

# 奥联电子 (300585.SZ)

## 深度分析

汽车 | 汽车零部件 III

### 小而美的核心汽车电子领跑者

#### 投资要点

- ◆ **具有核心竞争产品的汽车电子领跑者。**公司主营业务包括电子油门踏板、换挡控制器、电子节气门等核心汽车零部件。主要客户：商用车（重汽、依维柯、一汽、潍柴、玉柴等），乘用车（上汽通用、长城、上汽乘用车等），均为国内优质整车和发动机企业。公司拥有 68 项专利，并为电子油门踏板总成技术标准的起草单位之一，技术实力雄厚。2015 年营收 2.67 亿元，净利润 3847 万元，规模较小，业务重点逐步倾向乘用车市场。2017 年-2019 年募资新建产能的集中投放，公司未来营收和业绩增长有望迎来较大弹性，是小而美的成长型核心汽车电子标的。
- ◆ **受益于汽车电子行业的快速增长。**由于消费升级的影响、节能减排要求的提高，汽车电子化和智能化迎来快速发展，汽车电子零部件实现了较快增长。预计至 2020 年国内汽车电子占整车成本比例有望达到 50% 左右，市场规模达 7100 亿元左右，年均增速 15% 以上，远高于汽车销量的增长。
- ◆ **受益于进口替代的巨大空间。**由于技术提升和成本优势仍然显著，汽车核心零部件国产化率持续提升，发动机、安全气囊等趋势已经非常明显。在技术壁垒高、盈利水平强、以往被外资巨头垄断的汽车电子领域，国产份额也在逐年提升；基于外资或合资企业在国内汽车电子市场份额仍超 50%，未来进口替代的空间非常大。
- ◆ **受益于未来三年新产能集中投放。**至 2019 年，电子油门踏板、换挡控制器和电子节气门产能将分别增加 144%、294% 和 1000%，较大的产能增长将给公司营收和业绩带来较大的弹性。
- ◆ **投资建议** 我们公司预测 2016 年至 2018 年营业收入分别为 3.09 亿元、3.87 亿元、5.46 亿元。首次覆盖，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 62.00 元，相当于 2017 年 50 亿市值（PS：13 倍）。
- ◆ **风险提示：**国内汽车销量增长乏力；配套车型销量不及预期；原材料价格大幅上涨。

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	233.5	267.4	309.0	386.5	545.7
同比增长(%)	14.7%	14.5%	15.6%	25.1%	41.2%
营业利润(百万元)	35.5	42.1	57.3	74.5	116.0
同比增长(%)	53.9%	18.7%	36.0%	30.1%	55.7%
净利润(百万元)	31.9	39.5	52.0	66.4	103.3
同比增长(%)	45.0%	24.0%	31.6%	27.6%	55.6%
每股收益(元)	0.40	0.49	0.65	0.83	1.29
PE	111.2	89.7	68.2	53.4	34.3
PB	21.1	18.4	13.8	11.0	8.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

投资评级

**买入-A(首次)**

6 个月目标价

62.00 元

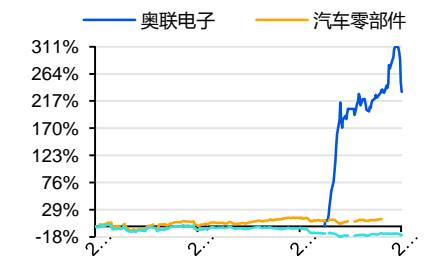
股价(2017-03-31)

47.20 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	3,776.00
流通市值(百万元)	944.00
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	20.00
12 个月价格区间	13.01/62.00 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.59	220.01	15.18
绝对收益	6.58	217.22	

#### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号：S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20655793

#### 报告联系人

 刘文婷  
 liuwenting@huajinsec.cn  
 021-20655780

#### 相关报告

## 内容目录

<b>一、消费升级和进口替代助力汽车电子高增长</b> .....	<b>4</b>
(一) 消费升级浪潮形成，汽车电子受益显著.....	4
(二) 享受核心零部件本土化的红利.....	6
(三) 产能释放将带来较大业绩弹性.....	10
<b>二、小而美的核心汽车电子领跑者</b> .....	<b>12</b>
(一) 股权结构.....	12
(二) 主营业务和主要客户.....	12
1、电子油门踏板.....	14
2、换挡控制器.....	16
3、电子节气门.....	19
<b>四、盈利预测和投资建议</b> .....	<b>19</b>
(一) 财务分析与比较.....	19
1、近三年财务分析.....	19
2、与同类型公司的财务比较.....	20
(二) 四大业务板块的盈利预测与假设.....	22
(二) 投资建议.....	25
<b>五、风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1：2015 年主要年龄段上牌量与增速.....	4
图 2：2015 年 85 后年龄段上牌量与增速.....	4
图 3：不同年代消费者是否愿意为智能化配置提高购车预算.....	4
图 4：不同年代消费者最关注的汽车智能化.....	4
图 5：各类型车电子成本占比.....	5
图 6：汽车电子占整车成本比例.....	5
图 7：中国汽车电子规模预测.....	5
图 8：自主品牌车企销量目标及增速.....	6
图 9：2010 年-2015 年中国汽车销量.....	7
图 10：2010 年-2015 年中国汽车产值.....	7
图 11：近十年汽车零部件进口金额及增速.....	7
图 12：2010-2015 年中国汽车零部件进口金额增长.....	7
图 13：中国汽车零部件与整车固定资产投资比.....	8
图 14：中国进口车用发动机量.....	8
图 15：国内汽车安全气囊产量.....	9
图 16：中国汽车电子占全球比例.....	9
图 17：2015 年中国汽车电子各品牌占比.....	10
图 18：募资投向的产能规划.....	11
图 19：各类型汽车电子市场规模及盈利预测.....	11
图 20：股权结构图.....	12
图 21：主要产品介绍.....	13
图 22：公司配套客户.....	13

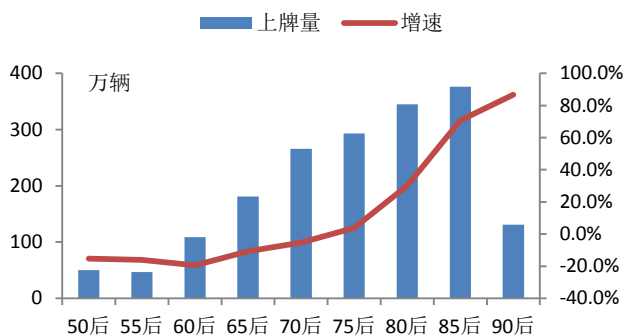
图 23 : 各项业务的营收占比 .....	13
图 24 : 各项业务的毛利率 .....	13
图 25 : 电子油门踏板毛利率对比 .....	15
图 26 : 电子油门踏板销量及增速对比 .....	15
图 27 : 电子油门踏板与传统油门踏板结构图 .....	15
图 28 : 自动变速器的结构 .....	17
图 29 : 换挡控制示意图 .....	17
图 30 : 自动变速器的发展历程 .....	17
图 31 : 各类自动变速器的性能对比 .....	18
图 32 : 我国变速器市场产需关系 .....	18
图 33 : 各类电子换挡控制器系统 .....	18
图 34 : 电子节气门系统的基本结构 .....	19
图 35 : 公司给依维柯配套的电子节气门 .....	19
图 36 : 近三年营收规模与增速 .....	20
图 37 : 近三年盈利能力 .....	20
图 38 : 近三年三项费用率变化 .....	20
图 39 : 近三年对比公司的营业收入 .....	21
图 40 : 近三年对比公司的营业收入增速 .....	21
图 41 : 近三年对比公司的归母净利润 .....	21
图 42 : 近三年对比公司的归母净利润增速 .....	21
图 43 : 近三年对比公司的净资产收益率 .....	22
图 44 : 近三年对比公司的毛利率 .....	22
图 45 : 电子油门踏板营业收入及增长率 .....	23
图 46 : 电子油门踏板营业利润及增长率 .....	23
图 47 : 换挡控制器营业收入及增长率 .....	23
图 48 : 换挡控制器营业利润及增长率 .....	23
图 49 : 电子节气门营业收入及增长率 .....	24
图 50 : 电子节气门营业利润及增长率 .....	24
图 51 : 其他营业收入及增长率 .....	24
图 52 : 其他营业利润及增长率 .....	24
表 1 : 自主品牌车型汽车电子装配情况 .....	6
表 2 : 公司募资投建项目 .....	11
表 3 : 电子油门踏板产品对比 .....	14
表 4 : 换挡控制器产品介绍 .....	16
表 5 : 公司盈利预测 (单位:百万元) .....	25
表 6 : 同类型公司的市销率 .....	25

## 一、消费升级和进口替代助力汽车电子高增长

### (一) 消费升级浪潮形成，汽车电子受益显著

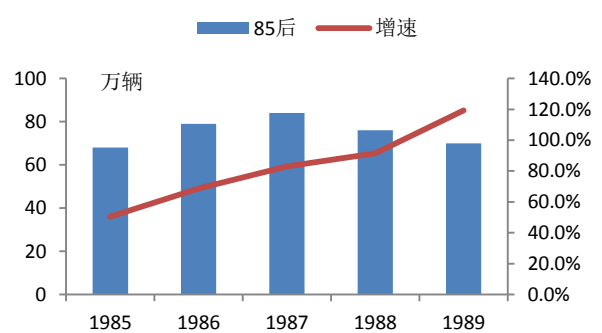
中国汽车市场的主要消费群体正经历新一轮的变化，85后正逐步成为支撑汽车消费的主力。出生于互联网时代的80、90后们对互联网和智能手机等电子产品极其依赖，他们更青睐有更多电子化和车载互联系统的产品；因为生活条件相比他们的父辈更高，因此这群消费者对汽车的舒适性和娱乐性要求更高，消费升级现象更为明显。无论是电子化还是智能化，汽车电子是受益最为显著的领域。根据相关专家统计，汽车电子占整车成本比率2000年约22%，2010年约35%，预计2020年可达到50%左右的高水平；车联网、自动驾驶系统(ADAS)和新能源汽车的快速普及，将大幅度的提升汽车电子产品的成本占比(来源：中国汽车电子网)。

图1：2015年主要年龄段上牌量与增速



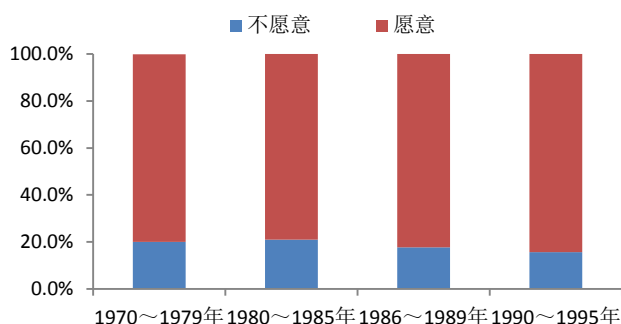
资料来源：中汽协，公安部，华金证券研究所

图2：2015年85后年龄段上牌量与增速



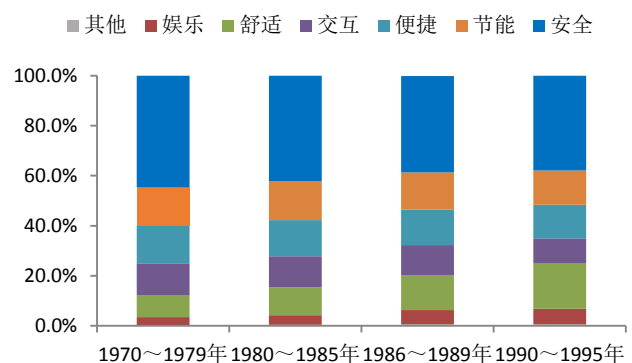
资料来源：中汽协，公安部，华金证券研究所

图3：不同年代消费者是否愿意为智能化配置提高购车预算



资料来源：南方周末，新华信，华金证券研究所

图4：不同年代消费者最关注的汽车智能化

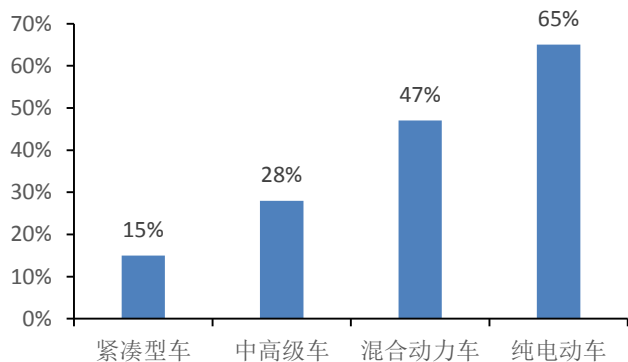


资料来源：南方周末，新华信，华金证券研究所

伴随着85后的消费升级的来临，不仅合资品牌车型的电子化和智能化水平越来越高，自主品牌车型近年来以丰富的电子化配置吸引消费者，也迅速的崛起！从自主品牌乘用车的发展历程来看，此前1.0时代主要依托其价格优势获得农村地区和三至五线城市消费者的青睐；2.0时代，其不仅在价格上优势明显，在安全性和舒适性配置上也逐渐缩小与合资品牌差距，以至于换车、增购车的消费者仍然理性的选择自主品牌（根据吉利提供的数据，吉利博越的购买车，34%是以

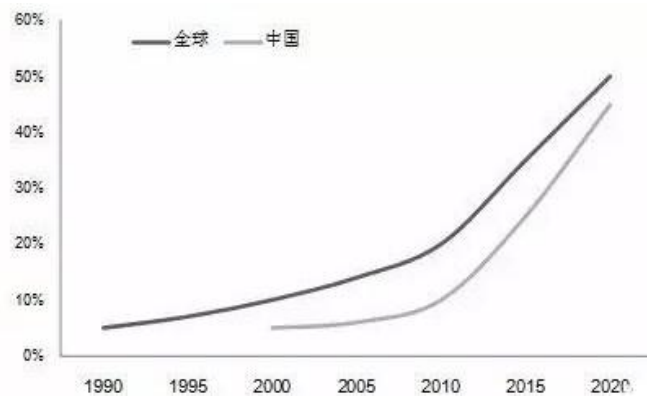
前合资品牌车型的消费者，13%是由进口品牌和豪华品牌的消费者转换)；2016年下半年，自主品牌开启 3.0 时代，他们敏锐的捕捉到了新消费者消费升级的需求，在造型、内外饰及汽车电子品性上快速做出反应，重新定义车型的“品性比”投入，新上市的车型或规划未来即将上市的车型在维持价格、配置优势的基础上，进一步给消费者带来更好的附加值体验，迅速获得消费者的青睐。

图 5：各类型车电子成本占比



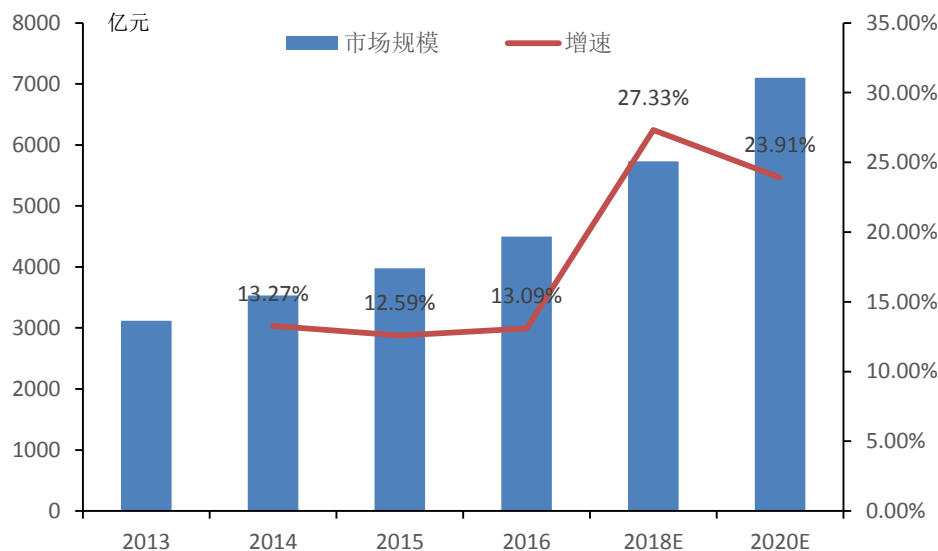
资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 6：汽车电子占整车成本比例



资料来源：正普科技，华金证券研究所

图 7：中国汽车电子规模预测



资料来源：中商情报网，华金证券研究所整理

以前，自主品牌乘用车在主动安全和舒适性上的电子化配置尚不高，但从 2016 年以来，情况有了根本性的改变。我们统计了部分具有代表性的自主品牌乘用车车型的电子化部件配置情况，发现以前仅应用于中高端合资品牌车型的自适应巡航、电子手刹灯配置已经开始在自主品牌车型普遍应用，而且其趋势有向中低端扩散的趋势。

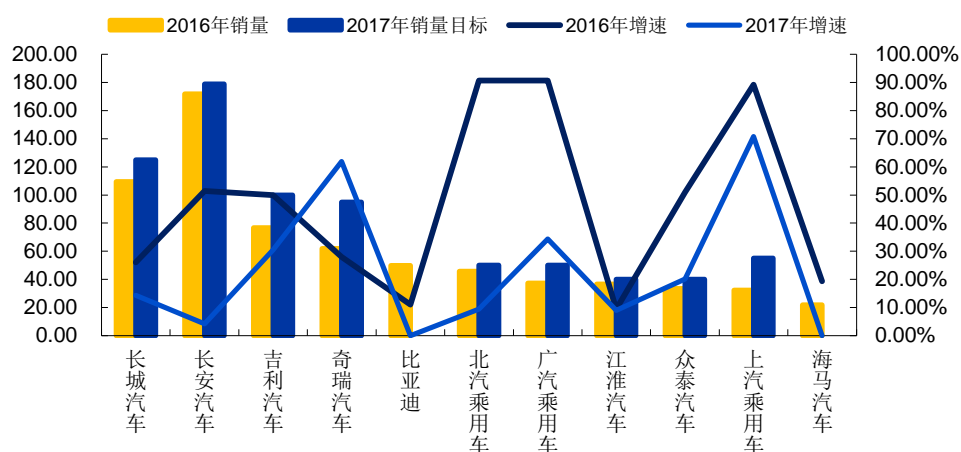
表 1：自主品牌车型汽车电子装配情况

品牌	车型	自适应巡航系统	电动天窗	全景泊车系统	ABS 防抱死	电子手刹	价格
吉利	博越	√	√	√	√	√	9.88-15.78 万
	帝豪 GS				√	√	7.78-10.88 万
奇瑞	瑞虎 7				√		9.79-15.39 万
	艾瑞泽 7		√		√		7.29-21.29 万
长城	风骏 6			√	√		8.68-12.48 万
	长城 C30				√		5.49-18.28 万
比亚迪	比亚迪 S7			√	√		10.69-15.99 万
	宋				√	√	8.99-14.99 万
	元				√		5.99-24.98 万

资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所整理

可以预见的是，随着自主品牌车型电子化水平的快速提升，及年销量和市场占比的快速增长，汽车电子行业在国内的发展将远快于全球水平，其增长前景也非常值得期待。

图 8：自主品牌车企销量目标及增速

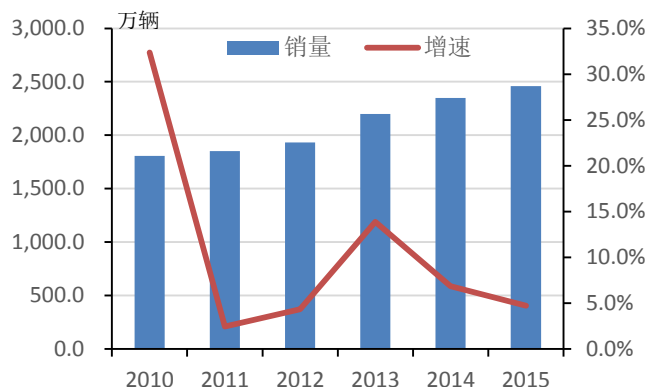


资料来源：中汽协，华金证券研究所整理

## （二）享受核心零部件本土化的红利

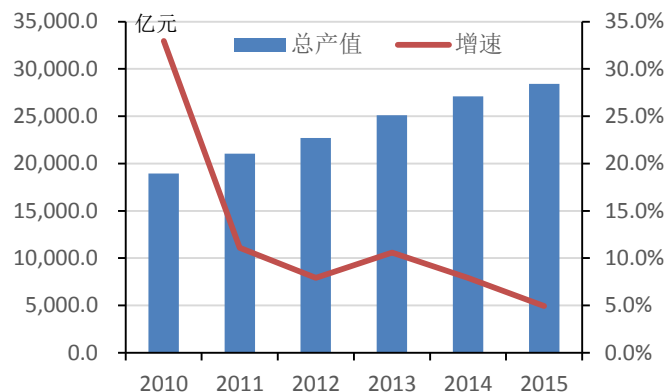
伴随着中国汽车市场的壮大，零部件产业也迎来了春天。发动机、变速箱等核心零部件的企业无论是技术还是规模，均实现加速成长。2010 年，我国汽车所装配的核心零部件还是主要依赖进口，零部件进口金额 211.67 亿美元，增速 45%，而后增幅逐渐放缓；2015 年，汽车零部件进口金额 274.01 亿美元，同比下降 15%，这是十年来汽车零部件进口金额首次出现下降，总金额也仅比 2010 年增长 29.5%。与之对应的是，2010 年至 2015 年，我国的汽车总销量却从 1806.2 万辆增长至 2459.8 万辆，增长 36.2%；汽车工业总产值从 18937.8 亿元增长至 28427.4 亿元，增长 50.1%。

图 9：2010 年-2015 年中国汽车销量



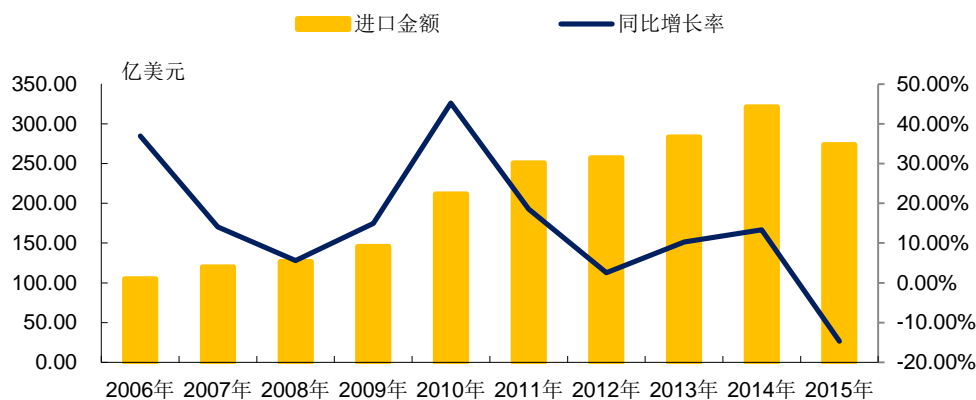
资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 10：2010 年-2015 年中国汽车产值



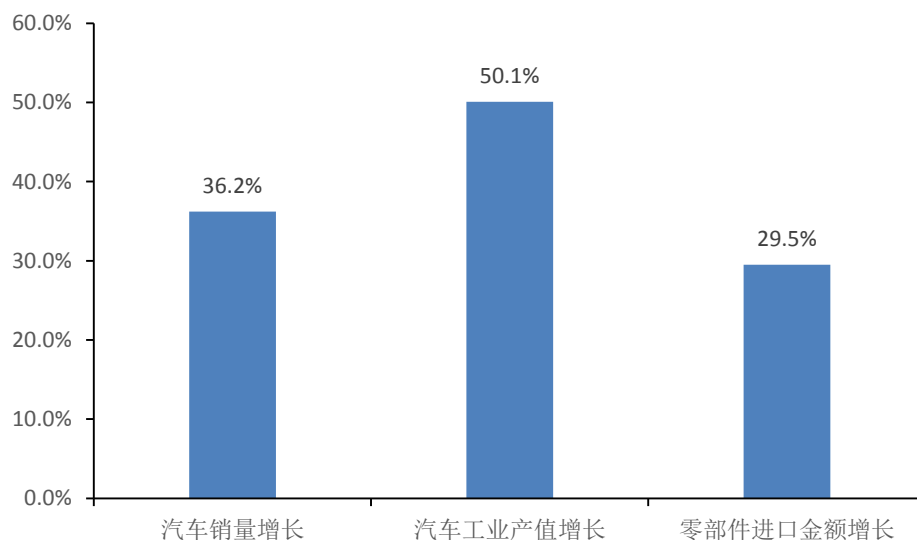
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 11：近十年汽车零部件进口金额及增速



资料来源：中国汽车工业年鉴，华金证券研究所

图 12：2010-2015 年中国汽车零部件进口金额增长



资料来源：WIND，中国汽车工业年鉴，华金证券研究所

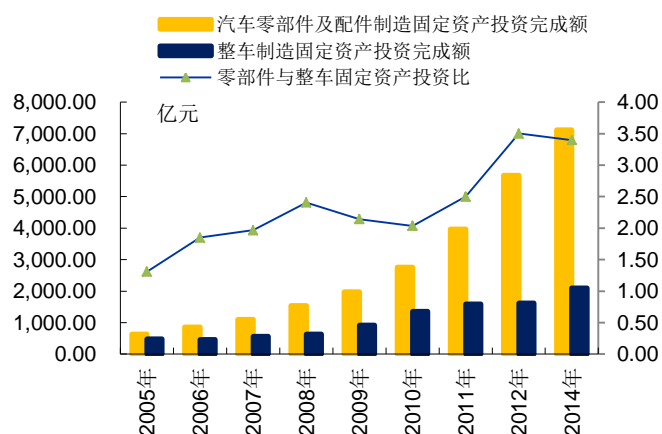
经过二三十年的努力,中国汽车整车和零部件行业取得进步显著。在合资整车企业的引领下,国内合资零部件企业的技术和能力有了长足进步;在自主品牌整车企业壮大发展的扶持下,自主零部件企业的发展也逐步加速。汽车产业创新发展的源动力很大一部分来自于零部件的技术革新和发展,其供应链能力、技术进步和成本决定了未来整车厂的竞争力。基于此,我国汽车管理部门也通过政策引导、财政支持等措施,着力培育国内自主零部件企业的发展,期望通过自主零部件的壮大带动自主品牌整车的崛起,抢占国内汽车消费市场并走出去,形成全球竞争力。根据国家统计局公布的固定资产投资完成数据,我们测算了2005年汽车零部件及配件整车投资完成额的比值为1.31,经过十年发展,2014年比值达到了3.4,其增速远高于整车投资增速。

在合资整车企业的成本要求和技术引领下,政府主管部门的产业引导和自主品牌整车企业的扶持下,核心零部件的国产化程度得以迅速提高。

我们以汽车零部件中最核心的发动机为例,2007年进口车用发动机数量为61.0万台,占当年国内汽车产量的6.9%左右,至2015年,进口车用发动机数量为68.1万台,占当年国内汽车产量的比重下降至3.1%。与之对应的是,车用安全气囊、汽车电子等核心零部件,国产比例迅速提高,目前少部分关键零部件不仅能满足国内汽车生产的需求,还逐步满足国外市场的需求,其产品竞争力的提升由此可见一斑。

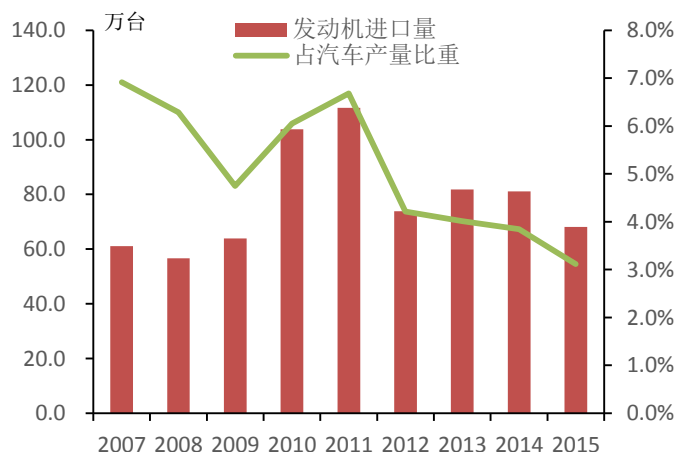
从2015年数据来看,在汽车电子领域,国外汽车电子巨头和他们在国内的合资企业仍占有50%以上的市场份额。但我们预判,随着自主品牌乘用车企业的强势崛起,及国内基础工业水平的持续提高,汽车电子等核心零部件产品国产化将迅速发展,并有望复制手机和家电的成功路径,走出国门,在全球市场拥有较强的竞争力!

图 13：中国汽车零部件与整车固定资产投资比



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

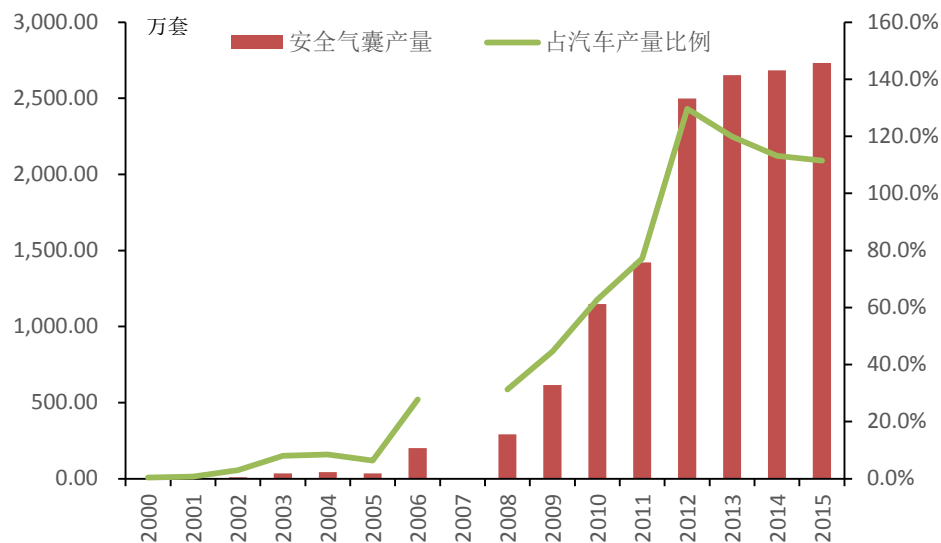
图 14：中国进口车用发动机量



资料来源：WIND，华金证券研究所

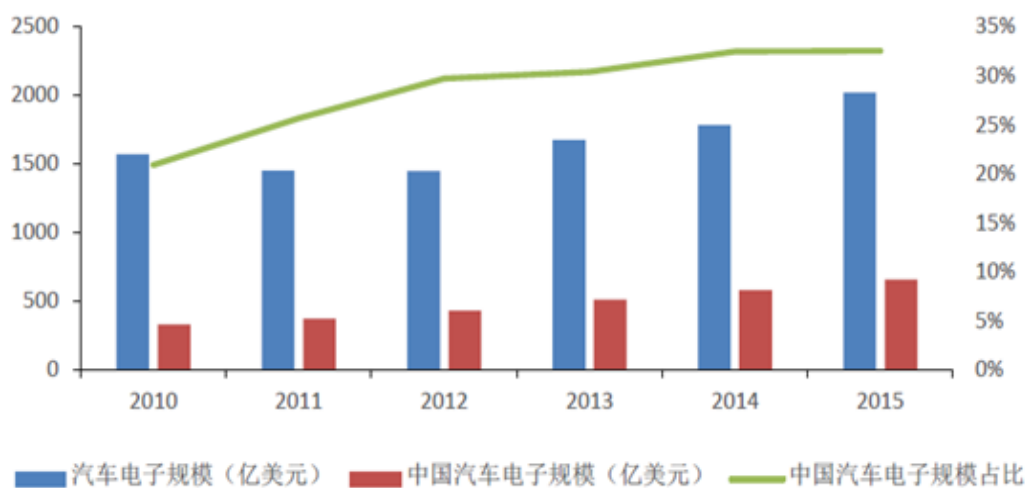


图 15：国内汽车安全气囊产量



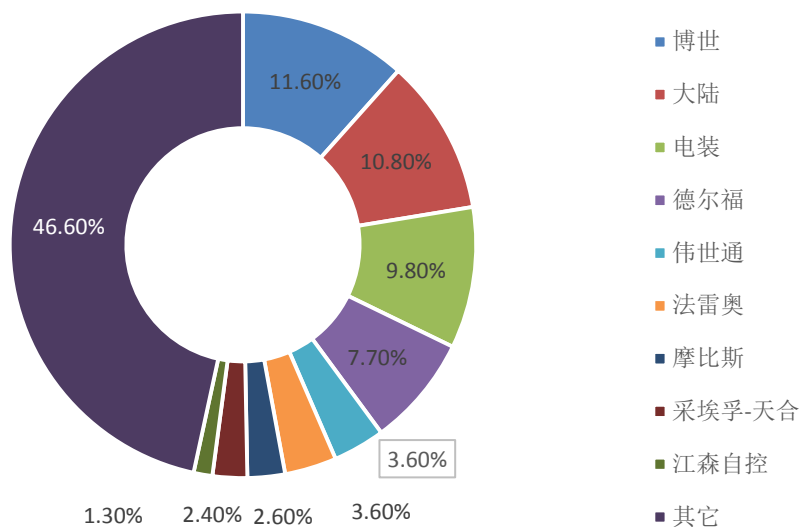
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 16：中国汽车电子占全球比例



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所整理

图 17：2015 年中国汽车电子各品牌占比



资料来源：汽车电子工程，华金证券研究所

### （三）产能释放将带来较大业绩弹性

公司目前业务规模和主营产品产能均较小，本次上市募资主要投向汽车核心电子零部件领域：电子油门踏板、换挡控制器和电子节气门。至 2019 年全部募资项目达产后，电子油门踏板产能有望增加至目前的 244%左右，换挡控制器产能有望增加至目前的 394%左右，电子节气门产能有望增加至目前的 1100%左右，增幅均较大。

公司从立足商用车市场逐渐进入乘用车市场，2013 年-2015 年主营收入来源于商用车市场的比例分别为 52.12%、48.89%、37.47%，乘用车收入占比呈现快速扩大的趋势。在乘用车配套客户中，公司是上汽通用的绿色供应商，拥有上汽通用评估认定的产品试验室，已建立长期稳定的配套合作关系。经过多年的技术积累，公司在与具有垄断地位的合资供应商竞争中逐渐取得市场份额，打破合资和独资等外企在汽车电子关键部件的垄断。随着公司在乘用车领域给合资和自主品牌龙头企业配套份额的增多，市场品牌效应逐步累积，为未来配套其它乘用车企业提供有力保障。公司产品向乘用车领域调整，产能的释放和客户的增多，未来几年业绩增长的弹性较大。

公司本次公开发行 2000 万股，拟用 2.96 亿元募集资金投资建设以下项目：1、增加电子油门踏板产能 300 万套/年。根据公司招股书，2015 年电子油门踏板产能约 200 万套，本次扩建新增产能 300 万套，分三年投入。2、换挡控制器 2015 年产能约 35 万套/年，本次新增 100 万套/年，分三年投入。3、达到国四排放标准的电子节气门 2015 年产能不足 5 万套，本次预计扩充产能 50 万套/年，分三年投资建设，建成后生产能力将大大提升。4、用于研发中心的扩建。三项主要产品的项目建设期规划两年，预计第三年达产。

表 2：公司募投资建项目

序号	项目名称	募资金额 (万元)	投放进度 (万元)		
			2017	2018	2019
1	年产 300 万套电子油门踏板总成自动化生产线	7779.30	2159.60	2159.60	2380.40
2	年产 100 万套滑档控制器自动化生产线	9656.40	3812.50	2541.70	3301.20
3	年产 50 万套欧 iv 及以上低排放发动机电子节气门自动化生产线	7342.00	3510.50	2340.30	1491.20

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

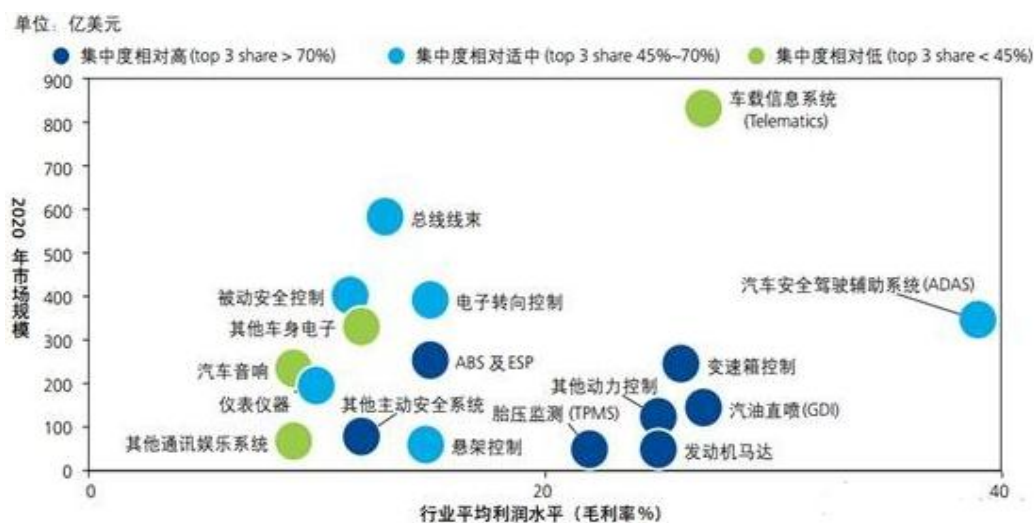
图 18：募投资向的产能规划



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

公司重点投向的电子油门踏板、换挡控制器和电子节气门，属于动力系统控制类电子产品，具有较大的技术壁垒，因此其盈利水平也较高。随着汽车智能化的快速发展，车用辅助驾驶系统（ADAS）逐步成熟并广泛应用于新上市车型，汽车动力系统控制的电子化必不可少，未来行业的成长性较好，发展空间也会很大。

图 19：各类型汽车电子市场规模及盈利预测



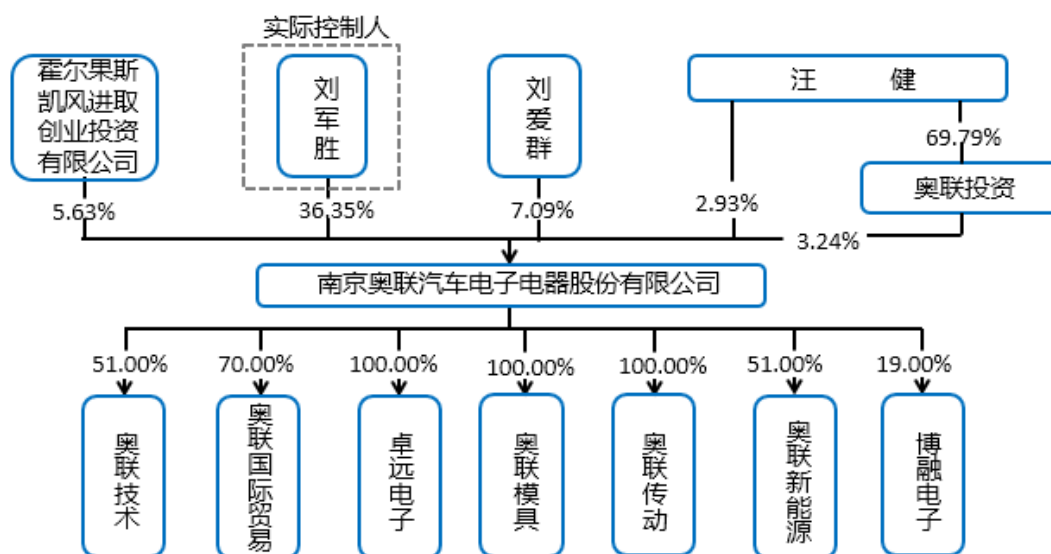
资料来源：德勤分析，电子发烧友，华金证券研究所

## 二、小而美的核心汽车电子领跑者

### （一）股权结构

公司成立于 2001 年，并于 2016 年 12 月成功登陆创业板上市，刘军胜先生为公司的实际控制人，持有 36.35% 股份。刘军胜先生曾在南京汽车研究所、南京依维柯研究所从事汽车电子产品研发 20 余年，重视对核心技术的研发投入，目前公司已获得 68 项专利。

图 20：股权结构图



资料来源：WIND，华金证券研究所

### （二）主营业务和主要客户

公司是汽车电子类领先企业，主要产品为电子油门踏板总成、换挡控制器、电子节气门、低温启动装置等动力电子控制系统及车用空调控制器等，是一家集研发、生产、销售汽车电子电器零部件为一体的高新技术企业。其产品质量获得多家整车制造及发动机厂商的认可，获得一汽集团、上汽通用、长城汽车、依维柯、华晨集团优秀供应商等荣誉。

公司成立初期主要为商用车供货，慢慢凭借优秀的产品质量和研发能力由商用车逐步转往乘用车市场，乘用车产品收入占比呈逐年上升的趋势。公司现有客户结构多样化，既包含整车厂商，又包含一级零部件供应商。乘用车主要配套：上汽通用、长城汽车、江淮汽车、长安马自达、海马汽车、一汽集团、北京汽车、华晨汽车等；商用车主要配套：中国重汽、依维柯、潍柴动力、东风汽车、江铃汽车、长安铃木、重庆力帆等。

图 21：主要产品介绍

动力电子控制	电子油门踏板总成	
	换挡控制器	
	电子节气门	
	低温启动装置（格理加热器、火焰预热装置、燃油加热器、电热塞）	
底盘电子控制	电磁螺旋管	
	尿素加热带	
	线束	
车身电子控制	车用空调控制器	
	汽车门窗控制器	

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

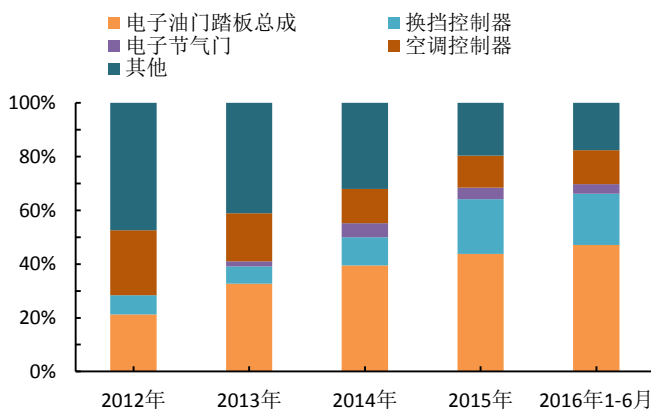
图 22：公司配套客户

				
上汽通用	依维柯	长城汽车	中国重汽	华晨汽车
				
东风集团	江淮汽车	一汽集团	长安马自达	北京汽车
				
广西玉柴	潍柴动力	华菱汽车	上汽集团	重庆力帆
				
海马汽车	江铃汽车	长安铃木	北京福田	重庆长安
				
东南汽车	荣成华泰	东风柳汽		

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

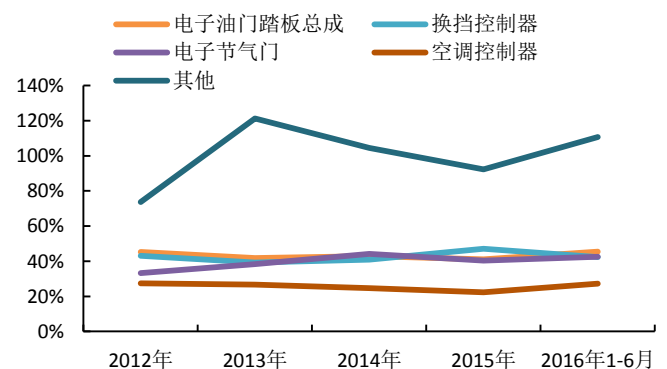
公司能够实现从商用车介入乘用车领域的核心竞争力主要取决于公司的技术、成本优势和快速反应的售后服务。拥有的 68 项自主知识产权专利、较外资品牌同类产品便宜 10% 以上的成本和贴近客户快速反应的售后服务能力，为其迅速开拓乘用车市场带来很大优势。随着汽车电子化进程的加快，公司重点发展的电子油门踏板、电子换挡控制器和电子节气门等核心汽车电子产品将充分受益于行业的快速发展，这家小而美的汽车电子类公司成长空间和业绩弹性充足。

图 23：各项业务的营收占比



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 24：各项业务的毛利率



资料来源：WIND，华金证券研究所

从各项业务的分解来看，电子油门踏板总成收入逐渐扩大，2016 年上半年占营收的 47.18%，毛利率 45.45%，远高于汽车零部件行业平均水平；换挡控制器业务 2016 年上半年营收占比

19.01%，毛利率 42.34%；电子节气门产品毛利率 42.62%，目前营收占比较小，未来随着新产能的释放将有大幅增长的可能性。

## 1、电子油门踏板

公司是国内电子油门行业标准《汽车电子油门踏板总成技术条件》的起草单位之一，拥有独立的产品实验室并经过上汽通用 SGM GP-10 的评估认证，在模具设计、产品设计、自动化产线、在线产品检测等方面均具有良好的研发能力。经过十余年的技术沉淀，其电子油门踏板产品已经达到国内领先水平，产品涵盖手动式、踏板式、悬挂式三种类型，具有节能减排的优势，并是汽车智能辅助驾驶和自动驾驶必不可少的电子化产品。

表 3：电子油门踏板产品对比

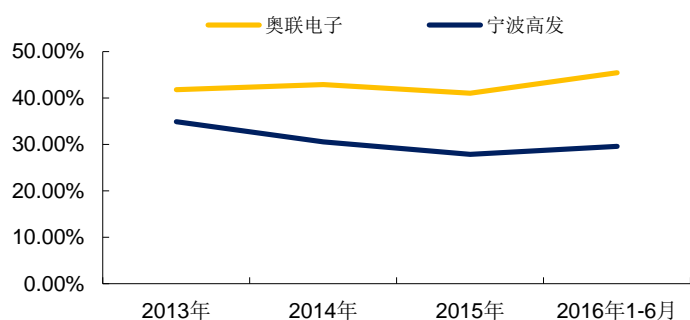
	手动式	踏板式	悬挂式
产品			
客户	中联、三一、华菱、一汽专用车、一汽锡柴、中国重汽	北奔重汽、锡柴、江淮、东风商用车、一汽解放、江淮汽车	上汽依维柯、长城、长安、一汽解放、柳汽、上汽红岩、江淮汽车、东风汽车、上海通用、一汽大众、红旗
优点	促进非公路机动车向电控机动车发展；降低排放量。	降低油耗；提高驾驶过程中的油门控制的稳定性和舒适性；寿命周期长；防干扰能力强。	节能减排；加工更加简便且易于维修。

资料来源：公司官网，WIND，华金证券研究所

电子油门踏板的竞争对手主要有外资、合资系的德国海拉、联合电子、意大利马瑞利，国内的宁波高发等。由于国内的汽车电子零部件核心技术发展起步较晚，电子油门踏板的市场份额目前还主要由外资和合资供应商占据，德国海拉、联合电子、意大利马瑞利等总的市场占有率在 80%左右，国内的自主厂商在不断学习和追赶，凭借强大的成本控制能力近几年市场份额达到 20%左右，取得了不小的进步。根据招股书披露，2016 年上半年奥联电子的电子油门踏板业务市场份额为 8.79%，在国内厂商中具有领先优势，宁波高发紧随其后，两家囊括了国内电子油门踏板绝大多数的市场份额。

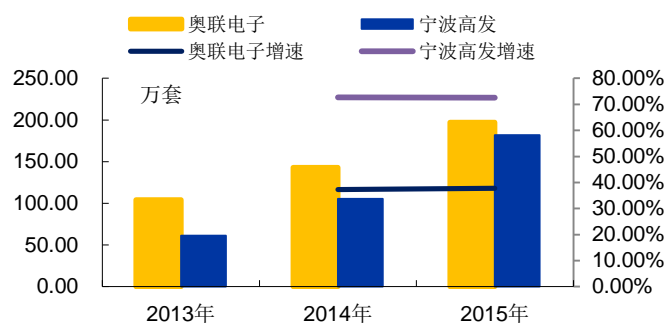
对比国内电子油门踏板的两家领先公司，公司的销量和毛利率均有优势。近三年，公司的毛利率在 40%以上且呈现逐年上升的趋势，而竞争对手宁波高发的毛利率维持在 30%左右；从销量增长来看，宁波高发高于公司（宁波高发近两年销量增速在 70%以上，公司增速在 37%左右）。公司电子油门踏板主要配套客户：长城汽车、上汽通用、江淮汽车、长安汽车、华晨汽车、一汽解放、中国重汽等；宁波高发电子油门踏板主要配套客户：吉利汽车、上汽通用五菱、宇通客车、金龙汽车、中国重汽等。

图 25：电子油门踏板毛利率对比



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 26：电子油门踏板销量及增速对比

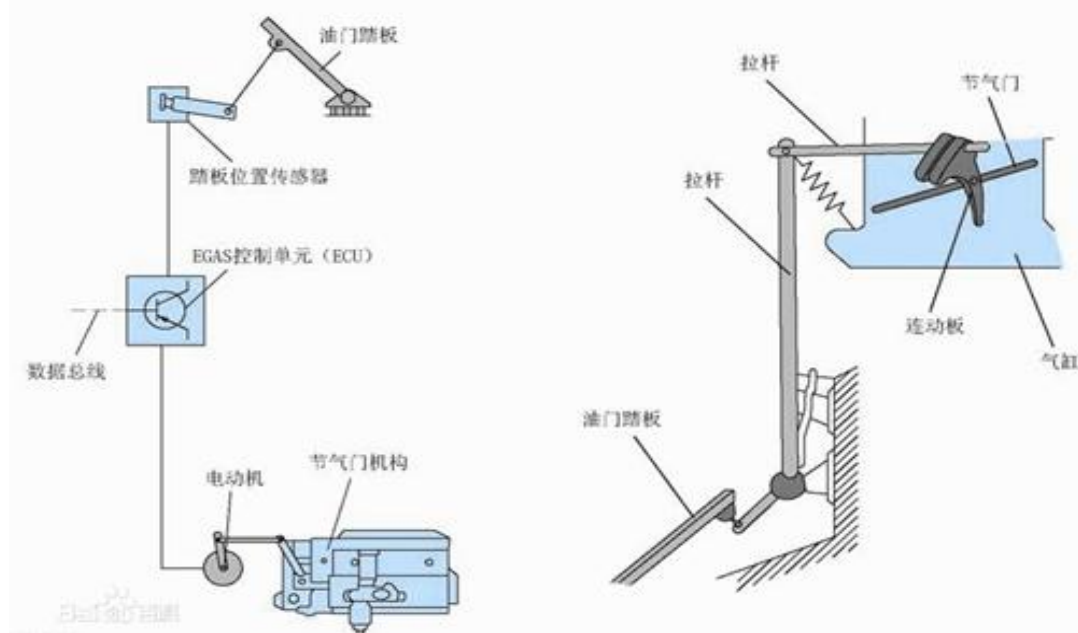


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

电子油门控制系统主要由油门踏板、踏板位移传感器、ECU、数据总线、伺服电动机、节气门执行机构组成。位移传感器在电子油门踏板内部，当踏板高度变化时，将变化信息输送给 ECU 进行处理，处理结果输送给伺服电动机，进而驱动节气门的执行机构。

油门踏板的工作原理是通过改变发动机节气门开度，控制可燃混合气的流量，进而改变发动机的转速和功率。根据控制节气门的方式不同，油门踏板可分为传统机械式和电子式，机械式油门踏板通过拉索或拉杆控制节气门的开度，精确性较低，而电子式油门踏板可以通过踏板位置传感器精确的解决节气门的开度。因此，电子油门踏板相较于传统油门踏板具有以下优点：(1) 空燃比状态接近 14.7 : 1 (传统式 1 : 1)，能够提高发动机燃料效率，从而降低油耗，减少污染物排放；(2) 稳定性高，不易熄火或闯动；(3) 使用时间更长；(4) 接入电控单元，顺应汽车智能化发展趋势。缺点是原理及结构相对复杂，成本有所提高。

图 27：电子油门踏板与传统油门踏板结构图



资料来源：汽车之家，华金证券研究所

展望国内电子油门踏板产品未来的发展前景，由于（1）国家油耗法规趋严及汽车产品电子化升级，电子油门踏板的配套应用会持续扩大，渗透率快速提高；（2）国内技术领先的总成厂商产品质量与外资相差不大，但具有成本优势；且受益于自主品牌整车的崛起，国内电子油门踏板的市场份额将加速提升。

## 2、换挡控制器

表 4：换挡控制器产品介绍

	AT	AMT	MT	DCT
图例				
车型	江淮和悦、和悦 RS、新赛欧、华晨中华、华泰宝利格、SGM328	长安 CX20、海马丘比特、长城腾翼 C30	新赛欧、一汽夏利 N5	众泰 B12
优点	换挡操作简单、驾驶舒适性高、减少驾驶者疲劳	可通过电子控制单元控制执行机构实现车辆传动系统的自动操纵	结构简单、性能可靠、制造和维护成本低廉、传动效率高、换挡反应快	传动效率高、安装空间紧凑、重量轻、价格便宜
	CVT	换挡盒	电动换挡器	电子排挡
图例				
车型	柳州汽车 BS3、S500	公交车	江淮 IEV5 电动车、金龙客车、江淮 IEV4 电动车	众泰 T600
优点	可以补充变速的损耗、减少油耗和排放、挡位设定更为自由	不用脚踩离合器 换起来更方便，效率更高	在原来手动变速器的基础上加装一套电子换挡执行机构，可减轻驾驶员劳动强度	节省车内空间、省去复杂的机械结构、减轻重量、换挡方便易操作

资料来源：公司官网，招股书，华金证券研究所

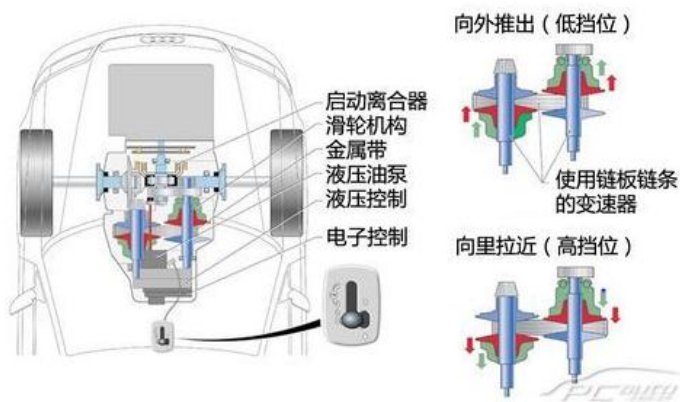
公司的换挡控制器产品结构丰富，可配套 MT、AT、CVT、AMT、DCT 等各类变速器，包括新型的旋钮式的电子排挡、电动车换挡器和换挡盒。公司在技术方面具有国内领先优势，产品以自动换挡为主，配套研发响应灵敏，主要配套的客户有上汽通用、长安马自达、长城汽车、江淮汽车、东风汽车、依维柯、中国重汽、一汽解放、华晨汽车等。

该块业务目前主要竞争对手有西班牙法可赛、三立汇众、宁波高发、重庆睿格、圣加伦等。法尔赛的国内主要客户有通用、福特、广汽等，三立汇众客户有上海大众、上汽通用、北京现代、东风悦达起亚、沈阳金杯等；瑞格主要为一汽轿车、长安汽车、长城汽车、神龙汽车等配套；宁波高发主要配套上汽通用五菱、吉利汽车、宇通客车、中国重汽等。



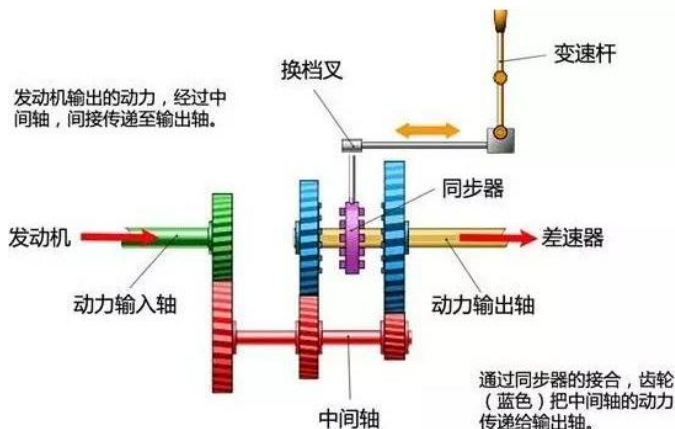
奥联电子虽然已经进入的配套客户较多，但目前为这些厂商供货数量相对较小，随着新产能的建成投产，未来换挡控制器业务将有很大的成长空间！

图 28：自动变速器的结构



资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

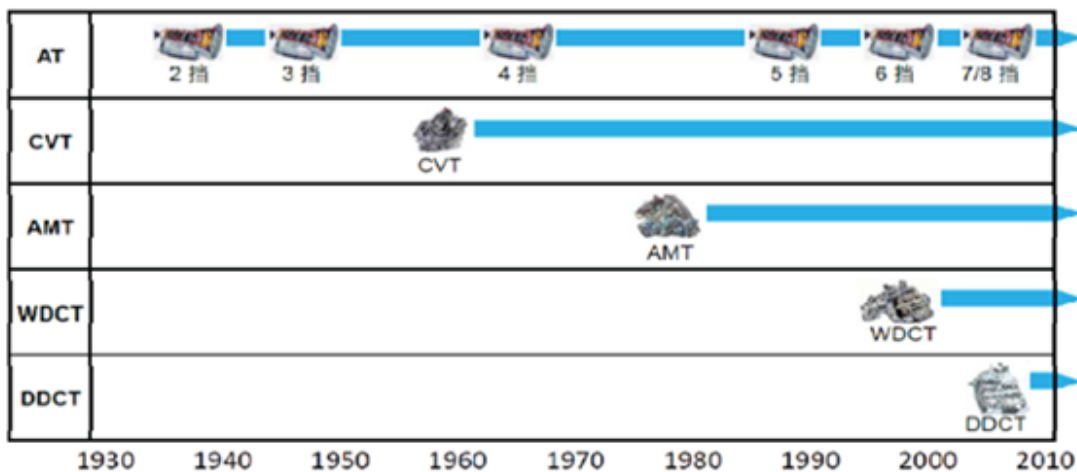
图 29：换挡控制示意图



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

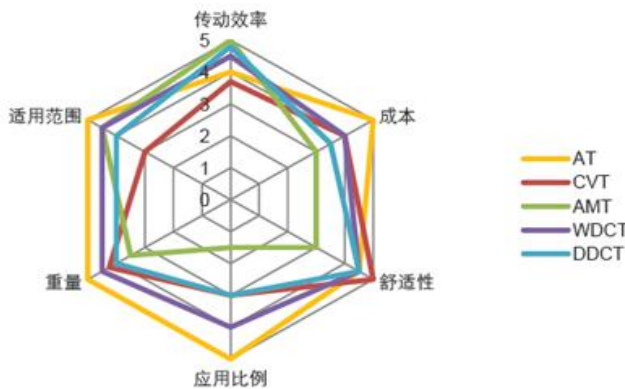
变速器是汽车核心的部件之一，按照传动形式，可将变速器分为 MT、AT、CVT、AMT、DCT 五类，其中 MT 手动变速器技术相对成熟，我们和国外零部件厂商技术差别不大。AT、CVT、AMT、DCT 等自动变速器发展起步时间较晚，在驾驶平顺性、燃油经济性和动力性能方面优势明显，换挡品质更佳。通用、福特、克莱斯勒、大众、本田、丰田、PSA 等世界主要汽车公司逐渐采用自动变速器，美国等发达国家目前汽车自动变速器的装配比率已经超过 80%，而目前我国车用自动变速器的装配比例仅为 65%左右，且拥有自主知识产权的自动变速器产量占比仅约 5%，未来装配率的提升和进口替代将产生非常大的需求空间，为公司换挡控制器业务的成长提供良好的基础。

图 30：自动变速器的发展历程



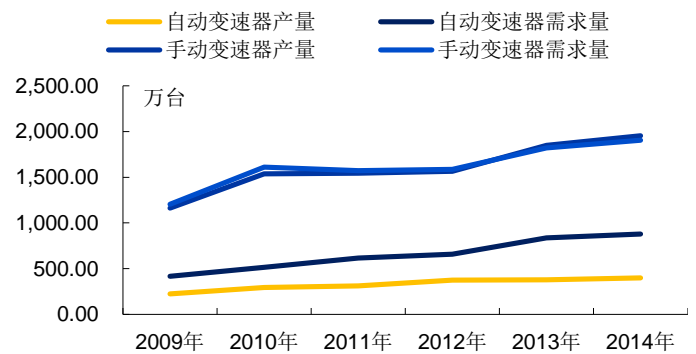
资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 31：各类自动变速器的性能对比



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

图 32：我国变速器市场产需关系



资料来源：中国海关，华金证券研究所

近年来，随着消费升级的发生客户对车辆的节能环保性能和舒适性能有了进一步的要求，电子换挡系统应运而生。汽车电子换挡系统由电控模块、执行电机、电磁阀等部件构成，可精确的完成自动起步和换挡操作，具有更节能、更智能、更有利于车内造型设计、更符合个性化需求等优点，近几年在高端车型中应用越来越广泛，并呈现出向中低端车型渗透的趋势。目前主流的电子换挡形式有旋钮式、按键式、怀档式和传统类机械换挡式，供应商主要由外资企业垄断。公司以前主要做商用车和自主品牌乘用车换挡系统，技术能力和生产设备水平与国际先进竞争对手仍有较大的差距，通过募资投建技术中心和新增产能，将增强在该块业务的产品竞争力。目前，汽车电子换挡汽车在国内乘用车的市场普及率不足 30%，尚属市场导入期，未来成长性值得期待。

图 33：各类电子换挡控制器系统



资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

### 3、电子节气门

节气门系统是发动机的重要控制部件，主要用于控制发动机的进气，满足不同工况下的进气量要求。为了更好的节油性和加速响应性，上世纪 80 年代开始，电子节气门开始逐步应用于乘用车，它的基本结构有以下几个部分组成：1.节气门体、2.节气门、3.位置传感器、4.执行器、5.温度控制阀等。

电子节气门是新一代智能汽车电子控制系统的基础，例如自适应巡航系统（ACC）、驱动防滑系统（ASR）、车辆稳定控制（VSC）和自动变速控制等功能的实现都需要电子节气门来完成，是未来智能化汽车或自动驾驶汽车不可或缺的控制部件。与传统机械式节气门不同，电子节气门通过传感器、微处理器和执行器对节气门进行控制，具有反应更灵敏，控制更精确，结构简单，容易实现的特点，并且因为可以精确控制发动机内空燃比（空气与燃料混合的比例），节油减排的效果非常理想。

图 34：电子节气门系统的基本结构

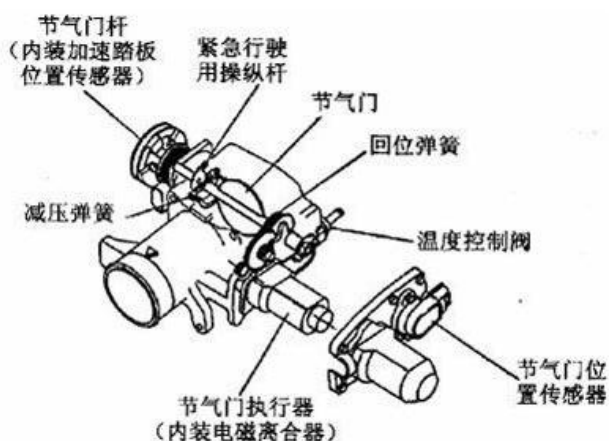


图 35：公司给依维柯配套的电子节气门



资料来源：中国知网，华金证券研究所

资料来源：公司官网，华金证券研究所

电子节气门的主要生产厂商有：皮尔博格、联合电子、慨尔康、奥众汽车、德国大陆、日本电装等，已推出系列化产品应用于各种品牌的中高档轿车。国内上海大众、上汽通用、一汽奥迪、吉利汽车等主流车厂也都采用电子节气门替代传统的机械式节气门。目前，我国能完成电子节气门自主研发的企业较少，产品主要由外资或合资企业供应，奥联电子的电子节气门已经率先应用在商用车领域，未来将向乘用车领域扩展。

## 四、盈利预测和投资建议

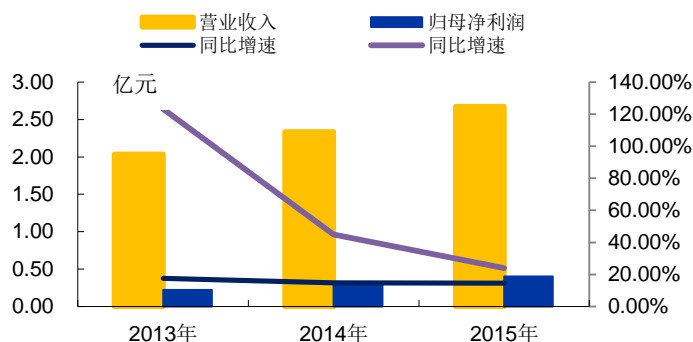
### （一）财务分析与比较

#### 1、近三年财务分析

公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 2.04 亿元、2.34 亿元、2.67 亿元，年均增长 15.59%；归母净利润分别为 0.22 亿元、0.32 亿元、0.40 亿元，年均复合增长 35.1%，规模小而增速较快。

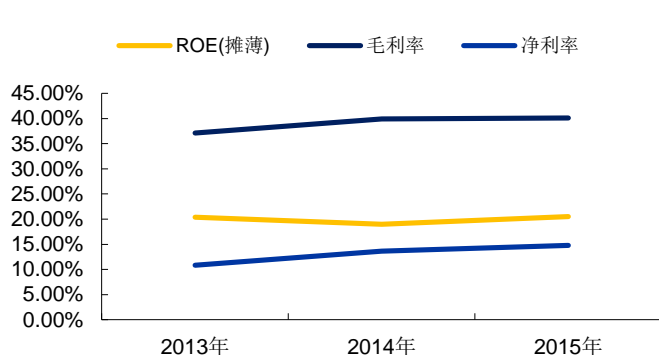
2013 年-2015 年毛利率分别为 37.11%、39.93%、40.14%，净利率分别为 10.80%、13.65%、14.76%，逐年上升主要是由于规模效应使得单位固定成本有所下降以及原材料采购价格有所降低所致。近三年 ROE（摊薄）平均为 19.96%，净资产收益率保持在较高水平，可见公司的盈利能力较强，规模效应逐年体现。

图 36：近三年营收规模与增速



资料来源：WIND，华金证券研究所

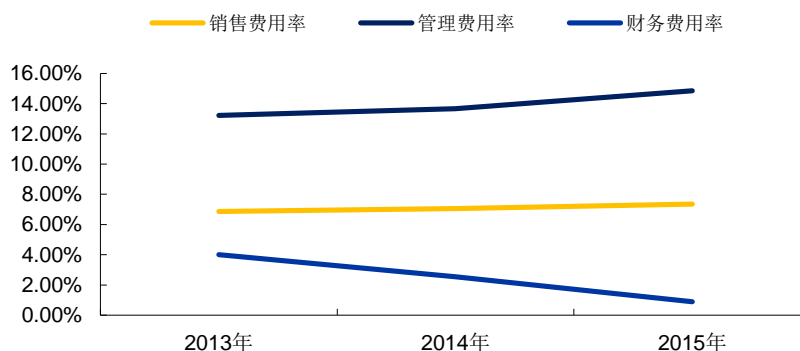
图 37：近三年盈利能力



资料来源：WIND，华金证券研究所

2013 年-2015 年公司的销售费用率略有上升，主要是由于按照主营计提 3% 的售后服务费用所致。管理费用率略高，主要是研发支出较多，汽车零部件公司平均研发投入在 3% 左右，而公司的研发支出占比在 5% 以上，拉高了管理费用率；我们认为对于规模较小、且技术更新速度快的电子类企业，研发费用较高将有利于保持技术的领先性，进一步增强公司的核心竞争力。财务费用率处于较低的水平，而且上市后由于融资成本的降低，其财务费用率有望进一步降低。

图 38：近三年三项费用率变化



资料来源：WIND，华金证券研究所

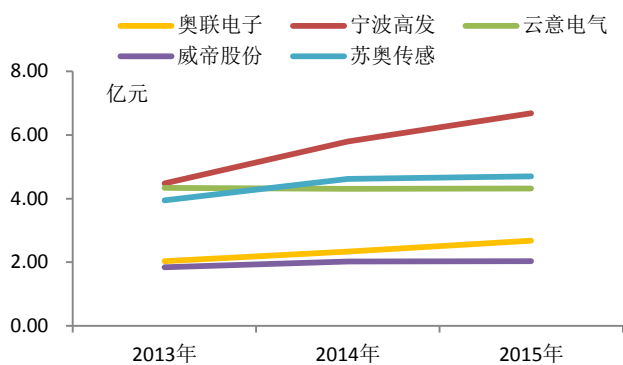
## 2、与同类型公司的财务比较

我们选取了四家与公司业务相近的汽车零部件企业进行对比，分别是宁波高发、云意电气、威帝股份、苏奥传感。这四家公司是国内汽车电子领域细分零部件的领先企业，具有技术优势、

成本优势和稳定的客户资源，产品在各自细分领域具有极高的认可度和可靠性，且受益于核心零部件的进口替代。

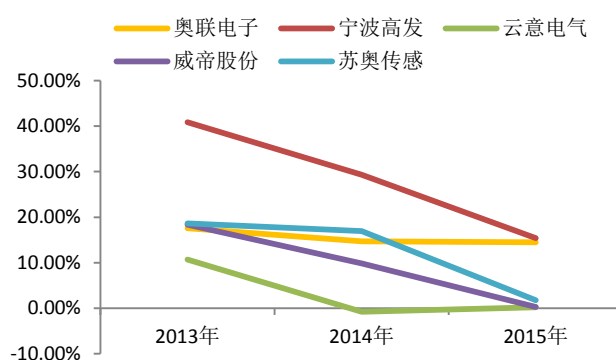
在对比公司中，根据最新的 2016 年三季报数据，奥联电子目前规模最小，相应的成长性较强。从盈利能力来看，公司的毛利率仅次于威帝股份，比大多数汽车电子类公司都高。由于公司三项费用率偏高，随着业务规模的壮大和上市后融资成本的下降，净利率水平相应会有所提升。

图 39：近三年对比公司的营业收入



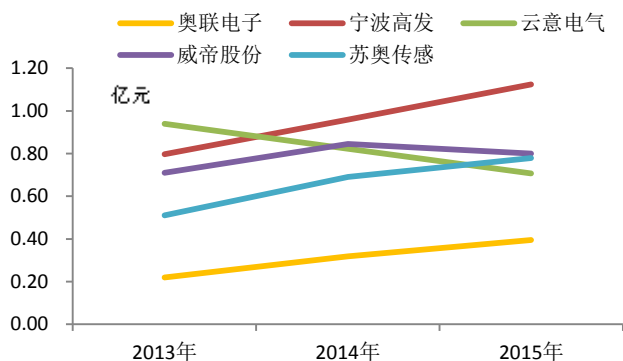
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 40：近三年对比公司的营业收入增速



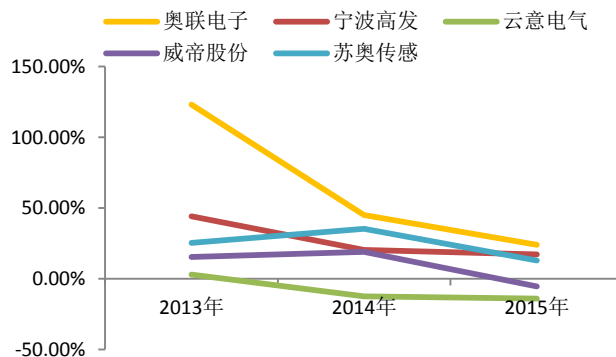
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 41：近三年对比公司的归母净利润



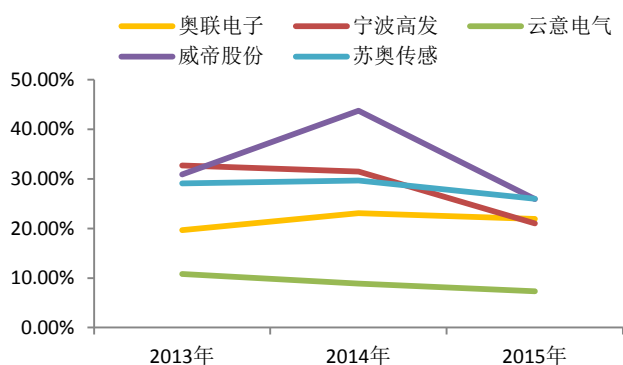
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 42：近三年对比公司的归母净利润增速



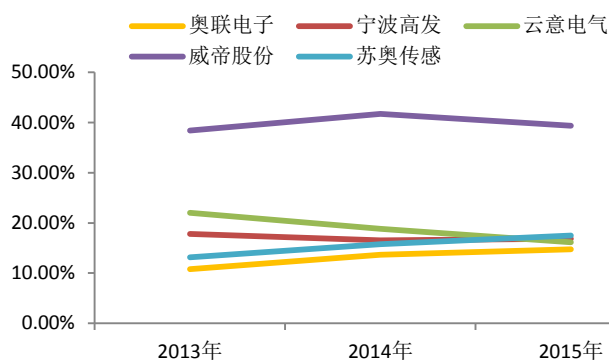
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 43：近三年对比公司的净资本收益率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 44：近三年对比公司的毛利率



资料来源：WIND，华金证券研究所

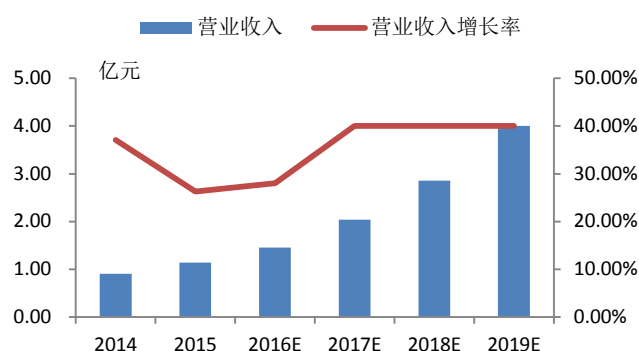
## （二）四大业务板块的盈利预测与假设

基于 2013 年-2015 年发布的业绩说明及我们对行业未来发展趋势的判断，分别对公司未来几年的主要业务：电子油门踏板、换挡控制器、电子节气门、其他产品（如空调控制器、线束等）进行盈利预测和假设。

- ◇ **电子油门踏板。**公司的电子油门踏板产品寿命周期长、稳定性高、防干扰能力强，市场占有率高达 8.79%，是目前自主品牌产品中的佼佼者。此项业务产品布局完整，提供手动型、踏板型、悬挂型产品，知名度和认可度较高，占总营业收入的 44%。目前已进入上汽通用配套供应体系，同时给长城、长安、江淮等配套将自主品牌乘用车的崛起。产能的扩建有助于公司进入更多优质的自主品牌和合资品牌供应体系，此块业务有望实现持续高增长。

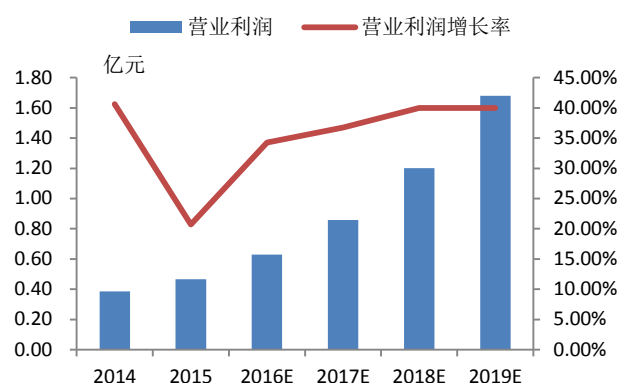
我们假设 2016 年-2019 年电子油门踏板的营收分别为 1.46 亿元、2.04 亿元、2.86 亿元和 4.00 亿元，增速分别为 28.00%、40.00%、40.00%、40.00%；营业利润分别为 0.63 亿元、0.86 亿元、1.20 亿元和 1.68 亿元，增速分别为 34.24%、36.74%、40.00% 和 40.00%。

图 45：电子油门踏板营业收入及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 46：电子油门踏板营业利润及增长率

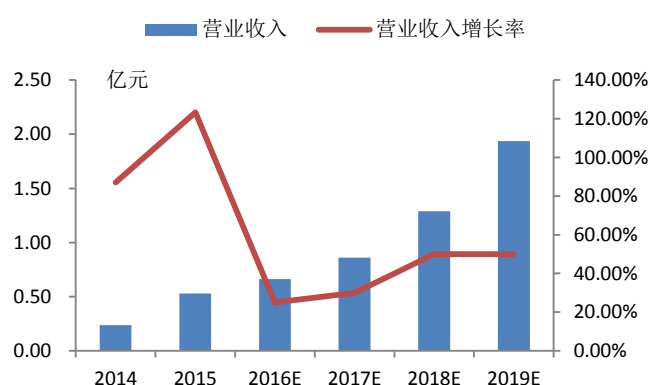


资料来源：WIND，华金证券研究所

- ◇ **换挡控制器**。换挡控制器是公司的第二大营业收入构成板块，其核心元器件来自德国进口，防干扰能力强，EMC 等级能达到 ISO7637-2，防水防尘试验等级满足 IP67 指标，产品质量处于国内领先水平。传统换挡控制器将受益于自主变速箱和自主品牌乘用车的崛起，电子换挡控制器将受益于渗透率提高，公司年产 100 万套换挡控制器自动化生产线建设项目正在启动实施，预计两年后达产，该板块业务将迎来高速增长。

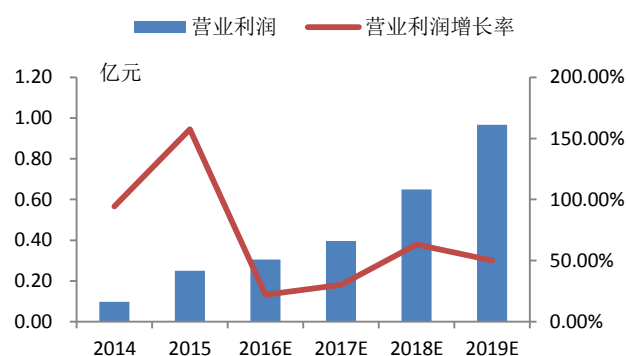
我们假设 2016 年-2019 年换挡控制器的营收分别为 0.66 亿元、0.86 亿元、1.29 亿元和 1.93 亿元，增速分别为 25.00%、30.00%、50.00%、50.00%；营业利润分别为 0.30 亿元、0.40 亿元、0.65 亿元和 0.97 亿元，增速分别为 22.06%、30.00%、63.04% 和 50.00%。

图 47：换挡控制器营业收入及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 48：换挡控制器营业利润及增长率



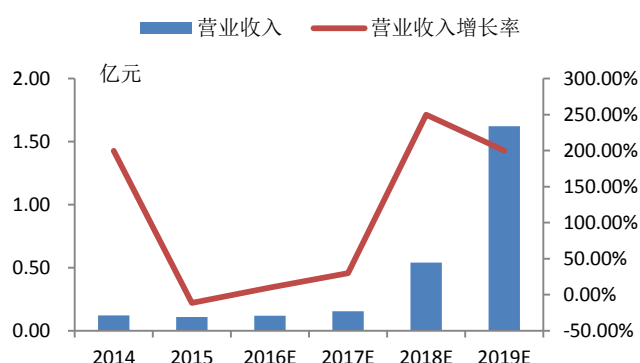
资料来源：WIND，华金证券研究所

- ◇ **电子节气门**。电子节气门是发动机的核心部件，具有较高的技术壁垒，国内极少数的企业能独立研发。公司管理层重视技术投入，较早开始布局电子节气门的研发，目前技术已相对成熟，能够快速响应客户的需求，并成功进入依维柯等商用车企业的配套体系。较高的技术壁垒和有望进入乘用车市场、较多的新产能增加，将成为公司未来业绩增长的新亮点！

我们假设 2016 年-2019 年电子节气门的营收分别为 0.12 亿元、0.15 亿元、0.54 亿元和 1.62 亿元，增速分别为 10.00%、30.00%、250.00%、200.00%；营业利润分

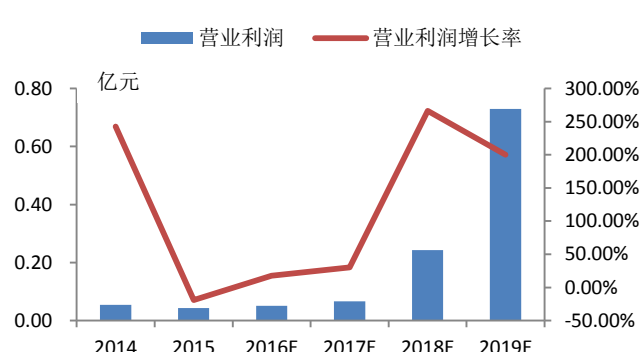
别为 0.05 亿元、0.07 亿元、0.24 亿元和 0.73 亿元，增速分别为 17.43%、30.00%、266.28%和 200.00%。

图 49：电子节气门营业收入及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 50：电子节气门营业利润及增长率

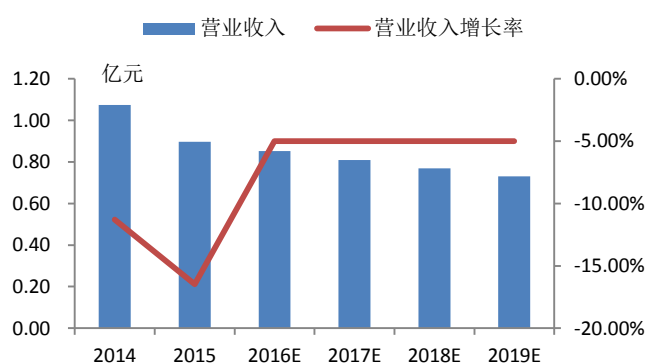


资料来源：WIND，华金证券研究所

◇ **其他产品（包括空调控制器、线束、低温启动装置等）。**公司除以上三类主要产品外，其他产品也布局广泛，包括空调控制器、线束和低温启动装置等。空调控制器和线束产品是公司原有业务，具有较好的客户基础且毛利率水平。未来公司或对产品结构进行调整，更多的往盈利水平高的业务集中，营收可能会出现相应的负增长。

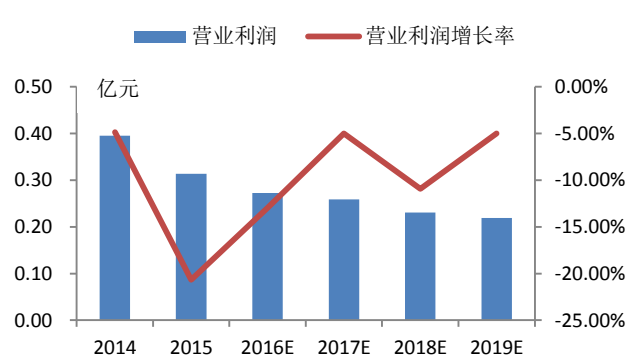
我们假设 2016 年-2019 年其他的营收分别为 0.85 亿元、0.81 亿元、0.77 亿元和 0.73 亿元，增速分别为-5.00%、-5.00%、-5.00%、-5.00%；营业利润分别为 0.27 亿元、0.26 亿元、0.23 亿元和 0.22 亿元，增速分别为-12.95%、-5.00%、-10.94%和-5.00%。

图 51：其他营业收入及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 52：其他营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

综上，我们预测公司 2016 年-2019 年营业收入分别为 3.09 亿元、3.87 亿元、5.46 亿元和 8.29 亿元，增速分别为 15.59%、25.07%、41.19%和 51.87%；营业利润分别为 0.57 亿元、0.75 亿元、1.16 亿元和 1.86 亿元，增速分别为 36.0%、30.1%、55.7%和 60.2%。



表 5：公司盈利预测（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	233.54	267.36	309.05	386.51	545.71	828.77
增速	14.48%	14.69%	15.59%	25.07%	41.19%	51.87%
毛利率	39.93%	40.14%	40.61%	40.84%	42.50%	43.40%
净利润率	13.65%	14.79%	16.83%	17.18%	18.93%	19.73%
销售费用率	7.05%	7.35%	6.40%	6.30%	6.20%	6.10%
管理费用率	13.66%	14.86%	14.20%	14.00%	13.80%	13.70%
财务费用率	2.54%	0.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ROE	18.96%	20.52%	20.25%	20.54%	24.22%	27.72%
EPS	0.40	0.49	0.65	0.83	1.29	2.04

资料来源：WIND，华金证券研究所

## （二）投资建议

公司的主营业务是电子油门踏板、换挡控制器、电子节气门、空调控制器和线束等，是汽车电子类的纯正标的。上市前业务规模相对较小，本次上市募资用于电子油门踏板、换挡控制器、电子节气门产能的增加（分三年逐步投入），将有利于提升公司的生产能力和业务规模。公司在汽车电子方面具有核心竞争优势，是汽车智能化的优质标的；目前体量较小，所处汽车电子行业景气度高，新产能的投放将带来较高的营收和业绩弹性，未来成长性较高！

表 6：同类型公司的市销率

证券代码	公司名称	市销率 PS
300585.SZ	奥联电子	13.24
603788.SH	宁波高发	6.98
300304.SZ	云意电气	23.70
603023.SH	威帝股份	25.54
300507.SZ	苏奥传感	11.70
	<b>平均值</b>	<b>16.23</b>

资料来源：WIND，华金证券研究所

我们预测公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 3.09 亿元、3.87 亿元、5.46 亿元。可对比公司的平均市销率为 16.23 倍，取其八成为 13 倍。我们首次覆盖，预计增持-A 的建议，6 个月目标价为 62.00 元，相当于 2017 年 50 亿市值，强烈推荐！

## 五、风险提示

国内汽车销量增长乏力；配套车型销量不及预期；原材料价格大幅上涨。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	233.5	267.4	309.0	386.5	545.7	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	140.3	160.0	183.5	228.7	313.8	营业收入增长率	14.7%	14.5%	15.6%	25.1%	41.2%
营业税费	2.0	2.6	2.8	3.5	5.5	营业利润增长率	53.9%	18.7%	36.0%	30.1%	55.7%
销售费用	16.5	19.7	19.8	24.3	33.8	净利润增长率	45.0%	24.0%	31.6%	27.6%	55.6%
管理费用	31.9	39.7	43.9	54.1	75.3	EBITDA 增长率	29.8%	11.2%	21.9%	48.7%	50.4%
财务费用	5.9	2.4	-	-	-	EBIT 增长率	32.7%	7.4%	28.7%	30.1%	55.7%
资产减值损失	1.4	0.8	1.8	1.4	1.3	NOPLAT 增长率	29.8%	9.5%	28.0%	29.7%	56.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.2%	-7.5%	22.1%	45.3%	49.4%
投资和汇兑收益	-	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	56.0%	15.7%	33.2%	25.7%	31.8%
<b>营业利润</b>	35.5	42.1	57.3	74.5	116.0	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	1.5	2.8	2.8	1.8	2.5	毛利率	39.9%	40.1%	40.6%	40.8%	42.5%
<b>利润总额</b>	37.0	44.9	60.1	76.3	118.5	营业利润率	15.2%	15.8%	18.5%	19.3%	21.3%
减:所得税	5.1	5.4	7.5	9.8	14.8	净利润率	13.7%	14.8%	16.8%	17.2%	18.9%
<b>净利润</b>	31.9	39.5	52.0	66.4	103.3	EBITDA/营业收入	22.3%	21.6%	22.8%	27.1%	28.9%
						EBIT/营业收入	17.7%	16.7%	18.5%	19.3%	21.3%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	45.0%	38.7%	29.4%	36.6%	36.9%
货币资金	22.8	23.7	50.3	30.9	43.7	负债权益比	81.8%	63.2%	41.7%	57.8%	58.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.44	1.66	2.60	1.74	2.34
应收帐款	71.4	83.2	102.2	130.0	193.7	速动比率	1.05	1.23	1.92	1.28	1.70
应收票据	24.7	28.9	30.5	50.0	59.4	利息保障倍数	6.98	18.58			
预付帐款	1.6	1.0	2.2	2.1	3.4	<b>营运能力</b>					
存货	49.7	47.6	66.6	80.4	115.5	固定资产周转天数	137	132	108	129	142
其他流动资产	14.0	-	4.7	6.2	3.6	流动营业资本周转天数	97	89	97	95	97
可供出售金融资产	-	7.9	-	-	-	流动资产周转天数	281	248	257	259	237
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	112	104	108	108	107
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	76	66	67	69	65
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	455	420	399	411	394
固定资产	97.1	98.5	86.2	191.0	239.6	投资资本周转天数	252	235	217	234	245
在建工程	2.2	3.6	3.6	3.6	3.6	<b>费用率</b>					
无形资产	18.1	17.9	17.0	16.1	15.3	销售费用率	7.1%	7.4%	6.4%	6.3%	6.2%
其他非流动资产	3.9	5.4	4.3	3.9	3.6	管理费用率	13.7%	14.9%	14.2%	14.0%	13.8%
<b>资产总额</b>	305.7	317.6	367.5	514.2	681.3	财务费用率	2.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	39.8	10.0	-	-	-	三费/营业收入	23.3%	23.1%	20.6%	20.3%	20.0%
应付帐款	66.3	70.0	77.5	128.5	139.0	<b>投资回报率</b>					
应付票据	14.6	19.6	13.4	32.5	29.5	ROE	19.0%	20.5%	20.3%	20.5%	24.2%
其他流动负债	7.7	11.7	7.8	10.8	10.6	ROA	10.4%	12.4%	14.3%	12.9%	15.2%
长期借款	-	-	-	6.5	62.2	ROIC	24.5%	21.6%	29.9%	31.7%	34.1%
其他非流动负债	9.1	11.8	9.5	10.1	10.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	137.5	123.0	108.2	188.4	251.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	1.9	2.4	2.6	3.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	108.2	132.7	176.9	243.3	346.6						
<b>股东权益</b>	168.2	194.6	259.3	325.9	429.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	31.9	39.5	52.0	66.4	103.3	EPS(元)	0.40	0.49	0.65	0.83	1.29
加:折旧和摊销	10.9	13.7	13.2	30.4	41.8	BVPS(元)	2.10	2.41	3.21	4.04	5.33
资产减值准备	1.4	0.8	-	-	-	PE(X)	111.2	89.7	68.2	53.4	34.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	21.1	18.4	13.8	11.0	8.3
财务费用	3.6	1.1	-	-	-	P/FCF	-110.7	152.0	722.0	-178.5	294.8
投资损失	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	15.2	13.3	11.5	9.2	6.5
少数股东损益	-	-0.1	0.5	0.2	0.4	EV/EBITDA	51.4	45.5	49.5	33.6	22.6
营运资金的变动	9.0	24.4	-49.2	11.5	-98.9	CAGR(%)	27.8%	38.0%	33.7%	27.8%	38.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	66.8	60.8	16.6	108.5	46.5	PEG	4.0	2.4	2.0	1.9	0.9
投资活动产生现金流量	-22.7	-31.0	7.9	-134.3	-89.5	ROIC/WACC	2.3	2.1	2.8	3.0	3.3
融资活动产生现金流量	-21.0	-44.0	2.1	6.5	55.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn