

Q4 业绩明显改善，下游回暖带动业绩增长

增持|维持

——宁波高发 2019 年年报点评

事件:

公司发布 2019 年年报,2019 年实现营业收入 9.44 亿元,同比下滑 26.76%,归母净利润 1.78 亿元,同比下滑 17.12%。其中,2019 Q4 实现营收 2.86 亿元,同比增长 5.43%,归母净利润 0.38 亿元,同比增长 335.52%。

● Q4 业绩大幅改善,新订单量产迎增长

公司四季度业绩得到显著改善,2019 Q4 实现营收 2.86 亿元,同比增长 5.43%,归母净利润 0.38 亿元,同比增长 335.52%。2019 年 Q3 起,公司为吉利、长城、奇瑞等配套的电子换挡器进入量产,带动 Q3 和 Q4 业绩的修复,其中,Q4 实现营收 2.86 亿元较 Q3 (2.21 亿元) 环比上升 29.66%。

● 期间费用率下降,公司管理得到升级

2019 年公司毛利率 33.27%,较去年同期微降 0.43pct;2019 Q4 毛利率 32.73%,较去年同期下滑 2.25pct。从产品细分毛利率来看,公司业务收入占比最高的变速器操纵器及软轴业务毛利率同比上升 0.47pct,达到 38.27%;而第二大业务汽车拉索的毛利率从 2018 年的 27.32%微降 0.40pct 至 26.92%,同时,汽车拉索业务占比从 2018 年的 22.67%上升至目前的 26.48%,从而带动了毛利率的波动。2019 年公司销售费用、管理费用、财务费用分别下滑 21.58%、14.17%和 3585.40%,主要系费用减少以及雪利曼电子不再纳入合并范围;财务费用大幅上升则是因为利息收入增加导致。

● 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;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。

● 投资建议与盈利预测

公司业务主要集中于国内客户,一季度受到疫情影响存在压力;而随着疫情的控制,二季度公司业务有望逐步复苏。同时,海外疫情与国内存在 1 个月左右的时间差,将有助于部分国内主机厂加速寻求国内优质零部件厂商配套替代。由此,我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.86 亿元、2.07 亿元和 2.41 亿元;对应 PE 18x、16x、14x;维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济不及预期,国内外疫情防控不及预期,车市销量不及预期等。

附表:盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1289	944	900	1014	1172
收入同比(%)	7	-27	-5	13	16
归母净利润(百万元)	215	178	186	207	241
归母净利润同比(%)	-8	-17	4	11	16
ROE(%)	11.3	9.6	9.1	9.4	10.0
每股收益(元)	0.96	0.80	0.83	0.93	1.08
市盈率(P/E)	15.11	18.23	17.50	15.72	13.50

资料来源:Wind,国元证券研究中心

当前价/目标价: 14.22 元/15.6 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元): 19.05 / 12.67

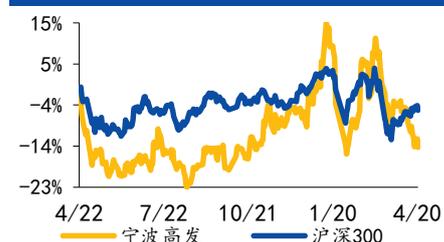
A 股流通股(百万股): 223.07

A 股总股本(百万股): 223.07

流通市值(百万元): 3171.99

总市值(百万元): 3171.99

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券*公司研究*宁波高发(603788)季报点评:换挡器升级逻辑依旧,Q3 业绩降幅收窄*汽车与汽车零部件*满在朋*20191023》2019.10.24

《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

报告作者

分析师 薛雨冰
执业证书编号 S0020519120001
电话 021-51097188-1952
邮箱 xueyubing@gyzq.com.cn

分析师 满在朋
执业证书编号 S0020519070001
电话 021-51097188-1851
邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1997	1974	1874	1915	2073
现金	416	1004	1101	1046	1090
应收账款	236	199	175	198	230
其他应收款	2	2	2	2	2
预付账款	8	5	6	6	7
存货	127	129	114	127	146
其他流动资产	1207	635	477	536	597
非流动资产	257	198	451	608	708
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	175	155	416	582	682
无形资产	34	20	12	3	2
其他非流动资产	47	22	23	23	23
资产总计	2254	2172	2326	2523	2781
流动负债	318	314	283	311	356
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	140	168	137	156	184
其他流动负债	177	146	146	156	172
非流动负债	0	5	2	2	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	5	2	2	3
负债合计	318	319	285	314	359
少数股东权益	28	0	1	3	4
股本	230	223	223	223	223
资本公积	1162	1069	1069	1069	1069
留存收益	519	561	747	914	1125
归属母公司股东权益	1908	1854	2039	2206	2418
负债和股东权益	2254	2172	2326	2523	2781

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	246	331	160	172	194
净利润	218	179	187	208	242
折旧摊销	72	1	16	27	35
财务费用	-0	-16	-3	-3	-5
投资损失	-41	-24	-22	-23	-24
营运资金变动	-10	125	-8	-44	-62
其他经营现金流	8	67	-10	7	7
投资活动现金流	123	487	-66	-191	-126
资本支出	30	30	275	192	135
长期投资	-152	-400	5	-1	-0
其他投资现金流	0	118	214	1	9
筹资活动现金流	-167	-229	3	-37	-24
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	66	-7	0	0	0
资本公积增加	-64	-93	0	0	0
其他筹资现金流	-169	-129	3	-37	-24
现金净增加额	202	589	97	-56	44

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1289	944	900	1014	1172
营业成本	855	630	601	676	782
营业税金及附加	13	7	8	9	10
营业费用	70	55	49	57	65
管理费用	29	25	23	26	30
研发费用	55	41	38	41	42
财务费用	-0	-16	-3	-3	-5
资产减值损失	-71	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	41	24	22	23	24
营业利润	249	212	216	241	281
营业外收入	1	1	3	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	249	212	218	243	282
所得税	32	34	31	34	40
净利润	218	179	187	208	242
少数股东损益	3	0	1	1	1
归属母公司净利润	215	178	186	207	241
EBITDA	320	197	228	265	311
EPS (元)	0.93	0.80	0.83	0.93	1.08

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	6.7	-26.8	-4.6	12.7	15.6
营业利润(%)	-4.3	-14.6	1.5	11.9	16.5
归属母公司净利润(%)	-7.7	-17.1	4.2	11.3	16.4
获利能力					
毛利率(%)	33.7	33.3	33.3	33.3	33.3
净利率(%)	16.7	18.9	20.6	20.4	20.5
ROE(%)	11.3	9.6	9.1	9.4	10.0
ROIC(%)	14.5	35.7	24.9	22.0	21.9
偿债能力					
资产负债率(%)	14.1	14.7	12.3	12.4	12.9
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	6.29	6.29	6.62	6.15	5.82
速动比率	5.89	5.88	6.22	5.74	5.40
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.43	0.40	0.42	0.44
应收账款周转率	4	3	4	4	4
应付账款周转率	5.15	4.09	3.94	4.62	4.60
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	0.80	0.83	0.93	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.48	0.72	0.77	0.87
每股净资产(最新摊薄)	8.55	8.31	9.14	9.89	10.84
估值比率					
P/E	15.11	18.23	17.50	15.72	13.50
P/B	1.70	1.75	1.59	1.47	1.34
EV/EBITDA	6	10	8	7	6

*国元持仓披露:未达到1%或以上,无需披露。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上
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
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上

(2) 行业评级定义

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
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
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

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。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此发送行为负责。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间接损失承担任何责任。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告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