

威帝股份：客车汽车电子向卡车延伸

投资要点：

- 主营业务具备发展潜力：**(1) **汽车行业发展趋势决定汽车电子为今后发展趋势。汽车电子的占比成为汽车技术的衡量指标。**在中低端轿车中,汽车电子所占比例大约为15%左右,而在中高端车上达到30%-50%。汽车电子在汽车节能性、安全性、舒适性、汽车智能等方面都起着重要的作用。**新能源汽车的推广加速了汽车电子的发展。**据统计混合动力车的汽车电子比例达到45%,纯电动车的汽车电子比例达到60%以上。**车联网、物联网提高汽车电子的应用范围。**车联网、物联网要解决的是车、人、物之间的对话问题。小到车辆管理大到无人驾驶都需要感应系统、信息处理系统、执行系统的配合,极大扩展了汽车电子的应用范围。(2) **汽车CAN总线控制系统是汽车电子发展的核心。**汽车电子的发展方向是智能化、网络化、集成化。CAN总线是重要的实现通道。(3) **公司是客车CAN总线控制系统主要配套企业,逐步向卡车进行延伸。**
- 产品盈利能力高于其他零部件。**公司毛利率接近60%,高于其他零部件水平。且毛利率高的CAN总线产品在主营收入中占比逐渐提升,2014年达到85%以上。公司整体毛利率水平远高于同行。
- 公司发展战略明确。**国内商用车的CAN总线的配套率低于发达国家水平。公司未来战略目标**一是提高产能,加大客车市场的配套量。**目前产能为3万套,通过此次上市募集资金,产能将实现7.2万套。**二是进入卡车配套市场。**
- 公司具备多项专利及进入壁垒:**公司拥有专利24项,发明专利5项。具备丰富的技术经验积累。同时公司为客车领域“三龙一通”的长期合作供应商,具备稳定的配套关系。目前国内CAN总线供应商较少,重新进入体系需要一定的资质和时间,因此公司现有的下游客户相对稳定。
- 预计2015、2016、2017年EPS1.62元、1.95元、2.53元。对应PE为40.3倍、33.4倍、25.8倍。短期股价在高位存在风险,三个月目标价为50元。中长期公司发展前景乐观。
- 风险提示:**1、大中型客车销量继续下滑;2、进军卡车市场进度不及预期。

公司财务数据和预测：

公司财务数据及预测

项目	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	202.62	218.83	251.65	301.98
增长率(%)	9.81	8%	15%	20%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	84.5	97.18	116.61	151.59
增长率(%)	19.16	15%	20%	30%
毛利率%	56.35	57%	58%	59%
EPS(元)	1.41	1.62	1.95	2.53
P/E(倍)	46.2	40.3	33.4	25.8

数据来源：民族证券

威帝股份 (603023.SH)

分析师：曹鹤

执业证书编号：S0050510120002

Tel：010-59355901

Email：caoh@chinans.com.cn

联系人：李虹

Tel：010-59355727

Email：lihong@chinans.com.cn

投资评级

本次评级： 减持

跟踪评级： 首次

目标价格： 50

市场数据

市价(元)

上市的流通A股(亿股) 0.2

总股本(亿股) 0.8

52周股价最高最低(元) -

上证指数/深证成指 4785.36/16734.84

2014年股息率 %

52周相对市场表现



相关研究

正文目录

一、投资要素	3
1、主营业务具备发展潜力	3
2、产品盈利水平高于其他零部件	4
3、公司下一步战略明确	4
4、具备多项专利并具备进入壁垒	4
二、公司竞争能力分析	4
1、行业竞争格局	5
2、公司核心竞争力	5
三、估值	6
四、风险提示	6

图标目录

表 1：CAN 总线的控制优势	3
表 2：公司产品毛利率	4
表 2：公司 CAN 总线系统收入构成	4
表 3：公司的偿债能力	5
表 4：公司的盈利能力	5
表 5：公司的成长能力	5

一、投资要素

1、主营业务具备发展潜力

(1) 汽车行业发展规律决定汽车电子为今后发展趋势

汽车由机械走向电子汽车发展的规律，18世纪发明了动力机械出现了机动车，作为核心部件的发动机及变速箱的发展水平决定了汽车的发展水平。而随着汽车技术的成熟，现在汽车电子的占比成为汽车技术的衡量指标。在中低端轿车中，汽车电子所占比例大约为15%左右，而在中高端车上达到30%-50%。汽车电子在汽车节能性、安全性、舒适性、汽车智能等方面都起着重要的作用。汽车的电喷系统、点火控制系统都成为核心技术，汽车、电控变速箱、电控悬架、ABS、EPS、安全气囊、电动座椅、自动巡航、智能灯光、娱乐系统以及故障诊断系统等都离不开汽车电子技术。新能源汽车的推广加速了汽车电子的发展。据统计混合动力车的汽车电子比例到达45%，纯电动车的汽车电子比例达到60%以上。随着新能源汽车的推广成熟，汽车电子发展具备广阔的发展空间。车联网、物联网提高汽车电子的应用范围。车联网、物联网要解决的是车、人、物之间的对话问题。小到车辆管理大到无人驾驶都需要感应系统、信息处理系统、执行系统的配合，极大扩展了汽车电子的应用范围。

(2) 汽车CAN总线控制系统是汽车电子发展的核心

汽车电子的发展方向是智能化、网络化、集成化。随着汽车电子在整车上比例的增加，减轻重量、降低成本以及信号互换、系统协调运行都需要一个完善的网络管理系统。同时对整个系统的故障诊断也要依靠总线才可以实现。总线是数据交换、读取的载体。

表1：CAN总线的控制优势

项目	非CAN总线控制的车辆		CAN总线控制的车辆	
	实施方式	性能特点	实施方式	性能特点
线束设计	点对点	复杂、繁琐。容易产生线路间的电磁干扰。安全性可靠性差	结构化、模块化，就近分布	简化线束，消除干扰，提高安全性可靠性
故障诊断	人工排查	费时，容易出错，生产维护不方便	系统自动诊断	故障排查准全、及时，便于诊断维护
电器断路、短路、过流保护	无法实现系统保护	容易引起线路短路，电器烧毁	系统智能自动保护	避免引起线路短路，电器烧毁
车身逻辑控制	无法实现车身系统性优化逻辑控制	各ECU单元独立控制，能耗大，无法联动、实现功能少	实现智能复杂的逻辑控制；使用专用控制软件实现复杂的逻辑配置功能	降低能耗，节约成本，提高安全性
车辆行驶人机交换	信息量有限	无法全面了解运行情况，可能出现带病运行	信息量丰富，故障可以自动报警	提前发现隐患，保证行车安全
扩充性和兼容性	不具备	难以实现扩充的个性化要求，更改繁琐	可以自由配置模块，且与其他ECU数据共享	满足个性化需求，降低成本

数据来源：公司招股说明书 民族证券

(3) 客车CAN总线控制系统主要配套企业

威帝电子从仪表开发起步，业务逐步延伸到技术具备优势的 CAN 总线领域。主要产品包括 CAN 总线产品、控制器（ECU 控制单元）、仪表、传感器等系列产品。其中 CAN 总线站占总营收的 85%，成为公司的主力盈利产品。公司是宇通客车、厦门金龙、苏州金龙、厦门金旅等国内主要客车生产企业客车车身电子产品的主要配套商，目前公司提供配套的国内客车生产企业超过 70 家。

2、产品盈利能力高于其他零部件

CAN 总线国内生产厂家还较少，具备一定的技术壁垒，因此此领域为汽车零部件的蓝海区域。公司毛利率接近 60%，高于其他零部件水平。且毛利率高的 CAN 总线产品在主营收入中占比逐渐提升，2014 年达到 85% 以上。

表 2：公司产品毛利率：

毛利率(%)	2014 年	2013 年	2012 年
产品	56.35	55.21	52.71
CAN 总线产品	58.59	57.83	55.36
控制器	46.90	47.42	45.48
传感器	49.65	47.47	48.82
仪表	45.37	44.66	45.93
其他	23.24	20.13	8.16

数据来源：wind 民族证券

3、公司发展战略明确

国内商用车的 CAN 总线的配套率低于发达国家水平。公司的 CAN 总线系统应用与客车及卡车，2010 年，CAN 总线在大中型客车领域的配套占比大约为 27%，在中重卡的占比大约为 19%。远低于发达国家水平，发达国家 CAN 总线基本配套率为 100%。因此市场提升空间很大。公司客车的 CAN 总线系统已经到应用阶段，卡车的 CAN 总线系统在研发中。公司未来战略目标一是提高产能，加大客车市场的配套量。目前产能为 3 万套，通过此次上市募集资金，产能将实现 7.2 万套。二是进入卡车配套市场。一方面随着互联网和物流业的高速发展，集团用户致力于提高用车的管理水平，实时监控车辆的使用情况，CAN 总线应用将扩大。另一方面，从今年来卡车细分车型的增长来看，卡车在经历从低端向高端的过渡，安全性和智能性的配置将增多，CAN 总线将逐步成为标准配置。

表 3：公司 CAN 总线系统的收入构成（单位：万元）

产品类别	2013 年	2012 年	2011 年
客车 CAN 总线控制系统	14446.65	11234.64	11174.53
卡车 CAN 总线控制系统	40.93	87.80	62.48
合计	14487.58	11322.44	11237.01

数据来源：招股说明书 民族证券

4、具备多项专利并具备进入壁垒

公司拥有专利 24 项，发明专利 5 项。具备丰富的技术经验积累。同时公司为客车领域“三龙一通”的长期合作供应商，具备稳定的配套关系。目前国内 CAN 总线供应商较少，重新进入体系需要一定的资质和时间，因此公司现有的下游客户相对稳定。

二、公司竞争能力分析

1、行业竞争格局

汽车电子领域在整车中属于技术含量较高的领域，基本被跨国公司所垄断。博世、大陆、德尔福占据汽车电子市场且在中国都有生产基地。尤其在软件控制方面，跨国公司对市场形成垄断。国内汽车零部件公司在汽车电子领域从事GPS、行车记录仪、传感器等技术门槛较低的装置以及电子后装市场。

在CAN总线领域，轿车为跨国公司垄断，格局暂时难以打破。客车领域为国内CAN总线的主要配套领域，卡车为新兴发展领域。国内厂商可进入的机会较大。威帝股份在客车CAN总线市场占有率达到80%以上，长期的配套关系使得原有客户较为稳定，并积极进入卡车领域。

2、公司核心竞争力分析

(1) 研发能力：公司较早从事汽车电子研发，具备自主开发能力及专利。且地处哈尔滨，哈工大和吉林大学可以为其提供汽车专业人才和技术合作。

(2) 客户关系：与客车厂合作多年，熟悉主机厂的流程和产品开发及服务要求，利于稳定现在的客户及新客户的开发。

(3) 财务状况良好，利于公司后期发展：公司的盈利能力、偿债能力及盈利能力都优于行业水平，便于公司后期融资和投资，成长能力提升具备空间。

表 4：公司偿债能力：

指标	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
资产负债率	28.33	22.30	17.13
流动比率	3.15	4.50	5.75
速动比率	2.38	3.68	4.84

数据来源：wind 民族证券

表 5：公司盈利能力：

指标	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
净资产收益率	43.75	30.91	30.36
总资产报酬率	36.91	28.23	24.85
销售净利率	41.70	38.43	39.39
销售毛利率	56.35	55.21	52.48

数据来源：wind 民族证券

表 6：公司成长能力：

同比增长率	2014-12-31	2013-12-31
每股收益-基本(%)	19.49	15.69
营业收入同比增长率(%)	9.81	18.37
归属母公司股东的净利润(%)	19.16	15.49
归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(%)	10.85	15.87
经营活动产生的现金流量净额(%)	49.92	24.23
净资产收益率(摊薄)(%)	67.83	19.12

数据来源：wind 民族证券

三、估值

汽车电子行业具备良好的发展前景，公司现有业务稳定，产能扩张明确。进入卡车市场的发展战略符合行业趋势。预计 2015、2016、2017 年 EPS1.62 元、1.95 元、2.53 元。对应 PE 为 40.25 倍、33.4 倍、25.8 倍。

短期来看，股价在高位存在风险，三个月内目标价为 50 元。中长期公司发展前景乐观。

四、风险提示：

1、大中型客车销量继续下滑；2、进军卡车市场进度不及预期。

分析师简介

曹鹤，首席汽车行业分析师。中国汽车工业协会财经金融工作委员会副主任，中华全国工商联汽车经销商商会汽车金融委员会（筹）副主任。1965年11月出生 汉族 1992年9月-1995年7月，中国人民大学外经所企业管理专业毕业，获经济学硕士学位，论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作，先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998年9月-2001年7月，中国人民大学工商管理学院投资专业毕业，获经济学博士学位，论文题目《中国汽车产业投资论》。2000年9月进入中国民族国际信托投资公司，供职于研究发展中心、研究所。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章30余篇，20余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及公司具有深厚的研究和准确的把握。

联系人简介

李虹，汽车工程本科，南京大学工商管理硕士，汽车工程师。在汽车行业工作九年，从事汽车研发、项目管理、产品研究等工作，具备丰富的行业经验。

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形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

福田汽车（600166）为方正证券持有单一权益类证券达到相关上市公司已发行股份超过 1%的个股。

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。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)