

# 中小市值主题精选系列之云意电气深度报告

——云意电气（300304）：整流器龙头，业绩提速

2016年11月30日

强烈推荐/首次  
云意电气

## 报告摘要：

**国内整流器龙头，市场份额领先。**公司于2012年上市，主营产品为车用整流器和调节器，国内市场份额领先，拥有大量优质客户。

**战略定位清晰。**公司发展战略定位三个方向：整流器和调节器业务持续领先、智能电机控制由点切入打开千亿级市场空间、新能源电机控制迎接新能源车高速增长时代。

- ◆ LIN总线产品渗透率提升动力来自从高端车向中低端车普及，以及国内自主品牌车辆普及。公司海外客户也有望从AM售后市场进入OE新装市场。
- ◆ 公司前期定增项目2.3亿只大功率二极管产能即将达产，未来可对外实现对外规模销售，贡献业绩持续增长。
- ◆ 智能电机业务2016年小幅亏损，未来有望盈亏平衡。新能源电机控制系统产能预计2017年下半年达产。

**政策驱动 TPMS 市场加速扩展。**9月工信部发布了胎压监测的国家强制性标准，国内TPMS渗透率有较大提升空间。强制标准实施会存在一定过渡期，预计2017年后国内新车OE市场TPMS渗透率将显著提升。

- ◆ 公司从2012年投入TPMS研发，在直接式TPMS领域已有成熟产品，正在努力进入整车厂商供应商体系。公司TPMS产品有望受益行业爆发。
- 公司盈利预测及投资评级。**公司是国内整流器龙头，大功率二极管、智能电机控制、新能源电机控制和TPMS有望贡献新业绩增长点。
- ◆ 预计公司2016年-2018年归属于上市公司股东净利润分别为0.92亿元、1.31亿元和1.67亿元；每股收益分别为0.40元、0.57元和0.73元。给予公司6个月目标价54.15元，给予公司“强烈推荐”评级。

## 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	430.70	431.51	529.02	693.00	851.93
增长率(%)	-0.78%	0.19%	22.60%	30.99%	22.93%
净利润(百万元)	81.17	69.78	92.47	130.30	166.99
增长率(%)	-14.95%	-14.03%	32.51%	40.92%	28.15%
净资产收益率(%)	8.64%	7.20%	8.75%	11.79%	14.27%
每股收益(元)	0.41	0.35	0.40	0.57	0.73
PE	77.85	91.20	79.16	56.00	43.62
PB	6.71	6.50	6.93	6.60	6.22

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

徐昊

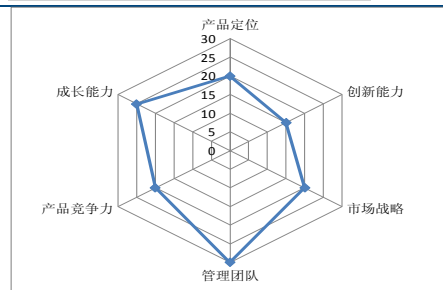
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148051407000

## 六位评价体系之服务业、制造业图



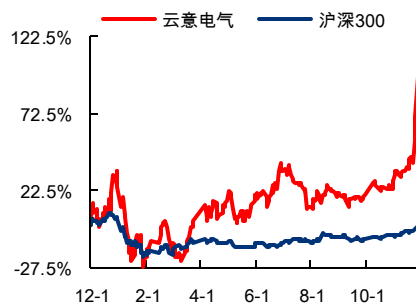
## 所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

东兴分类：

## 核心护城河、商业模式概括

## 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目 录

1. 整流器龙头，市场份额持续领先 .....	4
2. 三大业务空间大、收入增长加速 .....	6
2.1 传统业务持续稳定增长 .....	6
2.1.1 LIN 总线智能产品渗透率提升 .....	6
2.1.2 大功率二极管产能即将达产 .....	8
2.1.3 海外客户结构寻求突破 .....	8
2.2 智能电机和新能源电机控制前景看好 .....	9
3. 政策驱动 TPMS 渗透率加速提升 .....	11
4. 盈利预测及估值 .....	16
4.1 主营业务假设 .....	16
4.2 公司盈利预测 .....	17
4.3 公司估值和投资评级 .....	17
5. 风险提示 .....	18

## 表格目录

表 1:国内整流器和调节器 OE 市场规模测算 .....	7
表 2:国内整流器和调节器 AM 市场规模测算 .....	7
表 3:各国胎压监测系统政策比较 .....	11
表 4:上海大众车轿车系列装备胎压监测系统 .....	14
表 5:2014 年 5 月在售汽车产品按品牌地区 TPMS 统计表 .....	14
表 6:铁将军淘宝天猫淘宝旗舰店后装 TPMS 产品销售情况 .....	16
表 7:云意电气经营数据预测表 .....	16
表 8:云意电气业绩预测表 .....	17
表 9:可比上市公司估值表 .....	17
表 10: 公司盈利预测表 .....	19

## 插图目录

图 1:公司车用整流器和调节器产业链 .....	4
图 2:云意电气整流器国内外市场占有率 .....	4
图 3:云意电气调节器国内外市场占有率 .....	4
图 4:公司主要产品销售收入 .....	5
图 5:公司毛利率和净利率情况 .....	5
图 6:云意电气现有部分汽车整车厂商客户 .....	5
图 7:云意电气车用发电机整流器 .....	6
图 8:带有 LIN 总线的汽油车发电机 .....	6
图 9:台湾朋程近 5 年收入情况 .....	8
图 10:台湾朋程近 5 年毛利率和净利率情况 .....	8
图 11:云意电气内外销售结构 .....	9
图 12:云意电气内外销营业利润率 .....	9
图 13:全球电动车电机控制市场规模 .....	9
图 14:电动车制造成本结构 .....	9
图 15:智能感应雨刷原理 .....	10
图 16:云意电气清级 WB-11 雨刷产品 .....	10
图 17: 全球 OEM TPM 产量数据 .....	11
图 18:中国市场 TPMS 产品规模估算 .....	12
图 19:国内乘用车 TPMS 渗透率估计 .....	12
图 20:直接式 TPMS 系统构成图 .....	13
图 21:2013 年全球 TPMS 市场份额 .....	13
图 22:上海大众帕萨特的间接式胎压监测系统 .....	13
图 23:上海大众辉昂直接式胎压监测系统 .....	13
图 24:部分自主品牌 TPMS 渗透率 .....	15
图 25:上海保隆 TPMS 产品销量 .....	15
图 26:上海保隆 TPMS 产品销售价格和毛利率 .....	15

## 1. 整流器龙头，市场份额持续领先

云意电气的主营业务为车用整流器和调节器等汽车电子产品的研发、生产和销售，是国内领先的车用整流器和调节器生产厂商。公司是第一届“中国内燃机电机电器电子行业标准”起草单位之一、中国车用整流器、大功率二极管标准的参与制定者。

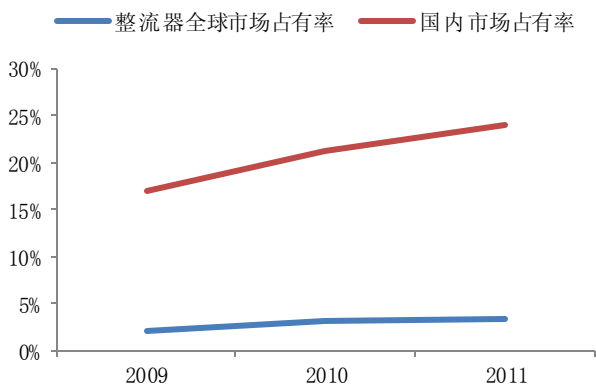
图 1:公司车用整流器和调节器产业链



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

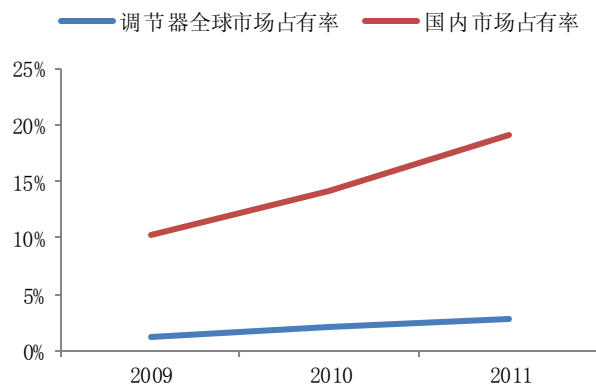
车用整流器的全球主要厂商有 BOSCH、NIPPON DENSO、VISTEON、HITACHI、云意电气、车王电子等。车用调节器全球主要厂商有：BOSCH、NIPPON DENSO、云意电气、车王电子等。

图 2:云意电气整流器国内外市场占有率



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

图 3:云意电气调节器国内外市场占有率

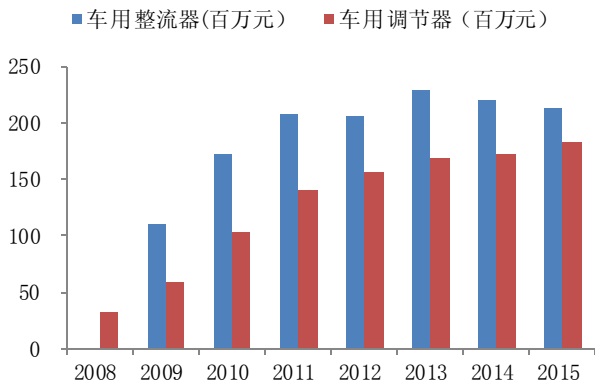


资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

2011 年公司车用整流器国内市场份额接近 25%，国际市场份额 3.41%，公司车用调节器国内市场份额 19.1%，国际市场份额接近 3%。公司于 2012 年完成 IPO，目前有整流器产能约 900 万只，调节器产能约 750 万只。公司近 3 年车用整流器和调节器年销量都维持在 600 万只以上，国内市场份额持续领先。

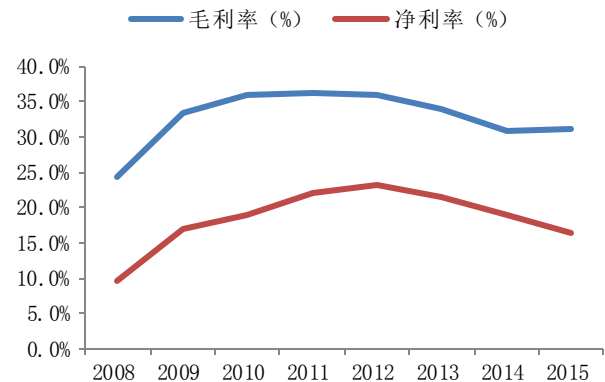
公司下游终端客户汽车行业公司，产业链终端客户有较强的产品定价权。但公司产品毛利率和销售净利率始终保持相对稳定，近 5 年公司销售整流器和调节器毛利率都维持在 30%以上，销售净利率也维持在 10%以上。

图 4:公司主要产品销售收入



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 5:公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司国内销售客户主要是汽车发电机生产制造商，公司与上汽集团、广汽集团、长安福特、北汽集团、奇瑞汽车、江淮汽车、吉利汽车等国内汽车行业领先厂商建立了稳定配套关系。海外市场方面与美国 REMY 和 BBB、俄罗斯 TADEM、巴西 IKRO 等下游客户合作。公司产品在国内市场主要针对 OE 新装市场，海外市场主要针对 AM 汽车后市场。

图 6:云意电气现有部分汽车整车厂商客户



资料来源：云意电气、东兴证券研究所

公司已经将未来发展战略定位三个方向：整流器和调节器业务持续领先、智能电机控制由点切入打开千亿级市场空间、新能源发动机电机控制迎接新能源车高速增长时代。

## 2. 三大业务空间大、收入增长加速

### 2.1 传统业务持续稳定增长

#### 2.1.1 LIN 总线智能产品渗透率提升

2004 年 10 月，国际整流器公司 (IR) 推出了本地互联网 (LIN Local Interconnect Network) 控制的交流发电机调节器，作为下一代汽车的标准配件。LIN 总线产品可以和车载 ECU 实现实时双向数据通讯，具备短路保护、故障报警、软启动、软加载和自启动功能，可以提高发动机燃烧效率和改进了燃油经济性。LIN 总线产品应用不仅可以实时监控、控制汽油车发动机状态，针对未来新能源汽车，LIN 总线产品还可以优化新能源汽车的充电系统性能。

图 7:云意电气车用发电机整流器



图 8:带有 LIN 总线的汽油车发电机





资料来源：云意电气，东兴证券研究所

资料来源：沙电电气，东兴证券研究所

OE 市场对车用整流器和调节器需求为新车产量，新车发动机配置一套整流器和调节器。我们预计 LIN 总线产品需求将在未来 5 年呈现加速增长趋势，产品市场渗透率也由目前 10% 提升至 20% 以上。LIN 产品渗透率的提升动力将主要来自从高端车向中低端车普及，以及国内自主品牌车辆普及。我们预计 2020 年整流器和调节器国内 OE 市场规模约 25 亿元。

**表 1:国内整流器和调节器 OE 市场规模测算**

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
国内新车产量（万辆）	2425	2619	2803	2971	3119
整流器和调节器后市场需求量（万套）	2425	2619	2803	2971	3119
LIN 总线产量渗透率	10%	12%	15%	19%	24%
LIN 总线产品需求量（万套）	243	314	420	564	749
传统产量需求量（万套）	2183	2305	2382	2406	2371
LIN 总线产量销售单价（元/套）	150	150	150	150	150
传统产量销售单价（元/套）	60	60	60	60	60
LIN 总线市场规模（亿元）	3.64	4.71	6.31	8.47	11.23
传统产品市场规模（亿元）	13.10	13.83	14.29	14.44	14.22
整流器调节器 OE 市场规模预计（亿元）	16.73	18.54	20.60	22.90	25.45

资料来源：东兴证券研究所

AM 市场年需求量我们按照汽车保有量的 12.5% 推算，即假设每 8 年发动机需要更换一次，假设其中 50% 的整流器和调节器可以继续使用，AM 市场需求量假设为整车保有量的 6.25%。预计 2020 年国内 AM 市场整流器和调节器市场规模约 12 亿元。

**表 2:国内整流器和调节器 AM 市场规模测算**

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
汽车保有量（万辆）	19327	20390	21308	22053	22715
整流器和调节器后市场需求量（万套）	1208	1274	1332	1378	1420
后市场预计销售价格（套/元）	85	85	85	85	85
后市场规模估算（亿元）	10.27	10.83	11.32	11.72	12.07

资料来源：东兴证券研究所

2015 年全年车用汽油机累计出口 329 万台，保守按 2016 年至 2020 年 1.5% 的年复合增长率假设，到 2020 年车用汽油机出口量预计可以达到 355 万台，整流器和调节器需求量 354 万套，按 60 元/套价格计算，出口市场规模约 2 亿元。保守预计 2020 年汽油车用整流器和调节器市场规模有 40 亿元。

公司拥有 LIN 总线智能电源控制器研发和生产能力，产品已经对国内客户供货，目前 LIN 总线产品销量占比 10%。随着 LIN 总线产品在全行业渗透率的提升，我们认为云

意电气作为国内行业龙头，LIN 总线产品销售占比将远高于行业渗透率水平。

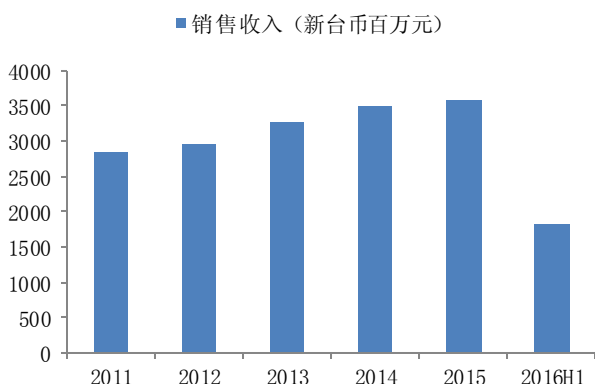
### 2.1.2 大功率二极管产能即将达产

大功率车用二极管是车用整流器的核心零部件。每个车用整流器需要装配 9 个大功率二极管，预计未来 5 年，全球 OE 市场大功率二极管年需求量在 7.5 亿只，AM 售后市场年需求量约 13 亿只，全球合计需求量达 20 亿只。

国内大功率二极管市场几乎被德国博世（BOSCH）、台湾朋程（Actron）和日本电装（Denso）等三大家所垄断。国内大部分中小规模车用整流器厂商没有大功率车用二极管生产能力。公司掌握车用大功率二极管的核心技术，现有大功率二极管产能可满足自身需求。从市场角度看，公司大功率二极管产品具有显著性价比优势，进口替代空间巨大。

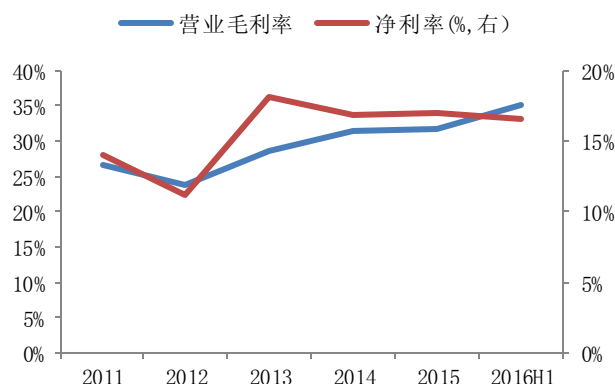
2010 年末公司大功率二极管产能约 5000 万只，IPO 募集资金投建二极管产能约 12000 万只。公司在 2015 年用募集资金投资 3.5 亿元，再次用于大功率二极管产能的扩张。公司扩建产能达产后，大功率二极管年产量可达到 2.3 亿只，按照目前公司整流器产能自用大功率二极管量约 9000 万只，预计公司未来大功率二极管有实现望对外大规模销售。

图 9:台湾朋程近 5 年收入情况



资料来源：台湾朋程、东兴证券研究所

图 10:台湾朋程近 5 年毛利率和净利率情况



资料来源：台湾朋程、东兴证券研究所

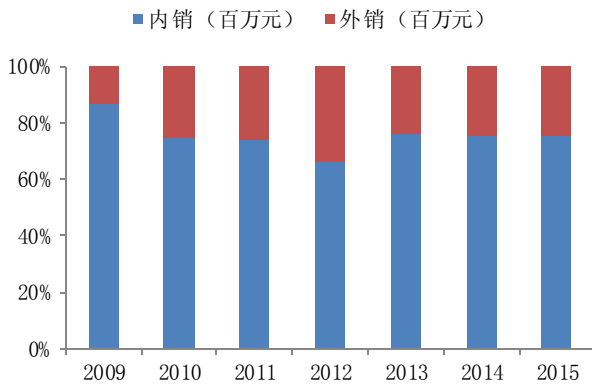
参考大功率二极管龙头企业台湾朋程的盈利状况，朋程近 5 年来销售综合毛利率维持在 30%左右，净利率维持在 16%左右。我们认为随着公司大功率二极管对外销售逐步提升，大功率二极管对外销售规模效应体现，盈利水平有望接近台湾朋程。

假设公司对外销售大功率二极管价格 2.4 元/只，对外销量达到 1.4 亿只，对外销售额可以达 3.36 亿元，按照台湾朋程 16%的平均净利率测算，可以增厚公司净利润约 5400 万元。

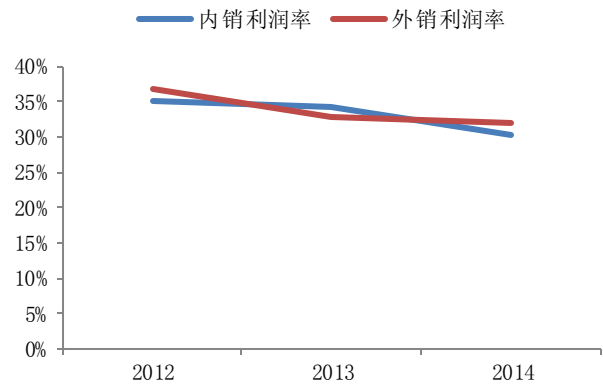
### 2.1.3 海外客户结构寻求突破



公司 2013 年至 2015 年的海外销售占比都在 30% 以上, 从盈利水平看海外销售盈利和国内销售基本相同。公司目前海外销售客户主要是美国的 REMY、BBB 和俄罗斯 TADEM、等国际知名汽车零部件厂商, 公司海外客户主要是发电机厂商配套供应商, 但海外客户终端销售多在 AM 售后市场。

**图 11: 云意电气内外销售结构**


资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**图 12: 云意电气内外销营业利润率**


资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

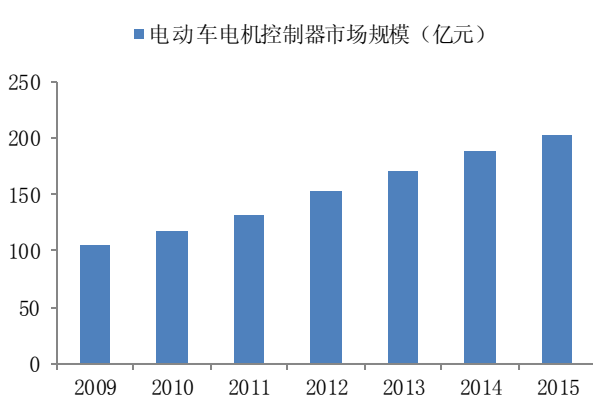
公司海外产品销售均价虽然高于国内销售均价, 但因为订单量小, 总体盈利水平基本和国内市场利润率水平接近。公司在维护海外现有客户的基础上, 寻求新的增长点。我们认为公司未来有望进入海外汽车整车厂商 OE 市场的供应商序列。欧美品牌和日本品牌供应商系统相对难度高, 韩系品牌可能是公司 OE 市场突破口。

## 2.2 智能电机和新能源电机控制前景看好

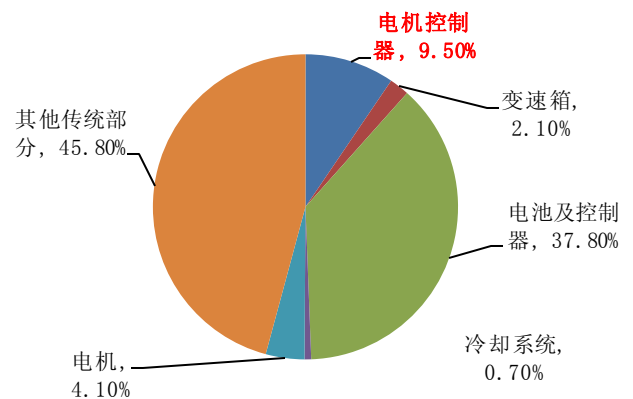
公司 2015 年定增募集资金 12000 万元投入新能源车用电机及控制系统产能建设, 可以形成年产 3.6 万套新能源车用电机及控制系统。据中国汽车工业协会数据统计, 2015 年新能源汽车产量达 34 万辆, 销量 33 万辆, 同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。新能源乘用车中, 纯电动乘用车产销量分别完成 15.2 万辆和 14.7 万辆, 同比增长分别增长 2.8 倍和 3 倍。

国内新能源汽车还处在高速增长期, 新能源车的电机控制器市场规模也将持续增长。目前新能源乘用车电机控制器价格在 0.6-1.5 万元区间, 新能源商用车的电机控制器价格在 3-5 万元区间。预计到 2020 年国内新能源电机控制器市场规模将超过 150 亿元。

**图 13: 全球电动车电机控制市场规模**
**图 14: 电动车制造成本结构**



资料来源：智研数据、东兴证券研究所

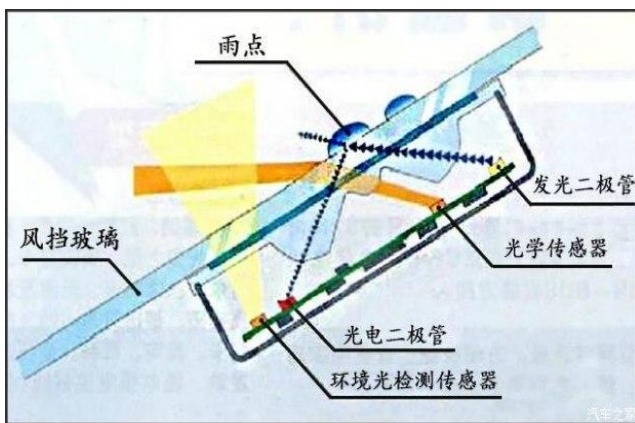


资料来源：Argonne National、东兴证券研究所

公司新能源电机产品潜在客户有江淮汽车和北汽集团，这两个自主品牌的电动新能源车都处在自主品牌销量较为靠前位置，公司正在努力进入两家公司电动新能源车的供应商序列。预计 2017 年下半年苏州新能源电机控制产能达产，可以产生销售收入。

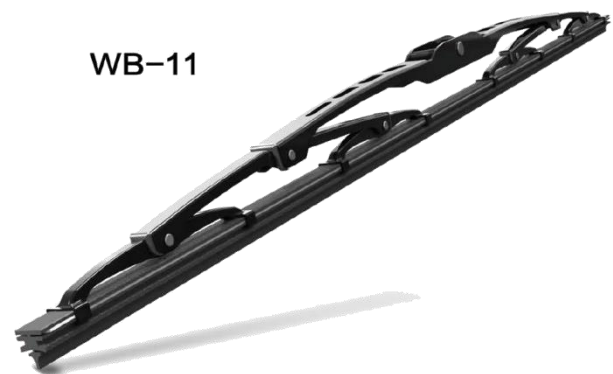
车载智能电机潜在市场规模可达 2000 亿，公司从智能雨刷作为切入点，拥有生产全套智能雨刷产品的能力。目前智能雨刷产品还处在雨刷和连杆单独销售的阶段，未来有望实现整套智能雨刷销售。

图 15:智能感应雨刷原理



资料来源：汽车之家、东兴证券研究所

图 16:云意电气清级 WB-11 雨刷产品



资料来源：云意电气、东兴证券研究所

智能雨刷产品大多是和光线感应器结合，安置在汽车风挡中部顶端。主流智能驾驶通过摄像头采集前部道路数据，前置摄像头大多也安置在雨水光线感应器同一区域。随着无人驾驶技术的普及，对数据精准度要求提升，使得对雨刷的清洁效率和效果要求更高：

- ◆ 雨刷持续工作，来回刮水，不能影响前置摄像头数据采集效率

- ◆ 雨刷刮水后，玻璃上需要清洁无水残留，才不会影响数据准确

无人驾驶普及或将驱动传统雨刷向效率更高效果更好的智能雨刷升级，我们认为公司目前在智能雨刷领域的布局有更长远的战略视角。从目前国内智能雨刷行业看，博世、法雷奥等国际品牌处于市场份额领先地位，国内智能雨刷增长短期动力将来自国内产品的进口替代。公司智能雨刷业务 2016 年预计仍有亏损，短期目标是实现盈亏平衡。

### 3. 政策驱动 TPMS 渗透率加速提升

9 月 28 日，工信部发布了《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》(GB26149) 的国家强制性标准，相比 2011 年发布的 TPMS 推荐标准，GB26149 标准的变化是：

- ◆ 标准性质发生重大变化，由原来的推荐性国家标准变为强制性国家标准
- ◆ 定义的轮胎气压监测系统范围发生重大变化，新标准不限定具体技术形式
- ◆ 适用标准范围从原来的适用于 M 类和 N 类车，变更为适用于 M1 类车辆（M1 类车：至少有四个车辆，包括驾驶员在内，座位数不超过九座的载客车辆）

轮胎压力监测系统(Tire Pressure Monitoring System, TPMS)，是通过汽车轮胎内传感器采集汽车轮胎运行相关压力、温度或者转速等数据，将数据传输至驾驶舱内，在轮胎出现异常情况时，警告驾驶员的主动安全系统。

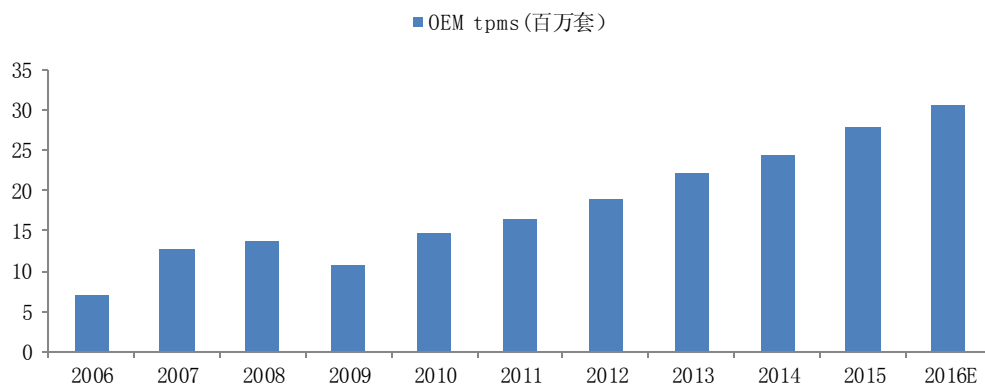
表 3:各国胎压监测系统政策比较

国家和地区	美国	欧盟	中国
法律名称	tread act	Unece 64	强制标准
政策目的	安全	环保	安全
胎压警示标准	比标准流失 25%	比标准流失 20%	比标准流失 25%
响应时间	20 分钟	10 分钟	单个轮胎: 10 分钟 多个轮胎: 15 分钟 故障报警: 10 分钟

资料来源：东兴证券研究所

欧美国家对 TPMS 也已经开始实施强制安装。美国联邦法规 FMVSS 138，要求当轮胎气压低于规定气压值时，TPMS 应该在 20 分钟内发布视觉警报信号。法案要求 2007 年 9 月后美国销售的质量不超过 4536 公斤的四轮乘用车合商用车均要装载 TPMS 系统。2013 年全球 TPMS 需求量达 2939 万套，装配率 33.7%，年均增速 15% 左右。

图 17: 全球 OEM TPM 产量数据

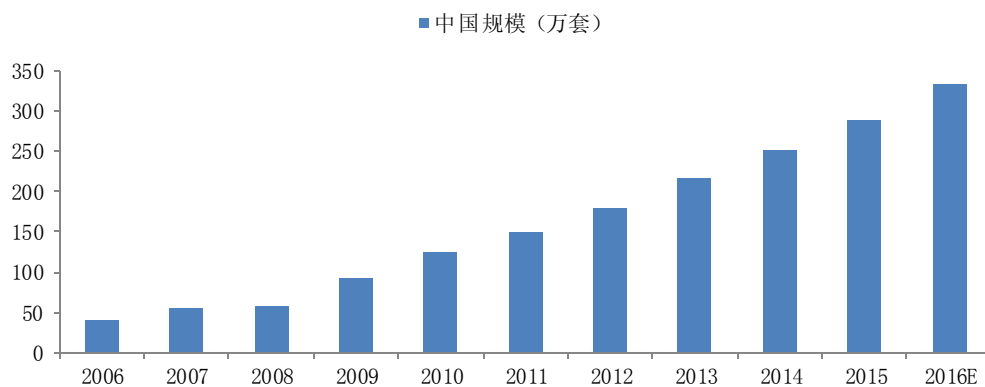


资料来源：佐思汽研、东兴证券研究所

注：2014年至2016年为估计数据

中国市场 2011 年 TPMS 的 OE 市场前装量约为 100 多万套，2013 年增加到 247 万套，增速远高于全球市场。2015 年中国市场 TPMS 产量估计在 289 万套，预计 2016 年中国市场 TPMS 产品规模在 330 万套。

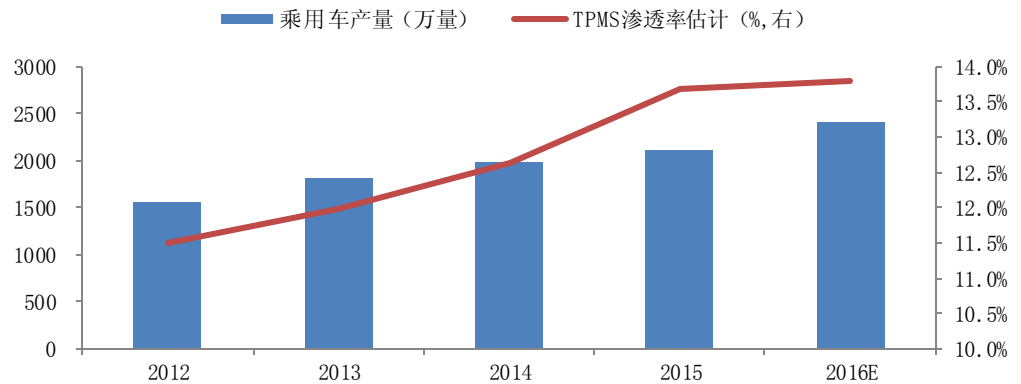
图 18: 中国市场 TPMS 产品规模估算



资料来源：佐思汽研、东兴证券研究所

按照近几年中国乘用车产量数据估算，国内 TPMS 产品在 OE 新车市场的渗透率在 2012 年时仅为 11.5%，2015 年渗透率为 13.7%，预计 2016 年渗透率为 13.8%。相比海外市场 TPMS 在 OE 新车市场渗透率还不高。考虑 GB26149 强制标准实施会存在一定过渡期，预计 2017 年后国内新车市场 TPMS 渗透率将显著提升。

图 19: 国内乘用车 TPMS 渗透率估计

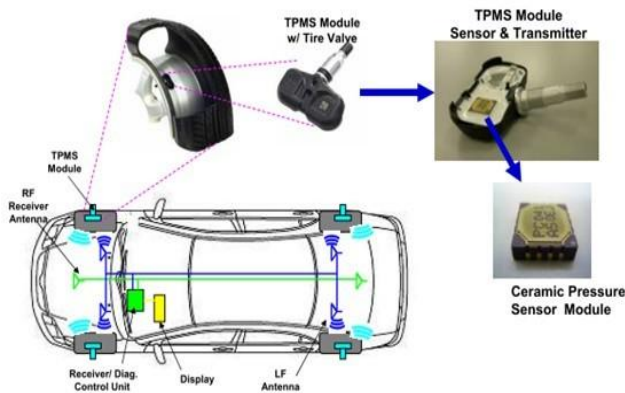


资料来源：中汽协、东兴证券研究所

TPMS 分为两种类型，一种是 WSB TPMS 间接式 TPMS。这种系统是通过汽车 ABS 系统的轮速传感器来比较各个轮胎之间的转速差，以达到检测胎压的目的。这种系统的缺点是无法对两个以上轮胎同时缺气做出判断，并且速度超过 100 公里/小时难以判断。

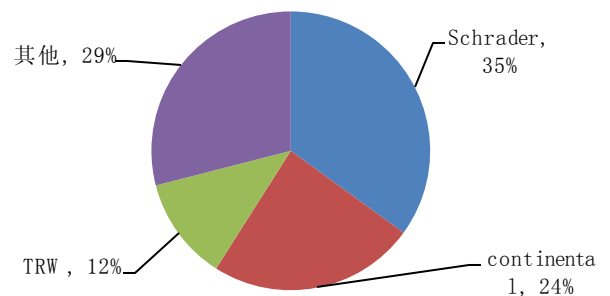
另一种是 PSB TPMS，直接式 TPMS。这种系统是利用安装在轮胎气门嘴的压力传感器来直接测量轮胎的压力，来对压力进行监测，当轮胎失压时可以自动报警。相比间接式 TPMS，直接式 TPMS 可以实时监控胎压数据，提示胎压下降更为灵敏。

图 20: 直接式 TPMS 系统构成图



资料来源：利尔达科技、东兴证券研究所

图 21: 2013 年全球 TPMS 市场份额



资料来源：佳思汽研、东兴证券研究所

按照 GB26149 强制标准，直接式和间接式胎压监测系统均符合标准要求。直接式胎压监测相比间接式虽然成本高，但相对技术难度低。间接式胎压监测系统对算法要求较高，间接式相比直接式缺陷在于无法实时传输胎压数据。

图 22: 上海大众帕萨特的间接式胎压监测系统

图 23: 上海大众辉昂直接式胎压监测系统





资料来源：上海大众、东兴证券研究所



资料来源：上海大众、东兴证券研究所

上海大众的低车型仅在顶配车型上装载间接式胎压监测系统。对于凌度、全新朗逸、帕萨特这样主力销售车型全系标配了间接式胎压监测系统。新上市辉昂作为上海大众轿车旗舰车型则在中高配车型上装配了直接式胎压监测系统。

表 4:上海大众车轿车系列装备胎压监测系统

车型	辉昂	帕萨特	全新朗逸	朗逸经典款	凌度	桑塔纳
销售起价（万元）	34.9	18.39	10.99	11.29	14.59	8.49
车型级别	C级	B级	A级	A级	A级	A级
配置情况	最低配无	全系标配	全系标配	12.59万以上车型	全系标配	顶配有
TPMS 主动胎压监测（直接式）	✓					
智能胎压监测系统（间接式）		✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：上海大众、东兴证券研究所

从上海大众的配置来看，整车厂商将直接式胎压系统视为更高级的配置。从前装成本来看，直接式胎压监测系统也要高于间接式。我们认为未来直接式胎压监测设备渗透率将会高于间接式胎压监测系统：

- ◆ 中控大屏幕车辆信息显示系统的普及使得直接式胎压监测系统更容易实现
- ◆ 近几年直接式胎压监测系统采购成本相比之前已经出现显著下降
- ◆ 自主品牌车型，更高级配置是主要卖点

表 5:2014 年 5 月在售汽车产品按品牌地区 TPMS 统计表

品牌地区	款式	标配 TPMS 数量	渗透率
欧系品牌	1466	930	63%
美系品牌	351	148	42%
日系品牌	738	130	18%
韩系品牌	366	70	19%

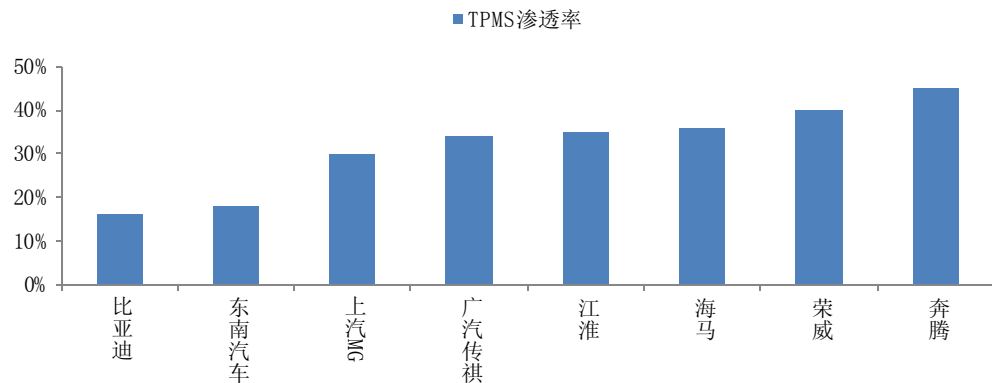


自主品牌	1960	289	15%
------	------	-----	-----

资料来源：佐思汽研、东兴证券研究所

TPMS 最初是作为高端车型的豪华配置进入中国汽车市场，目前已经从高端车型向中低端车型渗透，从合资汽车品牌向自主品牌渗透。2015 年，中国品牌乘用车共销售 873.76 万辆，同比增长 15.27%，占乘用车销售总量的 41.32%，占有率比上年同期提升 2.86 个百分点。但自主品牌目前相比合资品牌，TPMS 的渗透率偏低，未来强制标准的执行自主品牌车型 TPMS 增长将是主要驱动力。

图 24:部分自主品牌 TPMS 渗透率



资料来源：佐思汽研、东兴证券研究所

注：统计时间2014年5月

上海保隆是国内 TPMS 龙头公司之一，公司 2014 年 TPMS 发射器产能 135 万支，销量 108 万只，公司规划 TPMS 发射器 OEM 产品 2016 年预计超过 300 万支，2018 年预计达到 442 万支。上海保隆 TPMS 业务毛利 2012 年至 2014 年维持在 30%以上，相对稳定。

图 25:上海保隆 TPMS 产品销量

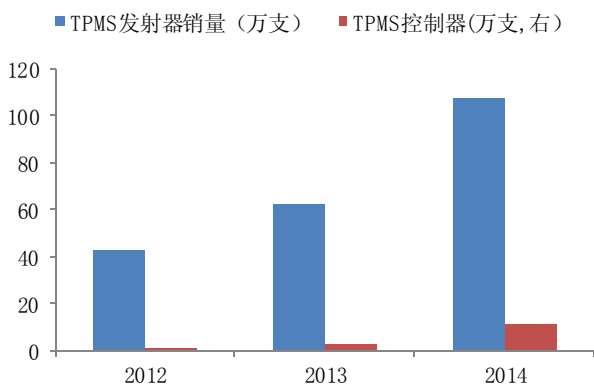
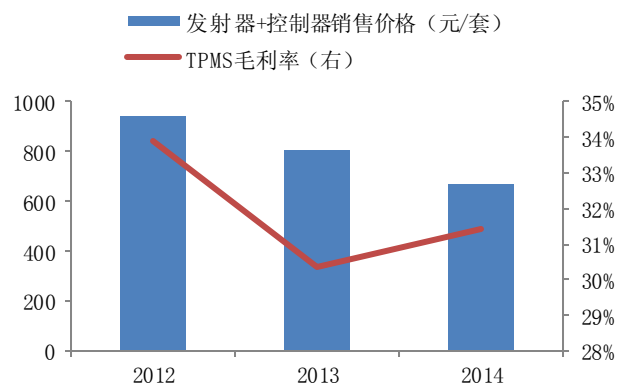


图 26:上海保隆 TPMS 产品销售价格和毛利率



资料来源：上海保隆，东兴证券研究所

资料来源：上海保隆，东兴证券研究所

除了前装 OE 市场外，AM 汽车后市场，胎压监测系统也有望放量。云意电气从 2012 年开始投入 TPMS 产品的研发，产品已经成熟。目前公司 TPMS 产品正在努力争取进入整车厂供应链系统，自主品牌厂商将是公司 TPMS 产品的突破口。

表 6:铁将军淘宝天猫淘宝旗舰店后装 TPMS 产品销售情况

产品系列	手持式	四轮胎压监测	点烟式四轮同显	太阳能充电胎压监测
价格（元/套）	168	399	669	998
淘宝旗舰店总销量	5471	27692	4876	8172

资料来源：铁将军，东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 主营业务假设

公司 2015 年整流器销量 643.97 万只，同比下降 6.14%，销量下降原因是汽车行业增长放缓。2016 年前三季度国产汽车市场销售回暖，2016 年 1 前三季度国内汽车行业收入同比增长 13.6%，预计 2016 年整流器和调节器销量增长。

考虑公司在国内整流器市场龙头地位，假设公司 2016 年至 2018 年整流器销量增速分别为 15%、14%、13%，假设车用调节器 2016 年至 2018 年销售增速分别为 14%、12%、11%。LIN 总线产品占比提升将驱动整流器和调节器销售毛利率的提升，假设未来 3 年整流器和调节器业务毛利率保持小幅增长。

预计 2017 年大功率二极管可开始大规模对外销售，销售收入将快速增长。假设公司 2017 年至 2019 年，大功率二极管对外销量分别为 5800 万只、9800 万只和 1.36 亿只。台湾朋程大功率二极管销售毛利率在 30%以上，假设公司对外销售大功率二极管未来 3 年销售毛利率分别为 25%、29%和 30.5%。

公司新业务 TPMS 胎压监测系统和新能源电机控制系统目前还未正式对外销售，暂时不做假设。雨刷业务目前处在小幅亏损阶段，预计 2017 年亏损幅度会缩小，2018 年有望盈亏平衡。

表 7:云意电气经营数据预测表

项目	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
车用整流器销售收入（百万元）	244.68	278.90	314.22	348.95	385.76
收入增速（%）	15%	14%	13%	11%	11%
毛利率（%）	33.09%	33.56%	34.01%	33.82%	33.62%
车用调节器销售收入（百万元）	208.51	234.24	260.08	286.42	316.87
收入增速（%）	14%	12%	11%	10%	11%

毛利率（%）	33.56%	33.96%	34.35%	34.74%	35.14%
大功率二极管销售收入（百万元）	39.60	140.40	235.20	326.40	424.80
收入增速（%）		254.55%	67.52%	38.78%	30.15%
毛利率（%）	25.00%	29.00%	30.50%	31.00%	31.00%
营业收入（百万元）	529.02	693.00	851.93	1007.22	1176.11
营业成本（百万元）	362.04	472.30	576.07	679.54	793.27
营业毛利率（%）	31.56%	31.85%	32.38%	32.53%	32.55%

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 4.2 公司盈利预测

考虑公司大功率二极管未来产能释放将带来收入快速增长，预计公司 2016 年至 2018 年销售收入分别为 5.29 亿、6.93 亿和 8.52 亿，归属公司股东净利润分别为 9247 万元、1.3 亿元和 1.67 亿元，分别同比增长 32.5%、40.9%和 28.2%，对应 EPS 分别为 0.40 元、0.57 元和 0.73 元。

表 8:云意电气业绩预测表

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	430.70	431.51	529.02	693.00	851.93
增长率（%）	-0.78%	0.19%	22.60%	30.99%	22.93%
净利润（百万元）	81.17	69.78	92.47	130.30	166.99
增长率（%）	-14.95%	-14.03%	32.51%	40.92%	28.15%
净资产收益率（%）	8.64%	7.20%	8.75%	11.79%	14.27%
每股收益(元)	0.41	0.35	0.40	0.57	0.73

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 4.3 公司估值和投资评级

我们选择汽车行业相关上市公司作为可比公司，可比公司 2016 年至 2018 年平均 PE 估值分别为 97.7 倍、54.9 倍和 36.3 倍，行业整体估值水平较高。公司在整流器调节器行业龙头公司地位，未来智能驾驶、新能源车等行业增长方向公司也将分享成长，给予公司 2017 年目标 PE 估值 95 倍，对应未来 6 个月目标价 54.15 元，给予公司“强烈推荐”评级。

表 9:可比上市公司估值表

年份	EPS			PE			PB
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
得润电子	0.25	0.46	0.77	115.93	62.82	37.21	10.15

中鼎股份	0.83	1.07	1.30	31.30	24.26	19.89	7.59
万安科技	0.25	0.33	0.44	90.51	69.14	52.24	13.15
亚太股份	0.24	0.31	0.42	67.61	52.63	39.31	5.96
金固股份	0.09	0.26	0.53	182.93	65.86	32.76	9.24
平均	0.33	0.49	0.69	97.66	54.94	36.28	9.22

资料来源：东兴证券研究所

## 5. 风险提示

- ◆ 下游汽车行业未来增长放缓的风险
- ◆ 产品结构升级低于预期的风险
- ◆ 大功率二极管销售增长低于预期的风险
- ◆ 海外市场销售汇兑损失的风险

**表 10: 公司盈利预测表**

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	864	833	691	808	893	<b>营业收入</b>	431	432	529	693	852
货币资金	270	491	290	287	256	<b>营业成本</b>	298	298	362	472	576
应收账款	124	132	159	209	257	营业税金及附加	2	4	4	6	7
其他应收款	1	1	1	2	2	营业费用	11	11	11	15	18
预付款项	6	12	15	20	26	管理费用	49	54	60	66	73
存货	125	110	119	155	189	财务费用	-10	-13	-4	-3	0
其他流动资产	253	12	12	12	12	资产减值损失	3.96	16.87	3.70	3.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	342	419	661	668	832	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	10.83	10.08	10.00	10.00	10.00
固定资产	206.47	344.71	382.87	379.81	375.03	<b>营业利润</b>	88	72	101	144	186
无形资产	11	11	10	9	8	营业外收入	5.58	7.38	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	6	6	0	0	0	营业外支出	0.00	0.09	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	1206	1252	1352	1476	1725	<b>利润总额</b>	93	79	104	147	189
<b>流动负债合计</b>	141	149	184	255	437	所得税	12	9	12	17	22
短期借款	0	0	0	0	106	<b>净利润</b>	81	70	92	130	167
应付账款	76	90	99	129	158	少数股东损益	-1	-1	1	1	1
预收款项	3	2	23	51	85	归属母公司净利润	82	71	91	129	166
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	106	92	137	184	230
<b>非流动负债合计</b>	23	32	32	32	32	<b>EPS (元)</b>	0.41	0.35	0.40	0.57	0.73
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	164	181	216	288	469	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	91	90	91	92	93	营业收入增长	-0.78%	0.19%	22.60%	30.99%	22.93%
实收资本(或股	200	200	227	227	227	营业利润增长	-15.82%	-18.40%	41.71%	42.13%	28.74%
资本公积	448	448	448	448	448	归属于母公司净利	29.42%	41.36%	29.42%	41.36%	28.37%
未分配利润	265	288	302	321	346	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	951	982	1045	1097	1163	毛利率(%)	30.77%	31.04%	31.56%	31.85%	32.38%
<b>负债和所有者权</b>	1206	1252	1352	1476	1725	净利率(%)	18.85%	16.17%	17.48%	18.80%	19.60%
<b>现金流量表</b>			单位:百万元			总资产净利润(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	66	103	97	138	186	<b>偿债能力</b>					
净利润	81	70	92	130	167	资产负债率(%)	14%	14%	16%	19%	\
折旧摊销	29.01	33.21	0.00	41.31	43.03	流动比率	6.12	5.60	3.76	3.16	2.04
财务费用	-10	-13	-4	-3	0	速动比率	5.23	4.86	3.11	2.56	1.61
应收账款减少	0	0	-28	-49	-48	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	21	28	34	总资产周转率	0.37	0.35	0.41	0.49	0.53
<b>投资活动现金流</b>	-218	169	-274	-66	-223	应收账款周转率	4	3	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.47	5.21	5.59	6.06	5.93
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	11	10	10	10	10	每股收益(最新摊	0.41	0.35	0.40	0.57	0.73
<b>筹资活动现金流</b>	-2	-40	-24	-75	6	每股净现金流(最新	-0.77	1.16	-0.89	-0.01	-0.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.76	4.91	4.61	4.84	5.13
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	100	0	27	0	0	P/E	77.85	91.20	79.16	56.00	43.62
资本公积增加	-99	0	0	0	0	P/B	6.71	6.50	6.93	6.60	6.22
<b>现金净增加额</b>	-153	232	-201	-3	-31	EV/EBITDA	57.52	64.04	50.89	37.86	30.82

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。