

分析师：符彩霞
执业证书编号：S0050510120007
Tel：010-59355924
Email：fucx@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)



云意电气(300304. SZ)

汽车发电机整流器与调节器龙头

投资要点

● **汽车零部件占公司收入的 9 成以上。**公司主要生产车用整流器及车用调节器等汽车电子产品，2011 年公司实现收入 3.67 亿元，其中车用整流器 2.07 亿元，占 56.46%，车用调节器 1.4 亿元，占 38.12%

● **主导产品市占率逐步上升。**2009 年-2011 年，公司车用整流器销量分别为 366.53 万只、588.65 万只、690.85 万只，国内市场占有率分别为 16.93%、21.33%和 24.08%，呈逐年上升之势；公司车用调节器销量分别为 221.96 万只、389.54 万只和 547.88 万只，国内市场占有率分别为 10.25%、14.12%和 19.1%，也是呈逐年上升之势。2010 年，在国内相关产品生产企业中，公司车用整流器销量居首位，车用调节器居第三。

● **客户趋于分散/配套市场占比超 4 成。**公司自 2008 年连续三年荣获成都华川电装有限责任公司、浙江达可尔汽车电子科技有限公司“优秀供应商”称号。2011 年以来，公司已完成了江铃福特、长安铃木等重要客户的产品认证，并开始小规模供货；BATE 的认证工作已完成。2009 年-2011 年公司前五位客户销售比例分别为 60.21%、46.31%、43.35%，趋于分散。同期公司产品用于售后市场的比例分别为 41.7%、47.17%和 47.48%，这将有损于公司经营的稳定。

● **新产品、出口是未来增长点。**公司近年出口收入持续增长，2012 年上半年出口增长 17.7%；此外升级产品和新产品电机控制器、胎压监测系统有望成为新的增长点。

● **评级与估值。**结合相对估值法和绝对估值法，我们认为公司的合理估值区间为 21 元-23.6 元，建议买入。风险在于募投项目实施后产能大幅扩张存在消化风险；公司产品需求受下游汽车行业的景气度影响。

交运设备

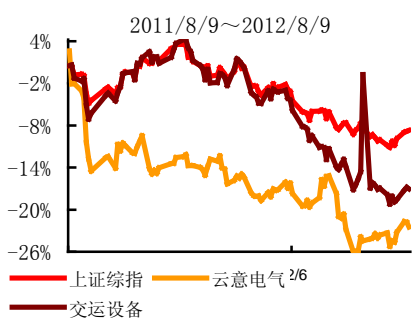
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	首次
目标价格：	

市场数据

市价(元)	17.12
上市的流通 A 股(亿股)	0.25
总股本(亿股)	1.0
52 周股价最高最低(元)	16-23.68
上证指数/深证成指	2123.55/9066.21
2011 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	366.87	440	572	801
增长率(%)	26.01	20	30	40
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	81.30	101	134	184
增长率(%)	47.85	24.29	32.44	37.46
毛利率(%)	36.14	36	36	36
净资产收益率(%)	30.44	11.56	13.33	15.48
EPS(元)	1.08	1.01	1.34	1.84
P/E(倍)	20.87	16	12	9
P/B(倍)	4.77	1.9	1.7	1.4

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、汽车零部件占公司收入的 9 成以上.....	3
二、公司车用整流器和车用调节器国内市场占有率持续上升.....	3
三、公司在国内自主品牌整车配套占有较高的市场地位.....	4
四、募投项目主要用于扩大产能.....	6
五、公司盈利预测	6
六、公司估值与投资评级	7
七、公司风险因素	7

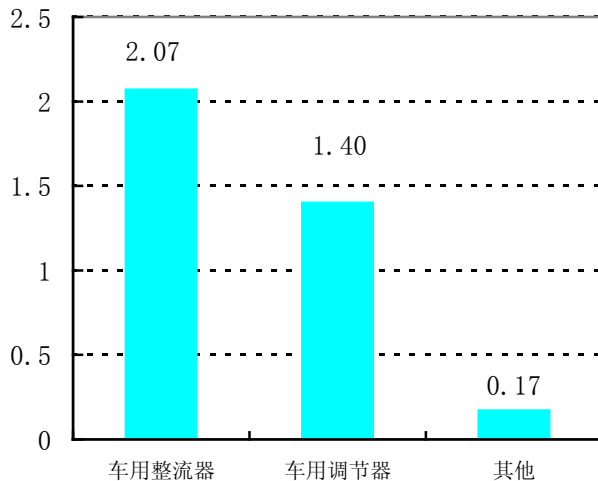
图表目录

图 1：2011 年公司收入构成（亿元）	3
图 2：2011 年公司主要业务毛利率（%）	3
图 3：2008 年—2012 年公司收入（百万元）	3
图 4：2008 年—2012 年公司净利（百万元）	3
图 5：2009—2011 年公司产品销量（万只）	4
图 6：2009—2011 年公司产品国内市场占有率（%）	4
表 1：公司近年向主要客户的销售情况（百万元）	5
表 2：公司盈利预测表	6
表 3：公司自由现金流预测	7
附录：财务预测表	8

一、汽车零部件占公司收入的 9 成以上

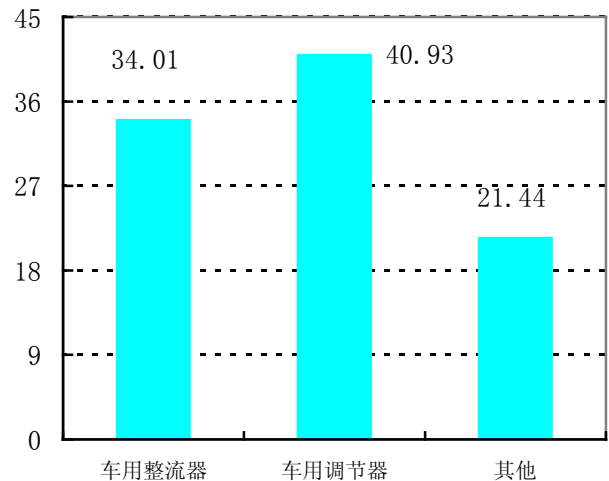
公司主要生产车用整流器及车用调节器等汽车电子产品,2011 年公司实现收入 3.67 亿元,其中车用整流器 2.07 亿元,占 56.46%,车用调节器 1.4 亿元,占 38.12%,详见图 1 和图 2。

图 1: 2011 年公司收入构成 (亿元)



资料来源: 民族证券、WIND 资讯

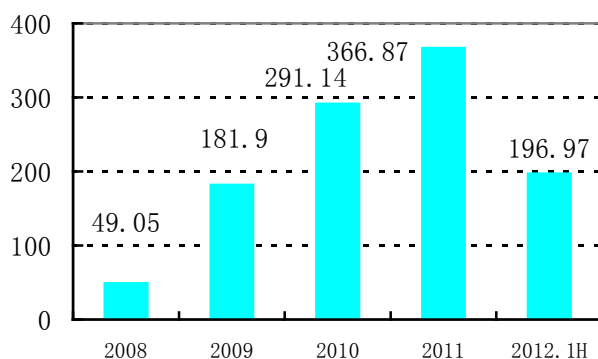
图 2: 2011 年公司主要业务毛利率 (%)



资料来源: 民族证券、WIND 资讯

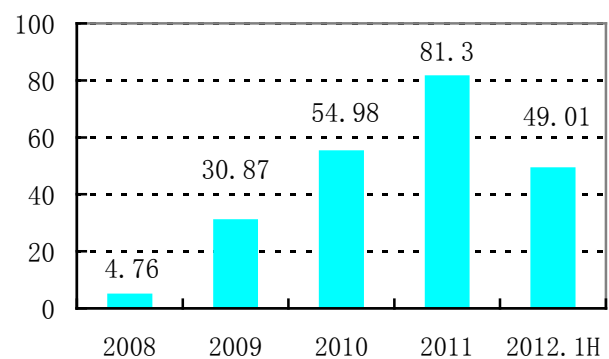
在过去几年里,公司收入和盈利出现持续增长,详见图 3 和图 4。2011 年上半年公司实现收入 1.97 亿元,同比增长 1.7%,净利 0.49 亿元,同比增长 13.45%。分区域看,上半年国内市场实现收入 1.4 亿,增长-3.6%,出口实现收入 0.55 亿,增长 17.7%。分产品看,整流器收入 1.08 亿元,同比增长-1.21%,毛利率 34.68%,同比上升 0.72 个百分点,销量 360 万只左右;调节器收入 0.76 亿,同比增长 2.59%,毛利率 39.57%,同比下降 2.34 个百分点,销量 300 万只左右。

图 3: 2008 年—2012 年公司收入 (百万元)



资料来源: 民族证券、WIND 资讯

图 4: 2008 年—2012 年公司净利 (百万元)



资料来源: 民族证券、WIND 资讯

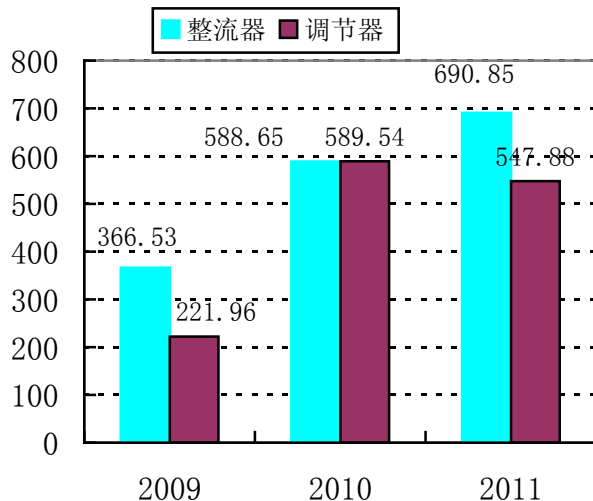
二、公司车用整流器和车用调节器国内市场占有率持续上升

2009 年-2011 年,公司车用整流器销量分别为 366.53 万只、588.65 万只、690.85 万只,

国内市场占有率分别为 16.93%、21.33%和 24.08%，呈逐年上升之势；公司车用调节器销量分别为 221.96 万只、389.54 万只和 547.88 万只，国内市场占有率分别为 10.25%、14.12%和 19.1%，也是呈逐年上升之势，详见图 5 和图 6。车用整流器单价 30 元/只左右，车用调节器单价 25 元/只左右。

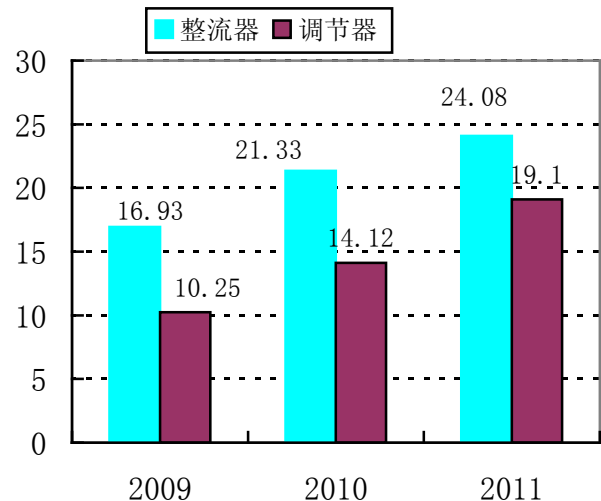
根据中国汽车工业协会车用电电器委员会在《汽车电器信息》发布的研究报告，2010 年，在国内相关产品生产企业中，公司主要产品车用整流器销量居首位，车用调节器居第三。

图 5：2009—2011 年公司产品销量（万只）



资料来源：民族证券、公司招股说明书

图 6：2009—2011 年公司产品国内市场占有率（%）



资料来源：民族证券、公司招股说明书

汽车发电机产生的是交流电，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转换成直流电，并通过车用调节器对输出电压加以控制，才能供汽车电子产品使用。作为汽车发电机的核心零部件，车用整流器和调节器除向汽车电子电器系统供应电源外，还能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、舒适性和环保性，对汽车电子系统的使用寿命及汽车行驶的安全性、节能性具有重要影响。而纯电动汽车直接使用直流电，所以不需要车用整流器和车用调节器。根据中国汽车工业协会车用电电器委员会的计算方法，在主机配套市场，每辆新车至少需要 1 台发电机，每台发电机需要装配车用整流器和调节器各一只。车用发电机的平均使用寿命为 4 年，在发电机的翻新过程中，车用整流器和调节器的平均可利用率为 50%。2011 年中国汽车产量为 1842 万辆，保有量近 8215 万辆，则主机配套市场需车用整流器和车用调节器 1842 万套，售后服务市场需 1027 万套，合计为 2869 万套。2011 年全球汽车产量约为 7132 万辆，保有量约为 10.5 亿辆，则主机配套市场需车用整流器和车用调节器 7132 万套，售后服务市场需 1.31 亿套，合计需 2.03 亿套左右。

三、客户趋于分散/配套市场销量超 4 成

公司近年向前几大主要客户的销售情况如表 1 所示。公司目前最大单一客户为成都华川电装有限公司，近 3 年销售量相对稳定，该公司是重庆长安汽车股份公司的兄弟单位，年产交流发电机 150 万台-200 万台；公司目前第二大客户为浙江达可尔汽车

公司，近 2 年销售量相对稳定，该公司主要配套海马汽车、长安铃木、长安之星、昌河汽车、松花江汽车、一汽佳宝、柳州五菱、天津夏利、桂林大宇、厦门金龙等车型。第三大客户俄罗斯 IEE 和重庆博耐特的销售则呈快速增长之势，

表 1：公司近年向主要客户的销售情况 （百万元）

客户名称	2009 年	2010 年	2011 年	2012.1H
成都华川电装有限责任公司	50.54	46.38	51.67	24.8
浙江达可汽车电子科技有限公司	37.14	50.55	49.47	23.44
INFRA ENGINEERING ESTABLISHMENT	0.1	13.39	26.27	19.8
重庆博耐特（实业）集团有限公司	5.79	11.36	14.72	11.64
安徽宁国金鑫电机有限公司	5.22	8.54	6.1	-
浙江德宏汽车电器股份有限公司	1.48	3.57	8.91	-
合计	100.27	133.79	157.13	

资料来源：公司招股说明书和历年定期报告。

公司自 2008 年连续三年荣获成都华川电装有限责任公司、浙江达可尔汽车电子科技有限公司“优秀供应商”称号，是重庆博耐特实业（集团）有限公司 2010 年“最佳供应商”、“优质合作伙伴”并荣获“科技创新奖”称号，荣获襄樊东风电气有限责任公司“2010 年度优秀供应商”、东风汽车电气有限公司 2011 年“最佳质量奖”、重庆博耐特实业（集团）有限公司“2011 年度持续创新奖”等称号。在主机配套市场，公司与上汽集团、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建立了稳定配套关系；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，在市场上塑造了良好的品牌形象，形成了广泛的品牌影响力。

2011 年以来，公司已完成了江铃福特、长安铃木等重要客户的产品认证，并开始小规模供货；BATE 的认证工作已完成。，尽管公司对原有主要客户如成都华川、浙江达可尔、重庆博耐特的销售持续稳定增长，但客户的集中度逐年降低，2009 年、2010 年、2011 年前五位客户销售比例分别为 60.21%、46.31%、43.35%。

2009 年-2011 年，公司产品用于售后市场的比例分别为 41.7%、47.17%和 47.48%，目前公司在国内自主品牌整车配套占据较高的市场地位，主要产品已逐步进入美国 REMY 和 BBB、俄罗斯 TADEM 等海外发电机厂商的配套体系，且销售额呈持续快速发展的良好态势，该等客户在相关市场的整车和售后领域占有较高市场份额，其中 REMY 除向售后市场供应产品以外，主要向美国通用汽车（GE）销售发电机，是通用汽车采购发电机的主要供应商之一；TADEM 在俄罗斯市场的市场份额较大，是俄罗斯汽车市场的主要发电机生产制造厂商。

四、潜在增长点

公司未来潜在增长点主要在以下几个方面：现有产品功能升级、新产品开发和出口市场。

现有产品功能升级方面，如公司开发的具备与行车电脑实时双向通讯功能的第三代电脑通讯调节器，根据汽车实际行驶状况及负载功耗情况调控发电机的功率，从而达到节油降耗的目的。该产品单套卖到 150 元—200 元，公司已开始小批量供货，目前每月产量 1000-2000 套，预计年底可到 5000 套/月-1 万套/月。

新产品方面主要有：一是汽车电机控制器，公司从 2011 年底开始做，预计 2012 年有 500 万-800 万的收入，具体产品主要有风扇离合控制器、后视镜马达控制器、电动自行车、电动三轮车、电瓶车控制器等。二是 TPMS（即胎压监测系统），美国从 2007 年开始要求新车必配，二手车过户时必配，国内目前只是选配，主要是标准尚未确定；该产品售价 700-800 元/套，该产品目前在公司内部已完成验证，正在与客户技术对接，未来国内相关标准出台后，该产品需求有望迎来快速增长。

出口市场方面，公司 2009 年-2011 年出口收入分别为 0.24 亿、0.72 亿和 0.95 亿，2012 年上半年出口收入为 0.55 亿，同比增长 17.7%。公司已逐渐进入俄罗斯、美国等主流厂商的配套体系，随着其他相关客户对公司产品验证的逐步完成，国际业务收入将保持进一步增长。

五、募投项目主要用于扩大产能

公司在 2012 年 3 月 IPO 发行上市，共发行 2500 万股，实际募集资金 5.06 亿元，超募近 3 亿元。公司募投资金主要用于以下几个项目：车用整流器和调节器扩建项目，8464.46 万元；大功率车用二极管产业化项目，9679.25 万元；车用整流器和调节器精密嵌件注塑件项目，3707.3 万元，合计 2.19 亿元。2011 年末公司车用整流器产能为 700 万只/年，调节器产能为 550 万只/年。募投项目达产后，将新增车用整流器、调节器产能各 200 万只。此外大功率车用二极管产业化项目建成后，将形成年产 1200 万只大功率车用二极管的能力，车用整流器和调节器精密嵌件注塑件项目实施后，将新增车用整流器和调节器精密嵌件注塑件各 350 万只，这些产品主要用于自我配套。

六、公司盈利预测

据此初步预计公司 2012 年-2014 年收入分别为 4.4 亿元左右、5.72 亿元左右和 8.01 亿元左右，净利分别为 1.01 亿元、1.34 亿元和 1.84 亿元，每股收益分别为 1.01 元和 1.34 元和 1.84 元左右，详见表 2。

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	291	367	440	572	801
主营业务成本	186	234	282	366	513
主营业务税金及附加	1	2	2	3	4
营业费用	10	9	15	17	24
管理费用	30	31	40	49	68
财务费用	2	1	-11	-11	-12
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	248	323	394	515	717
营业外收支	5	8	7	9	12
税前利润	67	97	119	157	216
所得税费用	10	14	18	24	32
净利润	57	83	101	134	184
少数股东损益	2	2	0	0	0

母公司所有者净利润	55	81	101	134	184
EPS (元)	0.73	1.08	1.01	1.34	1.84

资料来源：民族证券。

七、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 20 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 23.6 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 3.3%左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 20.0%，则公司的加权资金成本为 11.1%，β 值取同类公司过去 1 年对沪深 300 指数的均值为 1.1，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 21 元，详见表 3。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 21 元-23.6 元，建议买入。

表 3：公司自由现金流预测

单位：%	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
NOPLAT	86	117	163	194	237
资产减值损失	0	0	0	0	0
折旧摊销	18	23	33	42	46
资本支出	(48)	(83)	(93)	(62)	(66)
营运资本支出	(8)	(2)	(50)	23	39
公司自由现金流	48	54	53	196	256

资料来源：民族证券

八、公司风险因素

公司风险因素在于：募投项目实施后产能大幅扩张存在消化风险；公司产品需求受下游汽车行业的景气度影响。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	253	850	968	1,159
现金	45	614	686	764
应收账款	115	133	157	220
其它应收款	19	23	30	42
预付账款	1	1	2	2
存货	73	79	94	131
其他	0	0	0	0
非流动资产	116	146	206	266
长期投资	0	0	0	0
非营业投资	0	0	0	0
固定资产	115	145	205	265
其他	1	0	1	1
资产总计	370	996	1,174	1,424
流动负债	92	115	163	230
短期借款	0	0	0	0
应付账款	82	101	141	197
其他	6	7	9	12
非流动负债	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	4	0	0	0
负债合计	96	115	163	230
少数股东权益	7	7	7	7
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	267	874	1,004	1,188
负债和股东权益	370	996	1,174	1,424

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	69	102	143	154
净利润	83	101	134	184
折旧摊销	10	18	23	33
财务费用	0	-11	-11	-12
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-24	-8	-2	-50
其它	0	1	-0	-0
投资活动现金流	-65	-48	-83	-93
资本支出	-65	-48	-83	-93
长期投资				
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	1	516	12	17
借款	0	-1	4	5
发新股	0	506	0	0
分红	0	0	-4	0
少数股东融资	2	0	0	0
其他	-1	11	11	12
现金净增加额	5	569	72	78

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	367	440	572	801
营业成本	234	282	366	513
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	9	15	17	24
管理费用	31	40	49	68
财务费用	1	-11	-11	-12
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	323	394	515	717
营业外收支	8	7	9	12
利润总额	97	119	157	216
所得税	14	18	24	32
净利润	83	101	134	184
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	81	101	134	184
EBITDA	100	120	161	225
EPS（元）	1.08	1.01	1.34	1.84

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	26.01%	20.00%	30.00%	40.00%
营业利润	30.01%	21.97%	30.73%	39.22%
归属母公司净利	47.85%	24.29%	32.44%	37.46%
获利能力				
毛利率	36.14%	36.00%	36.00%	36.00%
净利率	22.15%	22.95%	23.38%	22.95%
ROE	30.43%	11.56%	13.33%	15.48%
ROIC	28.13%	9.75%	11.49%	13.57%
偿债能力				
资产负债率	25.98%	11.57%	13.88%	16.14%
净负债比率				
流动比率	2.75	7.38	5.94	5.04
速动比率	1.96	6.69	5.36	4.47
营运能力				
总资产周转率	1.16	0.44	0.49	0.56
应收帐类周转率	3.18	3.32	3.65	3.65
存货周转率	3.37	3.55	3.90	3.90
每股指标(元)				
每股收益	1.08	1.01	1.34	1.84
每股经营现金	0.92	1.02	1.43	1.54
每股净资产	3.56	8.74	10.04	11.88
估值比率				
P/E	20.87	16	12	9
P/B	4.77	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	17	14	10	7

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。