

投资评级 **买入** 维持

汽车电子新军，业绩拐点确立

股票数据

6个月内目标价(元)	30.90
02月28日收盘价(元)	21.84
52周股价波动(元)	19.03-35.35
总股本/流通A股(百万股)	451/403
总市值/流通市值(百万元)	9839/8796

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	115.5	235.1	38.9
市净率	5.8	6.0	5.0
市销率	3.2	2.1	1.6
EV/EBITDA	36.9	85.6	24.6
分红率(%)	4.23	0.00	0.00

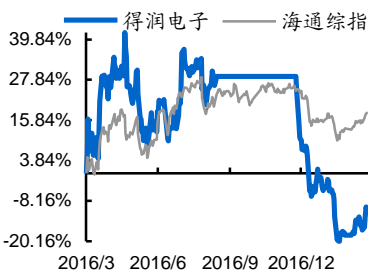
相关研究

《OBC 将配套南北大众，争做全球龙头》
2017.02.08

《收购柳州双飞 60%股权，显著增厚业绩》
2016.11.14

《汽车电子经营持续向好》2016.08.01

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.9	-8.4	-23.8
相对涨幅(%)	6.0	-12.9	-21.5

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **汽车电子板块厚积薄发。**公司 2012 年开始汽车产业海外并购、技术资本引进工作，集中于汽车线束、新能源汽车车载充电系统、车联网等领域，2016 年完成业务布局和前期研发储备，我们估计 2017 年产品开发订单相继落地，营收、业绩开始扩张，将迎三年高速增长期。
- **汽车线束：收购、合资拓展版图。**公司拟收购柳州双飞 60% 股权，扩张自主汽车线束业务，柳州双飞是上汽通用五菱核心供应商，盈利能力出众，交易完成后将显著增厚业绩。合资公司科世得润 16 年投产长春工厂，目前为一汽大众高尔夫 A7、奥迪 A3、A4L 供应汽车线束，到 2018 年天津工厂将投产，配套车型数量不断增加，经营业绩将快速增长。
- **车载充电机：Meta 争做全球龙头。**车载充电机(OBC)是电动汽车核心零部件，单车价值高，Meta 技术优势突出，相继获得宝马 i3、PSA 全球新能源平台、上汽、东风、以及南北大众 OBC 订单，我们认为未来有望成为全球龙头。我们预计 2018 年订单开始集中交付，到 2020 年出货量有望超过 60 万套，全球市场份额 10%。
- **Type C 连接器：全球加速渗透。**Type-C 接口拥有多项技术优势，在智能手机、平板电脑、笔记本中快速普及，华为、联想、乐视、苹果等全球消费电子厂商积极推广，我们预计到 2020 年 Type-C 市场空间 669 亿元，复合增速超过 62%。得润电子作为国内主要供货商，未来有望参与全球竞争，打开更大市场空间。
- **盈利预测与投资建议。**车载充电机(OBC)、汽车线束业务具备全球竞争力，前期研发投入斩获订单，现即将进入业绩释放期。定增价格 28.88 元，当前股价倒挂 24.4%，安全边际突出。假设柳州双飞于 2017 年 7 月 1 日并表，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.09 元、0.56 元、1.03 元，给予 2018 年动态 PE 30 倍，目标价为 30.9 元，给予“买入”评级。
- **风险提示。**1、系统性风险，2、项目进度不达预期。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2634.87	3037.79	4589.59	6060.00	8680.00
(+/-)YoY(%)	27.29%	15.29%	51.08%	32.04%	43.23%
净利润(百万元)	98.61	85.18	41.86	272.57	500.00
(+/-)YoY(%)	-19.65%	-13.62%	-50.86%	551.16%	83.44%
全面摊薄 EPS(元)	0.22	0.19	0.09	0.56	1.03
毛利率(%)	18.98%	17.99%	17.50%	19.00%	19.70%
净资产收益率(%)	7.42%	5.01%	2.53%	13.91%	20.33%

资料来源：公司年报(2014-2015)、海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:邓学

Tel:(0755)23963569

Email:dx9618@htsec.com

证书:S0850514050002

联系人:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

联系人:谢亚彤

Tel:(021)23154145

Email:xyt10421@htsec.com

联系人:杜威

Tel:0755-82900463

Email:dw11213@htsec.com

www.jztzw.net

目 录

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

1. 得润电子：汽车电子新军，业绩拐点确立.....	6
2. 汽车电子厚积薄发.....	7
2.1 汽车线束：收购、合资拓展版图.....	7
2.2 车载充电机：Meta 争做全球龙头.....	10
3. Type-C 全球快速渗透.....	13
4. 盈利预测与投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16
财务报表分析和预测.....	17

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图目录

图 1	得润电子股权结构.....	6
图 2	得润电子发展历程.....	6
图 3	得润电子主要业务产品	7
图 4	汽车线束及连接器系统	7
图 5	公司汽车线束业务布局及主要客户	8
图 6	柳州双飞产品在整车上的应用	9
图 7	柳州双飞产能（万台套）	9
图 8	2014~2015 年柳州双飞营业收入及净利润（亿元）	9
图 9	2017~2019 年柳州双飞业绩承诺（亿元）	9
图 10	科世得润经营情况预测（亿元）	10
图 11	一汽大众新车上市数量及投产工厂（款）	10
图 12	车载充电机工作原理.....	11
图 13	全球新能源汽车销量预测（万辆）	11
图 14	全球车载充电机（OBC）市场空间预测（亿元）	11
图 15	Meta 车载充电机产品（3.5kw）	12
图 16	Meta 车载充电机+DC/DC.....	12
图 17	Meta 车载充电机业务规划	12
图 18	得润电子 OBC 出货量预测（万套）	12
图 19	得润电子 OBC 业务盈利预测（万元）	12
图 20	得润电子 OBC 销量结构预测（万套）	13
图 21	全球主要车企新能源汽车销量预测（万辆）	13
图 22	USB Type C 接口各种类型	14
图 23	Macbook Type C 接口	14
图 24	乐视手机 2 Type-C 接口	14
图 25	USB C 设备出货量预测（亿部）	15
图 26	USB C 设备渗透率预测	15
图 27	2016 年全球智能手机出货量（万部）	15
图 28	2016 年全球平板电脑出货量（万部）	15
图 29	2016 年全球笔记本电脑出货量（万部）	15



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

图 30	TypeC 产品价格(元)	15
图 31	公司 TypeC REC 2.0 产品	16
图 32	公司 Type C to A 2.0 产品	16



www.jztzw.net 表目录

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

表 1	全球汽车线束市场空间预测	8
表 2	配套募集资金用途具体情况	8
表 3	柳州双飞主要客户及生产车型	9
表 4	得润电子经营状况预测 (亿元)	16
表 5	可比公司估值: 汽车电子类	16

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

www.jztzw.net

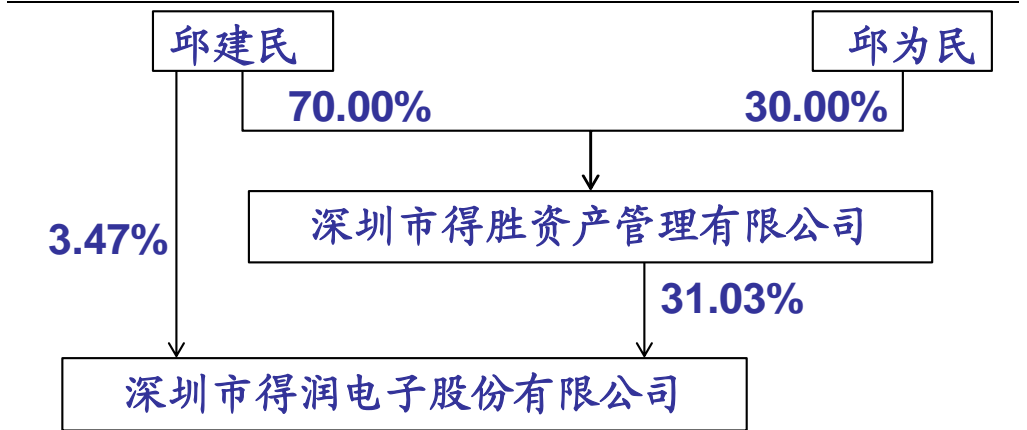
中国价值投资网

1. 得润电子：汽车电子新军，业绩拐点确立

得润电子股份有限公司成立于 1989 年，主要经营家电和消费类电子连接器和精密组件，2012 年开始汽车产业海外并购和技术资本引进工作，集中于新能源汽车车载充电系统、车联网、汽车电子电气等领域，2016 年完成业务布局和前期研发储备，我们估计 2017 年产品开发订单相继落地，营收、业绩开始扩张，将迎三年高速成长期。

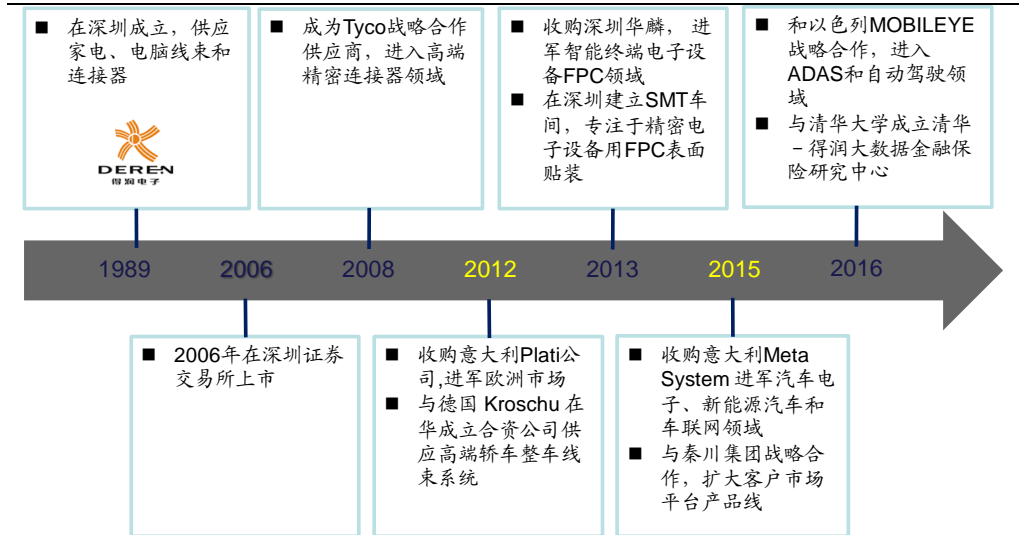
公司的控股股东为深圳市得胜资产管理有限公司，其目前持有公司 31.03% 的股份，实际控制人为邱建民、邱为民（兄弟关系）。

图1 得润电子股权结构



资料来源：《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》，海通证券研究所

图2 得润电子发展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图3 得润电子主要业务产品

汽车电子	新能源汽车	消费电子
<ul style="list-style-type: none"> • 线束 • 车联网模块 • 传感器 • 控制器 	<ul style="list-style-type: none"> • 车载充电机 • DC/DC 	<ul style="list-style-type: none"> • LED支架 • FPC • FFC • 线束 • 连接器

资料来源：公司官网，海通证券研究所

2. 汽车电子厚积薄发

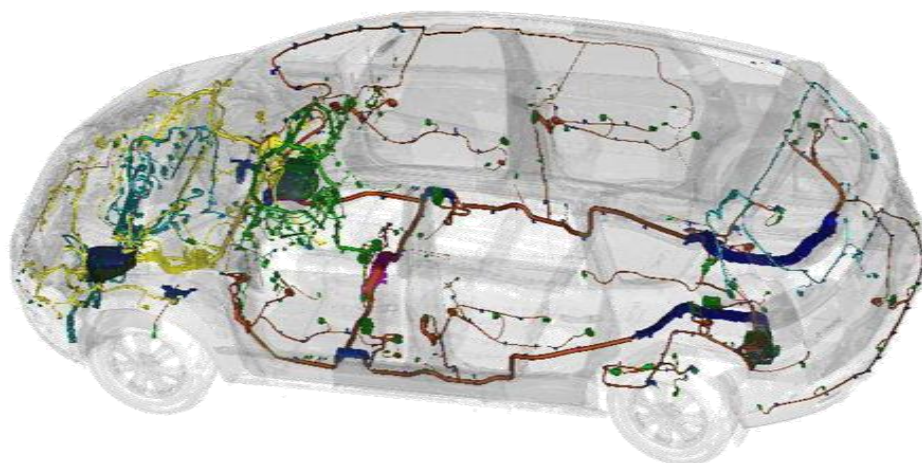
2.1 汽车线束：收购、合资拓展版图

汽车线束是汽车电路的网络主体，包括传递信号的信号线和传递动力的动力线，大致可分为主线束、车身线束、仪表线束、发动机线束、小线束五大类，遍布整车，是实现电气化功能的基础。随着汽车智能化程度提升，传感器数量不断增加，线束需求量随之变大。一般来说，紧凑型汽车线束总长度可达 3km，总重量 50kg 左右，价值量约 2500 元。

对于新能源汽车来说，电驱动系统的工作电压在 300V 以上，远高于传统汽车 12V 电压平台，我们预计一台电动汽车线束价值量约 4000 元。随着电动汽车销量占比不断提升，汽车线束的市场空间将不断增长。

假设到 2020 年全球汽车销量平均增速 3%，新能源销量增速 59%，我们估计 2020 年汽车线束市场规模约 2890 亿元，其中新能源占比约 7.5%。

图4 汽车线束及连接器系统



资料来源：科世得润，海通证券研究所

表 1 全球汽车线束市场空间预测

汽车销量 (万辆)	16	17E	18E	19E	20E
传统汽车	8,810	9,074	9,347	9,627	9,916
新能源汽车	95	151	239	378	600
合计	8,905	9,225	9,585	10,005	10,515
单车线束价格 (万元)					
传统汽车	0.25	0.26	0.26	0.27	0.27
新能源汽车	0.4	0.39	0.38	0.37	0.36
市场规模 (亿元)					
传统汽车	2,203	2,359	2,430	2,599	2,677
新能源汽车	38	59	91	140	216
合计	2,241	2,418	2,521	2,739	2,893

资料来源: 盖世汽车, 海通证券研究所

公司汽车线束业务主要分为两大块: 一是为自主品牌配套的中低端产品, 由合肥得润、重庆瑞润、柳州方盛等生产; 二是为合资及豪华品牌配套的中高端产品, 由科世得润和 Plati 生产。

图5 公司汽车线束业务布局及主要客户


资料来源: 历年年报, 海通证券研究所

2016年11月, 公司拟收购柳州双飞60%股权, 拓展自主品牌汽车线束业务, 交易价格6亿元, 其中股份支付4.8亿元, 发行价格28.88元/股, 现金支付1.2亿元。同时, 拟非公开发行募集配套资金不超过4.4亿元, 发行底价28.88元/股, 资金将用于汽车气囊线束生产、线束生产线技改等项目。

表 2 配套募集资金用途具体情况

项目	实施主体	项目投资金额/万元	拟使用募集资金/万元
汽车气囊线束生产项目	柳州双飞	12,846.05	12,846.00
汽车线束生产线技改项目	柳州双飞	8,188.76	8,188.00
研发中心建设项目	青岛双飞	4,635.59	4,635.00
信息化系统	柳州双飞	3,750.00	3,750.00
小计		29,420.39	29,419.00

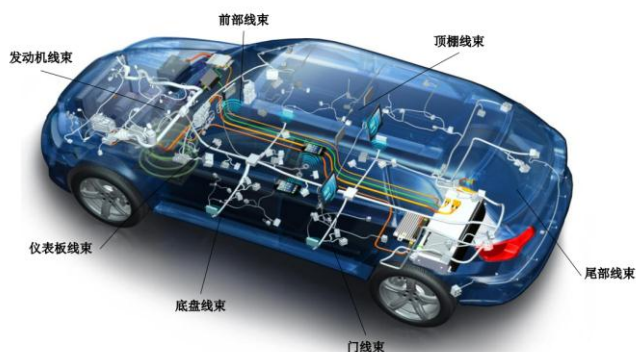
资料来源: 《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》, 海通证券研究所

柳州双飞在国内汽车线束市场销售数量位列前三甲, 主要客户上汽通用五菱、东风柳汽、北汽福田等, 现有整车线束生产能力150万台套, 2014年、2015年营收分别为9.0亿元、13.4亿元, 对应净利润分别为0.48亿元、0.99亿元, 净利率分别为5.3%、

7.4%。同时，柳州双飞做出业绩承诺，2017、2018、2019年净利润分别为1.2亿、1.4亿、1.6亿。

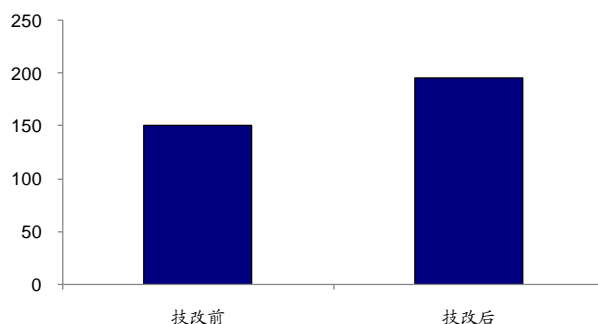
www.jztzw.com

图6 柳州双飞产品在整车上的应用



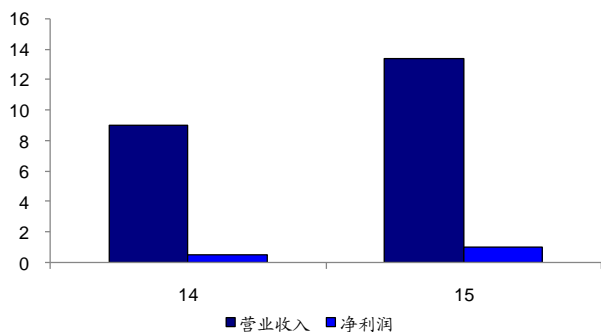
资料来源:《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》,海通证券研究所

图7 柳州双飞产能(万台套)



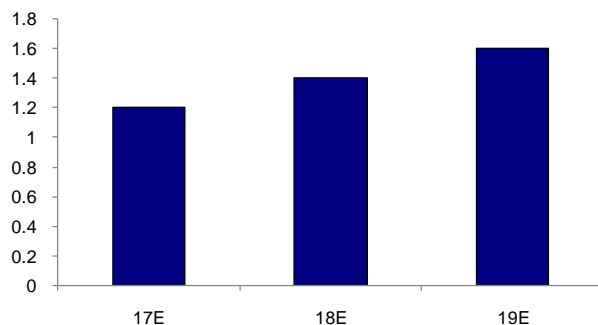
资料来源:《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》,海通证券研究所

图8 2014~2015年柳州双飞营业收入及净利润(亿元)



资料来源:《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》,海通证券研究所

图9 2017~2019年柳州双飞业绩承诺(亿元)



资料来源:《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》,海通证券研究所

表3 柳州双飞主要客户及生产车型

客户名称	生产车型	量产时间
上汽通用五菱	五菱荣光	2013年
	五菱宏光	2013年
	五菱宏光S	2013年
	宝骏730	2014年
	宝骏560	2015年
	宝骏310	2016年
东风柳州汽车有限公司	乘龙	2003年
	菱智	2011年
	景逸	2015年
福建新龙马汽车股份有限公司	启腾	2015年
广西柳州机械股份有限公司	挖掘机	2005年
	装载机	2003年
柳州五菱汽车工业有限公司	Q系列、V系列	2015年
北汽福田汽车股份有限公司	伽途	2014年

资料来源:《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》,海通证券研究所

中国价值投资网 最多 最好用研究报告服务商

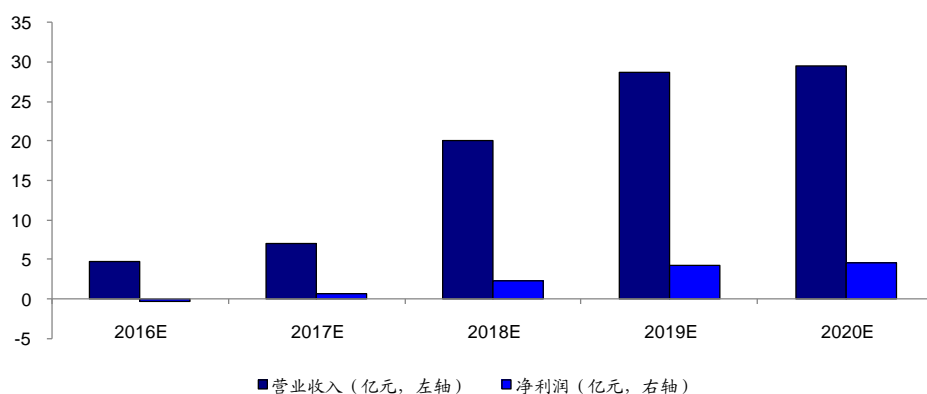
得润电子与德国科世 2012年成立合资公司科世得润,发展中高端线束业务,持股比例45%,率先为一汽大众佛山工厂配套,2015年成立长春分公司,为一汽大众长春

工厂配套。

www.jztzw.net
中国价值投资

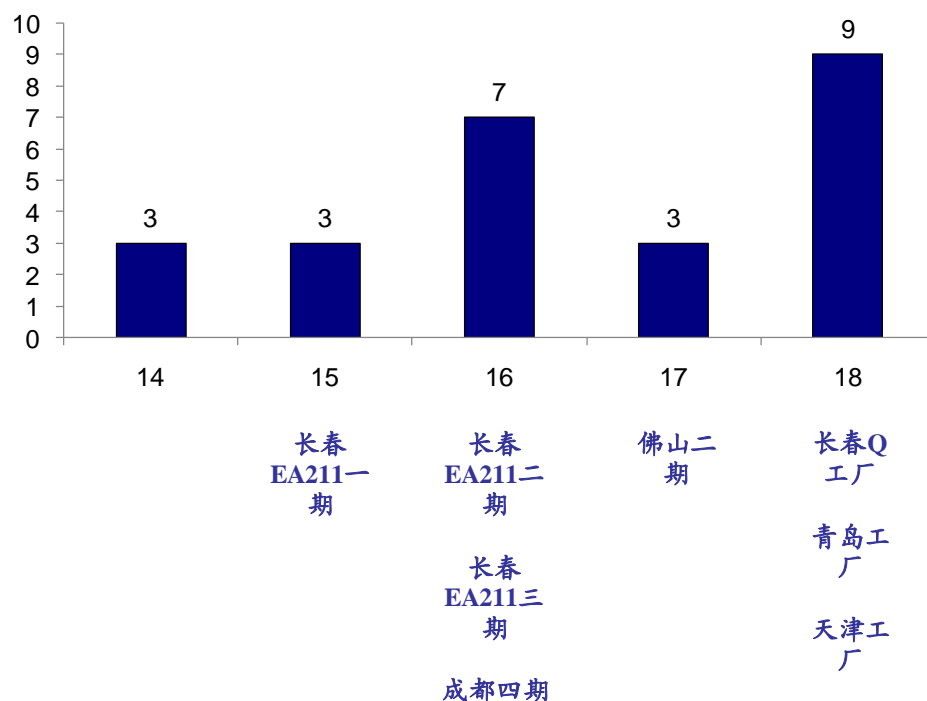
科世得润 2014 年开始为奥迪 A3 车型供应整车线束, 2016 年完成奥迪 A4L、大众高尔夫 A7 的整车线束以及大众车型 ABS 线束的配套, 2017 年将为北京奔驰提供发动机线束。2018 年一汽大众迎来车型上市和换代高峰, 据汽车之家报道, 计划推出 9 款新车, 科世得润作为核心供应商, 配套车型数量将大幅增加, 且有望获得较大市场份额, 我们估计 2018 年营业收入约 20 亿元, 贡献约 2 亿元利润。

图10 科世得润经营情况预测(亿元)



资料来源: 海通证券研究所

图11 一汽大众新车上市数量及投产工厂(款)



资料来源: 汽车之家, 海通证券研究所

2.2 车载充电机: Meta 争做全球龙头

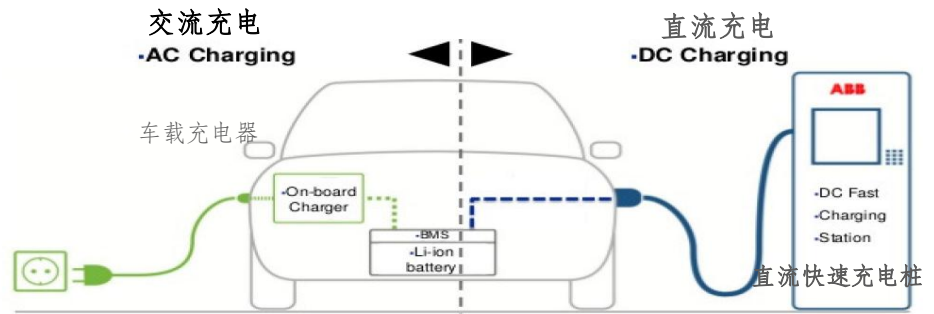
中国价值投资网 最多、最实用研究报告服务商

车载充电机 (On-board Charger) 是新能源汽车关键零部件, 可把电网交流电整流

为直流电，实现充电功能。OBC 对充电功率、充电效率、重量、体积、成本以及可靠性要求较高，未来将朝双向充放电、大功率、高度集成的方向发展。

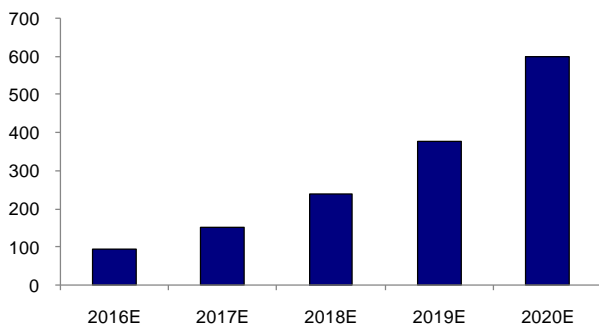
我们估计 OBC 单车价值 4000 元左右，预计 2018 年全球新能源汽车销量 239 万辆，OBC 市场规模接近 100 亿元，2020 年销量 600 万辆，对应市场空间约 240 亿元，年均复合增速 57.0%。

图12 车载充电机工作原理



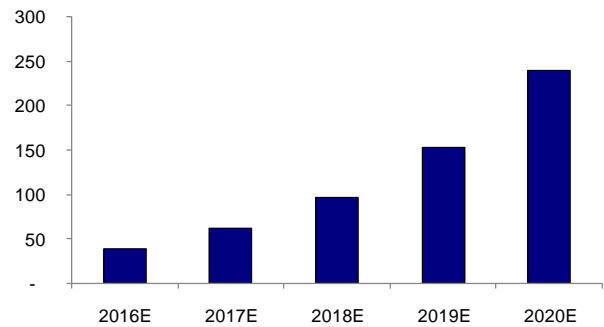
资料来源：ABB 官网，海通证券研究所

图13 全球新能源汽车销量预测 (万辆)



资料来源：第一电动网，海通证券研究所

图14 全球车载充电机 (OBC) 市场空间预测 (亿元)



资料来源：海通证券研究所

Meta 车载充电机在充电功率、充电效率、集成度等方面均处全球前列，相继拿下国内外重量级订单。海外市场，不仅是宝马新能源汽车供应商，更被指定为 PSA 新一代纯电动及混合动力车型平台“车载充电机”项目全球定点独家供应商，全生命周期新能源车型产销量约 80 万辆。国内市场，公司于 2016 年相继获得东风风神 A60 EV 订单，并确认为上汽 EV 车型集成式 OBC 合作供应商，2017 年被德国大众集团制定为一汽大众和上汽大众 MQB 平台 PHEV 和 EV 车型车载充电机 (OBC) 核心供应商。

图15 Meta 车载充电机产品 (3.5kw)



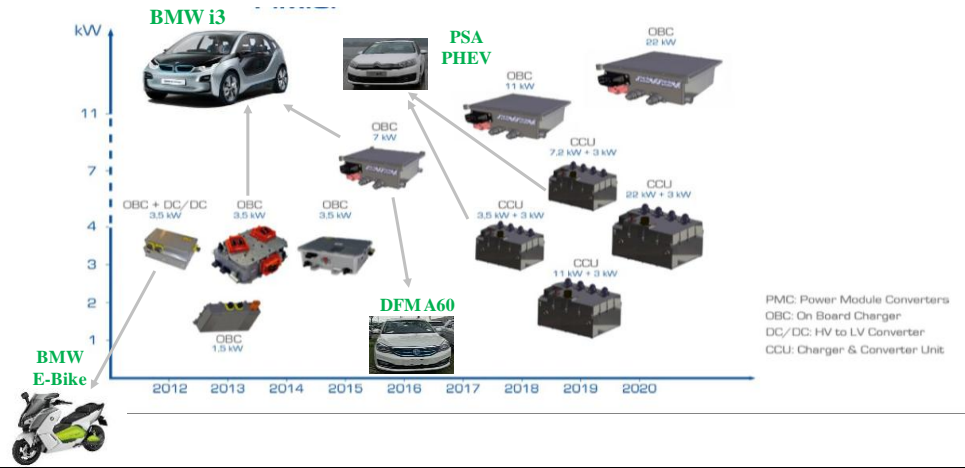
资料来源:《得润电子-新能源车车载充电器(OBC)介绍》,海通证券研究所

图16 Meta 车载充电机+DC/DC



资料来源:《得润电子-新能源车车载充电器(OBC)介绍》,海通证券研究所

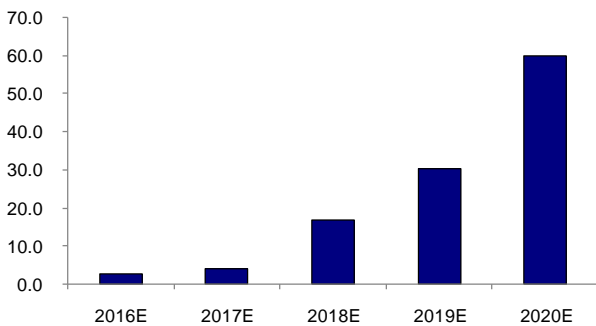
图17 Meta 车载充电机业务规划



资料来源:《得润电子-新能源车车载充电器(OBC)介绍》,海通证券研究所

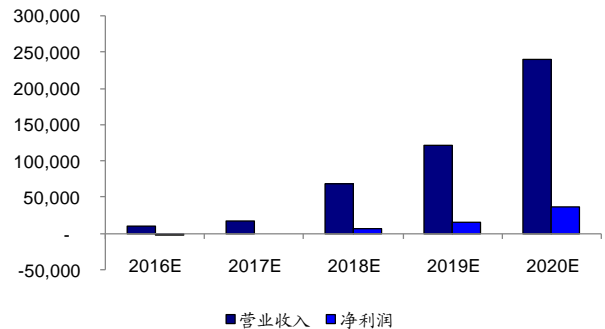
凭借已具备的技术和供货背景,Meta 有能力获得更多国际 OEM 以及国内新能源汽车企业的认可,在全球车载充电机市场保持领先。2016 年,Meta 车载充电机主要为宝马 i3 配套,出货量 3 万套左右,2017 年东风订单开始交付,2018 年 PSA、大众、上汽订单开始交付,我们估计到 2020 年全球出货量有望达到 60 万套,市场份额 10%,其中宝马、大众、PSA 是前三大客户。

图18 得润电子 OBC 出货量预测 (万套)



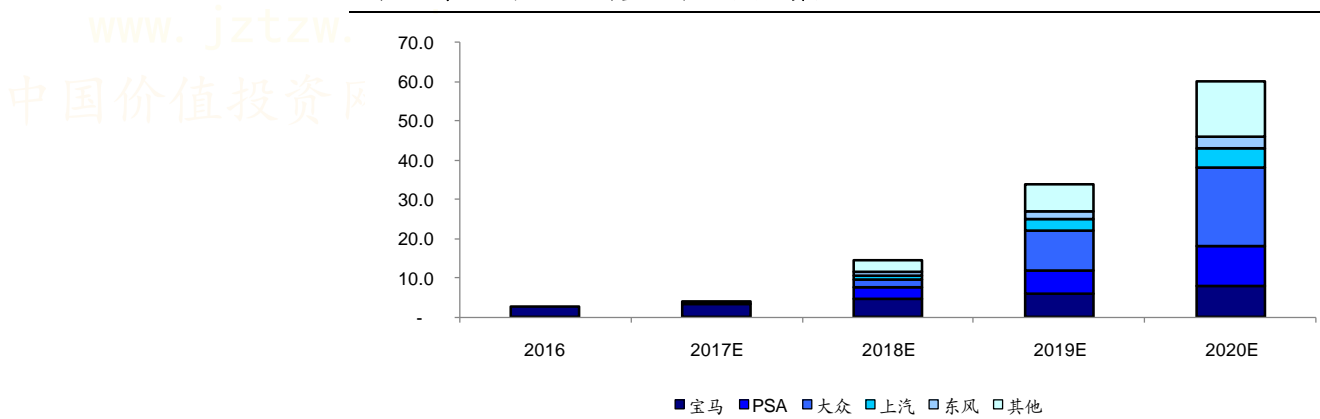
资料来源:海通证券研究所

图19 得润电子 OBC 业务盈利预测 (万元)



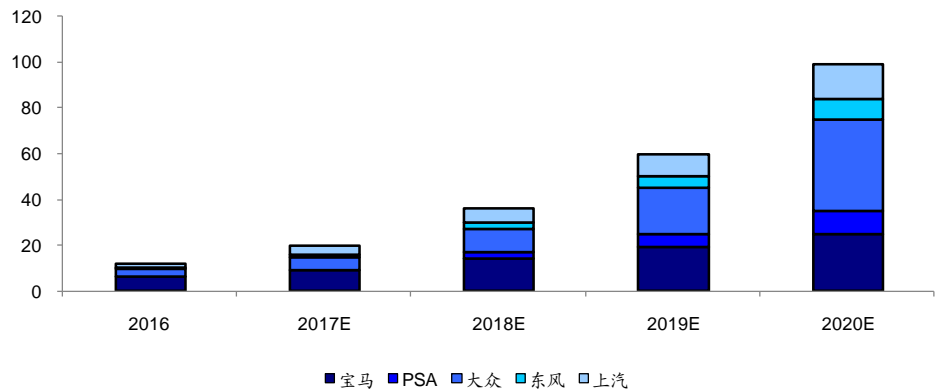
资料来源:海通证券研究所

图20 得润电子 OBC 销量结构预测 (万套)



资料来源: 海通证券研究所

图21 全球主要车企新能源汽车销量预测 (万辆)



资料来源: 第一电动网, 海通证券研究所

3. Type-C 全球快速渗透

USB Type-C 一种电子设备接口标准, 是 USB Type-A/B 的升级版。2014 年 8 月, USB IF 发布 USB Type-C 接口 1.0 标准, 为业界制定了下一代 USB 接口的标准规范。相比于 USB Type A/B, USB Type-C 技术优势明显:

1) 全功能: 同时支持数据、音频、视频、充电, 奠定高速数据、数字音频、高清视频、快速充电、多设备共用基础, 一根线代替过去多根线缆;

2) 正反插: 类似苹果 Lighting 接口, 正反面相同, 支持正反插;

3) 双向传输: 数据、电力双向传输;

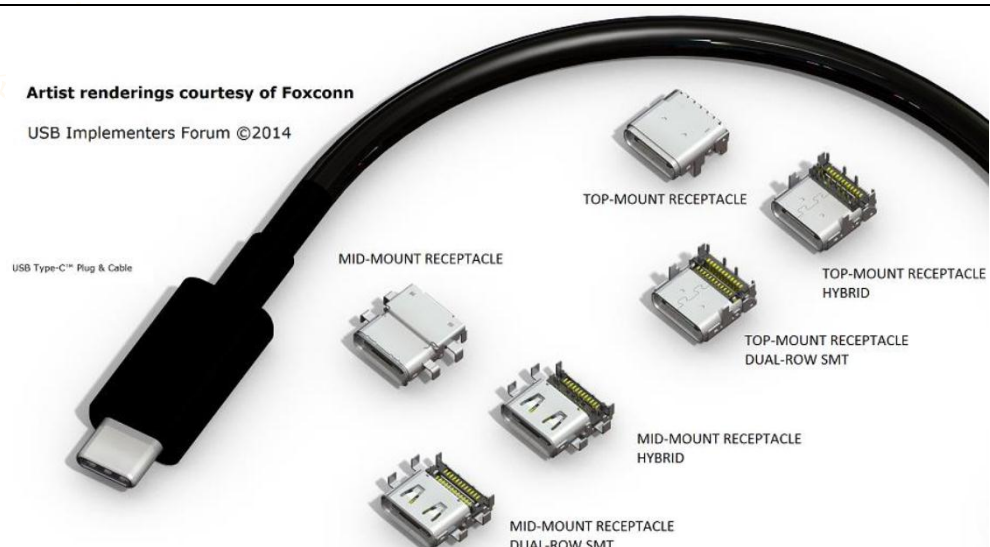
4) 向下兼容: 通过转接器, 能兼容 USB Type A、Micro B 等接口;

5) 小尺寸: 接口尺寸为 8.3mm X 2.5mm, 约为 USB-A 接口 1/3;

6) 高速率: 兼容 USB 3.1 协议的可支持高达 10Gb/s 数据传输。

图22 USB Type C 接口各种类型

www.jztzw.net
中国价值投资网



资料来源: USBIF, 海通证券研究所

据 IHS 预测, 不考虑线缆等附件, 到 2019 年将出货约 20 亿带有 USB-C 接口的设备。根据产品性能不同, USB-C 产品(接口+线缆)的价格从 10 到 100 元不等, 基于 IHS 的预测, 我们分别对各个细分市场的规模进行测算, 估计 2020 年全球市场空间约 669 亿元, 年均复合增速超过 62%。

电脑及外设: PC 端于 2015 年最先采用 Type-C 方案, 包括笔记本、台式机在内的渗透率在 2020 年有望达到 90%, 市场规模约 393 亿元, 复合增速接近 58%; 目前苹果新一代 Macbook 已经使用 Type-C 接口, 未来将由轻薄型笔记本逐渐向普通笔记本和台式机扩散, 产品价格约 70~100 元。

无线产品: 包括智能手机和平板电脑在内的无线产品将于今年开始放量并快速增长, 预计到 2020 年渗透率将达到 70%, 市场规模约 186 亿元, 复合增速 64%。2015 年以来, Type-C 从最早 4 月份的乐视手机, 到 16 年逐渐出现在主流智能手机品牌的高端旗舰机型中, 华为 P9 和荣耀 V8、三星 Galaxy Note 7、小米 5、乐视乐 Max、LG G5、魅族、HTC 10 等安卓主力厂商的旗舰机型纷纷使用 USB-C, 产品价格约 10~40 元。

消费电子: 平板电视、机顶盒、播放器、AR/VR 等 16 年开始有 Type-C 接口设备问世, 到 2020 年预计渗透率可达到 30%, 市场规模约 90 亿元, 复合增速 82%。

图23 Macbook Type C 接口



资料来源: 苹果官网, 海通证券研究所

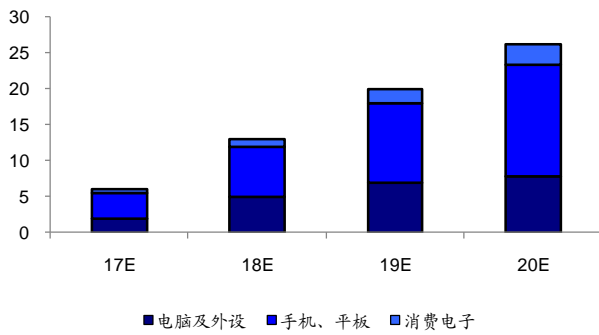
图24 乐视手机 2 Type-C 接口



资料来源: tgbus.com, 海通证券研究所

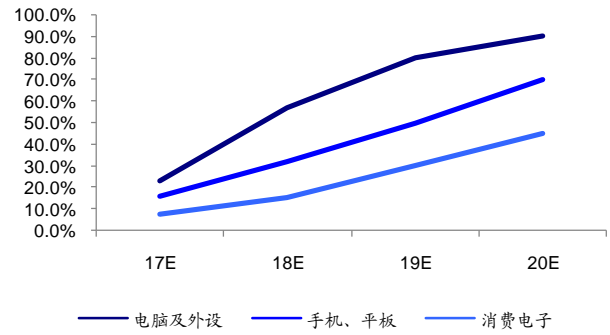
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图25 USB C 设备出货量预测 (亿部)



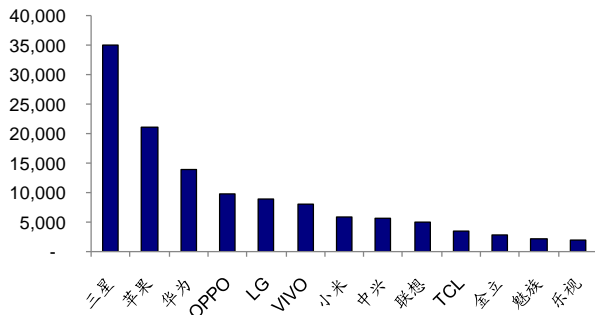
资料来源: iHS, 海通证券研究所

图26 USB C 设备渗透率预测



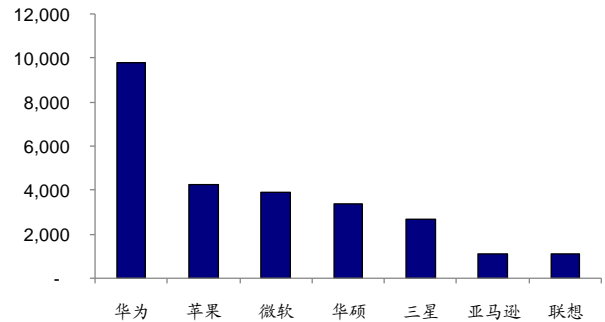
资料来源: iHS, 海通证券研究所

图27 2016 年全球智能手机出货量 (万部)



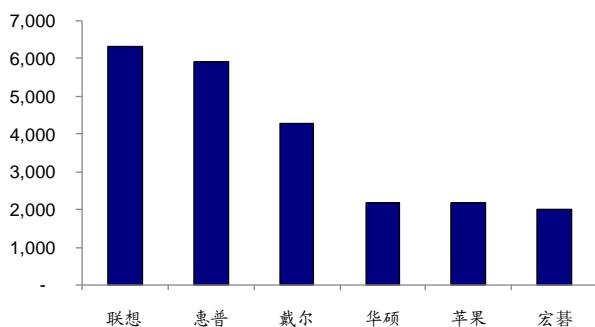
资料来源: iHS, 海通证券研究所

图28 2016 年全球平板电脑出货量 (万部)



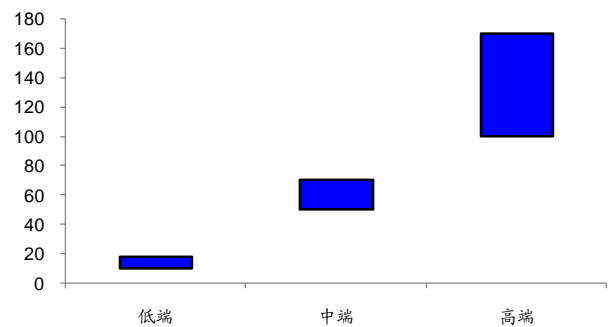
资料来源: iHS, 海通证券研究所

图29 2016 年全球笔记本电脑出货量 (万部)



资料来源: iHS, 海通证券研究所

图30 TypeC 产品价格 (元)



资料来源: 网易科技, 海通证券研究所

得润电子是国内主要的 Type C 供货商之一, 同时具备连接器和线缆的生产制造能力, 竞争力十足, 目前为国内大部分智能手机、平板电脑厂家供货, 未来有望参与全球竞争, 成为国内外 Type C 连接器市场的核心企业。

中国价值投资网 最多、最实用研究报告服务商
www.jztzw.net

图31 公司 TypeC REC 2.0 产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图32 公司 Type C to A 2.0 产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

车载充电机 (OBC)、汽车线束业务具备全球竞争力，前期研发投入斩获订单，现即将进入业绩释放期。定增价格 28.88 元/股，当前股价倒挂 24.4%，安全边际突出。假设柳州双飞于 2017 年 7 月 1 日并表，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.09 元、0.56 元、1.03 元，对应 2017 年 2 月 28 日收盘价 PE 分别为 235.1 倍、38.9 倍、21.2 倍。参考同行业公司估值水平，并考虑公司在全球市场的战略和技术领先地位，给予 2018 年动态 PE 30 倍，目标价为 30.9 元，给予“买入”评级。

表 4 得润电子经营状况预测 (亿元)

营业收入	2016E	2017E	2018E	2019E
消费电子	28.0	34.0	47.0	52.0
汽车线束	8.0	16.0	24.0	26.0
Meta (除 OBC)	9.0	9.0	9.0	9.0
OBC	0.9	1.6	6.8	12.2
合计	45.9	60.6	86.8	99.2
同比增速	53.0%	32.0%	43.2%	14.3%
科世得润	4.7	7.0	20.0	28.0

资料来源：海通证券研究所测算

表 5 可比公司估值：汽车电子类

股票代码	公司简称	当前股价(元)	EPS(元)		PE(倍)	
			2017E	2018E	2017E	2018E
002686.SZ	亿利达	15.75	0.43	0.53	37	30
603788.SH	宁波高发	38.37	1.22	1.48	31	26
603023.SH	威帝股份	14.55	0.28	0.32	52	45
002355.SZ	兴民智通	13.16	0.21	0.53	64	25
	平均				46	31
002055.SZ	得润电子	21.84	0.56	1.03	39	21

资料来源：Wind，海通证券研究所。注：收盘价日期为 2017 年 2 月 28 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期。

5. 风险提示

中国价值投资网 最佳研究报告服务商
 系统性风险；项目进度不达预期。
 www.jztzw.net

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标 (元)					营业总收入	3037.79	4589.59	6060.00	8680.00
每股收益	0.19	0.09	0.56	1.03	营业成本	2491.20	3786.41	4908.60	6970.04
每股净资产	3.77	3.67	4.35	5.46	毛利率%	17.99%	17.50%	19.00%	19.70%
每股经营现金流	-0.19	0.29	0.13	0.10	营业税金及附加	14.68	20.48	27.05	38.74
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.48%	0.45%	0.45%	0.45%
价值评估 (倍)					营业费用	114.74	174.40	230.28	329.84
P/E	115.51	235.05	38.90	21.21	营业费用率%	3.78%	3.80%	3.80%	3.80%
P/B	5.79	5.96	5.02	4.00	管理费用	268.41	504.85	587.82	781.20
P/S	3.24	2.14	1.62	1.13	管理费用率%	8.84%	11.00%	9.70%	9.00%
EV/EBITDA	36.85	85.62	24.62	13.98	EBIT	131.58	29.43	332.75	658.68
股息率 (%)	3.66%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	73.26	83.60	99.33	119.49
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.41%	1.82%	1.64%	1.38%
毛利率	17.99%	17.50%	19.00%	19.70%	资产减值损失	14.45	59.00	5.00	5.00
净利润率	2.80%	0.91%	4.50%	5.76%	投资收益	-4.71	-15.00	31.50	103.50
净资产收益率	5.01%	2.53%	13.91%	20.33%	营业利润	58.32	-54.17	233.42	539.19
资产回报率	1.38%	-0.65%	3.54%	6.13%	营业外收支	7.28	15.24	14.00	14.00
投资回报率	4.42%	1.07%	10.20%	17.05%	利润总额	65.60	-38.93	247.42	553.19
盈利增长 (%)					EBITDA	295.27	127.10	442.02	778.55
营业收入增长率	15.29%	51.08%	32.04%	43.23%	所得税	4.79	-2.34	14.85	33.19
EBIT 增长率	-19.63%	-56.95%	247.77%	76.14%	有效所得税率%	7.31%	6.00%	6.00%	6.00%
净利润增长率	-13.62%	-50.86%	551.16%	83.44%	少数股东损益	-24.38	-78.45	-40.00	20.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	85.18	41.86	272.57	500.00
资产负债率	67.4%	71.6%	74.2%	74.7%	扣除非经常性损益净利润	85.18	41.86	272.57	500.00
流动比率	1.19	1.36	1.42	1.51	资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
速动比率	0.88	1.06	1.12	1.18	货币资金	425.73	666.36	974.51	1394.96
现金比率	0.14	0.21	0.24	0.26	应收款项	1453.18	1625.96	2201.90	2938.21
经营效率指标 (%)					存货	925.89	925.51	1199.78	1701.97
应收帐款周转天数	119.16	98.62	94.90	86.30	其它流动资产	743.54	939.49	1237.84	1759.71
存货周转天数	90.46	74.49	64.57	61.58	流动资产合计	3611.63	4253.50	5738.72	7971.89
总资产周转率	0.69	0.82	0.92	1.02	长期股权投资	36.84	35.16	35.72	35.53
固定资产周转率	3.98	4.96	5.70	5.98	固定资产	838.40	842.79	864.06	854.87
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	在建工程	21.70	10.20	4.73	1.86
净利润	60.80	-36.59	232.57	520.00	无形资产	167.69	164.34	160.98	157.63
折旧摊销	163.69	97.67	109.26	119.87	非流动资产合计	1804.24	1506.24	1645.00	1614.24
营运资金变动	-347.85	-17.60	-383.48	-649.58	资产总计	5415.87	5759.74	7383.71	9586.14
经营活动现金流	-84.40	131.88	60.12	45.50	短期借款	1068.11	837.80	913.79	939.90
固定资产投资	148.69	82.67	115.68	99.18	应付账款	985.20	1207.70	1818.00	2690.80
无形资产投资	73.87	0.00	0.00	0.00	预收账款	5.71	7.95	10.22	15.05
资本支出	168.07	81.37	114.95	98.16	其它流动负债	974.88	1083.72	1297.28	1654.40
投资活动现金流	-607.99	169.64	-201.52	28.84	流动负债合计	3028.19	3129.21	4029.07	5285.10
债务变化	662.62	199.66	505.96	456.08	长期借款	461.92	891.89	1321.86	1751.83
股票发行	262.92	0.00	35.00	0.00	其它长期负债	161.72	101.30	127.88	124.30
融资活动现金流	798.47	-60.89	449.55	346.12	非流动负债合计	623.64	993.19	1449.74	1876.12
现金净流量	106.08	240.63	308.15	420.46	负债总计	3651.83	4122.40	5478.80	7161.22
公司自由现金流	-75.70	27.03	-50.96	28.71	实收资本	1084.01	1084.01	1119.01	1119.01
股权自由现金流	516.60	136.58	344.27	347.41	普通股股东权益	1700.09	1651.85	1959.42	2459.42
					少数股东权益	63.94	-14.51	-54.51	-34.51
					负债和所有者权益合计	5415.87	5759.74	7383.71	9586.14

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 28 日
资料来源: 公司年报 (2015), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓学 汽车行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中鼎股份,得润电子,松芝股份,四维图新,春兴精工,亚太股份,云意电气,金固股份,广东鸿图,万安科技,德联集团,金马股份,江淮汽车,广汽集团,上汽集团,力帆股份,精锻科技,福田汽车,胜利精密,凤形股份,沧州明珠,吉利汽车,广汇汽车,比亚迪

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长 (021)23219403 luying@htsec.com
高道德 副所长 (021)63411586 gaodd@htsec.com
姜超 副所长 (021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长 (021)23219422 klijang@htsec.com
邓勇 所长助理 (021)23219404 dengyong@htsec.com
荀玉根 所长助理 (021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理 (021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李影 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐宇 ty11049@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金晶 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
联系人
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立 ll11383@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
彭虎(010)50949926 ph10267@htsec.com
庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
唐琴(021)23212208 tq9709@htsec.com
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
马榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
联系人
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
联系人
陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐 ljl11126@htsec.com
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾燕阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏合 gbh11537@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
方辉晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net