



## 多重因素利好汽车电子，车载导航龙头扬帆起航

2018.02.05

谨慎推荐（首次）

肖明亮(分析师)  
电话: 020-88832290  
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310517070001

现价: 20.79  
目标价: 23.37  
股价空间: 12.42%

### 投资要点

#### ● 历经二十载聚焦汽车电子，四大业务板块协同发展

华阳集团是我国最大的车载导航生产商之一，历经 20 年的风雨，几经转型，目前已经形成汽车电子、精密电子部件、精密压铸以及 LED 照明四大业务板块协同发展的格局。华阳汽车电子业务主要可分为前装业务、国内后装业务和国外后装业务三大类，以前装业务为主。2016 年公司总营收 42.47 亿元，汽车电子业务收入 27 亿元，占公司总收入的 64%，贡献了整体毛利的 77%，前装业务占汽车电子业务比例达到 72.56%。

#### ● 多重因素利好行业发展，汽车电子业务前景广阔

从政策端来看：2017 年以来国家层面陆续出台了促进智能汽车和汽车电子行业的相关政策，推动行业规范有序发展；从需求端来看，人均收入增长带动汽车消费需求升级，汽车电子加快在中低端车型领域普及，中控系统智能化有望率先突破。随着新能源汽车增长放量，纯电动轿车成本占比 65% 的汽车电子需求随之受益。政策护航+向中低端车型领域渗透+整车成本占比提升，多因素综合推动汽车电子行业高速增长。车载导航是汽车电子主要的细分领域之一，市场充分受益行业成长趋势，预计 2020 年市场规模达到 143 亿元，未来三年复合增长率达到 29.9%。

#### ● 供应商配套构建行业壁垒，华阳三大优势保持领先

汽车电子产业链包括半导体芯片及元器件厂商、汽车电子厂商和汽车整车厂商，汽车整车厂商占据产业链关键环节。供应商配套壁垒是行业最重要的竞争壁垒，认证程序庞杂，认证周期漫长，一旦形成配套合作关系，一般都会保持长期的合作关系。华阳集团凭借强大的规模经济优势、研发领先优势和客户资源优势保持行业领先地位，同时智能产品线的量产有望进一步增厚公司业绩。

#### ● 盈利预测与估值：

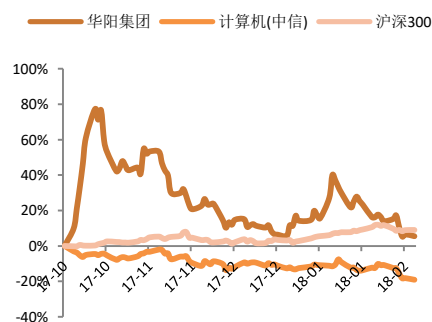
我们预测 2017-2019 年公司归母净利润分别为 3.20 亿元、3.69 亿元、4.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.68 元、0.78 元和 0.90 元，当前股价对应估值分别为 31 倍、27 倍、23 倍。考虑到公司 2018 年车载导航产品的增长和智能舱座产品的放量，我们给予公司 2018 年 30 倍估值，对应目标价位为 23.37 元/股，相对当前股价依然还有 12.42% 的上涨空间，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

#### ● 风险提示：

新股波动交易性风险，汽车销售市场景气度低于预期，客户开拓低于预期。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4246.90	4441.65	4794.41	5312.29
同比(%)	2.46%	4.59%	7.94%	10.80%
归属母公司净利润	295.01	320.32	368.59	426.64
同比(%)	62.83%	8.58%	15.07%	15.75%
毛利率(%)	23.79%	24.55%	25.14%	25.64%
ROE(%)	12.88%	12.76%	13.23%	13.79%
每股收益(元)	0.62	0.68	0.78	0.90
P/E	28.47	31.02	26.95	23.29
P/B	3.49	3.76	3.40	3.05
EV/EBITDA	-0.42	18.93	16.35	14.91

### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
华阳集团	-8.78	-26.87	5.48
计算机	-9.21	-14.05	-7.26
沪深 300	3.27	6.30	15.28

### 基本资料

总市值(亿元)	98.36
总股本(亿股)	4.73
流通股比例	15.5%
资产负债率	42.1%
大股东	华阳投资
大股东持股比例	57.25%

### 相关报告

\*广证恒生计算机行业-事件点评报告-智能汽车发展战略发布，打造智能汽车中国标准-20180109

联系人: 刘忠腾  
邮箱: liu.zhongteng@gzgzhs.com.cn



## 目录

目录	2
图表目录	3
1. 转型聚焦汽车电子，四大业务板块协同发展	4
1.1 历经二十载风雨洗礼，几经转型聚焦汽车电子	4
1.2 前装业务占比达 72.56%，主要产品是车载导航系统	5
1.3 汽车电子业务贡献主要利润，四大业务板块协同发展	6
2. 汽车电子业务前景广阔，公司竞争优势明显	7
2.1 多重因素利好行业发展，汽车电子市场前景广阔	7
2.2 车企占据产业链关键环节，供应商配套是主要壁垒	9
2.3 三大核心竞争优势：规模优势+研发领先+优质客户	11
2.3.1 营收规模高于同类上市公司，规模经济优势明显	11
2.3.2 研发投入占比持续增长，项目落地有望增厚业绩	11
2.3.3 客户覆盖主流整车企业，供应商配套构建公司壁垒	12
2.4 拓展智能舱座产品线，液晶仪表盘有望率先爆发	13
3. 多项业务稳健发展，未来有望贡献业绩弹性	15
3.1 精密电子部件回款较好，属公司稳定现金流业务	15
3.2 精密压铸集中度有望提升，行业增长超过 10%	16
3.3 LED 照明业务技术领先，直面千亿市场空间	16
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	17



## 图表目录

图表 1.	华阳集团股权结构图 .....	4
图表 2.	近年华阳营业收入及其增长率 (亿元) .....	4
图表 3.	近年华阳净利润及其增长率 (亿元) .....	4
图表 4.	公司汽车电子业务收入变化 (万元) .....	5
图表 5.	汽车电子不同业务类型的销售模式和业务特点 .....	5
图表 6.	华阳汽车电子业务主要产品 .....	5
图表 7.	2016 年华阳集团业务收入结构 (亿元) .....	6
图表 8.	2016 年华阳集团毛利结构 (亿元) .....	6
图表 9.	近三年华阳集团各项业务营收情况 (亿元) .....	7
图表 10.	近三年华阳集团各项业务毛利率变化 .....	7
图表 11.	2017 年以来国家关于智能汽车的相关政策 .....	7
图表 12.	我国新能源汽车销量及渗透率预测 (万辆) .....	8
图表 13.	不同车型汽车电子价值量占比 (亿美元) .....	8
图表 14.	汽车电子主要细分市场与毛利率 .....	9
图表 15.	国内前装导航渗透率情况 (万辆/万台) .....	9
图表 16.	中国汽车电子产业竞争态势 .....	9
图表 17.	汽车零部件厂商新配套客户开发时里程节点 .....	10
图表 18.	近三年可比公司营收情况比较 (亿元) .....	11
图表 19.	华阳近三年汽车电子业务营收与毛利率 .....	11
图表 20.	近年华阳集团研发费用情况 (亿元) .....	11
图表 21.	2016 年可比公司研发投入比较 (亿元) .....	11
图表 22.	公司正在从事研发的项目 .....	12
图表 23.	华阳集团汽车电子业务主要客户 .....	13
图表 24.	对标公司前五大客户 2016 年销售金额 (万元) .....	13
图表 25.	华阳液晶显示仪表盘 .....	14
图表 26.	多功能显示液晶仪表盘 .....	14
图表 27.	华阳胎压监控系统零部件 .....	14
图表 28.	直接式胎压监测系统监测传感器 .....	14
图表 29.	HUD 显示成像效果 .....	14
图表 30.	HUD 激光投射技术原理 .....	14
图表 31.	基于视觉传感器的汽车辅助驾驶解决方案 .....	15
图表 32.	特斯拉 Autopilot 自动辅助驾驶 .....	15
图表 33.	华阳车载机芯产品 .....	16
图表 34.	华阳安卓智能微型投影仪 .....	16
图表 35.	华阳汽车关键部件产品 .....	16
图表 36.	华阳精密激光头部件 .....	16
图表 37.	LED 封装结构示意图 .....	16
图表 38.	华阳 LED 封装产品 .....	16
图表 39.	公司营业收入假设与预测 .....	17

# 1. 转型聚焦汽车电子，四大业务板块协同发展

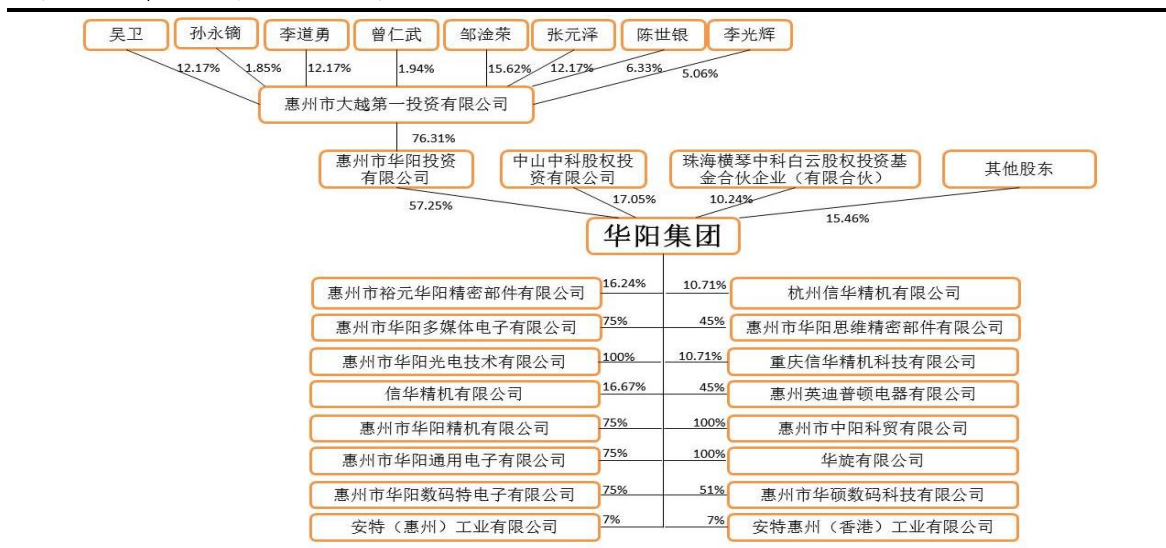
## 1.1 历经二十载风雨洗礼，几经转型聚焦汽车电子

公司历史最早追溯到 1993 年成立的全民所有制企业华阳实业，2002 年改制设立有限责任公司华阳有限，同时引入职工持股；2011 年，为规范职工持股事项、引入财务投资者，中山中科、中科白云通过受让部分职工持股成为公司财务投资人；2013 年，华阳有限经整体变更设立为股份公司，2017 年 10 月实现深交所中小板 IPO 上市。

目前控股股东华阳投资持股 2.70 亿，持股比例为 57%；中科招商通过中山中科、中科白云间接持股 1.29 亿，持股比例 27%。公司实际控制人为邹淦荣、张元泽、陈世银、李光辉、李道勇、孙永镛、吴卫和曾仁武八人，通过大越第一持有华阳投资 76.31% 的股权。

华阳集团共拥有 16 家控股或参股子公司，包括华阳通用电子、华阳多媒体、华阳精机、华阳光电和香港华旋等。其中华阳通用电子是公司汽车电子业务经营的主体，华阳集团持股 75%，香港华旋持股 25%。

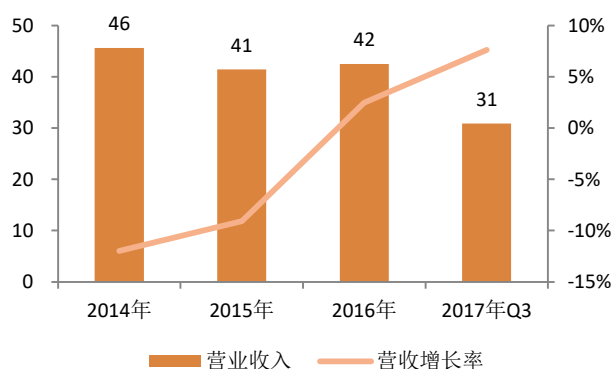
图表1. 华阳集团股权结构图



资料来源：招股说明书、广证恒生

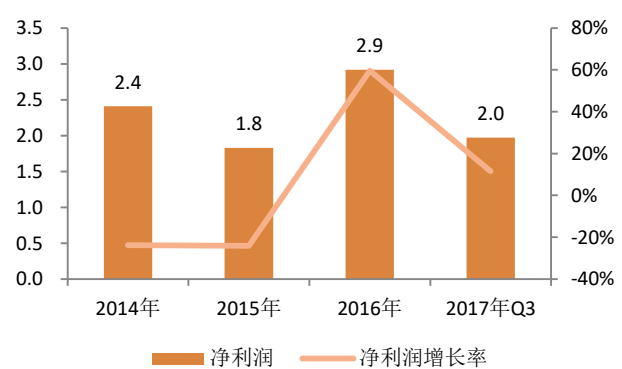
华阳集团历经 20 年的发展，几经转型，几次辉煌，最终聚焦汽车电子。公司早年业务主要以生产精密电子部件为主，2007-2011 年间华阳集团整体营收规模达到 100 亿。由于网络技术和替代存储技术的普及，视盘机市场不断萎缩，2010 年公司开始转型做汽车电子业务，目前已经形成汽车电子、精密电子部件、精密压铸以及 LED 照明四大业务板块。

图表2. 近年华阳营业收入及其增长率（亿元）



资料来源：Wind、广证恒生

图表3. 近年华阳净利润及其增长率（亿元）



资料来源：Wind、广证恒生

近三年公司汽车电子业务稳定发展，其中汽车电子，特别是前装业务收入逐年增加。2014年-2016年华阳前装业务收入分别为11.32亿元、15.99亿元和19.59亿元，营收占比分别为31.51%、38.82%和46.43%，前装业务营收占比不断提升。

图表4. 公司汽车电子业务收入变化 (万元)

项目	2014年		2015年		2016年	
	金额	营收占比	金额	营收占比	金额	营收占比
主营业务收入	453,952	100.00%	411,936	100.00%	421,968	100.00%
汽车电子板块收入	256,237	56.45%	241,551	58.64%	270,025	63.99%
前装收入	113,185	31.51%	159,919	38.82%	195,931	46.43%

资料来源：招股说明书、广证恒生

## 1.2 前装业务占比达 72.56%，主要产品是车载导航系统

华阳汽车电子业务主要可分为前装业务、国内后装业务和国外后装业务三大类。目前公司已成功转型进入前装业务，2016年前装业务占汽车电子业务比例达到72.56%。

公司前装业务是指将产品在汽车出厂前直接销售给汽车生产企业并由汽车生产企业安装后将整车推出市场的业务模式。在前装市场，汽车制造商通常会根据其每一车型的规格，采购某一供应商提供的汽车电子产品，并服务于汽车的整个生命周期。前装业务的特点是公司供应的产品会被纳入整车厂商车型的整体设计过程中，一般为批量供货。

公司后装业务主要是指公司针对出厂后汽车车型进行产品研发和生产，并通过汽车零部件经销商、4S店等渠道进入市场的业务模式，用于产品升级或替换。根据客户所在区域的不同，公司后装业务分为国内后装业务和国外后装业务。因销售方式不同，公司后装业务分为直销模式和经销模式。国内后装业务主要由经销商销售给终端用户并实施安装，国外后装业务主要采用ODM业务模式，即公司根据海外品牌商的需求进行产品设计、生产后再销售给海外品牌商，由其在当地以品牌商的相关品牌进行销售。


图表5. 汽车电子不同业务类型的销售模式和业务特点

业务类型	主要产品	销售模式	业务特点
前装业务	车载音频播放器、车载影音导航系统	纳入整车厂车型设计中，批量供货	汽车生产商统一采购，产品服务整个生命周期
国内后装业务	车载影音导航系统	自有品牌的经销模式	通过汽车零部件经销商、4S店等进入市场
国外后装业务	车载影音导航系统和行车记录仪	ODM业务模式	根据海外品牌商的需求设计生产后销售给海外品牌商

资料来源：招股说明书、广证恒生

汽车电子产品以车载设备和系统为主，包括车载影音导航系统、车辆管理系统等。近几年，公司投入大量资源研发ADAS相关产品，包括360度环视识别系统、FDM、视觉处理等，部分产品已经开始和前装客户进行配套量产，销售收入预计在未来逐年增加。

图表6. 华阳汽车电子业务主要产品

主要产品	产品用途	产品图片
车载音视频播放器	收音、CD/DVD播放(可选)、蓝牙、数字电视、MP3/MP5播放支持、智能手机互联互通	

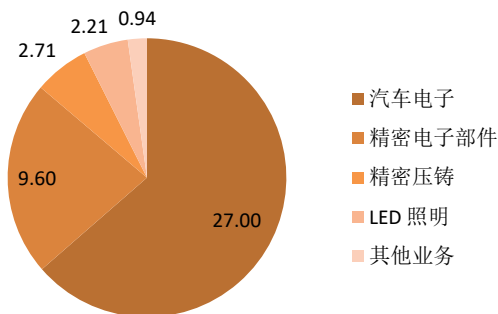
车载影音导航系统	GPS/北斗卫星定位导航、收音、CD/DVD 播放 (可选)、蓝牙、数字电视、MP3/MP5 播放; 支持与智能手机互联互通、Telematics 网络应用及提供移动互联网增值服务	
车辆管理系统 (包括终端产品和后台管理系统)	应用于行业用户, 主要有“两客一危”车辆及特种车辆的监控管理	
汽车全景环视系统	车辆低速情况下的盲区探测, 辅助驾驶人员倒车、出库、通过狭窄弯道等复杂环境	
汽车胎压监测系统	车辆行驶过程中, 实时监测汽车轮胎压力和温度值, 异常情况预警	
汽车高级驾驶辅助系统	车辆行驶过程中, 车道偏离预警和前向防撞预警	

资料来源: 招股说明书、广证恒生

### 1.3 汽车电子业务贡献主要利润, 四大业务板块协同发展

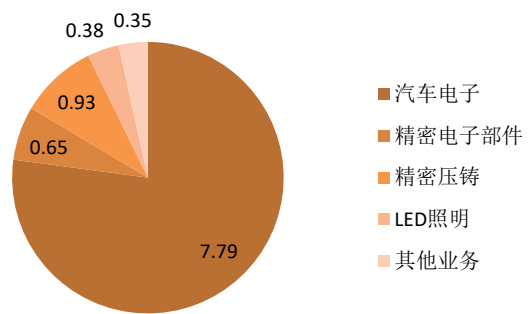
汽车电子业务是华阳集团的核心业务, 贡献了 77% 的毛利。华阳汽车电子业务目前拥有 Adayo 和 Foryou 品牌, 2016 年公司营收 42.47 亿元, 其中汽车电子业务营收 27 亿元, 占营业总收入比例为 63.58%, 贡献毛利占比 77%。其余三项业务营收占比分别为 22.60%、6.38% 和 5.21%。

图表7. 2016 年华阳集团业务收入结构 (亿元)



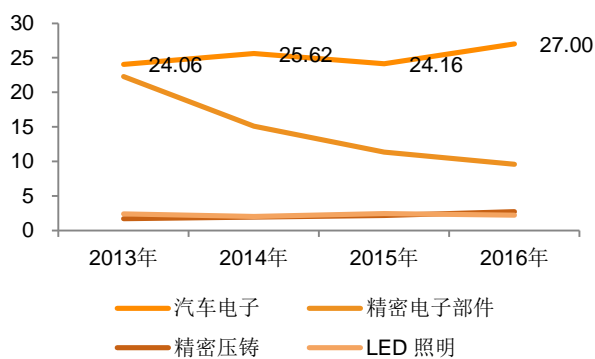
资料来源: Wind、广证恒生

图表8. 2016 年华阳集团毛利结构 (亿元)

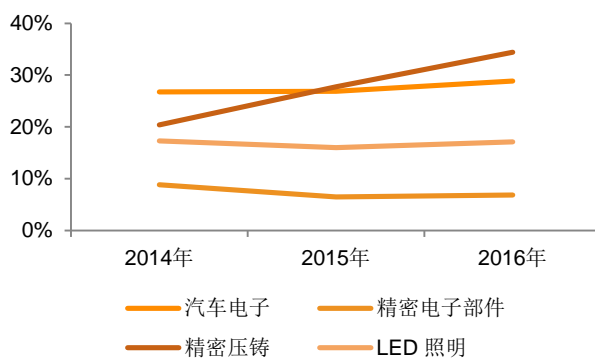


资料来源: Wind、广证恒生

四大业务板块围绕汽车、家居等行业进行布局, 业务间相互协同发展。近年来公司汽车电子业务稳定发展, 并完成前装向后装转型, 2017 年前装业务收入占汽车电子总收入的 72.6%, 同比增长 27.4%。虽然精密电子部件业务在减少, 但公司与客户合作多年, 回款质量高, 属于现金流业务。精密压铸和 LED 照明业务规模较小, 但市场空间非常大。毛利率方面, 汽车电子和精密压铸业务毛利率较高, 2016 年汽车电子业务毛利率为 28.9%。四个板块业务客户均为汽车整车厂商, 业务之间能够进行有效协同。

**图表9. 近三年华阳集团各项业务营收情况(亿元)**


资料来源: Wind、广证恒生

**图表10. 近三年华阳集团各项业务毛利率变化**


资料来源: wind、广证恒生

## 2. 汽车电子业务前景广阔，公司竞争优势明显

### 2.1 多重因素利好行业发展，汽车电子市场前景广阔

#### ■ 政策利好行业持续发展，消费升级带动汽车电子普及

2017 年来，国家陆续出台了促进智能汽车和汽车电子行业发展的相关政策。4 月份三部委发布《汽车产业中长期发展规划》提出引导创新主体协同攻关轻量化、先进汽车电子、自动驾驶系统、核心芯片及车载操作系统等关键核心技术。7 月份国务院发布《新一代人工智能发展规划》提出重点发展自动驾驶、车联网等智能技术，并要在智能交通建设和自主无人驾驶技术平台、高端人工智能人才等方面实现突破。

2018 年 1 月份发改委发布《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》，这是国家层面发布的首个面向智能汽车领域政策文件，提出 2020 年智能汽车新车占比达到 50%，高速公路的车用无线通信网络(LTE-V2X)覆盖率达到 90%的战略目标。根据易观智库统计，2016 年我国智能驾驶汽车渗透率仅为 20%，与发展战略提出的目标仍有 30%的提升空间。

**图表11. 2017 年以来国家关于智能汽车的相关政策**

发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2018 年 1 月	发改委	《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》	重点推动传感器、车载芯片、中央处理器、车载操作系统、无线通信设备、北斗高精度时空服务与车用基础地图等产品开发与产业化。
2017 年 12 月	工业和信息化部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划（2018-2020 年）》	支持车辆智能计算平台体系架构、车载智能芯片、自动驾驶操作系统、车辆智能算法等关键技术、产品研发，构建软件、硬件、算法一体化的车辆智能化平台。
2017 年 7 月	国务院	《新一代人工智能发展规划》	重点发展自动驾驶、车联网等智能技术，并要在智能交通建设和自主无人驾驶技术平台、高端人工智能人才等方面实现突破。
2017 年 6 月	工信部、国家标准化管理委员会	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2017 年）》	制定智能网联汽车重点标准，涵盖功能安全、信息安全、人机界面等通用技术以及信息感知与交互、决策预警、辅助控制等核心功能相关的技术要求和试验方法
2017 年 4 月	工信部、发改委、科技部	《汽车产业中长期发展规划》	引导创新主体协同攻关轻量化、先进汽车电子、自动驾驶系统、核心芯片及车载操作系统等关键核心技术，增加基础、共性技术的有效供给。

资料来源：公开资料整理、广证恒生

人均收入增长带动汽车消费升级，汽车电子向中低端车型普及。随着我国人均收入的提高，汽车逐步成为许多家庭的必需品，同时，消费能力的提升让汽车购买者更关注汽车的安全性、人性化和智能化，进一步带动汽车电子市场的发展。随着技术的进步和成本的下降，汽车电子不断从中高端车型向中低端车型普及，比如发动机牵引力控制系统、车身电子稳定系统、自适应巡航系统等将从高端豪华车型逐步向中低端车型渗透，车载导航、车载影音系统等也将越来越多的成为汽车的“标准配置”。从目前高低端车差异上看，汽车电子最迫切的是中控系统的智能化。2013年以前，前装车载娱乐及导航产品主要以外资品牌为主，平均单价在6000元左右，主要配置在高端汽车上，中低档车型仍配置传统中控，用户体验很差。随着国内厂商技术的成熟和新产品的陆续推出，产品价格一再下调，2016年平均单价下降到1000元左右，车企配置的动力比较充足。车载导航及影音系统已经到了下沉的临界点，目前主流的国产车型（价格在8万-18万之间）如长城H6、荣威RX5、吉利博越、传祺GS4等均已配备智能化中控系统。

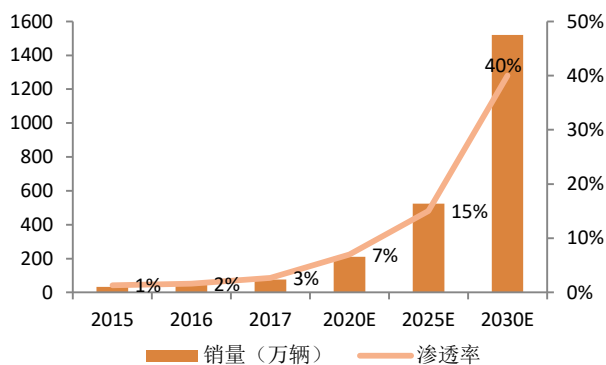
### ■ 新能源汽车复合增长达40%，其电子产品成本占比2倍于传统汽车

新能源汽车产业发展进一步提高汽车电子需求。随着新能源车技术的发展以及政策的推动，国内新能源车市场呈现高速增长。2016年11月29日，国务院公布《十三五国家战略性新兴产业发展规划》，明确将大幅提升新能源车和新能源应用比例，到2020年实现当年产销200万辆以上，累计产销500万辆。根据乐动智库的报告，预计2017-2020年新能源汽车年复合增长率将达到40%以上。

新能源汽车渗透率加速提升，其单车汽车电子成本是传统汽车的2倍以上。在新能源汽车崛起以及汽车零部件朝着安全、舒适、娱乐、经济方向发展的长期趋势背景下，汽车电子的单车价值在迅速提升。传统紧凑型汽车的汽车电子成本占比只有15%，中高档车这一数字提升至28%，目前混合动力轿车汽车电子成本占比达47%，纯电动轿车的汽车电子成本占比高达65%，并且成本比例仍在进一步提高。新能源车产销量的提高将直接提升汽车电子行业市场需求，是汽车电子未来发展的又一重要驱动因素。

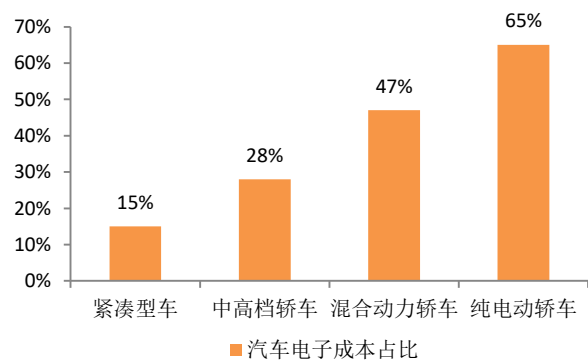
总体而言，汽车电子占整车成本比重增加是一个确定性的趋势。根据智研咨询统计，汽车电子产品成本占整车比例已经从上世纪70年代的4%成长到2016年的30%左右，预计2030年，该比例将可达到50%。

图表12. 我国新能源汽车销量及渗透率预测(万辆)



资料来源：中国信息产业网、广证恒生

图表13. 不同车型汽车电子价值量占比(亿美元)



资料来源：公开资料整理、广证恒生

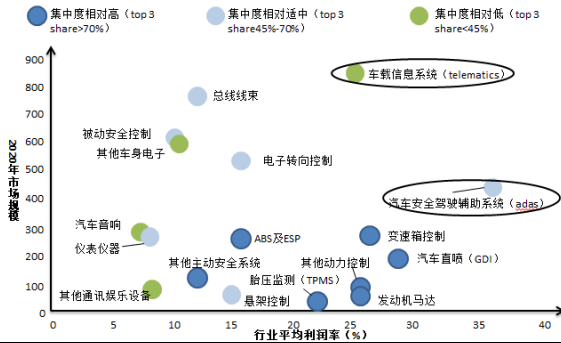
### ■ 车载电子是市场容量最大的细分领域、车载导航渗透率提升空间大

汽车电子可以分为车身电子和车载电子。车身电子是涉及汽车行驶性能与安全性的电子零部件，包括电子转向控制、被动安全控制、变速箱控制和悬架控制等。车载电子是用于增加汽车功能性的电子零部件，包括车载音响系统、导航系统和车载信息系统等。车载导航是车载电子的一个细分市场，主要分为前装市场和后装市场。前装市场以中高端车型为主，门槛较高，主要面对新车增量市场；国外品牌企业如博世、大陆、电装等占据了大部分市场份额，国内厂商市场份额仅20%左右。后装市场装机成本较低，主要面对汽车存量市场；由于行业技术门槛不高，大量中小厂商的出现加剧行业竞争，目前处于红海市场。

车载电子是汽车电子市场容量最大的细分领域。根据德勤咨询《汽车电子行业趋势与展望》中预测，

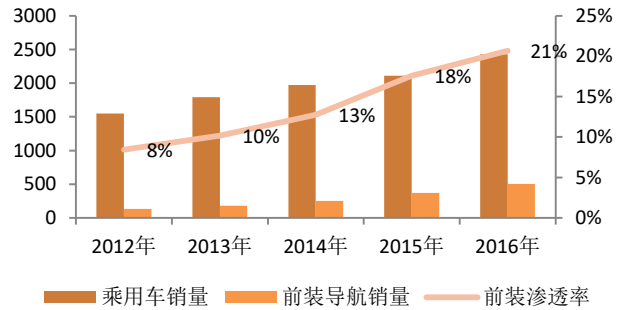
2020 年全球主要的车载电子市场包括车载信息系统 (telematics)、汽车音响、仪器仪表和车载通讯娱乐设备四大子领域总容量合计超过 1460 亿美元。2017 年我国和全球新车销量分别为 2888 万辆和 9000 万辆，我国汽车销量占全球市场的 32%。根据这个比例，选取 6.3 为人民币兑美元汇率，可以大致估算出 2020 年我国车载电子市场规模为 2952 亿人民币。

图表14. 汽车电子主要细分市场与毛利率



资料来源：德勤咨询、广证恒生

图表15. 国内前装导航渗透率情况 (万辆/万台)



资料来源：易观国际、wind、广证恒生

目前我国车载导航渗透率具备较大的提升空间。根据易观国际统计，我国前装导航渗透率正在快速提升，由 2012 年的 8% 提升至 2016 年的 20.6% (2016 年我国前装车载导航出货量为 502 万台，而当年乘用车销量为 2429 万辆，渗透率为 21%)。但是对比美国 50% 和日本 80% 的渗透率，提升空间仍然非常大。

前装车载导航市场容量 2020 将达到 143 亿，未来 3 年市场复合增速接近 30%。按照前装车载导航单车配套价格 1000 元计算，2016 年车载导航市场规模为 50.2 亿元。2017 年我国乘用车销量为 2471 万辆，保守估计未来三年我国乘用车销量增长率为 5%，则 2020 年我国乘用车销量为 2860 万台。根据最近发布的《智能汽车创新发展战略》目标，2020 年我国智能汽车新车占比 50%，所有智能汽车都装备导航系统，则 2020 年车载导航出货量在 1430 万台，市场规模达到 143 亿元，未来三年年复合增长率为 29.9%。

## 2.2 车企占据产业链关键环节，供应商配套是主要壁垒

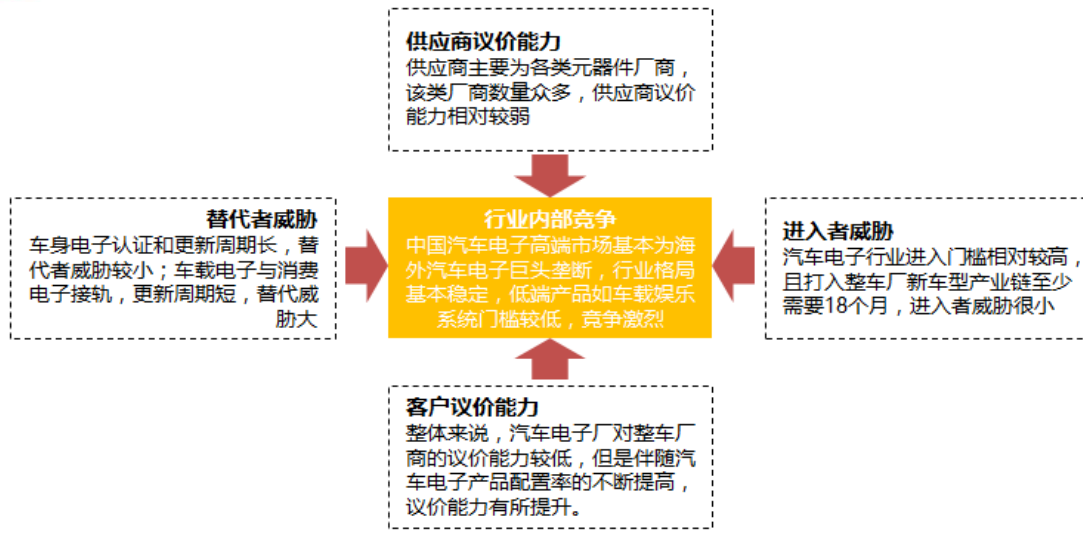
汽车电子产业链包括半导体芯片及元器件厂商、汽车电子厂商和汽车整车厂商。汽车企业占据产业链关键环节。

行业上游是集成电路、电阻电容、传感器等基础电子元器件的生产。半导体芯片及元器件厂商位于产业链的最上游，国内外电子元器件的生产厂家较多，相关产品的市场供应较充足。

行业中游是汽车电子产品、零部件厂商，总体上可以划分为车身电子和车载电子。华阳集团处于该产业链环节，公司主营车载电子产品具备一定的消费电子属性，更新周期短，替代威胁比较大。

行业下游是汽车企业，在产业链中拥有较高的议价权。由于汽车企业整体规模较大，供应商选择较多，通常是建立完善的供应商管理体系与汽车电子厂商建立稳定合作的关系。

图表16. 中国汽车电子产业竞争态势



资料来源：公开资料整理、广证恒生

华阳集团汽车电子业务的主要产品为车载影音导航产品，是车载电子的细分领域。目前在国内主要的竞争对手包括德赛西威、索菱股份、路畅科技、均胜电子、航盛电子和好帮手等企业。国外竞争对手主要以日系、德系和美系为主，包括日本的富士通天、电装、先锋、阿尔派，德国的博世、大陆以及美国的德尔福、伟世通等。

**技术壁垒、规模经济壁垒和供应商体系壁垒是车载电子行业三大壁垒，其中供应商配套壁垒是最重要的竞争壁垒。**

**技术壁垒：**由于车载电子与安全性直接相关，对元器件的要求苛刻。车载电子要求在承受高温、高压，震动和有水等环境条件下仍能保证高精度和准度，技术门槛较高。行业内严格的汽车召回制度也逼迫厂商提高汽车电子产品质量的门槛。

**规模经济壁垒：**电子行业一般具备规模经济效益，当生产达到一定规模后，由于固定成本分摊导致平均成本下降，企业可以获得更高的营业利润。对于新进入的企业很难获得很大的订单，在产品生产制造环节中要承担更多的成本。

**供应商配套壁垒：**一般来说，只有通过国际相关质量管理体系认证的零部件企业才能进入整车供应商配套体系，具备供应商基本资格。认证程序庞杂，认证周期漫长。一般从意向到批量供货需要 10 余项认证流程，认证周期一般最短需 18 个月。一旦形成配套合作关系，一般都会保持长期的合作关系。例如，博世和大众、德尔福和通用等，这也使得新进入者比较难进入整车合资企业的配套体系，因此，汽车电子产业链格局稳定。

图表17. 汽车零部件厂商新配套客户开发时里程节点

里程节点	工作内容和时间
质量体系评审	公司首先通过各种信息渠道进行市场信息收集，多功能小组进行项目可行性分析。如果项目可行，销售管理系统销售经理将对目标客户进行拜访，邀请目标客户来公司进行质量体系评审。从客户拜访到客户评审完成约需 2-3 个月时间，如未能通过评审，则公司要进行整改，邀请客户重新评审。
达成开发协议	在体系评审通过之后，公司进行产品报价。在报价得到客户认可之后，双方技术部门针对所要开发的产品做技术交流，确定具体的产品开发计划，签署技术开发协议。从产品报价到签署技术开发协议需要 1-2 个月时间。
产品开发并制作样件	公司从开始产品开发到完成样件制作，一般需要 2-3 个月时间。
路试	产品开发并制样后，由客户来公司进行样件审核，如样件审核通过，则向客户送样进行路试，路试一般需要 3-4 个月时间；路试未通过要整改后重新送样进行路试。

量产前评审	路试合格，客户要对公司进行量产前的评审，评审不合格要整改后重新进行评审。
小批量试装	量产评审合格后，客户会安排小批量试装，小批量试装一般要进行 2-3 个批次，从量产评审到小批量试装结束一般需要 2-3 个月。
量产供货	小批试装合格后则进行正式量产供货，需签署供货合同、价格协议、质保协议、售后服务协议等正式文件

资料来源：德尔股份招股说明书、广证恒生

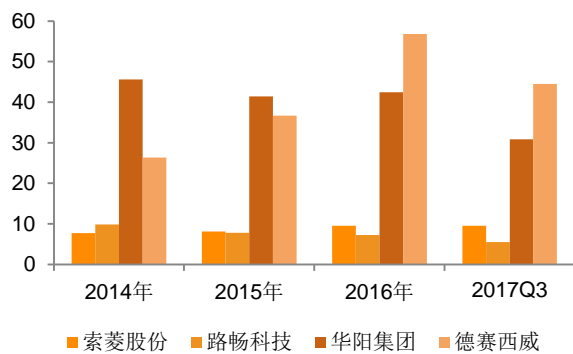
## 2.3 三大核心竞争优势：规模优势+研发领先+优质客户

### 2.3.1 营收规模高于同类上市公司，规模经济优势明显

相比同类上市公司，**华阳规模经济优势明显**。华阳集团近三年营业收入保持稳定，整体营收规模与行业龙头德赛西威大体相当，远高于已上市的索菱股份和路畅科技。2016 年华阳集团营业收入 42.47 亿元，德赛西威营业收入是 56.78 亿元，而索菱股份和路畅科技 2016 年营业收入都在 10 亿元以下，分别为 9.50 亿元和 7.22 亿元。

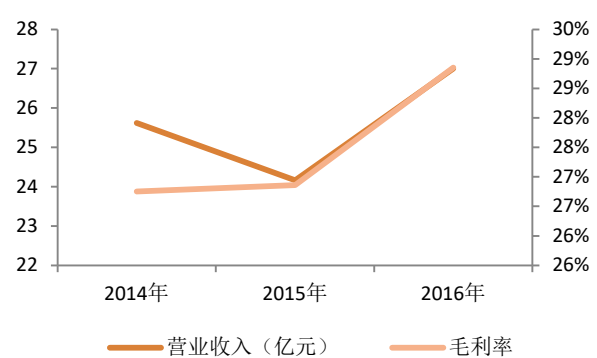
**规模经济效应是电子行业一个非常明显的特征**。随着规模的加大，单位平均生产成本和经营费用都得到分摊而降低，从而提升公司的盈利能力。2014 年到 2016 年华阳营收规模分别为 26 亿、24 亿和 27 亿，同期毛利率分别为 27%，27%和 29%，营业收入和毛利率指标相关度较高，验证了电子行业规模经济效应的规律。随着客户的开拓和订单的持续增加，未来规模经济效应有望进一步降低生产成本，提升公司整体盈利能力。

图表18. 近三年可比公司营收情况比较 (亿元)



资料来源：Wind、广证恒生

图表19. 华阳近三年汽车电子业务营收与毛利率



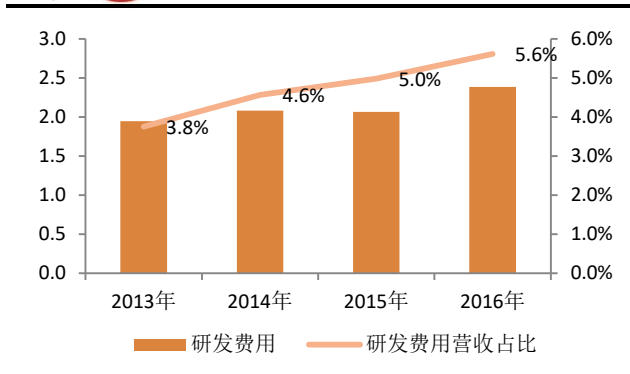
资料来源：Wind、广证恒生

### 2.3.2 研发投入占比持续增长，项目落地有望增厚业绩

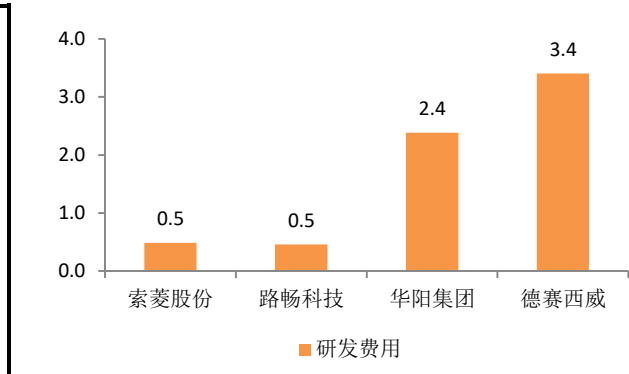
近年来华阳持续加大研发费用的投入，主要用于智能舱座产品的研发，包括车载抬头显示(HUD)、行车记录仪、液晶仪表盘和车载信息娱乐系统等。华阳研发费用从2013年的1.9亿增长至2016年的2.4亿，占营收的比例由3.8%增长至5.6%。与同类上市公司比较，2016年华阳集团研发投入仅次于德赛西威的3.4亿，远高于索菱股份和路畅科技的0.5亿。一般来说电子产品的价格随着时间推移往下走，研发投入的提高为新产品的推进提供有效保证，电子厂商通过不断研发投入提升电子产品性能获得更多的产品溢价，保持毛利率稳定。

图表20. 近年华阳集团研发费用情况 (亿元)

图表21. 2016年可比公司研发投入比较 (亿元)



资料来源：招股说明书、广证恒生



资料来源：Wind、广证恒生

公司积极布局车联网和智能驾驶，大力进行智能驾驶产品线的研发。目前融合车联网车载智能云终端系统已经部分量产，车载抬头显示设备进入小批量生产，液晶汽车数字仪表已经研制完成，基于图像视觉的高级驾驶辅助系统也已经立项开发，新的产品研发投入将在未来一两年内实现量产，为公司业绩带来新的业绩增量。

图表22. 公司正在从事研发的项目

主要业务	名称	目前进展
汽车电子	基于 QNX 系统的高可靠性车载信息娱乐系统	已进入大批量生产和供货阶段
	融合移动互联网与车联网的车载智能云终端系统	基于 Carlife、Android Auto 车机产品已量产，基于 Carplay 的车机产品正在研发阶段
	面向车载终端的 Android 系统中间件技术与应用	面向后装市场的 Android 车机产品已小批量销售
	汽车自动空调控制系统研制	自动空调控制系统产品已开始量产，并进入多家车厂配套体系
	基于 QNX 系统的汽车数字仪表显示系统	大屏仪表已研制完成
	基于腾讯 ROM 的车载信息娱乐系统研制	研发阶段
	车载抬头显示设备	小批量生产阶段
	广角多画面可触屏控制摄像头	已完成产品开发
	欧规电动车车规摄像头	研发完成，已批量供货
	高清数字摄像头	更新产品设计
	高清传输在行车记录仪上应用的研究与开发	研发完成，已批量供货
	内置动态轨迹摄像头的研究与开发	完成样件试制
	基于图像视觉的高级驾驶辅助系统关键技术	立项开发阶段
基于阿里云 OS 的车载信息娱乐系统研制	样品开发已完成，目前已停止	

资料来源：招股说明书、广证恒生

### 2.3.3 客户覆盖主流整车企业，供应商配套构建公司壁垒

汽车电子厂商对整车企业的依赖度较高，能够获得优质客户、进入大型车企的供应商体系的厂商可以获得更多的订单和发展。在我国，大型的整车企业包括德系、日系、美系车企以及长城、吉利、广汽、上汽四大自主品牌车企。

华阳拥有强大的制造工程能力和雄厚的研发实力，具备日资企业的制造基因，与国外大型车企建立了长期稳定的合作关系，包括长城、吉利、上汽通用五菱、北汽、江淮、江铃、一汽等。其中，长城配套的车型主要有 H6、M6、WEY 等。吉利主要配套的车型有帝豪 GS、帝豪 GL、博瑞等车型。

此外，华阳与新能源汽车新秀小鹏汽车建立了合作关系，为小鹏第一款新车型 G3 提供液晶显示屏和中控系统。小鹏 G3 在预计 2018 年第一季度上市，华阳供应 12.3 英寸的液晶仪表盘和 15.6 英寸的悬浮触



摸中控系统，每月 500 台。后续随着销量的提升，小鹏汽车有望成为华阳业绩贡献的主要客户。

图表23. 华阳集团汽车电子业务主要客户

业务类型	主要客户
前装业务	自主品牌汽车生产企业：长城汽车、吉利汽车、北汽银翔、一汽轿车、江淮集团等。
国内后装业务	直销和经销商：一汽大众销售公司、济南陆通汽车销售服务有限公司等
国外后装业务	汽车零部件厂商：Pioneer、Clarion、Blaupunkt

资料来源：招股说明书、广证恒生

2016 年华阳集团前五大客户销售收入分别为长城汽车 7.67 亿元，先锋集团 2.49 亿元，北汽银翔汽车 2.40 亿元，远景汽配 1.88 亿元，江铃集团 1.61 亿元，而索菱股份与路畅科技前五大客户销售收入均小于 1.4 亿元。

图表24. 对标公司前五大客户 2016 年销售金额（万元）

	华阳集团		路畅科技		索菱股份	
	客户名称	销售金额	客户名称	销售金额	客户名称	销售金额
1	长城汽车	76690	第 1 大客户	4053	第 1 大客户	13378
2	Pioneer	24937	第 2 大客户	3865	第 2 大客户	9406
3	北汽银翔汽车	23994	第 3 大客户	3798	第 3 大客户	9100
4	远景汽配	18849	第 4 大客户	2641	第 4 大客户	8224
5	江铃集团	16094	第 5 大客户	2310	第 5 大客户	6831
合计	前五大客户	160564	前五大客户	16668	前五大客户	46939

资料来源：各公司年报、广证恒生

## 2.4 拓展智能舱座产品线，液晶仪表盘有望率先爆发

随着互联网、人工智能等技术的成熟和应用，汽车电子呈现出向智能化、定制化发展的趋势，智能舱座就是汽车智能化落地的最佳载体。座舱智能化路径类似手机智能化，车载智能硬件不仅是数量的增加，单价的提升，同时将衍生出软件开发和服务市场。硬件层面，传统仪表向全液晶进化，大尺寸触摸中控替代传统中控，同时新增 HUD、车联网模块、副驾驶以及后排娱乐系统，预计舱座电子价值量至少增加一倍以上，由 2000 元左右升至 4000 元以上。软件层面，内容服务、车载信息服务、出行服务、网络安全、云存储和 UBI 等也将获得巨大的发展。

根据易车网数据，2016 年我国座舱电子中仅中控液晶屏渗透率较高，其他产品例如智能互联定位、HUD、全液晶仪表盘渗透率都不足 5%。随着汽车电子相关技术的成熟和产品价格的下降，智能舱座产品销量有望迎来爆发。液晶仪表盘是目前市场上接受度最高的智能驾驶产品，对于新能源汽车甚至是刚性的需求，必要的行驶信息如电压、电量和电池温度等信息需要精确显示。

公司将推出基于现有的车载电子产品，积极发展车载互联产品、空调控制系统产品、液晶显示屏、车载 HUD、车载摄像头及驾驶辅助产品。2017 年华阳高级辅助驾驶 L1/L2 级产品已经实现量产，包括 360 度全景环视，倒车辅助系统和流媒体后视镜，全年销售额约 9000 万左右。同时摄像头出货量大约 28 万件，按单价 95 元估算，大约可实现 2660 万销售额。

### ■ 液晶仪表盘

液晶仪表盘是目前车载电子市场最受欢迎的产品之一，整体外观高端大气和极具科技感。同时液晶显示屏在信息显示方面更具优势，可以集成转速、时速、水温、油量、档位、胎压、油耗等驾驶者经常关注的信息，同时根据需要还可以显示导航和多媒体功能。液晶仪表盘还可以根据驾驶者的喜好进行界面自定义，包括不同的显示风格、背景颜色。从长远来看，液晶仪表盘作为智能驾驶舱中重要的一环，接入车载交互系统后，将作为人车交互的重要载体，将承载人车对话、人脸登录、疲劳监测等更深层次的功能。

目前华阳已经依据市场的需求搭建了数字仪表同指针相结合的平台、7-8 寸中型尺寸屏纯数字仪表平台、单 12.3 寸大屏纯数字仪表平台、双 12.3 寸大屏纯数字仪表平台，这四个平台的产品已经开始承接前装项目，更大尺寸屏的数字仪表平台正在规划和预研之中。

图表25. 华阳液晶显示仪表盘



资料来源：华阳官网、广证恒生

图表26. 多功能显示液晶仪表盘



资料来源：网络公开资料、广证恒生

### ■ 胎压监测系统

胎压监测系统可分为两种：一种是间接式胎压监测系统，是通过轮胎的转速差来判断轮胎是否异常；另一种是直接式胎压监测系统，通过在轮胎里面加装四个胎压监测传感器，在汽车静止或者行驶过程中对轮胎气压和温度进行实时自动监测，并对轮胎高压、低压、高温进行及时报警，避免因轮胎故障引发的交通事故，以确保行车安全。

华阳胎压监测系统使用外置式传感器，易于安装，可靠性满足 SAE 的要求，无线型号传输稳定。正常情况下，传感器使用寿命大于 6 年或者超过 10 万公里。同时华阳掌握系统自动匹配技术，不需要借助辅助工具或复杂的人工操作实现。

图表27. 华阳胎压监控系统零部件



资料来源：招股说明书、广证恒生

图表28. 直接式胎压监测系统监测传感器



资料来源：桑莱士官网、广证恒生

### ■ 车载 HUD (Head Up Display)

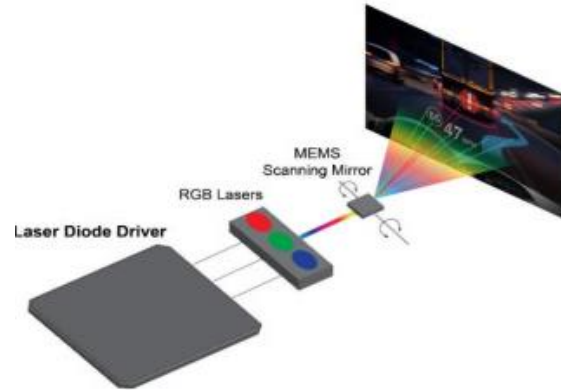
HUD，也叫抬头数字显示仪，可以通过光学与投影设计，使所有驾驶数据、智能手机接收的重要信息（来电、短信、微信、QQ 信息等）在前挡风玻璃上悬浮显示。用户还可根据个人使用习惯，选择“体感控制即手势识别”或“语音识别”或“定制方向盘按钮”三种方式进行人机智能交互，大幅提升驾驶安全系数。目前 HUD 的渗透率并不高，主要原因是有两方面，一方面是由于光线、挡风玻璃的弯曲程度、透光性等因素导致的眩晕问题，另一方面是 HUD 产品本身的散热问题。

图表29. HUD 显示成像效果

图表30. HUD 激光投射技术原理



资料来源：雷锋网、广证恒生



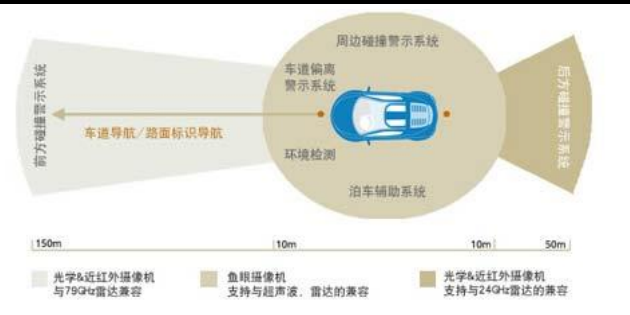
资料来源：雷锋网、广证恒生

### ■ 高级辅助驾驶系统

先进的驾驶系统 (Advanced Driver Assistance Systems) 即高级驾驶员辅助系统, 简称 ADAS, 是利用安装于车上各式各样的传感器, 在第一时间收集车内的环境数据, 进行静、动态物体的辨识、侦测与追踪等技术上的处理, 从而能够让驾驶者在最快的时间察觉可能发生的危险。

全球 ADAS 市场渗透率约为 5%。其中, 欧美地区的市场渗透率为 9.8%。我国由于低端车型销售比例较大, ADAS 的渗透率仅为 3% 左右, 处于较低水平。由于 ADAS 成本偏高, 其系统主要装配在豪华品牌汽车上, 整体市场渗透率普遍较低。随着汽车智能化趋势加速和安全需求的提升, 未来全球 ADAS 市场渗透率将大幅提高。据 PR Newswire 咨询公司测算, 到 2020 年, 全球 ADAS 渗透率将达 25%, 预计未来 3 年的复合增长率将达 19%, 全球新车 ADAS 搭载率有望达到 50%。我国 ADAS 市场渗透率将超过全球平均水平, 达到 30% 以上, 复合增速达到 39%。

图表31. 基于视觉传感器的汽车辅助驾驶解决方案



资料来源：东软集团官网、广证恒生

图表32. 特斯拉 Autopilot 自动辅助驾驶



资料来源：太平洋汽车网、广证恒生

## 3. 多项业务稳健发展, 未来有望贡献业绩弹性

### 3.1 精密电子部件回款较好, 属公司稳定现金流业务

华阳精密电子部件业务始于 1993 年, 主要集中在视盘机 (包括蓝光、DVD、VCD、CD 等设备) 相关零部件、如机芯、激光头和 FPC 的生产。近年来随着网络技术的普及和替代存储技术的发展, 视盘机市场规模出现缩减导致视盘机的相关上游产业也相应萎缩。

公司正在充分利用自身在电子制造领域的优势及经验向诸如智能手机、3G/4G 通讯产品等相关零部件的制造进行拓展。目前公司生产的通讯产品相关部件包括手机微型马达、手机无线充电设备及 3G/4G 通讯系统板的制造等。精密电子部件业务是公司的传统业务, 与主要的大客户合作多年。虽然毛利率较低, 约为 8% 左右, 但是回款情况非常好, 是公司的现金流业务。

图表33. 华阳车载机芯产品



资料来源：华阳官网、广证恒生

图表34. 华阳安卓智能微型投影仪



资料来源：华阳官网、广证恒生

### 3.2 精密压铸集中度有望提升，行业增长超过 10%

华阳精密压铸业务起步于 2003 年，目前拥有汽车关键部件、精密 3C 电子部件、精密激光头部件等较全面的产品线，凭借先进的精密模具技术、强大的 FA 技术实力，已成为精密压铸行业领先企业。

精密压铸是指将熔融合金在高压、高速条件下填充模具型腔，并冷却成型的铸造方法。对于发达国家而言，由于在装备和技术水平上的领先优势，压铸件一般以生产通讯、汽车、航空等高质量和高附加值的压铸件为主。

目前我国压铸件制造行业市场集中度较低，大多数企业产能规模均较小，只有少数企业具备新产品研发、新材料使用、精密压铸件制造、数控精加工等多个生产环节的整体制造能力，市场集中度有望提升。精密压铸市场空间非常大，根据中国铸造协会压铸分会统计，2016 年我国压铸件产量达到 310 万吨，复合增长约 10.38%，预计到 2021 年我国压铸件产量将达到 510 万吨。

图表35. 华阳汽车关键部件产品



资料来源：华阳官网、广证恒生

图表36. 华阳精密激光头部件



资料来源：华阳官网、广证恒生

### 3.3 LED 照明业务技术领先，直面千亿市场空间

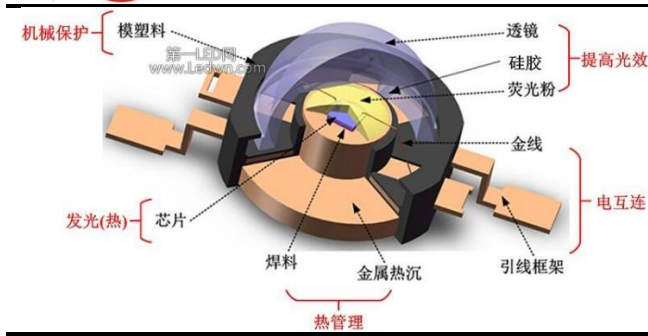
华阳 LED 照明业务始于 2008 年，目前已拥有 LED 封装、LED 电源、LED 照明灯具、LED 背光源等丰富的产品，通过与知名厂商建立战略合作伙伴关系，与知名院校建立产学研基地，对新技术、新领域进行持续不断的研究和探索，目前部分技术已领先国内同行。

从产业链角度看，LED 产业包括上游外延片、芯片制造，中游芯片封装以及下游的灯具制造等应用领域。华阳主要从事中游芯片封装以及下游灯具制造等相关业务，中游封装环节竞争激烈，利润率较低。下游灯具制造应用非常广泛，包括 LED 显示屏、LCD 背光源、景观照明、室内装饰、LED 路灯、LED 汽车车灯等。

2017 年受 LED 应用市场特别是 LED 照明市场回暖和利基市场强劲需求带动，预计 2017 年中国 LED 封装市场将达到 870 亿元，同比增长 16%。未来几年中国 LED 封装行业产值将维持 13%-15% 的增速，预计 2020 年中国 LED 封装规模将进一步增长至 1288 亿元人民币。

图表37. LED 封装结构示意图

图表38. 华阳 LED 封装产品



资料来源：第一LED网、广证恒生



资料来源：华阳官网、广证恒生

## 4. 盈利预测

根据对公司业务的分析及相应市场评估，我们对其 2017-2019 年的业务盈利状况进行了如下假设：

- 1) 受新车购置税优惠降低的影响，2017 年新车销量为 2888 万辆，增速由 2016 年的 15% 下降至 3%。
- 2) 汽车电子业务收入受到汽车销量的影响稍微下降，预测 2017-2019 年的增速分别为 8%、10% 和 12%。
- 3) 精密电子部件业务下滑得到减缓，预测 2017-2019 年的增速分别为 -10%、-5% 和 -1%。
- 4) 精密压铸业务发展势头良好，预测 2017-2019 年的增速分别为 20%、23% 和 25%。
- 5) LED 业务保持稳定增速，预测 2017-2019 年的增速分别为 5%、6% 和 7%。
- 6) 新增智能驾驶产品包括液晶显示屏、胎压监测、ADAS 等，预计 2017-2019 年该业务的增速分别为 10%、15% 和 20%。

图表39. 公司营业收入假设与预测

业务 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
汽车电子	收入	2700.25	2916.27	3207.90	3592.85
	同比增长	11.79%	8.00%	10.00%	12.00%
精密电子部件	收入	959.73	863.76	820.57	812.37
	同比增长	-15.53%	-10.00%	-5.00%	-1.00%
精密压铸	收入	270.81	324.97	399.72	499.65
	同比增长	26.81%	20.00%	23.00%	25.00%
LED 照明	收入	221.39	232.46	246.41	263.66
	同比增长	-10.07%	5.00%	6.00%	7.00%
其他	收入	94.71	104.18	119.81	143.77
	同比增长	6.60%	10.00%	15.00%	20.00%

数据来源：wind

**盈利预测与估值：**我们预测 2017-2019 年公司归母净利润分别为 3.20 亿元、3.69 亿元、4.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.68 元、0.78 元和 0.90 元，当前股价对应估值分别为 31 倍、27 倍、23 倍。考虑到公司 2018 年车载导航产品的增长和智能舱座产品的放量，我们给予公司 2018 年 30 倍估值，对应目标价位为 23.37 元/股，相对当前股价依然还有 12.42% 的上涨空间，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

## 5. 风险提示

新股波动交易性风险，汽车销售市场景气度低于预期，客户开拓低于预期。



## 附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3009	2324	2940	3181	<b>营业收入</b>	4247	4442	4794	5312
现金	460	505	518	494	营业成本	3236	3351	3589	3950
应收账款	1390	1116	1268	1493	营业税金及附加	36	36	39	43
其它应收款	48	50	54	60	营业费用	196	223	231	256
预付账款	18	19	22	23	管理费用	398	400	441	483
存货	525	0	399	399	财务费用	6	20	32	31
其他	568	634	678	712	资产减值损失	64	50	35	60
<b>非流动资产</b>	1095	1031	958	850	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	79	101	89	90	投资净收益	17	5	-1	7
固定资产	801	736	674	601	<b>营业利润</b>	329	367	427	496
无形资产	70	88	89	94	营业外收入	21	18	15	13
其他	145	105	105	65	营业外支出	10	14	15	16
<b>资产总计</b>	4104	3355	3897	4031	<b>利润总额</b>	339	371	427	493
<b>流动负债</b>	1648	1148	1674	1807	所得税	47	50	59	67
短期借款	10	465	433	460	<b>净利润</b>	292	321	368	425
应付账款	797	0	530	551	少数股东损益	-3	0	-0	-1
其他	842	683	710	797	<b>归属母公司净利润</b>	295	320	369	427
<b>非流动负债</b>	78	77	59	58	EBITDA	438	532	610	676
长期借款	0	0	-20	-20	EPS (摊薄)	0.62	0.68	0.78	0.90
其他	78	77	79	78					
<b>负债合计</b>	1727	1225	1733	1865	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	4	5	4	3	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	400	473	473	473	<b>成长能力</b>				
资本公积	8	-65	-65	-65	营业收入增长率	2.5%	4.6%	7.9%	10.8%
留存收益	2001	2231	2517	2849	营业利润增长率	73.3%	11.6%	16.4%	16.1%
归属母公司股东权益	2409	2639	2925	3257	归属于母公司净利润增长率	62.8%	8.6%	15.1%	15.7%
<b>负债和股东权益</b>	4104	3869	4661	5125	<b>获利能力</b>				
					毛利率	23.8%	24.5%	25.1%	25.6%
<b>现金流量表</b>					净利率	6.9%	7.2%	7.7%	8.0%
					ROE	12.9%	12.8%	13.2%	13.8%
<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROIC	10.7%	10.3%	11.3%	11.6%
<b>经营活动现金流</b>	326	-37	314	93	<b>偿债能力</b>				
净利润	292	320	369	427	资产负债率	42.1%	36.5%	44.5%	46.3%
折旧摊销	105	142	152	152	净负债比率	15.65%	52.35%	32.41%	34.03%
财务费用	6	20	32	31	流动比率	1.83	2.02	1.76	1.76
投资损失	-17	-5	1	-7	速动比率	1.51	2.02	1.52	1.54
营运资金变动	-145	-118	17	-177	<b>营运能力</b>				
其它	86	-395	-256	-334	总资产周转率	1.09	1.19	1.32	1.34
<b>投资活动现金流</b>	-117	-182	-106	-64	应收账款周转率	3.72	3.55	4.02	3.85
资本支出	-115	-40	-70	-28	应付账款周转率	4.85	8.41	13.54	7.31
长期投资	30	-24	11	1	<b>每股指标 (元)</b>				
其他	-33	-118	-47	-37	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.68	0.78	0.90
<b>筹资活动现金流</b>	-336	263	-195	-53	每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	-0.08	0.66	0.20
短期借款	-191	456	-32	27	每股净资产(最新摊薄)	6.02	5.58	6.18	6.88
长期借款	-250	0	-20	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	73	0	0	P/E	28.47	31.02	26.95	23.29
资本公积金增加	0	-73	0	0	P/B	3.49	3.76	3.40	3.05
其他	104	-193	-142	-80	EV/EBITDA	-0.42	18.93	16.35	14.91
<b>现金净增加额</b>	-127	45	14	-24					



### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。