利能力					
毛利率(%)	33.9	33.7	33.6	33.7	33.7
净利率(%)	19.3	16.7	20.9	20.4	19.8
ROE(%)	12.6	11.3	10.0	11.0	11.7
ROIC(%)	13.6	14.5	11.8	11.8	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	17.7	14.1	12.8	13.9	16.7
净负债比率(%)	3.32	0.00	1.52	6.22	19.81
流动比率	4.94	6.29	6.22	5.32	4.39
速动比率	4.54	5.89	5.82	4.93	4.04
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.57	0.42	0.47	0.51
应收账款周转率	5	4	4	5	5
应付账款周转率	3.38	3.76	4.15	4.25	4.40
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	0.93	0.86	0.99	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.07	1.78	0.44	0.94
每股净资产(最新摊薄)	8.02	8.29	8.57	8.98	9.45
估值比率					
P/E	14.22	15.40	16.77	14.60	12.99
P/B	1.80	1.74	1.68	1.60	1.52
EV/EBITDA	11	11	13	10	9

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188