

索菱股份 (002766.SZ)

中标广汽丰田乘用车胎压监测仪项目

公司发布公告，于近日收到中标通知书，确认公司中标“广汽丰田汽车有限公司感恩汉兰达活动-胎压监测仪采购项目”，采购人为广汽丰田，中标价 5760 万元，预估采购量为 20 万台，周期为 2017~2018 年。

● 国家政策标准强制安装将驱动胎压监测仪未来蓬勃发展

2017 年 10 月，国家标准化管理委员会正式批准了新标准，要求 2019 年 1 月起，中国市场所有新认证乘用车必须安装胎压监测仪；2020 年 1 月起，所有在产乘用车开始实施强制安装胎压监测仪。国家标准将带动胎压监测仪在前装车市场快速渗透，市场有望在 2021 年前保持较高的增速。

● 整合并购的航盛实业，积极拓展胎压监测仪市场

由于美欧国家较早施行了国家强制标准，因此外企在这一领域也具备一定的先发优势和稳固的客户关系。索菱股份在这一领域目前市场份额小，客户关系积累较少。公司积极布局这一新兴市场，收购上海航盛实业。航盛实业致力开发及制造车载前装设备，在胎压监测等领域有较为成熟的市场经验和技术实力。客户包括宇通客车、中国重汽等国内一线商用车车厂。

本次项目中标实施有利于增强公司品牌影响力和产品竞争力，帮助公司在今后广汽丰田胎压监测前装化过程中获得长期稳定的后续项目，并进一步拓展和广汽的客户关系为未来业务合作范围扩大奠定坚实的基础。

● 预测 17-19 年业绩分别为 0.38 元/股、0.55 元/股、0.73 元/股

由于本次中标尚未签订正式合同仍有不确定性，暂不修改盈利预测，预测公司 17~19 年营收分别为 12.7、17.7、24.7 亿元，净利润分别为 1.58、2.33、3.07 亿元，当前价格对应 PE 为 38、26、19 倍，考虑公司智能化业务增速较快，同时并表子公司业绩快速增长，维持“买入”评级。

● 风险提示

本次中标尚未签订正式合同，尚有不不确定性；收购公司业绩不及预期的风险；收购公司整合不及预期的风险。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	808.53	950.38	1,266.66	1,770.44	2,471.78
增长率(%)	4.90%	17.54%	33.28%	39.77%	39.61%
EBITDA(百万元)	139.35	135.82	191.10	262.58	354.11
净利润(百万元)	65.26	76.54	158.39	233.47	307.16
增长率(%)	1.17%	17.28%	106.94%	47.40%	31.56%
EPS(元/股)	0.357	0.418	0.376	0.554	0.728
市盈率(P/E)	138.95	89.64	37.68	25.56	19.43
市净率(P/B)	9.40	6.72	3.14	2.79	2.44
EV/EBITDA	63.58	50.49	26.80	19.59	14.53

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

14.15 元

前次评级

买入

报告日期

2018-01-02

分析师:

刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

索菱股份(002766.SZ): 并表 and 智能化 CID 共同助力业绩高速增长 2017-08-20

索菱股份(002766.SZ): 拟收购航盛实业, 拓展商用智能车载业务 2017-08-15

索菱股份(002766.SZ): CID 领域领先者, 转型车联网前景可期 2016-09-23

联系人:

张璋 021-60759787

zhangzhang@gf.com.cn

公司中标广汽丰田胎压监测仪采购项目

公司发布公告，于2017年12月28日收到中标通知书，确认公司中标“广汽丰田汽车有限公司感恩汉兰达活动-胎压监测仪采购项目”：

- 项目中标价：5760万元；
- 预估采购量：20万台；
- 项目周期：2017~2018年；
- 项目采购人：广汽丰田汽车有限公司；

我们认为，本次项目中标对公司有着多重好处：

- 本次中标项目的实施有利于增强公司品牌影响力，提升公司产品竞争力；
- 虽然索菱股份此次中标为“感恩汉兰达活动”这一单年年度项目，但考虑到胎压监测仪越来越普及，以及我国10月14日国家标准化管理委员会正式批准了强制性国家标准GB 26149-2017《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》，中国乘用车将在未来强制安装胎压监测仪，公司未来与广汽在胎压监测仪的供应合作上大概率会有后续项目，对公司大概率有持续性业绩贡献；
- 索菱股份正在大力拓展前装市场转型的关键阶段，本次项目过程中公司与广汽丰田汽车有限公司直接合作，如果项目成功，能够加深与广汽的客户关系，帮助公司其他产品品类深入打入广汽丰田乃至广汽的供应链体系，为公司未来前装业务的拓展进一步奠定坚实的基础。

国家强制标准政策驱动胎压监测仪未来蓬勃发展

从海外其他国家的胎压监测仪市场发展历史来看，国家强制政策历来是该国胎压监测仪爆发式发展的催化剂。美国，欧盟，日本和韩国先后通过了法律或国家标准的形式强制要求乘用车安装胎压监测仪。2017年10月14日，中国国家标准化管理委员会正式批准了强制性国家标准GB 26149-2017《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》，该标准将于2018年1月1日起正式实施：

- 2019年1月1日起，中国市场所有新认证乘用车必须安装胎压监测仪；
- 2020年1月1日起，所有在产乘用车开始实施强制安装胎压监测仪；

图1：强制性国家标准GB 26149-2017 正式发布

标准号：GB 26149-2017

中文标准名称：乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法

英文标准名称：Performance requirements and test methods of tire pressure monitoring system for passenger cars

标准状态：即将实施

在线预览

下载标准

中国标准分类号 (CCS)	T35	国际标准分类号 (ICS)	43.040.10
发布日期	2017-10-14	实施日期	2018-01-01
主管部门	工业和信息化部	归口单位	工业和信息化部
发布单位	中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局、中国国家标准化管理委员会		

数据来源：国家标准委员会官网、广发证券发展研究中心

我们暂不考虑存量乘用车消费者自行安装后装胎压监测仪的市场，**强制政策的推出将带来我国胎压监测仪的爆发**。2016年，我国新产汽车中TPMS的装配率约为20%，强制政策的出台意味着最迟于2021年中国新产汽车TPMS的渗透率将达到100%。2016年我国乘用车产量为2442万辆，我们假设中国乘用车产量每年7%递增，并假设胎压监测仪的装配率逐年提高，可看出中国胎压监测仪市场将快速增长：

表 1：根据乘用车产量预估胎压监测仪装配量

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
乘用车产量(单位:万辆,每年假设7%递增)	2442	2613	2796	2992	3201	3425
胎压监测仪装配率(假设)	20%	30%	40%	60%	90%	100%
装配胎压监测仪汽车数量(单位:万辆)	488	784	1118	1795	2881	3425

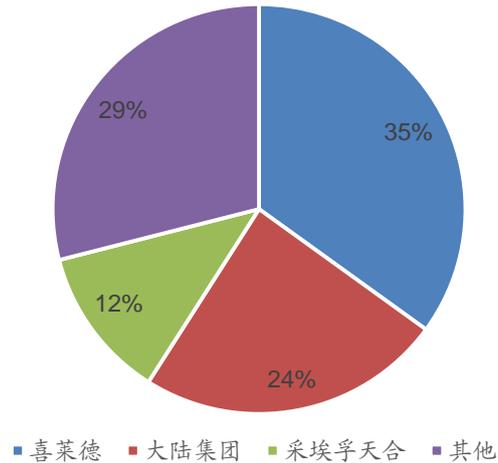
数据来源：中国汽车工业协会、广发证券发展研究中心

索菱股份整合并购的航盛实业，拓展胎压监测仪市场

由于美欧在乘用车胎压监测领域较早施行了国家强制标准（美国07年立法要求胎压监测仪成为标配），因此相关厂商也在这一领域具备先发优势。在2013年时，全球前三的胎压监测仪供应商市场份额总计达到71%：

- 喜莱德：主要客户集中在英国和美国，2013年全球市场份额达到35%以上，100%原配通用、福特、克莱斯勒、尼桑、雷诺、雪铁龙等知名车厂；
- 大陆集团：全球主要的轮胎制造商，与德系本土车企有着密切的合作关系，2013年胎压监测仪市场全球市占份额24%；
- 采埃孚天合：作为汽车安全领域的全球领先企业，其为世界各地的所有主要汽车制造商提供服务，2013年胎压监测仪市场全球市占份额12%；

图2：2013年全球胎压监测仪市场份额



数据来源：中国产业信息网、广发证券发展研究中心

在国内胎压监测仪市场，几个重要的参与者有：

- 上海保隆：其胎压监测产品2006年量产，2010年开始给特斯拉供货，2012年通过上海通用评审，目前为上海通用、长安汽车、上汽通用五菱等主机厂配套
- 万通智控：其主要定位于欧美后装胎压监测仪市场，与Tyresure、JohnDow合作，成功进入北美、欧洲的后装市场；

与以上市场参与者相比，索菱股份在胎压监测仪市场份额小，客户关系积累较少。因此公司通过内生和外延的手段并举，积极拓展这一潜在的快速增长市场。

2017年8月14日，公司发布公告，拟收购上海航盛实业有限公司95%的股权公告，标的公司航盛实业致力开发及制造车载前装设备，在胎压监测等车联网硬件领域有较为成熟的市场经验和技術实力。客户包括多家大型商用车、乘用车生产企业，尤其与河南郑州宇通客车股份有限公司、中国重汽集团济南卡车股份有限公司等国内一线商用车车厂保持长期的合作关系。

航盛与商用车厂较强的合作关系也证明其在胎压监测仪市场有着较强的技术实力和足够的竞争力。而本次索菱股份中标广汽乘用车项目则表明其有效整合了并购的航盛实业在胎压监测仪领域的积累，使其自身产品具备了足够竞争力，才能获得诸如广汽丰田这样的一线知名整车厂商的青睐。

风险提示

- 本次中标尚未签订正式合同，因此尚存在不确定性；
- 收购公司业绩不及预期的风险；
- 收购公司整合不及预期的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	981	1302	1942	2264	2784
货币资金	365	400	972	892	876
应收及预付	303	397	469	664	924
存货	312	479	501	707	984
其他流动资产	0	25	0	0	0
非流动资产	489	564	615	682	740
长期股权投资	71	5	5	5	5
固定资产	327	428	512	579	639
在建工程	4	0	0	0	0
无形资产	19	20	18	17	16
其他长期资产	68	112	80	80	80
资产总计	1470	1866	2558	2946	3524
流动负债	481	838	649	805	1079
短期借款	138	324	125	69	53
应付及预收	344	441	523	736	1026
其他流动负债	0	73	0	0	0
非流动负债	25	6	7	8	9
长期借款	20	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	6	7	8	9
负债合计	507	845	656	813	1088
股本	183	183	422	422	422
资本公积	426	426	911	911	911
留存收益	355	412	570	804	1111
归属母公司股东权	964	1021	1903	2136	2443
少数股东权益	0	5	4	1	-2
负债和股东权益	1470	1866	2558	2946	3524

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	117	-51	241	89	114
净利润	65	75	157	231	304
折旧摊销	29	34	42	51	61
营运资金变动	-7	-188	14	-189	-247
其它	30	27	28	-3	-4
投资活动现金流	-224	-63	-111	-110	-113
资本支出	-99	-103	-112	-111	-113
投资变动	-125	40	1	1	1
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	221	199	442	-59	-18
银行借款	321	559	-199	-56	-16
股权融资	326	6	723	0	0
其他	-11	-47	-10	-4	-3
现金净增加额	114	85	572	-80	-17
期初现金余额	213	365	400	972	892
期末现金余额	328	450	972	892	876

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	4.9	17.5	33.3	39.8	39.6
营业利润增长	1.6	1.8	126.6	47.3	32.9
归属母公司净利润增长	1.2	17.3	106.9	47.4	31.6
获利能力(%)					
毛利率	28.1	30.4	31.1	31.3	31.2
净利率	8.1	7.9	12.4	13.0	12.3
ROE	6.8	7.5	8.3	10.9	12.6
ROIC	13.9	10.1	13.8	15.8	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	34.5	45.3	25.6	27.6	30.9
净负债比率	-0.2	-	-0.4	-0.4	-0.3
流动比率	2.04	1.55	2.99	2.81	2.58
速动比率	1.37	0.94	2.17	1.87	1.61
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.57	0.57	0.64	0.76
应收账款周转率	3.19	3.08	3.12	3.10	3.11
存货周转率	1.91	1.67	1.74	1.72	1.73
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.42	0.38	0.55	0.73
每股经营现金流	0.64	-0.28	0.57	0.21	0.27
每股净资产	5.27	5.58	4.51	5.07	5.79
估值比率					
P/E	138.9	89.6	37.7	25.6	19.4
P/B	9.4	6.7	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	63.6	50.5	26.8	19.6	14.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	809	950	1267	1770	2472
营业成本	582	661	873	1216	1700
营业税金及附加	5	9	11	15	21
销售费用	27	42	57	80	111
管理费用	84	136	177	248	346
财务费用	18	20	-17	-33	-33
资产减值损失	20	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
营业利润	72	74	167	246	326
营业外收入	4	8	7	7	7
营业外支出	0	1	0	1	0
利润总额	76	81	173	252	333
所得税	11	6	16	21	29
净利润	65	75	157	231	304
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-3
归属母公司净利润	65	77	158	233	307
EBITDA	139	136	191	263	354
EPS(元)	0.36	0.42	0.38	0.55	0.73

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 分析师, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事
研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。