

## 云意电气 ( 300304 )

## 强烈推荐

## 行业：汽车零部件

### 汽车电源智控龙头，汽车半导体新贵

#### 事件：

公司近期发布 16 年中报：营业收入 2.56 亿，同比增长 11.73%，净利润 6169 万，同比增长 31.44%。

#### 中投电子观点：

本次中报业绩亮眼，毛利率 35.4% 为近三年来的最高水平，有力的验证了公司业绩的增量不仅来自于客户拓展（高端车型拓展），更来自于产品结构的升级（第三代 LIN 总线调节器），目前公司主要产品客户认证顺利，新增汽车大功率二极管封装项目有序推进，有望在下半年释放部分产能，新能源汽车业务内生外延并举，智能电机业务也有望迎来集群式突破，现阶段，公司的价值或被市场低估，传统上市场按照汽车零部件给公司估值，但我们认为公司不但是 A 股稀缺的汽车电子龙头标的，更是汽车半导体封装领域的新贵，存在较大的预期差。

#### 投资要点：

- ✧ **汽车电源智能控制器龙头，产品结构和客户资源双双取得突破。**公司是全球第五国内第一的汽车电源智能控制器供应商，是 A 股稀缺的汽车电子龙头标的。在前装市场，公司产品逐步实现了从国产车到合资品牌车型的拓展，并在后装市场覆盖了宝马奔驰等国际顶级车厂，客户结构得到显著提升。公司第三代 LIN 总线调节器逐步放量，相对于传统调节器，LIN 总线调节器单价和毛利率提升明显，随着 LIN 总线调节器的渗透率逐步提升，公司有望打开新的增长空间。
- ✧ **切入汽车半导体大蓝海，汽车大功率二极管封装项目进展顺利，国产替代有望带来新的增长空间。**公司原本有产能为 7000 万支/年的汽车大功率二极管封装线，所有产品用于给自身配套，上半年公司通过定增计划增至 2.3 亿支/年的产能，项目达产后有望贡献亿元规模的净利润，目前公司大功率二极管大客户认证顺利，今年下半年有望开始出货，我们认为公司是 A 股稀缺的汽车半导体标的，且业绩弹性大，目前市场存在较大的预期差，未来有望享受较大的估值溢价。
- ✧ **新能源汽车业务内生外延并举，有望实现弯道超车。**公司 12 年开始研发电机电控并成立了独立的事业部。本次定增 1.2 亿元投入电机及控制系统产业化项目，新增产能 3.6 万套，建设周期 1.5 年，预计达产后增加营收近 2 亿元、增厚利润总额 3069 万元。通过收购专注于电机电控的上海力信 51% 股权（业绩承诺：16/17/18 年，1650 万/2860 万/4180 万），公司进一步强化了在新能源领域的布局，我们预计双方在客户技术等方面存

#### 作者

署名人：孙远峰

S0960516020001

010-63222585

sunyuanfeng@china-invs.cn

参与人：耿琛

S0960115100022

0755-82026571

gengchen@china-invs.cn

参与人：张雷

S0960116060029

021-52340810

zhanglei5@china-invs.cn

参与人：张磊

S0960116030023

010-63222985

zhanglei6@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价：** 34.6

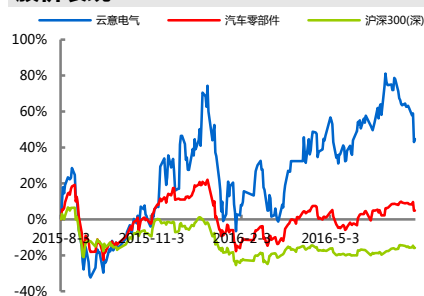
当前股价： 26.49

评级调整： 首次

#### 基本资料

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 227   |
| 流通股本(百万股) | 192   |
| 总市值(亿元)   | 60    |
| 流通市值(亿元)  | 51    |
| 成交量(百万股)  | 1.73  |
| 成交额(百万元)  | 45.77 |

#### 股价表现



#### 相关报告

在诸多协同效应，公司的新能源业务有望实现弯道超车。

- ✧ **智能电机技术积累雄厚，多款产品有望取得集群突破。**公司在智能电机领域技术积累雄厚，在智能雨刮电机及控制系统、智能冷却风扇电机及控制系统等产品线都有着较强的技术和客户储备，目前客户认证顺利，有望打造新的业务增长点，进一步丰富公司的产品结构。
- ✧ **投资建议：**我们预计 16~18 年净利润分别为 1.25 亿/1.74 亿/2.29 亿，对应 EPS0.55/0.77/1.01 元，由于公司在汽车智能电源控制器的领先地位以及汽车半导体标的稀缺性，我们认为公司可以按照成长股估值，且公司潜在突破领域估值中枢高市场空间广阔，我们给予 17 年 45 倍估值，**第一目标价 34.6 元**，具备长期投资价值，公司员工持股价 25.26 元/股，定增价 20.50 元/股，具有一定安全边际，首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- ✧ **风险提示：**汽车智能控制器市场拓展不及预期，汽车大功率二极管客户认证不及预期

### 主要财务指标

| 单位：百万元    | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 432   | 539   | 728   | 983   |
| 收入同比(%)   | 0%    | 25%   | 35%   | 35%   |
| 归属母公司净利润  | 71    | 125   | 174   | 229   |
| 净利润同比(%)  | -14%  | 77%   | 39%   | 32%   |
| 毛利率(%)    | 31.0% | 34.0% | 35.0% | 36.0% |
| ROE(%)    | 7.2%  | 7.8%  | 10.0% | 12.1% |
| 每股收益(元)   | 0.31  | 0.55  | 0.77  | 1.01  |
| P/E       | 85.02 | 47.99 | 34.50 | 26.23 |
| P/B       | 6.12  | 3.75  | 3.46  | 3.16  |
| EV/EBITDA | 69    | 40    | 30    | 23    |

资料来源：中国中投证券研究总部

**资产负债表**

| 会计年度           | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 833  | 1495  | 1719  | 1983  |
| 现金             | 491  | 1023  | 1070  | 1144  |
| 应收账款           | 132  | 153   | 210   | 287   |
| 其它应收款          | 1    | 2     | 2     | 3     |
| 预付账款           | 12   | 10    | 13    | 18    |
| 存货             | 110  | 128   | 178   | 240   |
| 其他             | 87   | 179   | 246   | 292   |
| <b>非流动资产</b>   | 419  | 387   | 352   | 318   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 345  | 337   | 314   | 285   |
| 无形资产           | 11   | 12    | 13    | 13    |
| 其他             | 63   | 39    | 24    | 19    |
| <b>资产总计</b>    | 1252 | 1882  | 2071  | 2301  |
| <b>流动负债</b>    | 149  | 159   | 215   | 282   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 90   | 92    | 120   | 168   |
| 其他             | 59   | 67    | 95    | 114   |
| <b>非流动负债</b>   | 32   | 31    | 28    | 30    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 32   | 31    | 28    | 30    |
| <b>负债合计</b>    | 181  | 190   | 244   | 312   |
| 少数股东权益         | 90   | 90    | 90    | 90    |
| 股本             | 200  | 227   | 227   | 227   |
| 资本公积           | 448  | 957   | 957   | 957   |
| 留存收益           | 334  | 419   | 553   | 716   |
| 归属母公司股东权益      | 982  | 1603  | 1737  | 1899  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1252 | 1882  | 2071  | 2301  |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 103  | 1     | 38    | 88    |
| 净利润            | 70   | 126   | 174   | 229   |
| 折旧摊销           | 23   | 33    | 35    | 36    |
| 财务费用           | -13  | -31   | -43   | -46   |
| 投资损失           | -10  | -5    | -7    | -8    |
| 营运资金变动         | 8    | -112  | -130  | -135  |
| 其它             | 25   | -10   | 9     | 12    |
| <b>投资活动现金流</b> | 169  | 4     | 5     | 7     |
| 资本支出           | 98   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 267  | 4     | 5     | 7     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -40  | 527   | 3     | -21   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 27    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 509   | 0     | 0     |
| 其他             | -40  | -9    | 3     | -21   |
| <b>现金净增加额</b>  | 233  | 532   | 47    | 74    |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

| 会计年度            | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 432  | 539   | 728   | 983   |
| 营业成本            | 298  | 356   | 473   | 629   |
| 营业税金及附加         | 4    | 3     | 5     | 7     |
| 营业费用            | 11   | 13    | 17    | 24    |
| 管理费用            | 54   | 59    | 82    | 113   |
| 财务费用            | -13  | -31   | -43   | -46   |
| 资产减值损失          | 17   | 7     | 8     | 9     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 10   | 5     | 7     | 8     |
| <b>营业利润</b>     | 72   | 137   | 193   | 255   |
| 营业外收入           | 7    | 8     | 7     | 7     |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 79   | 145   | 200   | 262   |
| 所得税             | 9    | 19    | 26    | 33    |
| <b>净利润</b>      | 70   | 126   | 174   | 229   |
| 少数股东损益          | -1   | 0     | -0    | -0    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 71   | 125   | 174   | 229   |
| EBITDA          | 82   | 139   | 185   | 245   |
| EPS (元)         | 0.35 | 0.55  | 0.77  | 1.01  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2015   | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |
| 营业收入            | 0.2%   | 25.0% | 35.0% | 35.0% |
| 营业利润            | -18.4% | 91.4% | 41.0% | 32.0% |
| 归属于母公司净利润       | -14.0% | 77.2% | 39.1% | 31.5% |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |
| 毛利率             | 31.0%  | 34.0% | 35.0% | 36.0% |
| 净利率             | 16.4%  | 23.2% | 23.9% | 23.3% |
| ROE             | 7.2%   | 7.8%  | 10.0% | 12.1% |
| ROIC            | 8.7%   | 13.4% | 16.9% | 21.2% |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 资产负债率           | 14.5%  | 10.1% | 11.8% | 13.6% |
| 净负债比率           | 0.00%  | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率            | 5.60   | 9.40  | 7.99  | 7.03  |
| 速动比率            | 4.81   | 8.56  | 7.13  | 6.15  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.35   | 0.34  | 0.37  | 0.45  |
| 应收账款周转率         | 3      | 3     | 4     | 4     |
| 应付账款周转率         | 3.59   | 3.91  | 4.46  | 4.36  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.31   | 0.55  | 0.77  | 1.01  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.45   | 0.00  | 0.17  | 0.39  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 4.33   | 7.07  | 7.66  | 8.37  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |
| P/E             | 85.02  | 47.99 | 34.50 | 26.23 |
| P/B             | 6.12   | 3.75  | 3.46  | 3.16  |
| EV/EBITDA       | 69     | 40    | 30    | 23    |

## 相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------|------|
|------|------|

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

孙远峰，中投证券电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近 3 年电子实业工作经验，2013~2015 年新财富团队核心成员

耿琛，中投证券电子行业分析师，哈尔滨工业大学工学学士、金融学士，美国新墨西哥大学计算机硕士，新加坡国立大学计算机学院助理研究员

张雷，电子行业分析师，西北工业大学材料物理学学士，北京大学集成电路设计系硕士，近 3 年军工研究所工作经验

张磊，中投证券电子行业分析师，北京大学理学学士，工学硕士，近 3 年商业银行总行科技管理工作经历

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：( 0755 ) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：( 010 ) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：( 021 ) 62171434