



增速下滑不改长期投资价值

——云意电气 (300304) 中期财报点评

2014年07月30日

推荐/维持

云意电气

财报点评

苏杨	分析师	执业证书编号: S1480512090002
	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030	

事件:

云意电气公布了 2014 年上半年财务报告: 2014 年上半年销售收入 2.16 亿元, 同比增长 2.19%, 上半年归属股东净利润 4615.21 万元, 同比下滑 6.83%, 扣非后净利润 4050.28 万元, 同比下滑 12.63%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入 (百万元)	106.03	111.69	99.71	98.38	124.29	100.8	115.23
增长率 (%)	15.95%	11.45%	3.06%	10.41%	17.22%	-9.75%	15.57%
毛利率 (%)	36.05%	34.86%	34.26%	34.00%	33.04%	33.06%	32.84%
期间费用率 (%)	8.86%	9.37%	6.92%	11.23%	7.06%	9.85%	10.05%
营业利润率 (%)	24.37%	24.52%	27.56%	22.42%	22.00%	23.88%	22.83%
净利润 (百万元)	23.93	23.82	26.53	19.23	25.86	21.68	25.01
增长率 (%)	17.04%	10.07%	-06.03%	00.60%	08.07%	-08.95%	-05.73%
每股盈利 (季度, 元)	0.23	0.23	0.26	0.19	0.25	0.21	0.25
资产负债率 (%)	11.58%	10.42%	11.69%	13.22%	14.14%	13.06%	13.23%
净资产收益率 (%)	2.80%	2.67%	2.89%	2.05%	2.68%	2.14%	2.46%
总资产收益率 (%)	2.47%	2.39%	2.55%	1.78%	2.31%	1.86%	2.13%

观点:

- 上半年整体表现欠佳, 但Q2收入增速有所好转。2014年上半年销售收入2.16亿元, 同比增长2.19%, 上半年归属股东净利润4615.21万元, 同比下滑6.83%, 扣非后净利润4050.28万元, 同比下滑12.63%。虽然上半年整体收入乏力, 净利润出现下滑, 但Q2的营收已经呈现企稳回升态势。2014年Q2收入1.15亿元, 同比增长15.57%, 而Q1同比为下滑9.75%, 净利润2501万元, 同比下滑5.62%。
- 分产品来看, 整流器、调节器两大产品趋势基本一致。整流器上半年实现营收1.13亿元, 同比下滑3.42%, 毛利率同比下滑0.26个百分点。调节器上半年实现营收8600.6万元, 同比增长6.04%。虽然调节器收入表现稍好, 但毛利率同比下滑幅度达到2.77个百分点。
- 自主品牌下滑和自身新产品仍处于储备期导致业绩下滑。①上半年汽车和乘用车销量增长分别为8.36%和11.18%, 均明显高于公司收入增速。今年上半年, 我国自主品牌乘用车共累计销售363.03万辆, 同比增长1.78%; 其销量占乘用车销售总量的37.68%, 同比下降3.48个百分点。而云意在国内主要配套自主

品牌，为合资配套的仅福克斯一款车型。下游自主品牌销量萎靡拖累了公司增速。②公司的智能电控、低速汽车马达、二极管外销等业务仍然处于积蓄储备阶段或尚未进入爆发期。两者综合作用导致公司上半年整体缺乏增长动力。

➤ **新业务具有长期增长潜力，短期增速下滑难掩投资价值。** ①公司车用二极管目前仅有博世、法雷奥等几家国外零部件巨头可以生产。二极管有望快速形成新的利润增长点。②公司马达控制器配套低速电动车，在国内新能源汽车多方推进的浪潮下，部分低速电动车企有望转正，公司也将迎来发展机遇。③公司目前开始涉足车用智能电控，实现一级配套在望。电子化是汽车行业大趋势，而智能电控是车身电子的核心环节。目前全球智能电控是一个千亿美元级的蓝海市场。我们认为公司智能电控业务一是顺应行业趋势，二是有望借该业务直接与主机厂对话，实现从二级供应商向一级供应商转化。

结论：

公司上半年增速下滑系传统整流器、调节器业务受自主品牌萎靡拖累，而新的业务尚未进入快速增长期。但公司智能电控和马达控制器业务为蓝海市场，增长潜力巨大，而二极管外销则有望很快形成新的利润增长点。短期业绩表现不佳并不能掩盖长期投资价值。

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.89 元、1.19 元、1.52 元，对应 PE 为 36 倍、27 倍、21 倍，维持“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
流动资产合计	803	866	798	857	971	营业收入	392	434	452	585	757			
货币资金	585	446	396	377	386	营业成本	251	286	302	383	495			
应收账款	101	121	121	157	203	营业税金及附加	2	2	3	3	4			
其他应收款	2	2	2	2	3	营业费用	11	9	9	12	15			
预付款项	7	6	6	6	6	管理费用	40	43	45	58	75			
存货	75	101	99	125	162	财务费用	-13	-15	-4	-4	-4			
其他流动资产	1	119	119	119	119	资产减值损失	2.83	4.74	0.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	164	256	379	432	464	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.82	0.00	0.00	0.00			
固定资产	111.54	130.51	210.15	191.27	241.07	营业利润	98	104	98	133	171			
无形资产	6	10	9	8	7	营业外收入	10.72	6.64	8.00	8.00	8.00			
其他非流动资产	22	19	20	20	20	营业外支出	0.19	0.01	0.00	0.00	0.00			
资产总计	967	1122	1177	1289	1435	利润总额	108	111	106	141	179			
流动负债合计	97	133	126	156	198	所得税	15	15	15	20	25			
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	93	95	91	121	154			
应付账款	70	57	71	91	117	少数股东损益	2	2	2	2	2			
预收款项	4	3	3	3	3	归属母公司净利润	91	94	89	119	152			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	106	116	121	157	200			
非流动负债合计	15	25	25	25	25	BPS (元)	0.97	0.94	0.89	1.19	1.52			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
负债合计	112	159	152	182	223	成长能力								
少数股东权益	21	65	66	68	70	营业收入增长	-9.7%	10.7%	4.20%	29.30%	29.38%			
实收资本(或股本)	100	100	100	100	100	营业利润增长	-2.5%	385.7%	-6.07%	35.39%	28.66%			
资本公积	547	547	547	547	547	归属于母公司净利润	-4.8%	244.7%	-4.83%	33.34%	27.41%			
未分配利润	166	221	272	341	428	盈利能力								
归属母公司股东权	834	898	959	1039	1142	毛利率 (%)	36%	34%	33%	35%	35%			
负债和所有者权	967	1122	1177	1289	1435	净利率 (%)	24%	22%	20%	21%	20%			
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	9%	8%	8%	9%	11%			
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	11%	10%	9%	11%	13%			
经营活动现金流	89	35	126	97	120	偿债能力								
净利润	93	95	91	121	154	资产负债率 (%)	12%	14%	13%	14%	16%			
折旧摊销	20.98	26.69	0.00	28.59	33.53	流动比率	8.26	6.50	6.31	5.49	4.91			
财务费用	-13	-15	-4	-4	-4	速动比率	7.49	5.74	5.53	4.69	4.09			
应付帐款的变化	0	0	14	19	27	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.42	0.39	0.47	0.56			
投资活动现金流	-41	-219	-151	-81	-66	应收账款周转率	4	4	4	4	4			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.46	6.80	7.02	7.21	7.28			
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.97	0.94	0.89	1.19	1.52			
筹资活动现金流	489	13	-25	-35	-45	每股净现金流(最新)	5.37	-1.71	-0.50	-0.19	0.09			
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.34	8.98	9.59	10.39	11.42			
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	25	0	0	0	0	P/E	33.32	34.38	36.16	27.12	21.28			
资本公积增加	481	0	0	0	0	P/B	3.87	3.60	3.37	3.11	2.83			
现金净增加额	537	-171	-50	-19	9	EV/EBITDA	24.98	24.04	23.39	18.15	14.21			

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。