

云意电气 (300304)**进口替代推动市场份额上升****公司主营业务为汽车用整流器和调节器的生产和销售**

公司是国内领先的车用整流器和调节器生产企业,近几年收入和利润增长较快,毛利率保持稳定。按产品的最终市场来划分,目前国内的OEM、海外的OEM和AM市场三者的比例为55:20:25。

本土企业龙头受益于进口替代

中国的汽车用整流器和调节器市场长期被进口产品把持,由于产品性价比优势明显,公司有机会不断进入国内整车厂的配套系统,抢夺进口产品的市场份额,预计每年增加国内市场占有率2个百分点左右。

国际市场方面,公司同样凭借其优良的性价比,通过与国外厂家合作,逐渐进入俄罗斯、美国、欧洲、巴西等国家和地区,预计每年增加国际市场占有率0.5个百分点左右。

垂直整合提升公司盈利水平

公司募投项目包括大功率车用二极管和精密嵌件注塑件的生产线,投产后将显著降低成本呢,提升盈利水平。另外,公司与IC厂家联合开发封装IC,也将显著降低成本。

重视研发,积极扩张产品线

公司有一只国际化、专业化的研发队伍,主要负责人在台湾汽车电子企业从事研发多年,并且具有与通用汽车、福特汽车、日立电子联合开发的经验。公司每年投入研发的费用占比保持在5%左右。

除原有业务外,公司积极开拓LIN总线调节器、TPMS、马达控制器等,并且逐步进入通用、福特、丰田、博世、REMY、BATE的配套体系,目前新增的已签署的意向性订单近1亿元。

盈利预测及投资建议

根据我们的测算,2012年归属母公司所有者的净利润为1.02亿元,每股收益为1.02元。参照相关行业公司以及最近新上市公司的估值水平,我们建议给予20-25倍的市盈率估值,即在20.4元/股-25.5元/股的区间。

风险提示

1、国内进口替代不及预期风险;2、出口风险(贸易政策、退税、汇率);3、原材料价格大幅上涨侵蚀利润。

建议区间:**20.4元/股-25.5元/股****汽车零部件行业****基本资料**

证券代码	300304
原有总股本(万股)	7500
本次发行(万股)	2500
发行后总股本(万股)	10000
网上网下申购日	2012年3月13日
保荐人(主承销商)	广发证券

盈利预测简表(百万元)

	2011	2012E	2013E
营业总收入	366.9	475.9	603.4
增长率	26.0%	29.7%	26.8%
归属于母公司所	81.3	101.7	129.2
有者的净利润			
增长率(%)	47.9%	25.1%	27.0%
摊薄每股收益	1.08	1.02	1.28
(元)			

分析师:陈庆

电话:010-58568255

邮箱:chenqing@hrsec.com.cn

执业证书号:S1490511060001

联系人:赵宇

电话:010-58568283

邮箱:zhaoyu@hrsec.com.cn

目录

图表目录.....	3
1. 公司简介.....	4
1.1 公司概况及股权结构.....	4
1.2 公司主要业务情况	4
2. 公司投资亮点及竞争优势	6
2.1 本土企业龙头受益于进口替代.....	6
2.2 垂直整合提升公司盈利水平	7
2.3 公司研发投入大、实力强	7
2.4 公司业务拓展.....	8
3. 公司募投项目	8
4. 盈利预测.....	8
4.1 预测假设.....	8
4.2 盈利测算.....	9
5. 风险提示	10

图表目录

图表 1: 公司股权结构（发行前）	4
图表 2: 公司主要产品	5
图表 3: 车用整流器、调节器工作原理	5
图表 4: 公司配套市场的主要客户	5
图表 5: 公司售后市场的主要客户	5
图表 6: 公司主要产品销量（万只）	6
图表 7: 公司产品单价（元/只）	6
图表 8: 公司主营业务收入（万元）	6
图表 9: 公司毛利（万元）	6
图表 10: 公司毛利率	6
图表 11: 公司主营收入按市场划分（万元）	6
图表 12: 公司国内销量预测	7
图表 13: 公司海外销售收入预测（万元）	7
图表 14: 垂直整合带来成本降低	7
图表 15: 公司研发费用占比	7
图表 16: 公司募投项目	8
图表 17: 公司传统业务盈利预测假设（单位：万元）	9
图表 18: 公司盈利预测（单位：百万元）	9

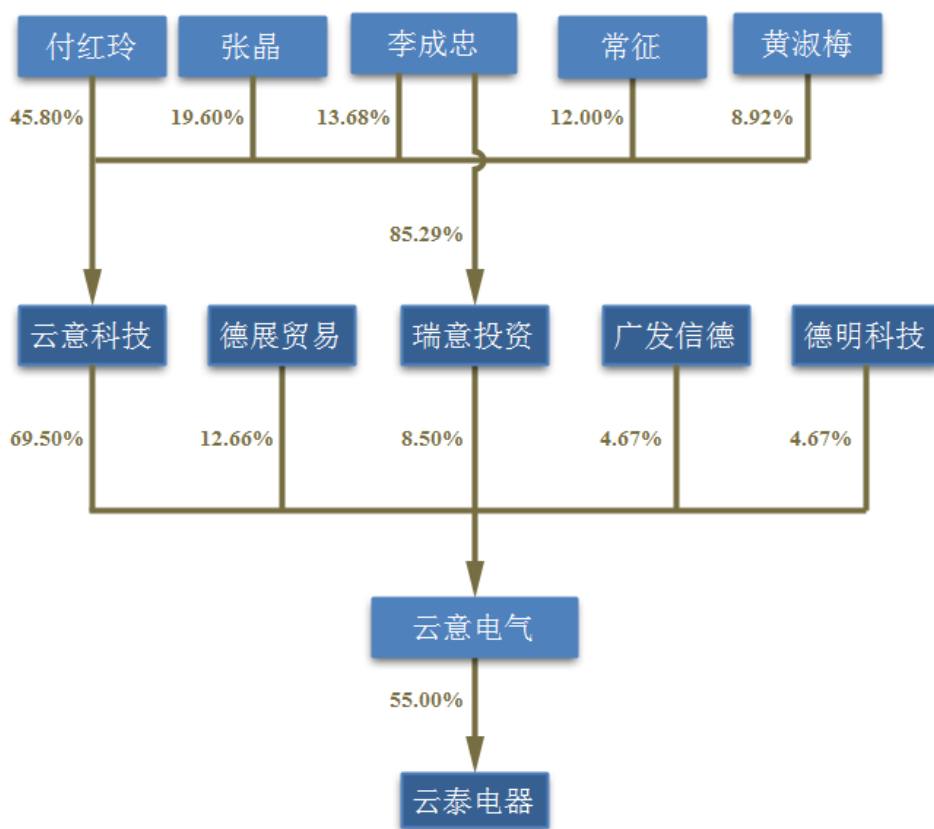
1. 公司简介

1.1 公司概况及股权结构

公司位于江苏省徐州市，是国内领先的车用整流器和调节器生产企业，是第一届“中国内燃机电电器电子行业标准”起草单位之一、中国内燃机和机动车用整流器、大功率车用二极管标准的参与制订者。凭借技术、客户、产品质量等综合优势，公司陆续通过 ISO/TS16949: 2009 管理体系认证、ISO14001 管理体系认证等多项权威认证，被多家客户评为优秀供应商。

公司发行前股本为 7500 万股，实际控制人付红玲女士持有云意科技 45.80% 股权，同时云意科技持有公司 69.50% 的股权；其配偶李成忠先生持有公司控股股东云意科技 13.68% 股权，同时还持有公司主要股东瑞意投资 85.29% 的股份。

图表 1：公司股权结构（发行前）



数据来源：招股说明书

1.2 公司主要业务情况

公司主营业务为车用整流器和调节器等汽车电子产品的研发、生产和销售，主要产品为车用整流器和调节器。由于汽车电子产品需要使用直流电压，因此必须通过车用整流器利用大功率车用二极管将三相交流电压转换为直流电压，并通过车用调节器对输出电压加以控制，以保证电压不会随负载的大小和发动机转速的不同而

发生剧烈变化，保障其它汽车电子产品处于正常工作状态。

图表 2：公司主要产品



数据来源：招股说明书

公司在配套市场的最终客户包括上汽集团、长安汽车、奇瑞汽车、中国重汽、俄罗斯拉达汽车等国内外知名汽车厂商；在售后服务市场，公司产品进入奔驰、宝马、奥迪、别克等中高端汽车的维修体系。

图表 4：公司配套市场的主要客户

上汽荣威	江铃福特	长安汽车
铃木汽车	海马汽车	江铃陆风
奇瑞	吉利	比亚迪
长城汽车	江淮汽车	南京依维柯
厦门金龙	济南重汽	北汽福田
上汽通用五菱	广州汽车	拉达

数据来源：招股说明书

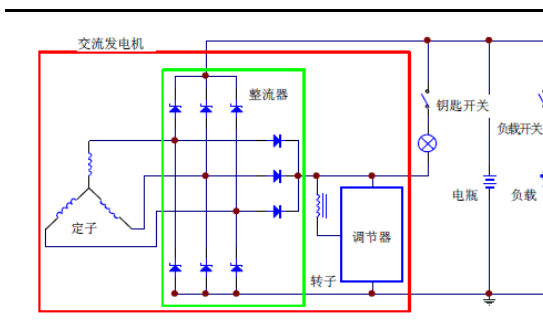
通过对公司业务数据的研究我们发现：

- 1、公司近 3 年的收入增长较快，复合年均增长率达到 96%；
- 2、公司整流器产品单价保持稳定，但调节器价格呈下滑趋势；
- 3、公司整流器产品占收入和毛利的一半以上，但毛利率方面调节器要优于整流器；

4、公司两种产品毛利率大幅提升的原因是技术和生产工艺的改进使得产品生产成本有所降低；

5、公司产品的最终市场包括国内的 OEM 市场和海外的 OEM 市场和 AM 市场（公司目前并未涉足国内 AM 市场），2011 年这三个市场的收入占比大约为 55:20:25。

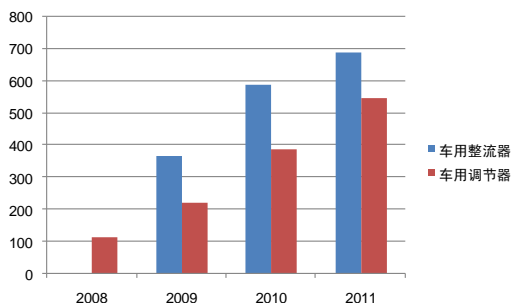
图表 3：车用整流器、调节器工作原理



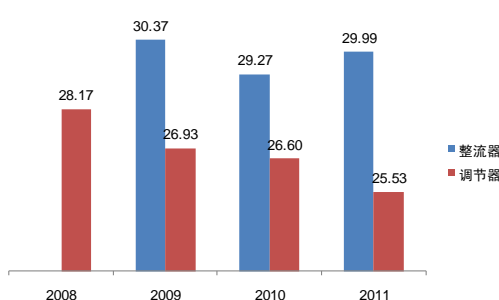
图表 5：公司售后市场的主要客户

奔驰	别克	丰田
宝马	欧宝	本田
奥迪	大众	尼桑
标致	雪铁龙	现代

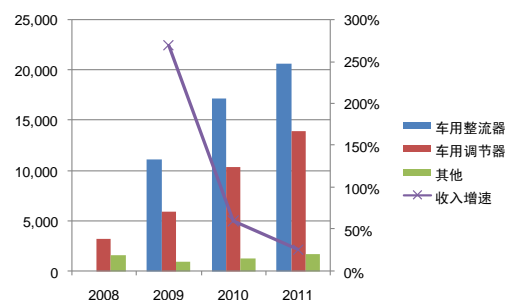
图表 6：公司主要产品销量（万只）



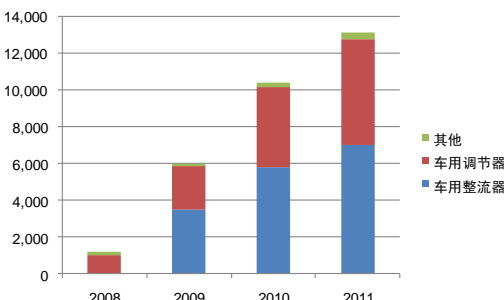
图表 7：公司产品单价（元/只）



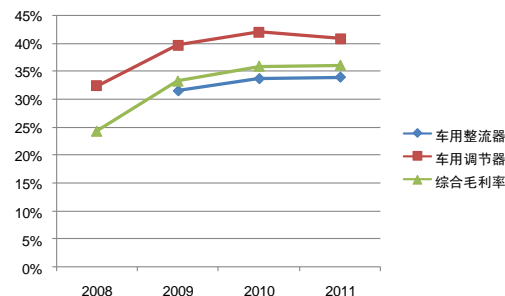
图表 8：公司主营业务收入（万元）



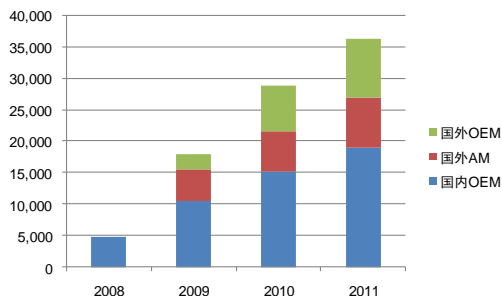
图表 9：公司毛利（万元）



图表 10：公司毛利率



图表 11：公司主营收入按市场划分（万元）



数据来源：招股说明书，华融证券

2. 公司投资亮点及竞争优势

2.1 本土企业龙头受益于进口替代

作为汽车发电机的关键零部件，车用整流器和调节器除向汽车电子电器系统供应电源以外，随着汽车电子化程度的日益提高，车用整流器和调节器的功能日益强大并向着多元化的方向发展，如通过运用半导体技术进行系统集成实现软启动、过载保护、与车载 ECU 通讯等多种功能，进而提高汽车使用过程中的安全性、环保性和舒适性，对汽车电子系统的使用寿命及汽车行驶的安全性、能耗排放以及舒适性具有重要影响。

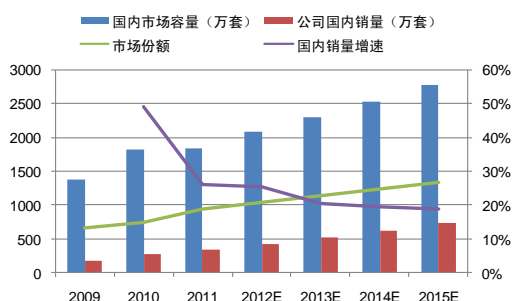
中国的汽车用整流器和调节器市场长期被进口产品把持，目前国内市场的竞争格局是博世、法雷奥、电装的进口产品接近 80%，公司接近 20%，其余国内企业

占比较小（公司的市场规模是国内第二名的 10 倍以上）。

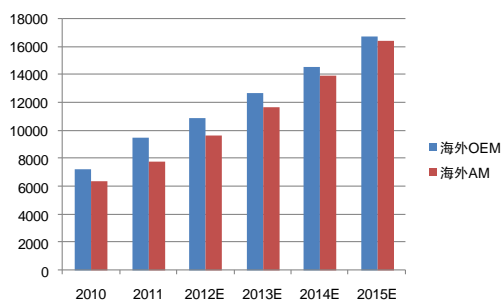
国内市场方面，由于产品性价比优势明显，产品单价仅相当于博世的一半左右，公司有机会不断进入整车厂的配套系统，抢夺进口产品的市场份额，预计每年增加国内市场占有率 2 个百分点左右。

国际市场方面，公司同样凭借其优良的性价比，通过与国外厂家合作，逐渐进入俄罗斯、美国、欧洲、巴西等国家和地区，预计每年增加国际市场占有率 0.5 个百分点左右。

图表 12：公司国内销量预测



图表 13：公司海外销售收入预测 (万元)



数据来源：华融证券

2.2 垂直整合提升公司盈利水平

公司产品整流器和调节器的主要成本包括 IC、大功率车用二极管、精密嵌件注塑件等，公司募投项目包括大功率车用二极管和精密嵌件注塑件的生产线，投产后将显著降低成本呢，提升盈利水平。另外，公司与 IC 厂家联合开发封装 IC，也将显著降低成本。

图表 14：垂直整合带来成本降低

各项成本降低	资质二极管	自制塑料支架
运输成本降低	1.5%	2.5%
包装成本降低	1.0%	2.0%
利润降低	10.0%	10.0%
管理成本降低	3.0%	4.0%
合计降低	15.5%	18.5%

数据来源：公司资料

2.3 公司研发投入大、实力强

公司有一只国际化、专业化的研发队伍，主要负责人在台湾汽车电子企业从事研发多年，并且具有与通用汽车、福特汽车、日立电子联合开发的经验。公司系高新技术企业，拥有 74 项国家授权专利及多项核心的工艺技术。公司每年投入研发的费用占比保持在 5% 左右。

图表 15：公司研发费用占比

	2008	2009	2010	2011
研发费用（万元）	223.39	952.93	1,642.17	1,773.94
营业收入（万元）	4,904.87	18,189.72	29,113.74	36,686.59
研发费用占营业收入比重	4.55%	5.24%	5.64%	4.84%

数据来源：招股说明书

2.4 公司业务拓展

除原有业务外，公司积极开拓 LIN 总线调节器、胎压监测系统（TPMS）、马达控制器等，并且逐步进入通用、福特、丰田、博世、REMY、BATE 的配套体系，目前新增的已签署的意向性订单近 1 亿元。

胎压监测系统（TPMS）属于主动安全技术，通过对轮胎压力的实时监测，能有效降低爆胎特别是高速公路上爆胎的几率，目前已在美国强制安装。按目前汽车技术的发展趋势，电子技术和装备将越来越广泛地应用到汽车上，像 TPMS 这种安全性的装备将逐渐提高其渗透率。

3. 公司募投项目

公司募投项目如下：

图表 16：公司募投项目

项目名称	投资总额（万元）
车用整流器和调节器扩建项目	8,464.46
大功率车用二极管产业化项目	9,679.25
车用整流器和调节器精密嵌件注塑件项目	3,707.30
其他与主营业务相关的营运资金	-
合计	21,851.01

数据来源：招股说明书

4. 盈利预测

4.1 预测假设

主要盈利预测假设如下：

1、国内汽车产量 2012 年增长 13.3%，之后每年 10%，公司在国内 OEM 市场的占有率每年提高 2 个百分点；

2、国外市场容量参照招股说明书中关于中国汽车工业协会车用电机电器委员会对中国和全球汽车产量、保有量的预测计算，公司在国外市场的占有率每年提高 0.2 个百分点；

3、虽然公司近几年产品单价呈下降趋势，但预计随着配套的车型级别的上升，单价总体保持不变；

4、2012 年和 2013 年非传统业务收入（整流器和调节器外）分别为 3000 万

元和 7000 万元；

5、由于募投的二极管和注塑件项目已提前启动，预计 2012 年成本略有下降，毛利率由 35.54%提高至 36%，2013 年募投项目全部达产后进一步提升至 37%。

图表 17：公司传统业务盈利预测假设（单位：万元）

	公司国内 OEM 收入	占国内 OEM 市场份额	公司国外 AM 市 场收入	占国外 AM 市 场份额	公司国外 OEM 市场收入	占国外 OEM 市场份额
2010	15277.6	15.0%	6399.8	0.9%	7242.3	2.0%
2011	19132.9	18.7%	7816.9	1.1%	9486.6	2.4%
2012E	23994.8	20.7%	9646.7	1.3%	10946.0	2.6%
2013E	28943.3	22.7%	11720.7	1.5%	12673.6	2.8%

数据来源：招股说明书，华融证券

4.2 盈利测算

根据我们的测算，2012 年归属母公司所有者的净利润为 1.02 亿元，每股收益为 1.02 元。

图表 18：公司盈利预测（单位：百万元）

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	291.1	366.9	475.9	603.4
收入增长率	60.1%	26.0%	29.7%	26.8%
营业成本	186.4	234.3	303.0	377.7
营业税金及附加	0.8	2.2	1.5	2.4
销售费用	9.7	8.6	14.3	18.1
管理费用	29.9	31.4	42.9	55.0
财务费用	1.7	0.9	0.0	1.2
资产减值损失	0.5	0.7	2.0	4.0
营业利润	62.1	88.8	112.1	145.0
加：营业外收入	5.0	7.9	10.0	13.0
减：营业外支出	0.2	0.0	0.1	0.1
利润总额	66.8	96.7	122.0	157.9
减：所得税	9.9	13.6	18.3	23.7
实际税率	14.9%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	56.9	83.1	103.7	134.2
减：少数股东损益	1.9	1.8	2.0	5.0
归属于母公司所有者的净利润	55.0	81.3	101.7	129.2
增长率	78.1%	47.9%	25.1%	27.0%
摊薄每股收益（元）	0.84	1.08	1.02	1.28

数据来源：Wind，华融证券

参照相关行业公司以及最近新上市公司的估值水平，我们建议给予 20-25 倍的市盈率估值，即在 20.4 元/股-25.5 元/股的区间。

5. 风险提示

1、国内进口替代不及预期风险；2、出口风险（贸易政策、退税、汇率）；3、原材料价格大幅上涨侵蚀利润。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

陈庆,在此声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,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收到任何形式的补偿等。

本公司已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。

本报告仅提供给华融证券股份有限公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告,但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归华融证券股份有限公司所有。未获得华融证券股份有限公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播,不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、意见等均仅供本公司客户参考之用,不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。

华融证券市场研究部及其研究员认为本报告所载资料来源可靠,但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。

华融证券及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务,敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址:北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真: 010-58568159

网址: www.hrsec.com.cn