

投资评级：推荐（首次）

分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人（研究助理）：

李金锦 010-88366060-8862

Email:lijinjin@cgws.com

从业证书编号:S0100115050019

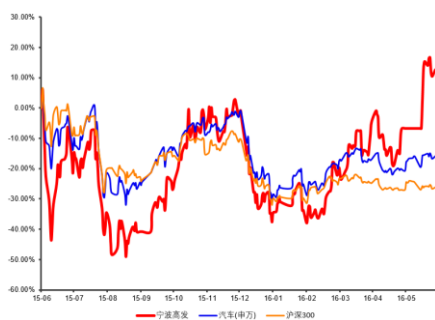
市场数据

目前股价	43.53
总市值（亿元）	61.36
流通市值（亿元）	17.74
总股本（万股）	14,097
流通股本（万股）	4,076
12 个月最高/最低	52.66/19.89

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	811	953	1,098
(+/-%)	21.27%	17.52%	15.25%
净利润	135	165	191
(+/-%)	20.42%	21.59%	16.05%
摊薄 EPS	0.96	1.17	1.35
PE	45.34	37.29	32.13

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

主业增长稳健，汽车电子布局可期

——宁波高发（603788）公司调研简报

投资建议

公司主业增长稳健，且下游主要客户 16 年具备较好的成长性，以支撑主业增长。公司具备汽车电子技术底蕴，具有生产电子油门踏板，电子节气门总成等能力。通过收购雪利曼电子及雪利曼软件，进一步布局客车 CAN 总线、虚拟仪表等业务，公司未来在汽车电子领域前景可期。我们预计，在不考虑定增和雪利曼并表的情况下，公司 2016-2018 年将实现 EPS 分别为 0.97 元、1.19 元和 1.39 元，对应 PE 分别为 45X、37X 和 31X，首次覆盖，给予推荐评级。

投资要点

- 近期，我们对宁波高发进行调研，与公司管理层进行交流，要点如下。
- **公司主业稳健增长：**公司主业包括四大产品，变速操纵器及软轴（2015 年收入占比 50.6%）、汽车拉索（收入占比 26.8%）、电子油门踏板（收入占比 14.6%）和电磁风扇离合器（收入占比 2.7%）。公司是车企的一级供应商，涵盖乘用车和商用车两大领域，其中变速操纵器及软轴在商用车的市场份额在 6% 左右，乘用车的市场份额在 8% 以上，主要客户包括上汽集团、上海大众、吉利汽车、宇通客车和中国重汽。2015 年前五大客户贡献收入的 60% 以上。公司 2016 年一季度营业收入同比增长 20.18%，明显高于汽车产销增速。我们判断，2016 年得益于吉利、上汽集团（含五菱）等下游客户销量增长，以及宇通和重汽等大中客车，中重卡的反弹，2016 年公司主业收入将实现 20% 以上的增长。
- **收购雪利曼电子 80% 股权及雪利曼软件 35.55%，公司积极转型汽车电子领域：**雪利曼电子主要产品为汽车 CAN 总线控制系统、汽车行驶记录仪、数字式汽车传感器等。主要客户包括国内主流客车制造商，如宇通客车、厦门金龙、中通客车、苏州金龙、东风特汽、北汽福田、保定长安等。2015 年雪利曼软件及电子未审计收入 8900 万，净利润为 1449 万，销售净利润率达到了 16.3%。公司未来收入增长点在于 CAN 总线产品，数字仪表产品在卡车、乘用车领域的市场份额提升和进口替代。我们判断，雪利曼纳入上市公司平台后，将借助上市公司资金平台，上市公司与乘用车和卡车等配套资源优势，开拓新的业绩增长点。
- **具备汽车电子技术底蕴，汽车电子前景可期：**公司在生产传统变速操纵器的同时，已经具备电子油门踏板（踏板+传感器），电子节气门总成和电子起停传感器的等汽车电子件的量产能力。借助雪利曼在 CAN 总线和车联网上的技术优势，公司将实现现有的变速操纵系统和 CAN 总线的协同效应。

- **风险提示：**雪利曼业务拓展低于预期，国内汽车销售情况低于预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	579	668	811	953	1,098	成长性					
营业成本	399	464	566	665	768	营业收入增长	29.34%	15.37%	21.27%	17.52%	15.25%
销售费用	27	32	36	40	44	营业成本增长	29.94%	16.35%	21.97%	17.41%	15.52%
管理费用	34	44	53	59	66	营业利润增长	29.30%	16.63%	20.76%	21.91%	16.32%
财务费用	3	0	-1	-3	-3	利润总额增长	20.20%	17.13%	20.54%	21.50%	16.06%
投资净收益	0	7	5	5	5	净利润增长	20.48%	17.18%	20.42%	21.59%	16.05%
营业利润	110	128	155	189	220	盈利能力					
营业外收支	2	3	3	3	3	毛利率	31.10%	30.52%	30.11%	30.18%	30.02%
利润总额	112	131	158	192	223	销售净利率	16.56%	16.82%	16.70%	17.28%	17.39%
所得税	16	19	23	27	32	ROE	28.37%	15.38%	15.63%	15.97%	15.63%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	31.54%	19.47%	19.54%	23.83%	23.20%
净利润	96	112	135	165	191	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	4.59%	4.78%	4.50%	4.20%	4.00%
流动资产	422	858	1046	1189	1398	管理费用/营业收入	5.84%	6.66%	6.50%	6.20%	6.00%
货币资金	85	111	442	480	580	财务费用/营业收入	0.57%	-0.02%	-0.13%	-0.27%	-0.29%
应收账款	109	118	147	172	199	投资收益/营业利润	0.00%	5.68%	3.22%	2.65%	2.27%
应收票据	139	244	216	253	292	所得税/利润总额	14.31%	14.28%	14.36%	14.30%	14.31%
存货	75	95	113	133	154	应收账款周转率	5.10	5.04	5.08	5.14	5.27
非流动资产	135	156	182	258	298	存货周转率	4.71	4.46	4.60	4.64	4.32
固定资产	110	116	142	219	260	流动资产周转率	0.91	0.70	0.73	0.74	0.74
资产总计	556	1014	1228	1447	1695	总资产周转率	0.74	0.60	0.61	0.61	0.61
流动负债	217	258	336	391	448	偿债能力					
短期借款	22	0	22	22	22	资产负债率	0.39	0.28	0.29	0.29	0.28
应付款项	170	200	244	286	331	流动比率	1.94	3.33	3.11	3.04	3.12
非流动负债	1	25	25	25	25	速动比率	1.60	2.96	2.77	2.70	2.77
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	218	283	361	416	473	EPS	0.93	0.80	0.96	1.17	1.35
股东权益	338	731	866	1031	1222	每股净资产	3.30	5.18	6.14	7.31	8.67
股本	103	141	141	141	141	每股经营现金流	0.51	0.16	2.45	0.90	1.12
留存收益	236	590	725	890	1081	每股经营现金/EPS	0.54	0.20	2.56	0.77	0.83
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值					
负债和权益总计	556	1014	1228	1447	1695	PE	46.56	54.60	45.34	37.29	32.13
现金流量表					(百万)	PEG	2.48	2.82	2.41	2.32	-
经营活动现金流	52	23	346	127	158	PB	13.21	8.40	7.08	5.95	5.02
其中营运资本减少	(61)	(348)	200	(51)	(51)	EV/EBITDA	35.69	45.62	37.99	31.34	26.59
投资活动现金流	(15)	(293)	(37)	(89)	(58)	EV/SALES	7.75	9.22	7.63	6.49	5.63
其中资本支出	(16)	(15)	(37)	(89)	(58)	EV/IC	12.45	8.29	10.49	8.39	7.28
融资活动现金流	(32)	291	22	0	0	ROIC/WACC	3.45	2.13	2.14	2.61	2.54
净现金总变化	4	21	331	38	100	REP	3.61	3.89	4.90	3.22	2.87

研究员介绍及承诺

曲小溪：机械行业分析师，2014 年加入长城证券。

李金锦：汽车行业分析师，2009-2015 年就职于国家信息中心，2015 年加入长城证券。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，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，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇：0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音：0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓：075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申 涛：010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超：010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一：021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：<http://www.cgws.com>