

2015年02月16日

证券研究报告·公司研究·汽车

云意电气(300304)调研报告

买入(首次)

当前价: 18.19元

目标价: 25元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

汽车智能化下的优质汽车电子标的

- 投资要点:** 1、公司是汽车电子优质标的,主要产品均为汽车电子核心零部件,汽车智能化趋势下,具备较大的发展空间;2、公司智能电机即将试生产、大功率二极管开始供货、整流器和调节器产品升级,盈利能力有望显著改善;3、公司资产优良、现金充足、市值较低,具备较大的业绩弹性和外延式发展预期。
- 智能化是汽车主要发展方向,公司作为汽车电子标的有望受益。**当前处于汽车技术快速变革期,汽车新能源、智能化等方兴未艾。汽车智能化方向下,汽车电子的需求明显增加,电子件对机械件的替代开始加速。云意电气作为纯汽车电子标的,产品涉及到电机控制系统核心零部件,具备较高的准入门槛和较大的发展空间,我们预计汽车电子仍将是2015年汽车投资关注的热点领域之一。
- 智能电机、二极管和电机控制器投产,整流器和调节器升级,业绩有望显著改善。**公司智能电机产能110万台,核心部件800余万套,预计满产后将贡献业绩5.5亿元左右,当前正处于设备和生产线安装调试工作,预计2015年一季度试生产;大功率二极管具备1亿元左右产值对外供货能力;电机控制器已经开始供货,产能充足,电动三轮车市场需求大,低速电动车市场即将爆发;而整流器和调机器产品升级,公司盈利能力有望显著改善。
- 公司资产优良、市值较低,随着基本面向好,股价和业绩均具备较大弹性。**当前公司资产负债率不足15%,无长、短期银行借款,货币现金超过3亿元,总市值低于40亿元。随着智能电机、二极管及电机控制器等新产品上量,业绩有望明显改善,股价弹性较大。
- 估值方面:**我们预计2014-2016年EPS分别为0.41元、0.55元、0.75元,对应的动态市盈率分别是44倍、33倍和24倍,看好公司围绕汽车智能化在汽车电子领域的拓展,考虑到公司智能电机即将投产、大功率二极管开始对外批量供货带来业绩反转,首次覆盖,给予公司“买入”评级,给予12个月目标价25元。
- 股价催化剂:**汽车电子产品新订单、外延式拓展。
- 风险提示:**电子产品销量或不达预期。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	434.07	444.73	542.02	718.17
增长率	10.70%	2.46%	21.88%	32.50%
归属母公司净利润(百万元)	93.93	82.18	109.57	149.82
增长率	3.03%	-12.50%	33.33%	36.72%
每股收益EPS(元)	0.47	0.41	0.55	0.75
净资产收益率ROE	10.46%	8.54%	10.45%	12.85%
PE	38.26	43.73	32.80	23.99
PB	4.00	3.73	3.43	3.08

数据来源:公司公告,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:徐永超

执业证号:S1250512110002

电话:010-57631186

邮箱:xychao@swsc.com.cn

联系人:梁超

电话:023-67791327

邮箱:lchao@swsc.com.cn

联系人:高翔

电话:023-67898841

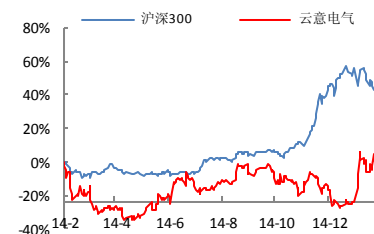
邮箱:gaox@swsc.com.cn

联系人:简洁

电话:023-67610282

邮箱:jjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2
流通A股(亿股)	0.64
52周内股价区间(元)	12.32-21.59
总市值(亿元)	36.38
总资产(亿元)	12.03
每股净资产(元)	9.40

相关研究

一、国内领先车用整流器和调节器生产企业

汽车智能化、车联网等是汽车未来的重要发展方向，具备较高的技术含量，公司是国内领先的车用整流器和调节器生产企业，同时布局车用大功率二极管、智能电机系统、电机控制器等产品。其中整流器和调节器作为智能电源控制器的核心部件，对发动机电力系统进行控制。同时，公司布局智能电机系统、电机控制器和大功率二极管等汽车电子核心部件，发展前景十分广阔。

公司定位于中高档乘用车整车配套市场，以国内、外新车配套市场为主，欧美售后市场为辅，通过自主研发、合作开发、技术引进等方式，生产近千个规格型号的车用整流器和调节器，主要客户为上汽荣威、吉利、江淮等国内自主品牌。

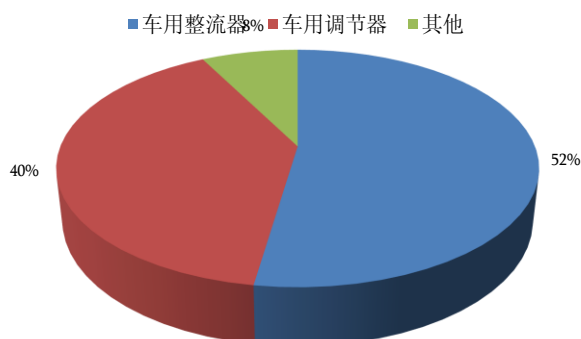
图 1：云意电气产品示意图



数据来源：西南证券

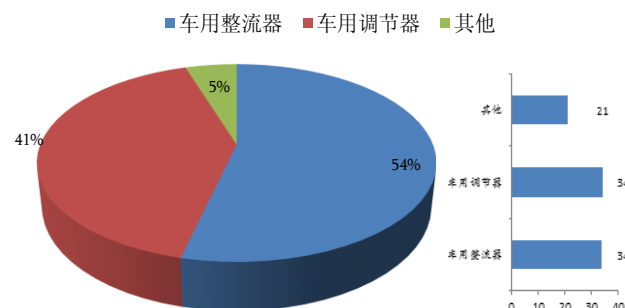
2014 年上半年，公司主营业务收入保持平稳增长，实现营业总收入 21,603.61 万元，较上年同期增长 2.19%；营业利润为 5,037.24 万元，较上年同期下降 8.20%；利润总额为 5,425.16 万元，较上年同期下降 7.40%；净利润为 4,669.40 万元，较上年同期下降 7.25%。

图 2：2014 年上半年各项目收入占比



数据来源：公司公告，西南证券

图 3：2014 年上半年各项目毛利占比及毛利率水平



数据来源：公司公告，西南证券

公司业绩拐点初现, 尽管 2014 年公司预计净利润 0.75-0.94 亿元, 同比下降-20%-0%。(主要原因是: 1、报告期内, 国内自主品牌乘用车销量增速放缓的影响, 公司主营业务收入增长放缓; 2、国内自主品牌乘用车销量增速放缓的影响, 公司主营业务收入增长放缓; 2、报告期内, 公司募投项目尚未完全达产, 公司整体运营成本较去年同期略有增加, 使得公司归属于上市公司股东的净利润同比小幅下降), 但是随着公司二极管、智能电机等产品产能释放, 公司业绩有望改善。

二、智能电机进入试生产前期

该项目总投资 1.5 亿元, 公司超募 7875 万元, 核心团队 7125 万元。当前公司智能电机产能 110 万台, 核心部件 800 余万套。目前该项目已经完成三期投入, 当前正处于设备和生产线安装调试工作, 预计 2015 年一季度完成并试生产, 下半年开始正常生产。主要客户是自主品牌, 预计 2015 年该项目能维持盈亏平衡, 2016 年开始放量并贡献业绩。

智能化是汽车未来的发展趋势, 公司智能电机主要包含: 智能雨刮电机及控制系统、智能鼓风机及控制系统、智能座椅马达及控制系统、智能冷却风扇电机及控制系统、智能车窗马达及控制系统等部件, 系统结合各部件控制单元部件, 能够对汽车各部件形成有效的控制, 提升汽车自动化、智能化水平。

图 4: 云意电气智能电机结构示意图



数据来源: 公开资料, 西南证券

三、大功率二极管具备较大的空间

整流二极管工作原理是利用二极管单向导电性, 把方向交替变化的交流电变换成单一方向的脉动直流电。当前公司车用大功率二极管产能 1.2 亿只, 按照单个整流器需要 8-9 只二极管计算, 可配套 1400 万个左右。2014 年公司整流器销量约 750 万套, 预计 2015 年整流器销量 820 万套, 需求二极管 7000 万只, 大概剩余 5000 万只可供外销, 按照 2.2 元/只预估价格, 满产后可贡献收入 1.1 亿元。

公司二极管主要用于配套自主品牌整流器。其中 7000 多万只供自己内部消化, 其余用于外部。平均每个车用整流器大约需要配置 9 只大功率车用二极管。主要竞争对手台湾鹏程, 其 2014 年 7 个亿的收入, 专门生产销售二极管。

大功率二极管应用环境苛刻，涉及到半导体、材料、机械多个技术领域，当前全球仅 4 家拥有该技术，产品综合毛利率约 50%，云意电气产品性价比领先。

四、整流器和调节器产品升级

整流器和调节器是智能电源控制器核心部件，其中车用整流器由大功率车用二极管、正负极板、精密嵌件注塑件及其它辅件组成；车用调节器包括集成电路、碳刷、精密嵌件注塑件等。全球主要的车用整流器厂商仍旧以德、日、美及中国台湾企业为主，中国大陆主要厂商是云意电气。

表 1：全球车用整流器和调节器生产企业

类别	厂商名称
车用整流器全球厂商	BOSCH(德国)、NIPPON DENSO(日本)、VISTEON(美国)、HITACHI(日本)、MANDO(韩国)、MITSUBISHI(日本)、云意电气(中国)、宁波车王(中国台湾)、WAI(TRANSPON 美国)、UNIPOINT(中国台湾)等。
车用调节器全球厂商	BOSCH(德国)、NIPPON DENSO(日本)、TADITEL(以色列)、EURINTEL(法国)、VISTEON(美国)、HITACHI(日本)、MANDO(韩国)、MITSUBISHI(日本)、宁波车王(中国台湾)、云意电气(中国)、WAI(TRANSPON 美国)、USI(中国台湾)等。

数据来源：公司公告，西南证券

公司 2010-2013 年国内智能电源控制器综合销量排名第一。当前具备 900 万套整流器和调节器产能，且市场份额逐年提高，2013 年分别达到 24%和 19%，2014 年销售 750 万套，我们预计 2015 年全球市场年销量达到 2.5 亿套，573.3 亿元，国内市场销量 4370 万套、98.3 亿元销售额。

表 2：云意电气电源控制器与同行能力比较

技术指标	国内同行	云意电气	国际先进
质保期的失效比例	约 800ppm	小于 100ppm	小于 100ppm
高低温冲击能力	200 次	大于 1000 次	大于 1000 次
最大功率设计能力	120 安培以下	280 安培以上	280 安培以上
电脑通讯调机器的系列开发	尚无	系列齐全（BSS、LIN 等）	系列齐全（BSS、LIN 等）

数据来源：公司公告，西南证券

公司整流器和调节器产销增速稳定，未来的看点主要是产品升级，调节器产品换代升级，新产品附加值较高，盈利较好。当前调节器传统产品单价是 20-30 元/只，第三代新产品已经开始批量生产，产品售价达到 70-90 元/只。公司当前 Lin 总线调节器开始批量生产，全球仅四家可生产，云意电气市场占有率 10%，每年以 5-8%增速递增。新产品售价和毛利率显著提高，经过产业链调研了解到 Lin 总线新品售价是传统产品 5 倍，毛利率有望超过 70%。

五、盈利预测与投资建议

公司是制造汽车电子优质标的，主要的看点是：1、公司是汽车电子优质标的，主要产品均为核心零部件，汽车智能化趋势下，具备较大的发展空间；2、公司智能电机即将试生产、大功率二极管开始供货、整流器和调节器产品升级，盈利能力显著改善；3、公司资产优良、现金充足、市值较低，具备较大的外延式发展预期和业绩弹性。对于公司的具体盈利预测和假设，如下：

表 3：云意电气财务数据按项目拆分预测表

	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
车用整流器				
收入（万元）	22,959.41	22,041.03	25,347.19	30,416.63
增长	12%	-4%	15%	20%
成本（万元）	15,093.48	14,436.88	16,475.67	19,618.72
毛利（万元）	7,865.94	7,604.16	8,871.52	10,797.90
毛利率(%)	34.26	34.5	35.0	35.5
车用调节器				
收入（万元）	16,883.62	17,727.80	20,386.97	24,464.37
增长	8%	5%	15%	20%
成本（万元）	10,945.82	11,523.07	12,843.79	14,923.26
毛利（万元）	5,937.80	6,204.73	7,543.18	9,541.10
毛利率(%)	35.17	35	37	39
其他				
收入（万元）	3,360.30	4,704.42	7,527.07	13,548.73
增长	23%	40%	60%	80%
成本（万元）	2,455.69	3,387.18	5,268.95	9,213.14
毛利（万元）	904.62	1,317.24	2,258.12	4,335.59
毛利率(%)	26.92	28	30	32
整体收入				
收入（万元）	43,203.33	44,473.25	53,261.23	68,429.72
增长	11%	3%	20%	28%
成本（万元）	28,494.99	29,347.13	34,588.41	43,755.12
毛利（万元）	14,708.36	15,126.12	18,672.82	24,674.60
毛利率(%)	34.04	34.01	35.06	36.06

数据来源：wind，西南证券

我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.41 元、0.55 元、0.75 元（暂不考虑定增摊薄），对应的动态市盈率分别是 44 倍、33 倍和 24 倍，看好公司围绕汽车智能化在汽车电子领域的拓展，考虑到公司智能电机即将投产、大功率二极管开始对外批量供货带来业绩反转，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

考虑到相对可比公司，云意电气是汽车行业上市公司中唯一产品均为汽车电子的标的，且兼具小市值、高成长的特性，公司作为整流器和调节器龙头企业，行业准入门槛较高，受益于进口替代和需求增加，公司收入和利润均具备较大弹性。综合以上因素，我们给予公司相对可比公司 50%溢价，对应 2015 年 45 倍估值，对应 12 个月目标价 25 元。

表 4: 可比公司相对估值

公司代码	公司名称	收盘价 (2015-1-15)	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
600699	均胜电子	23.33	0.45	0.58	0.81	52	40	29
300176	鸿特精密	15.73	0.25	0.39	0.55	63	40	29
002536	西泵股份	26.97	0.26	0.43	0.87	104	63	31
002553	南方轴承	16.68	0.58	0.38	0.50	29	44	33
平均值						62	47	30
002553	云意电气	20.04	0.47	0.41	0.55	38	44	38

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测表

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	434.07	444.73	542.02	718.17	净利润	95.43	83.50	111.33	152.22
营业成本	286.47	293.47	352.47	460.58	折旧与摊销	16.81	27.15	37.77	48.54
营业税金及附加	2.23	2.29	2.79	3.70	财务费用	-15.05	-1.19	-1.26	-1.37
销售费用	9.01	10.23	10.84	14.36	资产减值损失	4.74	0.00	0.00	0.00
管理费用	43.23	46.70	54.20	71.82	经营营运资本变动	-168.54	42.82	-112.55	-14.43
财务费用	-15.05	-1.19	-1.26	-1.37	其他	103.18	-12.51	-21.47	-31.82
资产减值损失	4.74	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	36.57	139.77	13.82	153.14
投资收益	0.82	0.00	0.00	0.00	资本支出	-101.38	-50.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-117.29	4.25	6.80	8.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-218.67	-45.75	-13.20	-11.50
营业利润	104.26	93.23	122.98	169.08	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.63	5.00	8.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	110.89	98.23	130.98	179.08	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	15.46	14.74	19.65	26.86	支付股利	-30.00	-17.76	-23.69	-32.38
净利润	95.43	83.50	111.33	152.22	其他	42.75	1.19	1.26	1.37
少数股东损益	1.50	1.32	1.76	2.40	筹资活动现金流净额	12.75	-16.58	-22.43	-31.02
归属母公司股东净利润	93.93	82.18	109.57	149.82	现金流量净额	-169.35	77.45	-21.81	110.62
资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	436.56	514.01	492.20	602.83	成长能力				
应收和预付款项	199.76	149.31	275.12	285.81	销售收入增长率	10.70%	2.46%	21.88%	32.50%
存货	101.23	79.71	137.61	146.37	营业利润增长率	6.80%	-10.58%	31.90%	37.49%
其他流动资产	119.05	119.05	119.05	119.05	净利润增长率	2.72%	-12.50%	33.33%	36.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.81%	3.91%	31.08%	32.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	224.42	256.02	254.28	251.20	毛利率	34.01%	34.01%	34.97%	35.87%
无形资产和开发支出	10.33	9.95	9.56	9.18	三费率	8.57%	12.53%	11.77%	11.81%
其他非流动资产	19.09	19.09	19.09	19.09	净利率	21.98%	18.78%	20.54%	21.19%
资产总计	1110.45	1147.13	1306.92	1433.53	ROE	10.46%	8.54%	10.45%	12.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.52%	8.46%	9.93%	12.40%
应付和预收款项	121.92	92.87	165.01	171.80	ROIC	26.98%	14.74%	19.92%	22.64%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.68%	26.05%	28.01%	28.01%
其他负债	25.43	25.43	25.43	25.43	营运能力				
负债合计	147.35	118.30	190.44	197.22	总资产周转率	0.39	0.39	0.41	0.50
股本	100.00	200.00	200.00	200.00	固定资产周转率	3.33	2.16	2.31	3.11
资本公积	547.26	447.26	447.26	447.26	应收账款周转率	2.26	3.17	2.05	2.64
留存收益	251.05	315.47	401.36	518.79	存货周转率	2.83	3.68	2.56	3.15
归属母公司股东权益	898.31	962.73	1048.62	1166.05	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.98	—	—	—
少数股东权益	64.79	66.10	67.86	70.26	资本结构				
股东权益合计	963.10	1028.83	1116.48	1236.31	资产负债率	13.27%	10.31%	14.57%	13.76%
负债和股东权益合计	1110.45	1147.13	1306.92	1433.53	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.03	9.28	6.21	6.72
					速动比率	5.22	7.14	4.65	5.17
					股利支付率	31.94%	21.62%	21.62%	21.62%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标				
EBITDA	111.47	115.84	151.84	201.16	每股收益	0.47	0.41	0.55	0.75
PE	38.26	43.73	32.80	23.99	每股净资产	4.49	4.81	5.24	5.83
PB	4.00	3.73	3.43	3.08	每股经营现金	0.18	0.70	0.07	0.77
PS	8.28	8.08	6.63	5.00	每股股利	0.15	0.09	0.12	0.16
EV/EBITDA	12.82	27.20	20.91	15.25					
股息率	0.008	0.008	0.005	0.007					

数据来源：西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn