

主营稳定增长经营改善，新业务加速 推进未来发展可期

核心观点：

1. 事件

云意电气4月22日发布2015年报，公司全年实现收入4.32亿元，同比增长0.19%，归属上市公司股东净利润7067.65万元，同比下降14.04%，扣非后净利润5686.66万元，同比下降17.31%，基本每股收益0.35元。公司同时发布了一季报，一季度实现营业收入1.26亿元，同比增长12.95%，净利润2453.24万元，同比增长30.54%。

2. 我们的分析和判断

（一）主营稳定增长，毛利率维持较高水平

15年主营业务收入维持稳定，一季度业绩回升符合预期。15年公司实现营业收入4.32亿元，同比增长0.19%。其中整流器营收2.14亿元，同比下降3.37%，占总收入49.5%；调节器营收1.82亿元，同比上升5.26%，占总收入42.26%。受到行业增速放缓以及公司加大研发投入的影响，公司15年归属于公司股东的净利润7067.65万元，同比下降14.04%。一季度行业下游需求平稳增长带动公司主营的稳定回升，同时随着公司募投项目产能逐步释放，公司加大市场开拓力度并拓宽国内合资品牌新车市场的供货体系，一季度公司主营稳定增长，实现营收1.26亿元，同比增长12.95%，净利润2453.24万元，同比增长30.54%。此外，一季度下游客户现金流情况改善，公司回款能力变强，资产减值损失比上年同期减少46.67%。从一季度公司表现看，公司经营能力不断改善，预计16年业绩将会有明显提升。

垂直整合产业链强化技术优势控制成本，毛利率维持较高水平。公司通过垂直整合产业链实现关键零部件内部配套，大大降低采购成本，维持较高盈利能力。近年来公司毛利率一直维持在30%以上，在汽车零部件行业里名列前茅。15年公司毛利率为31.05%，同比增长0.28%，其中整流器毛利率31.79%，同比上升0.26%，调节器毛利率33.16%，同比上升0.93%。我们认为随着大功率车用二极管募投产能的逐步释放，公司在关键零部件领域的技术优势将逐步凸显，成本控制能力不断提升，继续维持行业高毛利率水平。

（二）未来亮点不断，业绩高速增长可期

配套客户高端化进程稳定推进，加速进口替代抢占市场份额。15年公司加快进口替代和合资品牌配套、高端自主品牌配套进程，在主机配套市场，已经和上汽集团、广汽集团、长安福特、北汽集团、东风日产、上汽通用、吉利汽车，江淮汽车、长安汽车、奇瑞汽车、中国重汽建立了稳定配套关系；在售后服务市场，产品也已稳定供应奔驰、宝马、奥

云意电气 (300304.SZ)

推荐 维持评级

分析师

杨华超

☎：(8621) 2025 2681

✉：yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050003

戴卡娜

☎：(8621) 20252643

✉：daikana@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512080002

张熙

☎：(8610) 83574030

✉：zhangxi_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050001

特别鸣谢

陶亦然

☎：(8621) 68597691

✉：taoyiran@chinastock.com.cn

执业证书编号：S1050115010014

实习生 贾靖

相关研究

《云意电气深度报告：主业稳定增长，未来亮点可期》

迪、别克等中高端汽车维修体系。未来公司将依托较强的竞争优势，进一步扩大国内市场份额，逐步实现主营业务智能电源控制器和其关键零部件车用大功率二极管的进口替代。

大功率车用二极管项目产能逐步释放，预计 16、17 年大规模放量带动公司业绩高速增长。公司大功率二极管现有产能已实现 100% 内部配套，完全满足公司自身需求，募投项目新增的 2.3 亿只产能将全部用于外销。随着募投项目产能逐步释放和国际客户认证的逐步完成，公司大功率车用二极管业务将进入大规模放量阶段，预计将带动公司下半年业绩快速增长。

战略布局汽车智能领域和新能源汽车领域，优化产品结构实现新一轮增长。公司顺应全球电控智能化发展的大趋势，加大在智能雨刮电机控制系统、智能风扇电机控制系统等智能电控业务方面的投入，不断优化产品结构。预计随着产品渗透率的提高，市场空间将进一步打开，实现公司从二级供应商向一级供应商转型。同时，公司募投 1.2 亿进军新能源动力系统，生产线建成后将形成年产 3.6 万套新能源车用电机及控制系统生产能力。公司扩大在新能源汽车电子产业的布局将有利于公司实现自身的跨越式发展，形成新的利润增长点，带动公司业绩提升，促进公司转型升级。

3. 投资建议

维持推荐评级。公司主营业务保持稳定增长，经营情况改善。同时积极开拓客户以及加速布局新业务。此外随着募投项目逐渐达产以及新项目逐步落地，公司将迎来业绩拐点。另公司自上市以来从未有过收购兼并动作，未来外延扩张动力强劲。我们预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.59、0.82、0.97 元，考虑到公司业务成长性和汽车电子平均估值 45X，合理估值区间为 26.55 元。建议积极关注。

4. 风险因素

1) 乘用车增速受经济影响低于预期；2) 公司募投项目达产进度低于预期

主要财务指标

| 单位:百万元 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 434.07 | 430.70 | 431.51 | 638.14 | 953.00 | 978.11 |
| 增长率(%) | 10.70% | -0.78% | 0.19% | 47.88% | 49.34% | 2.64% |
| 归属母公司股东净利润 | 93.93 | 82.22 | 70.68 | 118.04 | 163.96 | 226.03 |
| 增长率(%) | 3.03% | -12.47% | -14.04% | 70.55% | 38.91% | 8.71% |
| 每股收益(EPS) | 0.470 | 0.411 | 0.350 | 0.590 | 0.820 | 0.996 |
| 每股经营现金流 | 0.183 | 0.332 | 0.442 | 1.277 | 1.013 | 0.608 |
| 销售毛利率 | 34.01% | 30.77% | 31.04% | 31.89% | 34.01% | 34.89% |
| 净资产收益率(ROE) | 10.46% | 8.64% | 7.20% | 10.95% | 13.53% | 14.68% |
| 市盈率(P/E) | 61.34 | 70.08 | 81.52 | 46.26 | 27.71 | 25.49 |
| 市净率(P/B) | 6.41 | 6.06 | 5.87 | 5.21 | 4.38 | 3.74 |

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，戴卡娜，张熙，证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn