

得润电子(002055)/电子

新能源充电机全球龙头，盈利企稳改善

评级：增持(首次)

市场价格：13.58

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

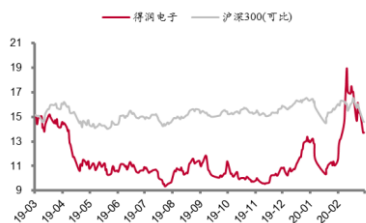
分析师：邹玲玲

执业证书编号：S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	480
流通股本(百万股)	430
市价(元)	13.21
市值(百万元)	6337
流通市值(百万元)	5675

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,851.03	7,454.11	7,480.01	10,198.67	12,399.73
增长率 yoy%	27.65%	27.40%	0.35%	36.35%	21.58%
净利润	174.8	261.0	-7.6	436.9	551.5
增长率 yoy%	351.85%	49.37%	-102.90%	5869.09%	26.22%
每股收益(元)	0.36	0.54	-0.02	0.91	1.15
每股现金流量	(0.37)	(0.52)	1.74	2.69	0.70
净资产收益率	7.31%	9.68%	-0.27%	13.91%	15.28%
P/E	37.3	25.0	-860.1	14.9	11.8
PEG	0.8	0.8	122.3	0.3	0.4
P/B	2.7	2.4	2.4	2.1	1.8

备注：股价取自 2020 年 3 月 19 日收盘价

投资要点

- 消费电子业务稳定，深入拓展汽车电子、新能源汽车业务。**公司成立于 1989 年，几十年间专注于电子连接器研发与生产，在保持家电与消费电子及汽车电气系统两大基本板块营收稳健增长外，战略发展新能源汽车电子电气系统和车载充电机业务。
- 美达电器深耕欧洲汽车市场，车载充电机步入收获期。**在欧洲严格的碳排放法规要求下，车企加速电动化，欧洲电动车市场有望实现高增。公司自 2015 年收购 Meta System S. p. A. (意大利美达) 后，涉足汽车电子和车载充电机领域，在继供应原有的宝马之后，相继进入 PSA、保时捷等欧洲一线车企，具有较强竞争力。
- 积极开拓客户，在手订单充足。**美达电气深耕欧洲汽车市场，较早涉足新能源汽车充电机 OBC 业务，早期产品配套宝马。在技术上，产品功率覆盖从 3.3KW 至 22KW+，能满足不同充电需求，是目前全球唯一量产大功率 22KW 车载充电机，实现技术引领。客户上，公司定位高端，以欧洲市场为主，已实现向宝马、保时捷、大众、PSA、东风、吉利等供货。其中公司核心客户 PSA (其欧洲销量达 310 万辆，占总销量 80%)，在欧洲严格碳排放法规下若按照 18 年排放标准达标下，2021 年将面临 54 亿欧元巨额罚款。根据我们测算预计 2020/2021 年 PSA 全球销量将分别为 14.22 万\21.05 万辆可满足排放要求，公司作为核心供应商将显著受益。
- 美达重庆投产，产能加速释放。**美达重庆车载充电机产能规划 100 万台，目前一期 (40 万台) 已投产，二期正在建设中。考虑到重庆美达在成本费用管控上优于欧洲工厂，未来随着产能释放，将受益于下游客户需求释放。
- 重点领域连接器竞争优势突出，科世得润、柳州双飞助力汽车电气业务。**公司作为国内家电连接器的龙头制造商，在国内消费电子连接器市场保持领先地位。作为具有国际竞争力的前三大中国连接器生产商之一，公司产品在计算机、商业、零售、教育等领域销量排名靠前。公司收购柳州双飞和联营科世得润后，产品进入高端汽车厂商北京奔驰、一汽奥迪、沃尔沃等，同时作为一汽-大众在汽车线束的核心客户，公司在汽车电气领域营收增长迅速，2018 年营收 23.19 亿，同比大增 59.38%。随着新能源汽车对高压线束的需求不断扩大，预计公司将在汽车高压线束方面迎来新机遇。
- 投资建议：**公司聚焦连接器，消费电子增长稳健，新能源充电机瞄准欧洲市场，供应 PSA、宝马等国际一线车企，将受益于欧洲市场放量，同时汽车电子业务稳健，高压线束已成为大众 MEB 平台核心供应商，放量可期。我们预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为：4.36/5.51 亿元，对应估值 15/12 倍，首次覆盖，给予增持评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期风险，行业竞争加剧风险，产能释放不及预期风险，汇率波动风险，商誉减值风险。

内容目录

1、公司简介：专注连接器，拓展新能源汽车业务	- 4 -
1.1 历史沿革：专注于电子连接器，积极开拓汽车业务	- 4 -
1.2 财务概览：消费电子和汽车电气稳健，充电机业务崭露头角	- 4 -
2、新能源汽车业务：定位欧洲市场，放量可期	- 7 -
2.1 行业：欧洲电动车市场高增，国内外有望迎来共振	- 7 -
2.2 车载充电机：新能源汽车成长空间广阔	- 8 -
2.3 收购美达，涉足汽车电子和新能源汽车业务	- 9 -
3、电子连接器国产渗透率低，国产化潜力大	- 11 -
3.1 电子连接器迎来新一轮快速发展.....	- 11 -
3.2 公司是中国连接器市场为数不多的强有力竞争者	- 12 -
3.3 汽车电气业务增长势头迅猛	- 13 -
4、投资建议与盈利预测	- 16 -
5、风险提示	- 17 -

图表目录

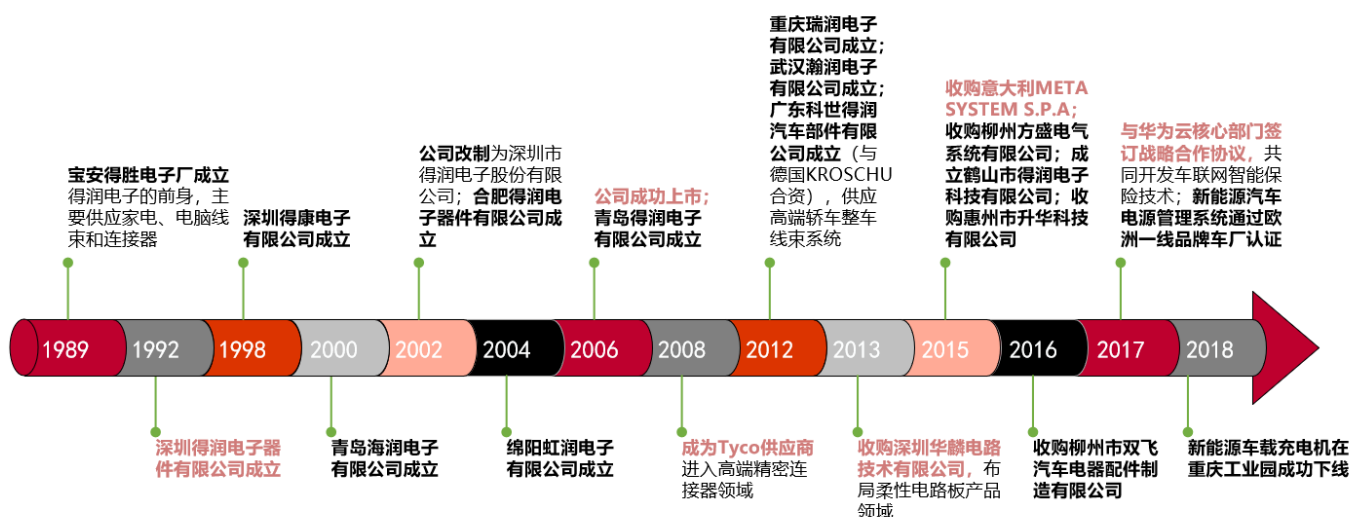
图表 1: 公司发展历史沿革.....	- 4 -
图表 2: 营业收入及同比 (亿元, %).....	- 5 -
图表 3: 归母净利润及同比 (亿元, %).....	- 5 -
图表 4: 公司三项费用率.....	- 5 -
图表 5: 研发费用持续增加 (亿元).....	- 5 -
图表 6: 公司营收结构.....	- 5 -
图表 7: 公司毛利结构.....	- 5 -
图表 8: 销售毛利率及净利率.....	- 6 -
图表 9: 2019 经营现金流扭负为正.....	- 6 -
图表 16: 车载充电机市场空间 (亿元).....	- 7 -
图表 15: 欧洲 2019 年电动车销量再创新高 (万辆).....	- 8 -
图表 16: 全球新能源汽车市场预期 (万辆).....	- 8 -
图表 16: 车载充电机是 AC 充电中必不可少的器件.....	- 8 -
图表 16: 车载充电机市场空间 (亿元).....	- 9 -
图表 12: 美达在车载充电领域优势显著.....	- 9 -
图表 13: 美达合作客户广泛, 车载充电机获多家车企定点.....	- 10 -
图表 14: PSA 汽车主要销往欧洲各国 (万辆).....	- 11 -
图表 15: 预计 2019 年全球市场达到 696 亿美元.....	- 12 -
图表 16: 2018 年连接器市场和 TOP10 厂商收入.....	- 12 -
图表 17: 对比国内外在连接器细分领域占有优势的公司 (★代表优势).....	- 12 -
图表 18: 柳州双飞 2017 和 2018 年均实现业绩承诺 (万元).....	- 13 -
图表 19: 科世得润 2016 年扭亏为盈后盈利能力大幅加强 (万元).....	- 14 -
图表 20: 2018 年汽车连接器占比 23.69%.....	- 14 -
图表 21: 公司在细分领域竞争优势.....	- 14 -
图表 22: 电动汽车电气系统构成, 高压线束是电动汽车重要一环.....	- 15 -
图表 26: 公司收入预测拆分.....	- 16 -
图表 27: 可比公司估值 (股价截止日期: 2020.3.18).....	- 17 -
图表 28: 公司财务预测 (百万元).....	- 18 -

1、公司简介：专注连接器，拓展新能源汽车业务

1.1 历史沿革：专注于电子连接器，积极开拓汽车业务

- **深耕电子连接器几十余载，布局车载充电机谋求新发展。**公司成立于1989年，于2006年7月IPO上市，主要经营家电和消费类电子、汽车相关电子连接器和精密组件和车联网相关技术等业务。其研发、制造和销售基地在国内分布于深圳、香港，台北等26个地方；在国外分布于美国、意大利和卢森堡等7个地方。公司2015年收购意大利Meta（美达）涉足汽车电子领域，包括车联网、车载充电机等业务。公司目前业务划分为三大板块：家电与消费电子业务领域（主要包括家电连接器、电脑连接器、LED连接器、FPC、通讯连接器等）、汽车电气系统（主要包括汽车连接器、连接线束）、汽车电子和新能源汽车业务（主要包括安全和告警传感器、车载充电模块和车联网等）。

图表 1: 公司发展历史沿革



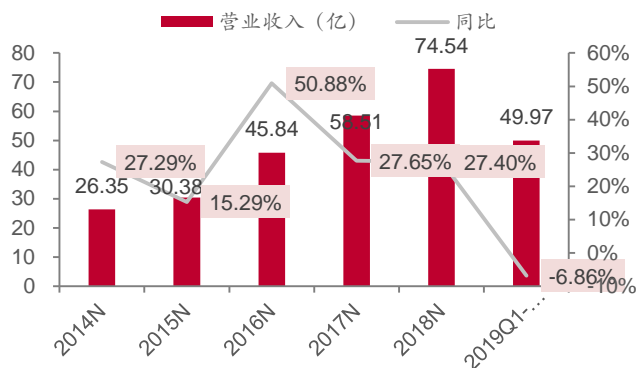
来源：公司官网，中泰证券研究所

1.2 财务概览：消费电子和汽车电气稳健，充电机业务崭露头角

- **消费电子和汽车电气收入占比80%以上。**公司2014-2018年营业收入从26.35亿元逐步提高至74.54亿元，年均增速达到30%；归母净利润2018年达到2.61亿，同比增加49.37%，2019年前三季度营收49.97亿元，同比-6.86%，归母净利润0.48亿。业绩下滑主要系国内传统汽车行业景气度下滑。从消费电子逐步拓展至汽车电子及新能源汽车业务，汽车电气系统收入大幅增长。公司2018年消费电子收入38.75亿，同比增长14.88%，占总收入52%；汽车电气系统收入23.19亿，同比大增59.38%，占总收入31%，提升6个PCT以上；汽车电子及新能源汽车业务尚在发展阶段，2018年收入9.7亿，同比增加9.11%，占比总收入13%。截至2019H1，公司营收中消费电子占比已降至50%以下，汽车相关业务占比稳步提升。

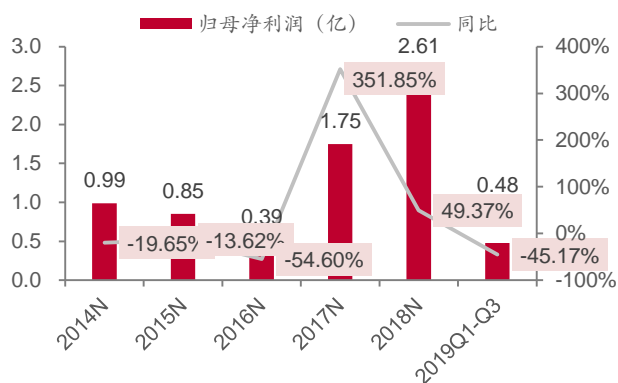
同时公司积极推进毛利率较高的新能源汽车业务，因此在毛利结构中其占比不断扩大，2019H1 已占比总毛利 15%以上。

图表 2: 营业收入及同比 (亿元, %)



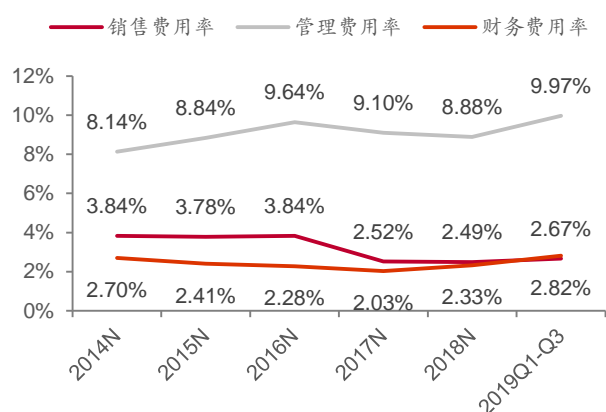
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 归母净利润及同比 (亿元, %)



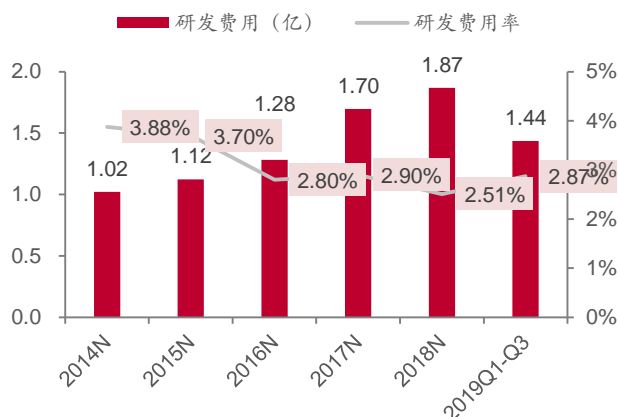
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 公司三项费用率



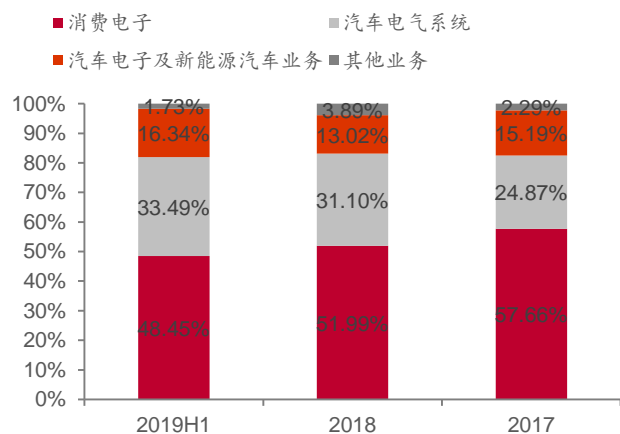
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 研发费用持续增加 (亿元)



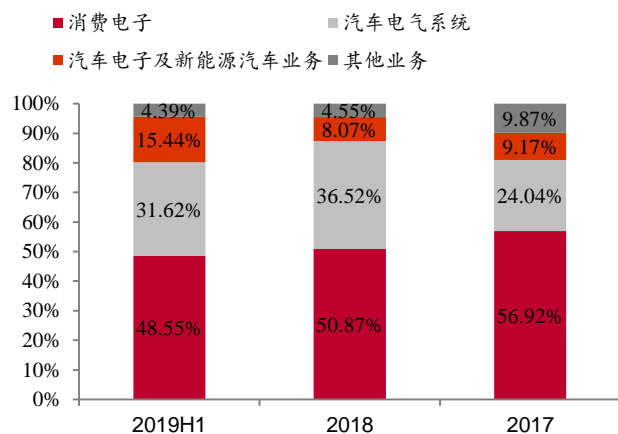
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 公司营收结构



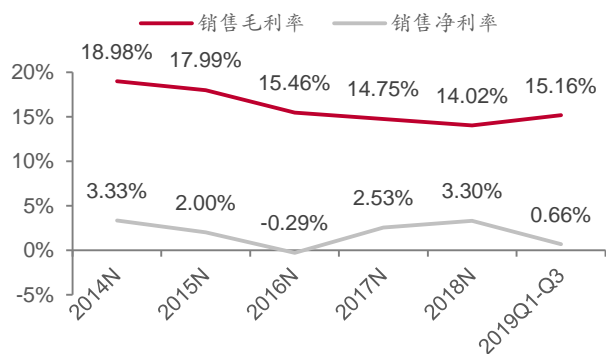
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 公司毛利结构

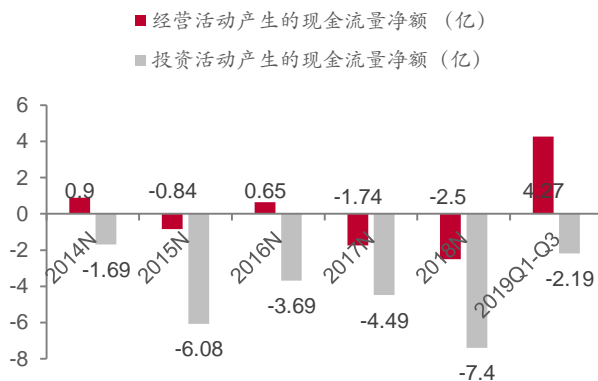


来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- 持续加强研发投入，研发费用稳步攀升。**公司研发费用 2018 年达到 1.87 亿元，同比增长 30.31%。公司持续加大研发投入力度，加强新能源汽车产品与高端精密连接器产品的研发投入，加大自动化生产和精密工艺研究投入，同时加大在工艺改善方面的研发投入，提升低成本全自动或半自动柔性批量生产能力。
- 现金流量好转，经营现金流扭负为正。**公司 2019 年前三季度经营活动产生的流量净额为 4.27 亿元，扭转连续两年净额为负的局面，得益于公司支付的贷款及其他费用减少。公司仍处于产能扩张期，持续增加设备投入、投资建设及研发中心、厂房建设工程等，2018-2019 年前三季度投资活动现金流量净额分别为-7.4/-2.2 亿元。
- 2019 年计提商誉和坏账准备，2020 年将轻装上阵。**公司预计 2019 年全年归母净亏损 4.8 亿-5.9 亿元，相比去年同期 2.61 亿出现较大亏损，主要原因系：1) 受到 2019 年汽车行业整体景气度影响，公司部分汽车行业客户坏账风险加大；2) 由于收购的子公司业绩未达标，公司计提一定商誉和无形资产减值损失，合计计提减值损失约 6.9 亿元。
- 2020 年或迎业绩拐点。**2020 年公司车载充电机业务有望实现放量，助力子公司 Meta 美达实现盈利，同时柳州双飞和科世得润等子公司业绩稳步发展，在 2019 年公司计提大量减值损失的情况下，2020 年公司将轻装上阵，业绩迎来向上拐点。

图表 8：销售毛利率及净利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：2019 经营现金流扭负为正


来源：公司公告，中泰证券研究所

2、新能源汽车业务：定位欧洲市场，放量可期

2.1 行业：欧洲电动车市场高增，国内外有望迎来共振

- **海外电动车放量元年，政策与消费共振。**当前新能源汽车从购置成本上与传统燃油车相比尚不具备经济性，但从全生命周期成本看电动车已经与燃油车平价。目前国内外新能源汽车的发展，短期仍将是政策未主要驱动力，并逐步向消费驱动转变。

- **政策实施严苛碳排放法规，电动车望大幅增长。**

欧洲碳排放方案欧洲 2020 年 1 月 1 日起正式实施超严碳排放新法规，倒逼车企加速推动电动车。

1) 2021 年乘用车 CO2 排放量减少到 95g/km, 轻型商用车为 147g/km;

2) 2020 年汽车制造商 95% 最低排放的新车要求达到 2021 标准;

3) 2025/2030 年起分别较 2021 年降低 15%/37.5%; 2030 年轻型商用车较 2021 年降低 31%。

超排罚款标准趋严，车企面临巨额罚款：2019 年起按照此前最高档标准的 95 欧元/g 进行罚款；而在 2018 年及之前旧罚款标准：超出的首克/公里为 5 欧元；第二克/公里 15 欧元；第三克/公里 25 欧元；随后每克/公里 95 欧元。在 2018 年实际排放水平下，车企均面临巨额罚款。

1) 欧美车系：大众\PSA，需缴 91.86\53.91 亿欧元；

2) 豪华品牌：戴姆勒\宝马，需缴 30.4\33.5 亿欧元。

经过我们测算，在完全满足欧洲碳排放法规下，欧洲电动车销量 20/21 年分别为 97 万/143 万，YOY+130%/49%；

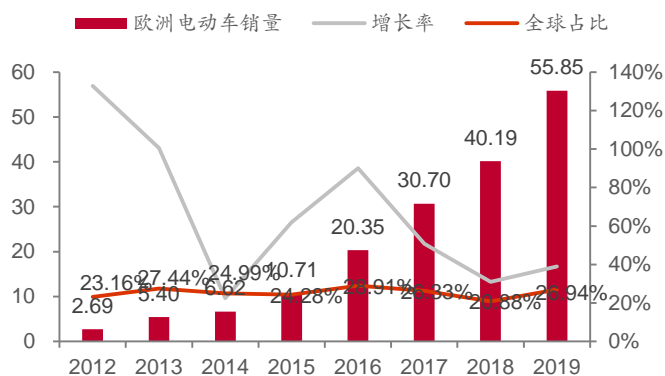
图表 10：车载充电机市场空间（亿元）

年份 车企/万辆	2020		2021		2021 年同比
	电动车	占交付比例	电动车	占交付比例	
大众	22.34	6.1%	33.61	9.2%	50%
PSA	14.22	5.8%	21.05	8.6%	48%
雷诺	9.68	6.0%	13.74	8.5%	42%
宝马	7.65	7.5%	10.98	10.8%	44%
现代起亚	8.51	8.4%	11.61	11.5%	36%
福特	4.84	4.9%	7.78	7.8%	61%
FCA (含 TSLA)	9.12	9.5%	12.74	13.3%	40%
戴姆勒	8.44	9.0%	11.95	12.7%	42%
丰田	1.77	2.4%	5	6.8%	182%
日产	4.91	7.8%	6.34	10.1%	29%
沃尔沃	2.12	6.7%	3.06	9.6%	44%
其他	3		6		100%
欧盟合计	96.6	6.7%	143.86	10.1%	49%

来源：GGII, Markline, 中汽协等, 中泰证券研究所预测

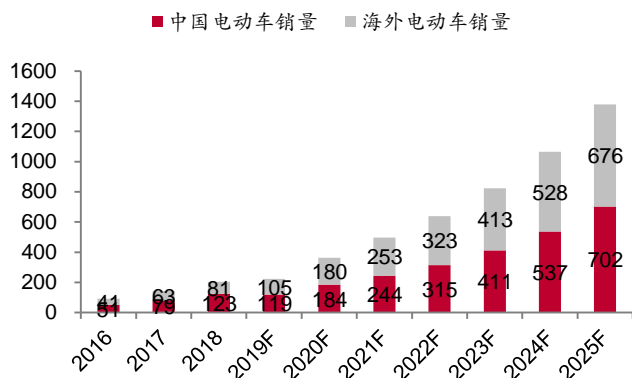
- **国内市场：即将进入后补贴时代，未来将主要由双积分政策驱动增长。**同时国家制定了《2021-2035 年新能源汽车规划》，规划 2025 年新能源汽车销量占比 25%，我们预计国内电动车销量有望达到 600-700 万辆。

图表 11: 欧洲 2019 年电动车销量再创新高 (万辆)



来源: EV Sales, 中泰证券研究所预测

图表 12: 全球新能源汽车市场预期 (万辆)



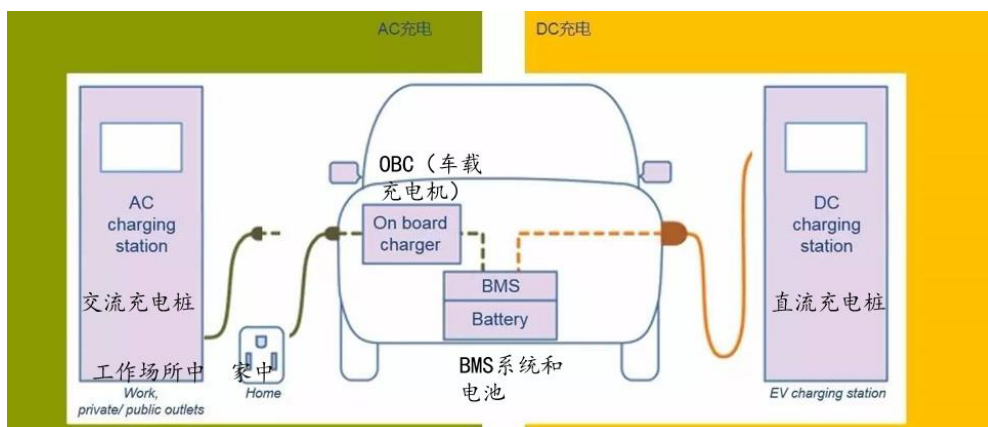
来源: GGII, Markline, 中汽协等, 中泰证券研究所预测

2.2 车载充电机: 新能源汽车成长空间广阔

- 充电机: 1) 结构:** 车载充电机 (OBC) 由功率因数校正 (PFC)、DC-DC 转换器、次级整流、辅助电源、控制及驱动电路等联级组成, 作为新能源汽车电气系统的一部分, 被固定在底盘上, 其输入端以标准充电接口的形式固定在车体上, 用于连接外部电源, 其输出端直接连接动力电池。

2) 作用: OBC 作为交流充电中起到交直流转换的器件, 依据电池管理系统 (BMS) 提供的数据, 能动态调节充电电流或电压参数, 执行相应的动作, 完成为新能源汽车动力电池供电。
- 车载充电机行业经营模式灵活多样。** 目前新能源汽车 OBC 行业主要经营模式有两类: 一是第三方 OBC 生产商, 研发能力较强, 代表企业包括台达电子、联合电子、美达电器、欣锐科技等; 二是车企外购 OBC 再集成, 如吉利等车企; 三是车企自行开发自产自销, 代表企业有比亚迪。目前大部分车企 OBC 为外购。

图表 13: 车载充电机是 AC 充电中必不可少的器件

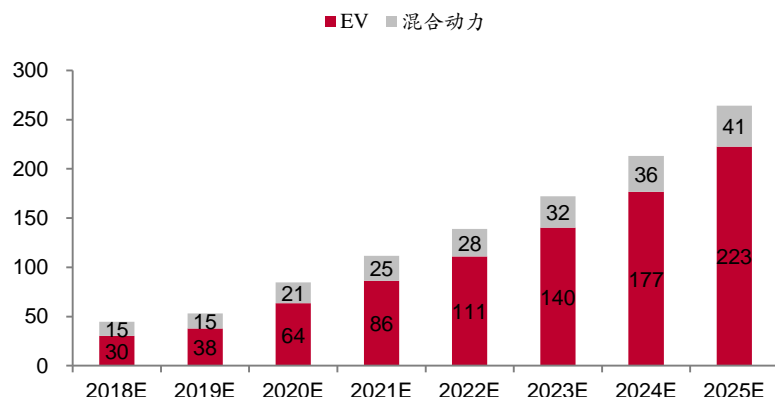


来源: 意法半导体, 中泰证券研究所

- 车载充电机市场空间在 2025 年有望达到 250 亿元。** 在全球新能源汽车渗透率不断提升下, 根据我们预测, 2025 年全球新能源汽车销量有望达 1300 万辆 (具体销量预测请参考 2020 年策略报告), 考虑乘用车 OBC 充电机单价, 其中对于乘用车车载充电机 OBC 市场空间预计将达到 250

亿元，行业市场空间广阔。

图表 14: 车载充电机市场空间 (亿元)



来源: GGII, Markline, 中汽协等, 中泰证券研究所预测

2.3 收购美达，涉足汽车电子和新能源汽车业务

- 美达：深耕汽车业务，掌握供货全球领先车企的资质。**2015年3月以5682万欧元收购意大利汽车电子企业 Meta System S.p.A.(意大利美达电子有限公司)60%股权，收购完成后，公司持有美达60%股权，Meta-Fin S.p.A.持有40%股权，公司成为美达控股公司。意大利美达 Meta 成立于1973年，主营汽车电子和新能源汽车业务，在新能源汽车蓬勃发展之时专注于 OBC 业务，主要客户为欧洲中高端的汽车整车厂，包括宝马、保时捷、大众、标致雪铁龙集团 (PSA) 等，以及部分一线汽车零部件供应商，包括电装等。借助美达现有平台，公司成功进入欧洲主流的汽车电子与核心零部件供应市场，建立了向全球市场供货的能力和业务平台。同时，通过双方优势资源的优化整合与共享，公司能够将美达现有成熟的产品和服务应用于中国市场。

图表 15: 美达在车载充电领域优势显著

美达在车载充电领域的优势	
可实现多种功率转换	1. HVAC/HVDC 转换器 (OBC) 提供交流转直流对电池充电 2. HVDC/HVLV (DC/DC) 转换器将低电池电压转换为 12V/48V 车载电压 3. DC 快速充电器提供直流快速充电功能
安全性高	1. 高压安全性: 符合国际标准 (ISO17409, ISO6469-3) 2. 功能安全: 符合 ISO26262 对于道路车辆的要求
效率高	综合考虑成本、空间、重量、牢固性, 采用尽可能高效率的充电器以减少充电时间
功率密度高	采用液体冷却而非传统空气冷却, 确保电气系统和冷却系统完全隔离, 同时保证电气组件良好热连接, 实现小体积下高功率密度

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 掌握高功率充电机技术，实现充电机业务海外市场引领。**随着 EV 车辆续航里程的提升，动力电池技术的不断发展，电池电量普遍大幅提高，传统的 3.3kW 和 6.6kW 车载充电机功率已不能满足当下纯电动汽车的慢充 (6~8h) 的需求了，车载充电机功率扩容势在必行。由于受限于车

辆配重、空间以及成本制约，高功率充电技术目前掌握在少数公司手中。美达 OBC 产品符合欧洲、亚洲和美国电网的要求，成本、质量和体积已降至极低标准，同时功率涵盖 3.6kw 至 22kw 以上，适配 400-800V HVDC，具有明显技术优势。在高功率领域，美达拥有目前全球唯一量产的大功率 22KW 车载充电机，拥有独特的快充技术。

- **在手订单充足，公司未来业绩的爆发点。**美达目前主要定位于欧洲市场，已实现全球国际车企供货，包括宝马、大众、保时捷、PSA 及东风、吉利等国内外重要客户，同时 2019 年下半年开始为保时捷 Taycan、宝马 Mini Cooper 电动车量产做好准备，国内客户供应较少，主要与东风、吉利等合作。

图表 16: 美达合作客户广泛，车载充电机获多家车企定点

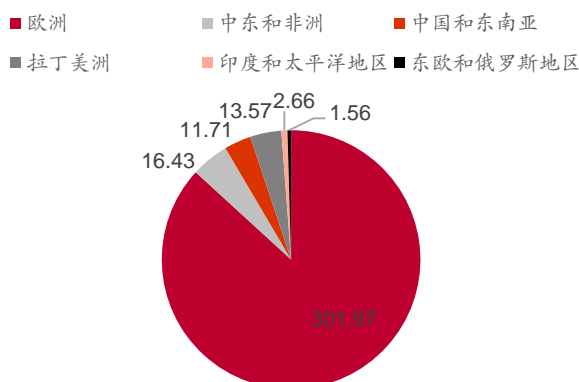
时间	合作方	车载充电机应用车型
收购前	宝马集团	宝马 i3
2016.02	PSA	新一代纯电动及混合动力车型
2016.07	东风集团	东风风神 A60 纯电动型
2017.02	一汽大众、上汽大众	大众 MQB 平台混合动力 PHEV 和纯电动 BEV 车型
2017.06	保时捷	保时捷 Mission E (22KW 功率)
2017.06	东风集团、神龙汽车、PSA	三者联合开发的“电动版共用模块化平台 (eCMP)”项目
2017.11	宝马集团	宝马 MINI Cooper
-	吉利汽车	新能源汽车
2019.09	保时捷	保时捷 Taycan

来源：公司互动平台，公司公告，中泰证券研究所

- **PSA 深入推进电气化布局，欧洲严格碳排放法案下，明年电动化预期加速放量。**公司主要客户 PSA 在电动化路上继续深入，2019 年 7 月 PSA 集团宣布到 2021 年初将推出 15 款电动化车型，到 2025 年核心车型实现 100% 电动化覆盖，根据计划，PSA 将基于 EMP2、CMP 两大多能源平台打造电动车型。因不满足排放法规可能面临的 53.91 亿欧元的天价罚款下，预计 PSA 2020 年和 2021 年符合新排放法规的电动车销量分别达到 14 和 21 万，2022 年达到 90 万辆新能源车销量。

PSA 与菲亚特克莱斯勒 (FCA) 携手: 2019 年 11 月 PSA 和 FCA 官方宣布建立一家 50:50 的合资公司，来实现彼此业务上的合并，充分发挥规模协同效应，整合各自优势市场。预计 2020 年和 2021 年 FCA (含特斯拉) 同样需要销售符合新排放法规的电动车分别达到 9 和 13 万来避免罚款，这对于 2018 年电动车销量占比仅 2% 的 FCA 同样是不小的挑战。

图表 17: PSA 汽车主要销往欧洲各国 (万辆)



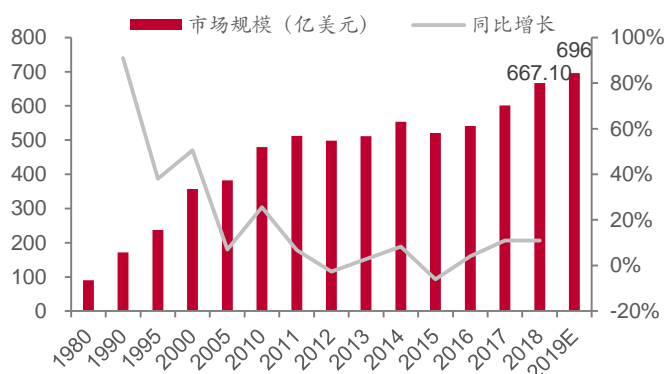
来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **扩产计划有序进行, 产能释放加速。**美达电器在重庆璧山设立生产基地, 总规划产能 100 万只车载充电机 (公司公告), 未来主要面向中国和欧洲市场, 极大提高了公司车载充电机产能, 同时由于重庆璧山生产基地, 在管理费用, 生产环节中的人工费用、能源成本、设备成本层面低于欧洲, 且产能规模更大, 预计重庆工厂成本将低于欧洲区域, 盈利能力有望提升。2018 年 3 月份, 美达自主研发与生产的新能源车载充电机正式在得润电子重庆工业园成功下线。目前第一期已建成 (30 万套), 主要将承载 PSA 等厂商的订单, 二期工程正在建设。
- **发展: 引入国资, 助力美达发展。**2019 年 6 月公司全资子公司得润欧洲以 1620 万欧元将所持有的美达 6% 股权转让给港荣集团, 同时港荣集团向美达增资 7626 万欧元, 获得增资后美达 22.02% 股权, 此次转让后, 得润欧洲持有美达的股权由 51.00% 下降至 35.09%, 但得润欧洲仍为美达的控股股东。港荣集团为宜宾市国有资本, 增资美达将给美达带来更好的发展机会。

3、电子连接器国产渗透率低, 国产化潜力大

3.1 电子连接器迎来新一轮快速发展

- **全球连接器市场规模不断扩大, TTI 预测 2019 年全球市场规模达到 696 亿美元。**连接器起着连接两个有源器件的器件, 传输电流或信号的作用, 广泛应用于计算机、汽车、通信、工业、消费等领域。2018 年全球连接器规模已增至 667.10 亿美元, 同比增长 10.97%。在 2015 年陷入负增长后, 连接器从 2016 年得益于汽车、通讯、消费电子、计算机相关产业的蓬勃发展, 开始迎来新一轮增长, 连续 2017 年、2018 年同比增长超过 10%, 步入两位数高速增长期, 具有极大的发展潜力。**分地区看, 中国是最大的连接器市场, 2018 年规模达到 209 亿美元。**

图表 18: 预计 2019 年全球市场达到 696 亿美元


来源: TTI, 中泰证券研究所

图表 19: 2018 年连接器市场和 TOP10 厂商收入

地区	市场 (亿美元)	厂商	销售额 (亿美元)
北美	139	TE Connectivity	103.04
欧洲	141	Amphenol	75.68
日本	51	Molex	55.58
中国	209	Aptiv	32.39
亚洲	97	Foxconn(FIT)	31.95
其他	31	立讯精密	27.17
合计	667	Yazaki	26.92
		JAE	19.47
		J.S.T	14.75
		Rosenberger	12.14
		其他	268.01

来源: TTI, 中泰证券研究所

- 行业集中度提高, 中国市场竞争激烈。**根据 TTI 统计数据, 全球 TOP10 连接器厂商整体市占率从 1980 年 38.0% 提升至 2018 年 59.8%, 强者恒强的竞争格局难以打破。全球前四大厂商 TE Connectivity, Amphenol, Molex, Aptiv 均为美国公司, 2018 年中国厂商立讯精密位列第六, 连接器销售额 27.17 亿美元。除中国厂商外, 包括前四大厂商在内的全球连接器厂商同样在中国区开展业务。

3.2 公司是中国连接器市场为数不多的强有力竞争者

- 中国前三大具有国际竞争力的连接器厂商。**2018 年公司是除立讯精密和中航光电外唯一在全球连接器市场 TOP50 中有竞争力的公司。对比海内外连接器生产商的各自优势领域, 前三大厂商 TE Connectivity, Amphenol, Molex 在几乎所有领域均很强势, 国内厂商除立讯精密外, 中航光电侧重军事和通信数据设备, 得润电子侧重计算机、商业零售教育领域。2018 年公司在中国连接器厂商销售额排名第三, 在计算机及其周边设备的连接器领域尤为突出, 2018 年排名全球第五。在巨大的中国连接器市场, 目前公司占比不高, 仍有极大的提升空间。

图表 20: 对比国内外在连接器细分领域占有优势的公司 (★代表优势)

	消费电子	交通运输设备	军事	通信数据设备	计算机及其周边设备	商业零售教育	仪器设备	医疗设备	工业设备	汽车设备
TE Connectivity	★	★	★	★		★	★	★	★	★
Amphenol	★	★	★	★	★		★	★	★	★
Molex	★	★		★	★	★	★	★	★	
立讯精密	★			★	★	★	★	★		
中航光电			★	★						
得润电子					★	★				

来源: TTI, 中泰证券研究所

- **5G 将推动高速传输连接器成为主流。**随着 5G 相关科技的发展，用户对高速传输、图像传输等的要求增加，公司在高速传输上长期积累的优势得以凸显，用于家电和消费类电子的 Type C、CPU、DDR 等连接器产品将使公司仍然具有很强的竞争力。
- **未来将聚焦主业，非主业将整合剥离。**公司在 2019 年通过剥离与处置长期亏损及低效率企业，专注连接器、战略发展新能源汽车业务。根据公告，公司目前已相继剥离长春得润轨道科技有限公司、深圳前海衡晟商业保理有限公司、恒盛得润供应链有限公司等，聚焦继续巩固主营业务的发展。

3.3 汽车电气业务增长势头迅猛

- **汽车电气业务有望进一步为公司带来利润。**汽车电气线束主要包括线缆和连接器，以及附属固定与保护的部件。公司 2018 年汽车电气业务营收 23.19 亿，同比增长 59.38%，是所有主营业务中增速最快的业务。截至 2019H1，公司汽车电气业务营收占比总营收 33.49%，规模持续扩大。
- **收购柳州双飞，推进在汽车电气领域布局。**公司在 2016 年 11 月收购柳州双飞汽车电器配件制造有限公司 60% 股权，柳州双飞主要产品为仪表板线束、发动机线束等多种汽车内主副线束，巩固和拓展了汽车连接器及线束产品线。根据柳州双飞 2017 年和 2018 年的业绩承诺(2017/2018 年扣非归母净利润分别为 1.2 亿/1.4 亿)，目前均已超额完成业绩承诺。

图表 21: 柳州双飞 2017 和 2018 年均实现业绩承诺 (万元)



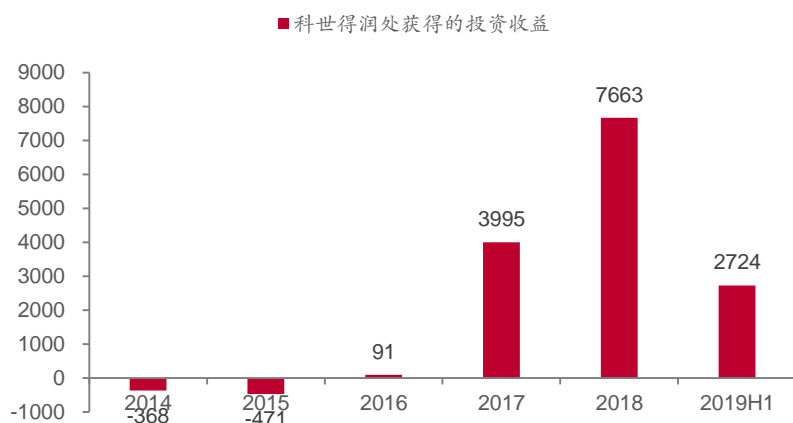
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- **科世得润扭亏为盈，公司未来业绩有保障。**2012 年公司和德国 KROSCHU 合资成立广东科世得润汽车部件有限公司，公司出资 45 万欧元持股 45%。科世得润主营业务包括开发、生产经营汽车整车线束产品、汽车连接器、汽车配件等。科世得润经历 2016 年业绩反转和 2017 年利润骤增，2018 年已为公司带来 7663 万的投资收益，同比高增 91.82%，截至 2019H1，公司已获得 2724 万投资收益，同比有所减少

11.70%，主要原因系 2019 年汽车行业整体低迷。

- **深度绑定一汽-大众，优质客户开拓助阵营收增长。**科世得润从 2012 年起开启了与一汽-大众的合作，其作为一汽大众的核心供应商，公司已成为旗下 MEB 平台和多款车型（VW216、VW416、VW316/7、奥迪 B9、捷达等）整车或部分结构的电气线束系统供应商，供应包括高压线束和低压线束。公司目前订单饱满，其于互动平台披露与一汽大众合作项目在生命周期产量将超过 260 万辆，计划于 2020 年量产，预计生命周期内产品销售额将超过 41 亿元。2019 年科世得润荣获一汽-大众年度卓越合作伙伴奖项，继续深化与一汽-大众的合作。同时，公司持续拓展高端汽车厂商客户，成功进入沃尔沃的供应链。

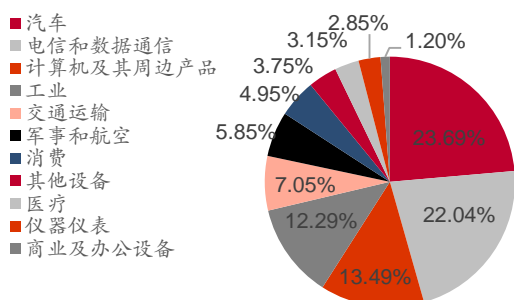
图表 22：科世得润 2016 年扭亏为盈后盈利能力大幅加强（万元）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

- **汽车连接器或是公司未来另一盈利点。**汽车已成为连接器最大细分市场，且市场规模增长迅速，据 TIIT，2018 年全球连接器市场中，汽车领域市场 158 亿美元，占比 23.69%为所有领域首位，同时 TTI 预计该领域市场 2019 年能达到 165 亿美元，将超过整体市场规模的增速。随着新能源汽车的推广，目前以及未来几年汽车连接器将会在连接器市场中扮演关键角色。

图表 23：2018 年汽车连接器占比 23.69%



来源：TTI，中泰证券研究所

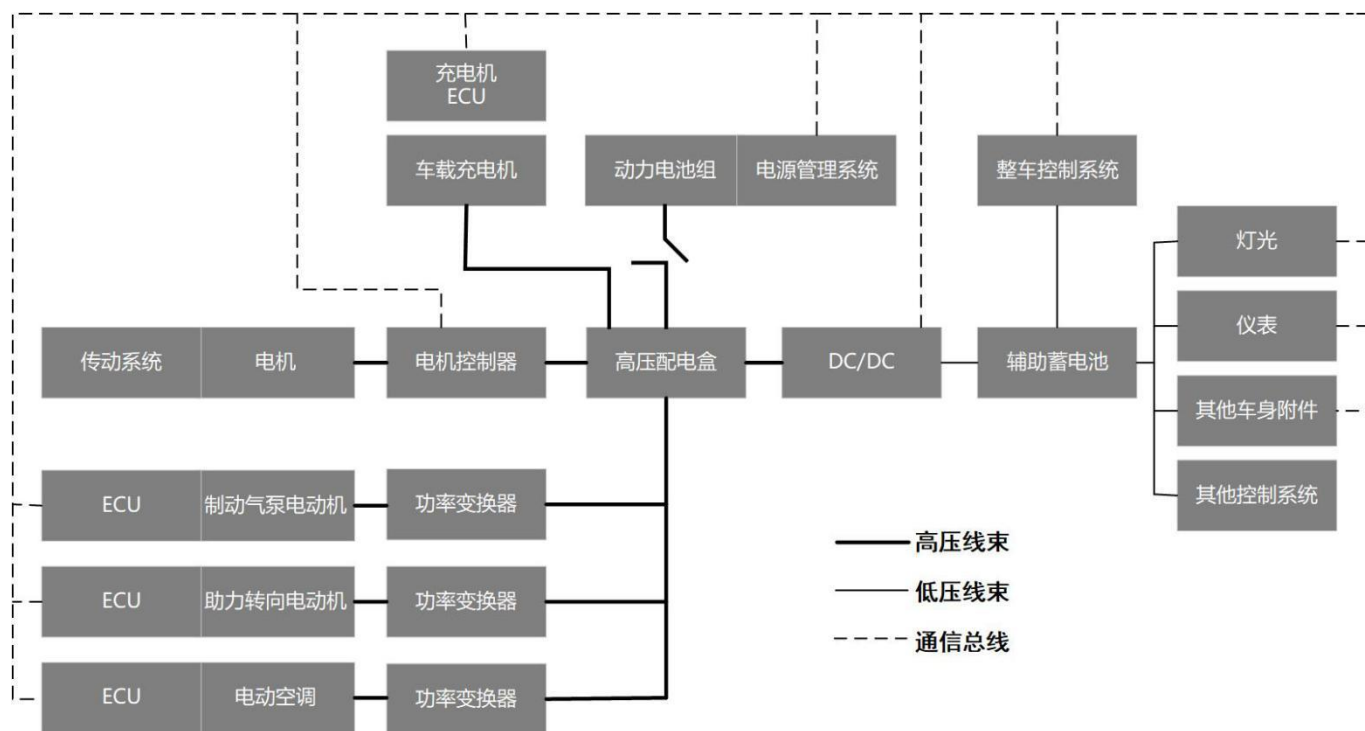
图表 24：公司在细分领域竞争优势

2018 按销售额排名	计算机及其周边产品	商业、零售、教育
1	Foxconn (FIT)	Molex
2	Molex	TE Connectivity
3	立讯精密	J. S. T
4	Amphenol	Foxconn (FIT)
5	得润电子	Fujikura/DDK
6	LOTES	立讯精密
7	Foxlink	Hirose
8	Corning	Sumitomo
9	JAE	得润电子
10	Hirose	IRISO

来源：TTI，中泰证券研究所

- **迎来机遇：从普通低压汽车线束向新能源汽车高压线束转型。**在传统车转变为电动车的背景下，汽车电源回路的电压等级、结构、器件连接方式等均发生了显著改变。传统汽车电源系统主要由蓄电池、点火开关、发电机、调节器和充电指示灯等组成，使用直流电，电压一般为 12V。电动车电源系统主要由充电桩、OBC&DC-DC、电池、电机&电控等组成，涵盖交流/直流电，电压等级横跨 12V-高压（400-600V），且未来会进一步上升（如：大众 PPE 平台 800V，采埃孚纯电平台 800V）。
- **高压线束技术门槛较高，公司有着独特技术优势。**在新能源乘用车领域，高压线束作为电动汽车上动力输出的主要载体，其标准相比传统汽车有了很大的提高。由于新能源乘用车工作电压范围从传统汽车的 12V 提升到 400V~600V，工作电流的范围提高到 50A~300A 甚至更高，对线束的质量和精度提出了更高的要求，**从成本来看**，高压线束成本较高体现在需要选择耐高温、密封性好、柔韧性好、屏蔽和防水性好等材料上；**从技术来看**，使用寿命长、载流能力强、高防触电保护标准、防止电磁干扰等方面需要技术积淀。同时新能源汽车中整车高压线束一般售价为 2500-5000 左右，毛利较低压线束相对较高。公司作为大众 MEB 平台高压线束的国内核心供应商，在高压线束上掌握核心技术优势，未来有望受益于大众 MEB 平台国内放量。

图表 25：电动汽车电气系统构成，高压线束是电动汽车重要一环



来源：公开资料，中泰证券研究所

4、投资建议与盈利预测

■ 盈利预测假设:

- 1) **新能源汽车车载充电机业务:** 欧洲于 2020 年实施严苛碳排放法规, 车企面临巨额罚款, 欧洲市场电动车业务加速。公司子公司 META 深耕新能源汽车充电机业务, 主要客户为欧洲中高端的汽车整车厂, 包括宝马、保时捷、大众、标致雪铁龙集团 (PSA) 等, 将显著受益下游客户放量。目前公司重庆工厂规划 100 万台充电机产能, 目前 1 期项目已批量投产, 预计 2020 年充电机业务出货量有望达 38 万台 (含意大利工厂), 未来随着产能释放, 将保持高增长。
- 2) **汽车电气系统业务:** 新能源汽车大势所趋, 高压线速需求大幅增长。公司是大众 MEB 平台供应商, 未来订单有望逐步放量。
- 3) **消费类电子连接器业务:** 消费类下游需求稳健, 保持稳定增长。

图表 26: 公司收入预测拆分

报告期 (单位: 亿元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
总收入	74.5	74.8	102.0	124.0	152.8
总成本	64.1	63.5	84.7	103.5	127.2
毛利率	14.02%	15.16%	16.94%	16.55%	16.77%
YOY	27.40%	0.35%	36.35%	21.58%	23.24%
消费电子					
收入	38.75	38.76	44.19	51.26	59.46
YOY	15%	0%	14%	16%	16%
毛利率(%)	13.7%	15.81%	16%	15%	15%
业务收入比例(%)	52.0%	51.8%	43.3%	41.3%	38.9%
汽车电气系统					
收入	23.19	21.79	31.60	44.24	59.73
YOY	59%	-6%	45%	40%	35%
毛利率(%)	16.5%	16%	16%	16%	16%
业务收入比例(%)	31%	29%	31%	36%	39%
汽车电子及新能源汽车业务					
收入	9.70	11.52	23.20	25.20	30.00
YOY	9%	19%	101%	9%	19%
毛利率(%)	8.7%	11.1%	20.1%	20.7%	21.9%
业务收入比例(%)	13%	15%	23%	20%	20%
其中-新能源充电机业务					
收入	1.70	3.52	15.2	17.2	22
销量		8.8	38	43	55
单价		4000	4000	4000	4000
毛利率	21%	25%	28%	28%	28%
业务收入比例(%)	2%	5%	15%	14%	14%
其他业务					
收入	2.90	2.73	3.00	3.30	3.63
YOY	117%	-6%	10%	10%	10%
毛利率(%)	16%	16%	16%	16%	16%
业务收入比例(%)	4%	4%	3%	3%	2%

来源: wind 一致预期, 中泰证券研究所

- 投资建议：**公司聚焦连接器，消费电子增长稳健，新能源充电机瞄准欧洲市场，供应 PSA、宝马等国际一线车企，将受益于欧洲市场放量，同时汽车电子业务稳健，高压线束已成为大众 MEB 平台核心供应商，放量可期。我们预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为：4.36/5.51 亿元，对应估值 15/12 倍，首次覆盖，给予增持评级

图表 27：可比公司估值（股价截止日期：2020.3.18）

可比上市公司		市值 /亿元	股价 元/股	EPS				PE			
代码	简称			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002475.SZ	立讯精密	2001.60	37.66	0.66	0.88	0.94	1.20	57	43	40	31
002851.SZ	麦格米特	100.23	22.34	0.72	0.78	0.97	1.24	31	29	23	18
002179.SZ	中航光电	387.85	36.68	1.22	1.03	1.39	1.68	30	36	26	22
300124.SZ	汇川技术	435.69	25.27	0.71	0.64	1.01	1.28	36	39	25	20
002055.SZ	得润电子	63.37	13.72	0.55	-1.22	0.88	0.91	1.15	25	-	15
平均值									36	37	26

来源：wind 一致预期，中泰证券研究所

5、风险提示

- 下游需求不及预期风险：**汽车行业易受宏观经济、政策等因素影响而出现较大幅度波动，作为汽车电子电气设备提供商，公司的盈利水平会受到影响。同时下游需求不足，将导致新能源汽车销量不及预期，公司车载充电机业务同样会被影响。
- 行业竞争加剧风险：**电子连接器行业属于市场化程度较高、竞争较为激烈的行业。市场竞争的加剧可能导致产品价格的大幅波动，进而影响公司的市场占有率，公司业绩将可能受到不利影响。
- 下游客户开拓不及预期风险：**随着欧洲碳排放法规实施在即，我们预计公司下游将迎来更多新能源汽车客户，但是客户开拓受到公司自身、政策变动、客户选择等诸多因素影响，如果进展不顺利公司业绩可能不及预期。
- 产能释放不及预期风险：**公司美达重庆工厂一期年产 100 万只车载充电机已建成投产，尚处于产能爬坡阶段，二期在建，如果最终没有达到规划产能，公司盈利水平将受到影响。
- 汇率波动风险：**汇率随着国内外政治、经济环境的变化而波动，受公司海外业务所在地汇率波动、人民币汇改等因素影响。公司新能源汽车业务增量主要来自欧洲地区，汇率波动幅度过大会影响公司业绩。

图表 28: 公司财务预测 (百万元)

2020年3月19日											
利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,851.0	7,454.1	7,480.0	10,198.7	12,399.7	成长性					
减: 营业成本	4,987.9	6,408.7	6,345.8	8,471.3	10,347.4	营业收入增长率	27.7%	27.4%	0.3%	36.3%	21.6%
营业税费	32.7	40.6	32.6	52.3	61.7	营业利润增长率	-343.5%	70.1%	-103.3%	6052.1%	28.1%
销售费用	147.2	185.7	194.5	265.2	301.3	净利润增长率	351.9%	49.4%	-102.9%	5869.1%	26.2%
管理费用	532.7	475.4	712.1	872.0	1,029.2	EBITDA增长率	73.0%	94.6%	-37.7%	87.4%	14.7%
财务费用	118.7	173.7	229.4	178.5	172.2	EBIT增长率	371.9%	173.2%	-60.5%	202.0%	19.7%
资产减值损失	20.6	100.2	8.0	10.0	11.0	NOPLAT增长率	378.5%	62.3%	-48.0%	184.3%	18.4%
加: 公允价值变动收益	-8.2	1.0	-0.9	-	-	投资资本增长率	54.9%	24.2%	-9.2%	-13.2%	9.9%
投资和汇兑收益	83.0	314.7	35.0	140.0	150.0	净资产增长率	61.7%	9.3%	2.3%	12.5%	14.0%
营业利润	148.3	252.3	-8.2	489.4	627.0	利润率					
加: 营业外净收支	2.7	-5.5	-2.6	-0.0	-2.7	毛利率	14.8%	14.0%	15.2%	16.9%	16.6%
利润总额	151.0	246.8	-10.8	489.3	624.2	营业利润率	2.5%	3.4%	-0.1%	4.8%	5.1%
减: 所得税	3.0	0.8	-0.0	29.4	43.7	净利润率	3.0%	3.5%	-0.1%	4.3%	4.4%
净利润	174.8	261.0	-7.6	436.9	551.5	EBITDA/营业收入	7.5%	11.4%	7.1%	9.7%	9.2%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	3.5%	7.5%	3.0%	6.5%	6.4%
货币资金	1,173.8	662.3	1,051.4	2,058.0	2,159.4	运营效率					
交易性金融资产	-	0.9	-	-	-	固定资产周转天数	59	55	55	35	23
应收账款	1,925.5	2,519.3	2,135.0	2,114.5	2,363.2	流动营业资本周转天数	119	132	138	87	74
应收票据	1,659.6	1,359.1	1,342.0	1,207.7	1,754.5	流动资产周转天数	363	326	329	268	259
预付账款	133.4	114.8	104.2	205.0	173.6	应收账款周转天数	108	107	112	75	65
存货	1,682.4	1,794.7	2,083.3	2,387.7	2,901.0	存货周转天数	89	84	93	79	77
其他流动资产	227.7	237.0	256.0	240.2	244.4	总资产周转天数	512	477	492	380	345
可供出售金融资产	86.0	108.2	58.1	58.1	58.1	投资资本周转天数	202	216	227	148	119
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	97.7	276.3	338.2	373.2	393.2	ROE	7.3%	9.7%	-0.3%	13.9%	15.3%
投资性房地产	28.3	22.9	18.8	18.8	18.8	ROA	1.5%	2.4%	-0.1%	4.1%	4.7%
固定资产	1,045.7	1,213.7	1,068.7	891.9	705.5	ROIC	10.2%	10.6%	4.5%	14.0%	19.0%
在建工程	181.4	146.7	199.7	244.7	274.7	费用率					
无形资产	516.9	735.0	708.5	665.7	607.8	销售费用率	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	2.4%
其他非流动资产	829.1	972.0	905.3	821.7	809.3	管理费用率	9.1%	6.4%	9.5%	8.6%	8.3%
资产总额	9,587.3	10,163.0	10,269.3	11,287.3	12,463.5	财务费用率	2.0%	2.3%	3.1%	1.8%	1.4%
短期债务	2,250.0	2,857.9	2,600.0	2,600.0	2,600.0	三费/营业收入	13.6%	11.2%	15.2%	12.9%	12.1%
应付账款	2,351.2	2,287.7	2,540.2	3,013.2	3,655.5	偿债能力					
应付票据	623.1	478.8	508.3	715.3	721.8	资产负债率	70.6%	69.6%	69.3%	68.5%	67.5%
其他流动负债	389.2	408.4	445.0	440.4	430.4	负债权益比	239.7%	229.3%	225.3%	217.9%	207.8%
长期借款	362.3	69.8	60.0	60.0	60.0	流动比率	1.21	1.11	1.14	1.21	1.30
其他非流动负债	789.0	974.3	959.2	907.5	947.0	速动比率	0.91	0.81	0.80	0.86	0.90
负债总额	6,764.8	7,076.9	7,112.7	7,736.4	8,414.7	利息保障倍数	1.72	3.22	0.96	3.74	4.64
少数股东权益	431.6	389.5	386.3	409.3	438.3	分红指标					
股本	467.1	479.7	479.7	479.7	479.7	DPS(元)	0.05	0.06	-	0.14	0.17
留存收益	1,966.3	2,348.2	2,290.6	2,662.0	3,130.8	分红比率	13.4%	11.0%	0.0%	15.0%	15.0%
股东权益	2,822.6	3,086.1	3,156.5	3,550.9	4,048.8	股息收益率	0.4%	0.4%	0.0%	1.0%	1.3%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	148.0	246.0	-7.6	436.9	551.5	EPS(元)	0.36	0.54	-0.02	0.91	1.15
加: 折旧和摊销	257.4	317.8	308.5	324.5	339.4	BVPS(元)	4.98	5.62	5.78	6.55	7.53
资产减值准备	20.6	100.2	-	-	-	PE(X)	37.3	25.0	-860.1	14.9	11.8
公允价值变动损失	8.2	-1.0	-0.9	-	-	PB(X)	2.7	2.4	2.4	2.1	1.8
财务费用	150.8	182.2	229.4	178.5	172.2	P/FCF	-9.2	-18.4	26.0	6.5	40.1
投资收益	-83.0	-314.7	-35.0	-140.0	-150.0	P/S	1.1	0.9	0.9	0.6	0.5
少数股东损益	-26.8	-15.1	-3.2	23.0	29.0	EV/EBITDA	25.5	8.1	15.6	7.3	6.3
营运资金的变动	-607.9	-719.6	344.7	466.5	-606.7	CAGR(%)	45.9%	33.1%	-7.0%	45.9%	33.1%
经营活动产生现金	-174.1	-250.3	835.9	1,289.4	335.4	PEG	0.8	0.8	122.3	0.3	0.4
投资活动产生现金	-449.0	-740.2	-99.4	-10.3	24.7	ROIC/WACC	1.1	1.1	0.5	1.5	2.0
融资活动产生现金	709.4	294.4	-347.4	-272.6	-258.7	REP	2.6	1.2	3.8	1.2	0.8

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。