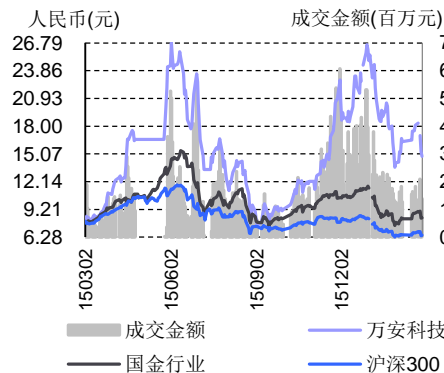


市场价格(人民币)：14.81元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	361.65
总市值(百万元)	7,103.57
年内股价最高最低(元)	26.80/7.50
沪深300指数	2948.03
深证成指	9573.70



1. 《智能汽车系列深度报告一：2016年CES前瞻：颠覆汽车的盛宴》，2016.01.03
2. 《智能汽车系列深度报告二：产业倒逼政策放开 汽车智能化加速》，2016.01.19

崔琰

分析师 SAC 执业编号：S1130516020002
(8621) 60230251
cuiyan@gjzq.com.cn

智能汽车系列深度报告三： 万安科技：主业稳定增长 积极布局智能汽车

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.363	0.225	0.313	0.429
每股净资产(元)	5.53	3.58	3.90	6.29	6.81
每股经营性现金流(元)	0.24	0.41	0.52	0.36	0.68
市盈率(倍)	44.86	33.33	110.62	64.19	46.87
行业优化市盈率(倍)	13.42	21.74	38.41	32.03	32.03
净利润增长率(%)	201.86%	109.92%	24.09%	39.25%	36.95%
净资产收益率(%)	5.31%	10.14%	11.55%	7.52%	9.52%
总股本(百万股)	121.34	206.28	412.56	412.56	412.56

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内领先的汽车制动系统产品供应商，客户资源优质。**公司主营业务气压制动系统、液压制动系统、悬架系统、离合器操纵系统和铁铸件的营收占比分别为35%、25%、23%、13%、2% (2015H1)。公司凭借优质的产品，拥有国内主要商用车企及乘用车企等优质客户。
- **气压ABS进口替代进行时，底盘悬架模块化配套成趋势。**国内气压ABS自主品牌技术成熟，正在逐步实现进口替代；汽车底盘悬架将以系统化与模块化为配套趋势，以轻量化为行业发展方向。电动化、智能化、共享化是未来汽车行业发生变革的方向，智能汽车与新能源汽车将迎来高增长。
- **业绩增长主要来源于气压ABS与悬架系统。**凭借在重卡气压ABS上的技术优势与客户资源，公司有望获得政策强制安装轻卡气压ABS带来的市场份额。受益于小排量汽车购置税优惠政策，公司底盘悬架系统主要配套车型将继续保持热销，预计带动公司悬架系统营业收入持续实现高增长。
- **布局智能汽车，致力打造行业龙头。**公司出资2,000万元获得飞驰镁物22%的股权，牵手优质TSP服务供应商，通过共享优质客户资源，抢占市场先机，快速占领车联网前装市场。公司定增主要项目之一是ADAS、车联网等智能驾驶项目，结合自身ABS、EBS和ESC等技术，积极卡位智能汽车。
- **切入新能源汽车，享受行业红利。**公司出资512.8万元获得苏打网络22%的股权，切入新能源汽车分时租赁，打造下一代汽车出行方案；出资320万美元获得美国Evatran公司11.72%的股份，锁定无线充电高新技术，与苏打网络新能源汽车分时租赁形成协同合作。
- **定增8.45亿元打造智能汽车与新能源汽车巨头。**公司计划募集8.45亿元用于汽车电子、底盘模块化和智能驾驶；实际发行A股67,084,126股，发行价格12.60元/股，募集资金总额8.45亿元。

投资建议

- 公司是国内领先的汽车制动系统龙头，主业稳定增长，积极布局智能汽车与新能源汽车等领域，看好公司布局新兴业务的未来发展空间。不考虑外延，预估16-17年EPS分别为0.31、0.43元，首次给予“买入”评级。

风险

- 商用车行业持续低迷；公司新兴业务布局进展不及预期。

内容目录

1 公司概况：汽车制动系统领先供应商.....	4
1.1 公司简介：掌握汽车制动系统核心技术的民营企业.....	4
1.2 主营业务：气压制动系统与悬架系统是看点.....	4
2 行业分析：电动化、智能化是未来长期趋势.....	6
2.1 汽车制动系统：电子化程度逐渐加深.....	6
2.1.1 气压 ABS 行业：自主品牌逐步实现进口替代.....	6
2.2 底盘系统：在变革中发现成长机会.....	8
2.2.1 底盘系统：系统化、模块化是配套趋势.....	8
2.2.2 底盘系统：轻量化是发展方向.....	8
2.3 智能汽车：即将到来的汽车革命.....	8
2.3.1 ADAS：车企实现无人驾驶的必经之路.....	8
2.3.2 车联网：装配率低市场空间大.....	9
2.4 新能源汽车：未来五年年均增长 40%以上的行业.....	13
2.4.1 分时租赁：新能源汽车快速推广的新模式.....	13
2.4.2 无线充电技术：可使电动车彻底摆脱里程焦虑.....	14
3 传统主营业务：气压 ABS 与悬架系统引领增长.....	17
3.1 气压 ABS：受益于政策推动与进口替代.....	17
3.2 悬架系统：受益于配套车型的热销.....	17
4 新兴业务：智能汽车与新能源汽车发展前景广阔.....	19
4.1 入股飞驰镁物与苏打网络：布局智能汽车与新能源汽车分时租赁.....	19
4.1.1 飞驰镁物：携手优质 TSP 服务提供商.....	20
4.1.2 苏打网络：布局新能源汽车分时租赁.....	20
4.2 美国 Evatran 公司：锁定无线充电.....	21
5 募投项目：扩充生产力打造智能汽车与新能源汽车巨头.....	22
5.1 汽车电控制动系统产能扩建：满足市场需求.....	22
5.2 汽车底盘模块化基础建设：后续高端轻量化产品可期.....	22
5.3 车联网、ADAS 与无线充电技术研发：卡位智能驾驶.....	22
6 盈利预测与投资评级.....	24

图表目录

图表 1：公司主营各业务占比（单位：%）.....	4
图表 2：公司毛利各业务占比（单位：%）.....	4
图表 3：公司营业收入及增速（单位：百万元，%）.....	5
图表 4：公司净利润及增速（单位：百万元，%）.....	5
图表 5：商用车主要电控制动系统.....	6
图表 6：电子 ABS 结构示意图.....	7
图表 7：国内商用车销量及增速（单位：百万辆，%）.....	7

图表 8: 国内轻卡销量及增速 (单位: 百万辆, %)	7
图表 9: ADAS 智能驾驶具体应用	9
图表 10: 智能汽车发展路线图	9
图表 11: 车联网满足客户的主要需求	10
图表 12: 车联网方面主要国家政策	10
图表 13: 国内市场主要车联网系统对比	11
图表 14: 国内车联网市场空间	12
图表 15: TSP 处于车联网产业链核心地位	12
图表 16: 新能源汽车月度销量 (2014/01-2015/12)	13
图表 17: 新能源汽车分时租赁运营模式	13
图表 18: 新能源汽车分时租赁拓补图	14
图表 19: 电动汽车无线充电原理	15
图表 20: 电动汽车无线的应用现状	15
图表 21: 宝马 i8 警车进行无线充电	16
图表 22: 居民区无线充电布局	16
图表 23: 乘用车悬架系统	17
图表 24: 新能源汽车底盘结构	17
图表 25: 2015 年江淮瑞风 S3 月度销量 (单位: 万辆)	18
图表 26: 飞驰镁物核心业务	19
图表 27: 飞驰镁物核心团队	19
图表 28: 飞驰镁物与苏打网络阶段性任务目标	20
图表 29: 飞驰镁物平台构建	20
图表 30: Evatran 生产的 PLUGLESS 无线充电产品	21
图表 31: 公司定增主要实施项目	22
图表 32: 公司分项目营收与毛利情况 (单位: 万元, %)	24

1 公司概况：汽车制动系统领先供应商

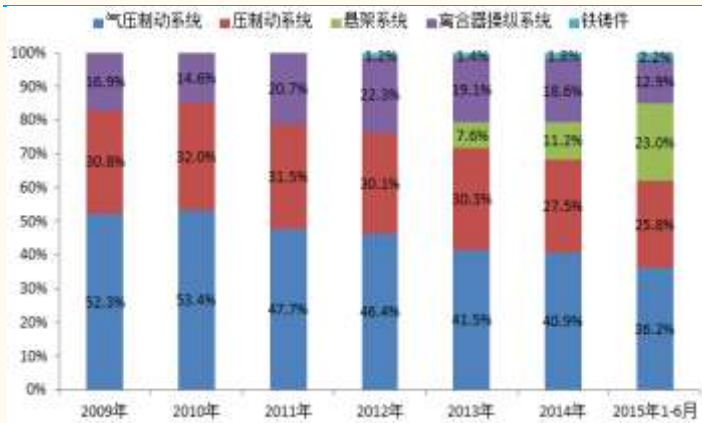
1.1 公司简介：掌握汽车制动系统核心技术的民营企业

- 公司是国内领先的汽车制动系统产品供应商，并拥有优质客户。公司主营产品为气压制动系统、液压制动系统、悬架系统、离合器操纵系统和铸件，主要客户有一汽集团、东风汽车、江淮汽车、陕西重汽、宇通、金龙、北汽福田、美国佩卡和美国纳威司达等国内外商用车生产商以及一汽丰田、江淮、东风柳汽、比亚迪、奇瑞、长城、广汽乘用车、上汽通用五菱、东风日产、郑州日产、东南汽车等国内主要乘用车生产商。
- 公司是行业中掌握核心技术的领导者，参与起草多项国家和行业标准。公司拥有汽车制动系统方面 184 项国家专利（23 项为发明专利）；同时，与清华大学、南京理工大学等高校共同开展电子制动系统（EBS）、轿车车辆稳定性控制系统（ESP）、商用车电子稳定系统（ESC）、电子驻车制动系统（EPB）等方面的技术研究。

1.2 主营业务：气压制动系统与悬架系统是看点

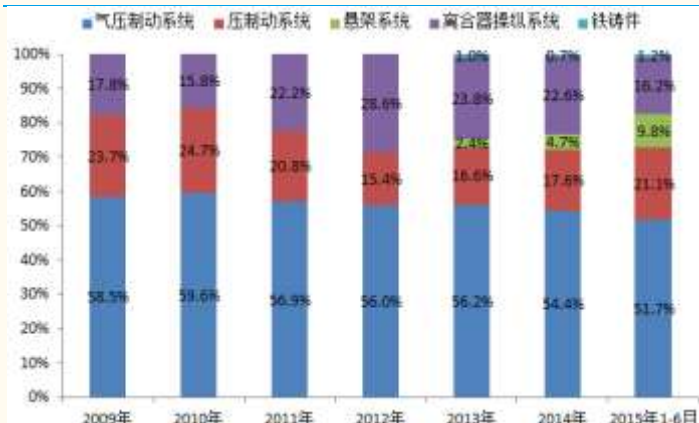
- 2015H1，公司营收主要来自于气压制动系统（35%）、液压制动系统（25%）、悬架系统（23%）、离合器操纵系统和铁铸件；净利润主要来自于气压制动系统（35%）、液压制动系统（25%）、悬架系统（23%）、离合器操纵系统和铁铸件。
- 乘用车悬架系统是公司营业收入的主要增长点。自 2013 年开始投产后，底盘悬架系统每年营收增长速度一直在 50% 以上。2015 年 H1，受益于江淮瑞风 S3、S2 等配套车型的热销，公司悬架系统业务实现营收同比增长 300% 以上，直接带动公司整体营收同比增长 27%。
- 气压制动系统是公司净利润主要来源。尽管国内商用车市场近年来持续低迷，但是公司气压制动系统凭借自身产品竞争优势，依然保持 30% 以上的毛利率。正因为毛利率较高，气压制动系统虽然营收占比为 35%，但净利润却贡献约 50%，支撑 2015 年净利润实现 24% 的同比增速。

图表 1：公司主营各业务占比（单位：%）



来源：公司公告，国金证券研究所

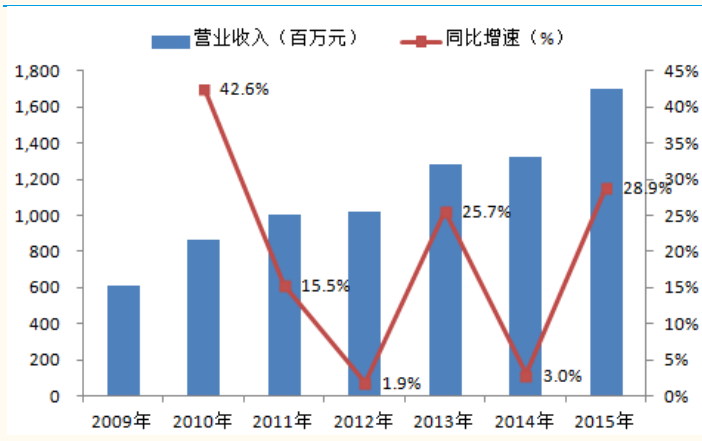
图表 2：公司毛利各业务占比（单位：%）



来源：公司公告，国金证券研究所

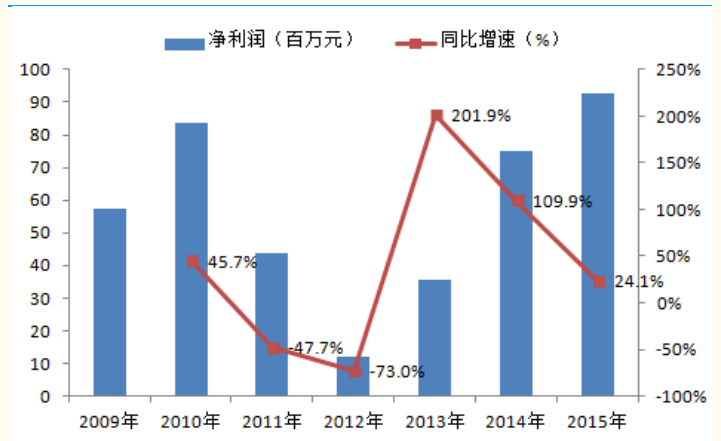
- 近年来，公司业绩平稳较快增长。2009-2015 年，营业收入年均复合增长率约为 19%，2015 年营业收入同比增长约为 29%，呈现平稳较快增长的趋势。公司通过积极布局优势业务，如悬架系统、气压 ABS 等业务，2015 年公司净利润同比增长约为 24%。

图表 3: 公司营业收入及增速 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 公司净利润及增速 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2 行业分析：电动化、智能化是未来长期趋势

2.1 汽车制动系统：电子化程度逐渐加深

- **汽车制动系统电子化成为行业发展趋势。**由于结构和工作原理的限制，传统机械制动系统的制动性能已经无法满足日益增长的行车安全需求。随着电子技术的不断进步，汽车制动系统的供能装置、控制装置、传动装置和制动器等组成部分均已不同程度地应用了电子技术。汽车制动系统电子化不仅可提升制动性能，而且全电路的制动系统结构更为简单。目前，欧美发达国家在 ABS 防抱死系统、ASR 驱动防滑控制系统、EBS 电子控制制动系统、ESP 电子稳定系统以及 ECAS 电子控制空气悬挂系统等电子制动系统方面已经大规模使用。国内商用车经过多年的发展，对于汽车行驶安全和制动性的要求越来越高，汽车制动系统电子化已经成为行业发展的必然趋势。

图表 5：商用车主要电控制动系统

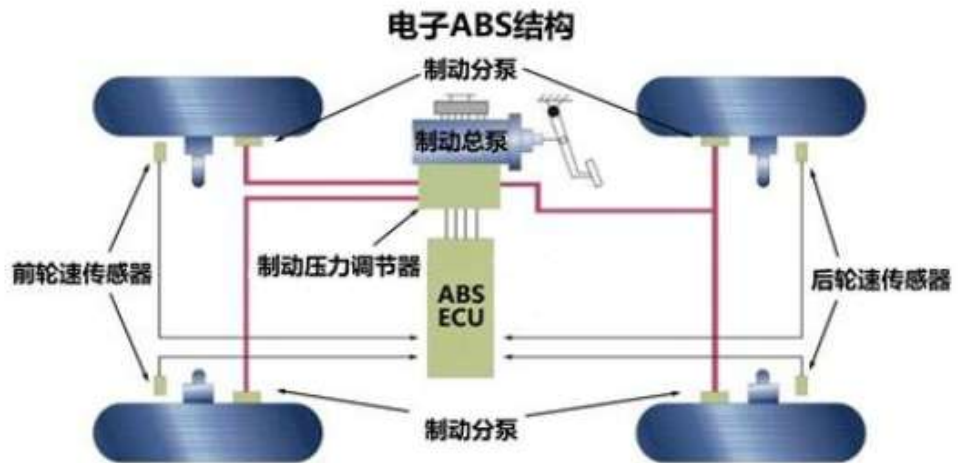


来源：公开资料，国金证券研究所

2.1.1 气压 ABS 行业：自主品牌逐步实现进口替代

- **全球 ABS 市场主要被外资品牌所把控。**在 ABS 市场中，气压 ABS 主要用于商用车，液压 ABS 主要用于乘用车。就全球主要的 ABS 生产厂家而言，气压 ABS 生产厂家主要有德国 WABCO、KNORR 和瑞典的 HALDEX。其中，WABCO 在全球气压 ABS 市场上占有 65% 的市场份额，其主要市场在欧洲（在中国 ABS 市场中，WABCO 的占有率在 50% 以上）；KNORR 在收购 Bendix 公司后，其主要的市场在北美，北美市场占有率达到 60%。在液压 ABS 方面，生产厂家比较多，主要有德国的 BOSCH、Continental Teves，美国的 TRW、DELPHI，日本的 ADVICS、NISSIN、Hitachi-Unisia 和韩国的 MANDO 等，其中德国的 BOSCH、Continental Teves 两家公司占有全球近 55% 的市场份额。

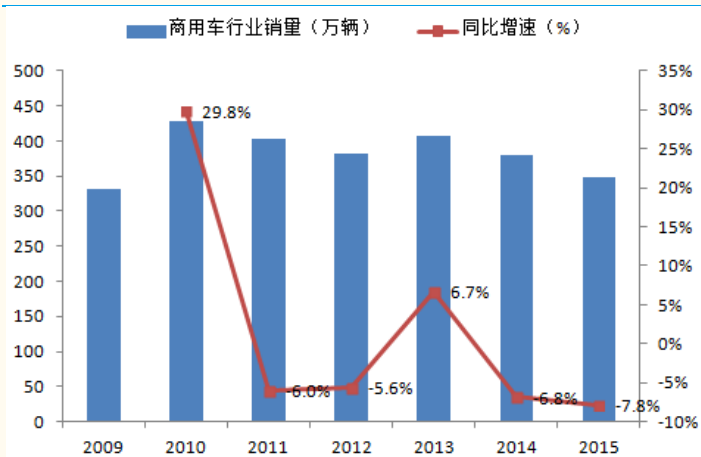
图表 6: 电子 ABS 结构示意图



来源：公开资料，国金证券研究所

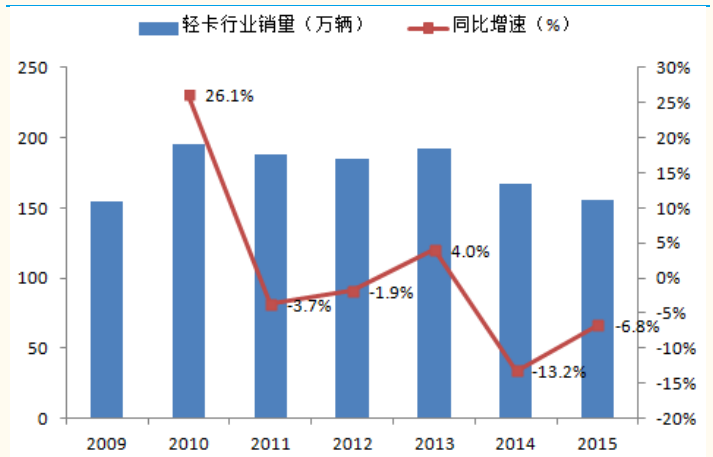
- 国内商用车气压 ABS 市场逐步实现进口替代，自主品牌迎来机会。国内从事商用车气压 ABS 研发生产的企业约有 20 家，其中，WABCO、万安科技、东风制动、重庆聚能、广州科密、吴忠仪表、西安正昌、浙江瑞立和焦作制动器等已经在为整车厂提供配套生产。WABCO 在中国以先入为主的姿态成为 ABS 的领跑者，但是由于国内自主品牌的崛起，其近年来市场份额一直在下降，但依然占据着商用车 50% 的市场份额。在国内自主品牌中，广州科密的市场占有份额最大，市占率高达 20%，万安科技的市占率约为 10%。国内自主品牌已经掌握完备的商用车 ABS 相关生产技术，具备实现进口替代的能力，我们预计未来自主品牌的市占率会越来越高。
- 政策推动下，商用车 ABS 迎来百万级市场需求。2015 年国内商用车总体销量约为 340 万辆，其中轻卡销量约为 150 万辆，重卡销量约为 70 万辆。尽管 2013 年以来国内商用车市场持续低迷，但是气压 ABS 的市场却越来越大。原因在于：一方面，国内商用车 ABS 的渗透率还比较低。国内重卡的 ABS 装配率在 80% 左右，轻卡 ABS 装配率不超过 30%；而欧美市场客车与轻卡的安装率达到 90% 以上，运送危险品的专用车达到 100%。另一方面，国家相关政策规定自 2015 年 7 月起轻卡必须装配 ABS，截至 2016 年 7 月装配率要达到 100%。随着 ABS 对商用车的逐步渗透，市场对于 ABS 的需求将逐步放开，而轻卡强制性装配 ABS 的法规政策直接给气压 ABS 带来百万级的市场需求。

图表 7: 国内商用车销量及增速 (单位: 百万辆, %)



来源：wind，国金证券研究所

图表 8: 国内轻卡销量及增速 (单位: 百万辆, %)



来源：wind，国金证券研究所

2.2 底盘系统：在变革中发现成长机会

2.2.1 底盘系统：系统化、模块化是配套趋势

- **系统化、模块化配套成为整车市场配套模式发展的趋势。**汽车市场竞争日益激烈，为了降低生产成本，整车厂改变了以往以单个零部件为采购单位的配套模式，开始要求零部件厂商成套、成系统地供应，整车配套模式逐渐向系统化、模块化转变。
- **底盘系统成为主要的模块化供应部件。**由于底盘系统并非是整车的核心技术，而且底盘的加工投资大，小批量生产难以获得高利润，所以整车厂一般会将底盘系统统一进行模块化采购。在系统化、模块化配套模式中，零部件厂商拿到整车厂的规格参数后，独自对底盘进行设计与生产，再送往整车厂直接进行模块化组装，这大大减少了整车厂零部件装配的种类和数量，有利于减少投资金额，降低生产成本，缩短产品开发和生产周期，更加激动灵活地面向市场。

2.2.2 底盘系统：轻量化是发展方向

- **轻量化趋势明显，助推底盘悬架系统出现变革。**底盘部件是汽车主要的轻量化部件之一，我们认为随着节能汽车与新能源汽车的崛起，轻量化是汽车发展的必然趋势，底盘也必将作为汽车轻量化推广的重点。汽车推行轻量化的主要原因在于：
 - **理由一：“低排放”的国家法规政策迫使汽车必须轻量化。**汽车排放是大气的主要污染源，为应对越来越严重的大气污染，降低汽车排放被放在了尤为重要的位置。相关国家法规有：（1）国家战略-节能减排：2015年CO₂排放155g/km，2020年CO₂排放112g/km；（2）国家法规-严格油耗：2015年平均油耗6.9L/100km，2020年平均油耗5.0L/100km；（3）国家政策-节能惠民：2015年节能惠民5.9L/100km，2020年节能惠民4.5L/100km；（4）《中国制造2025》：明确指出轻量化是汽车节能技术的重点突破方向。
 - **理由二：轻量化还能带来更好的驾驶感和安全性。**主要体现在：（1）实际油耗：整备质量每减重100kg，油耗降低0.4L/100km；（2）加速性能：整备质量每减重100kg，0-100km/h加速性能提升8-10%；（3）制动性能：整备质量每减重100kg，制动距离缩短2-7m。
 - **理由三：新能源汽车对于轻量化的需求更强烈。**主要体现在：（1）车身减重10%，续航里程可增加5.5%；（2）节省电池成本，实现更好经济型，例如，大众Golf电动车通过采用全铝车身不仅可以减重187kg，同时总成本降低635欧元。

2.3 智能汽车：即将到来的汽车革命

- **智能网联汽车是即将到来的汽车革命，预计在政策与市场的推动下，汽车步入智能化时代。**智能网联汽车具备多重优势：1) 道路安全，交通事故率可降低到目前的1%；2) 交通堵塞，车联网技术提高道路流量10%，ACC（自适应巡航）市占率90%时交通交流将提高80%；3) 降低油耗，协同式交通系统可降低油耗20-40%；4) 共享经济，人机共驾，车辆共享。

2.3.1 ADAS：车企实现无人驾驶的必经之路

- **ADAS可实现多种智能驾驶。**ADAS先进驾驶辅助系统，是指利用安装于车上的各种传感器，在第一时间收集车内外的环境数据，进行静、动态物体的识别处理，结合导航地图给出判断，从而有效增加汽车驾驶的舒适性和安全性；ADAS一般包括车道偏离警告，主动巡航控制系统、行人检测、电子稳定程序、随动转向灯、泊车辅助、盲点辅助、防碰撞技术等。

图表 9: ADAS 智能驾驶具体应用



来源：公开资料，国金证券研究所

- **ADAS 是车企实现无人驾驶的必经之路。**2015 年 5 月 8 日，国务院印发《中国制造 2025》，明确提出加快汽车等行业的智能化改造。随后《中国制造 2025》绿皮书将智能网联汽车分为 DA、PA、HA 和 FA 四个等级，其中 DA 指的是驾驶辅助，包括一项或多项局部自动功能，如 ESC、ACC、AEBS 等 ADAS 功能，并能够提供基于网联的智能提醒信息；PA 指的是部分自动驾驶，驾驶员可短时托管；HA 是指高度自动驾驶，驾驶员可进行长时间托管；FA 指的是完全自动驾驶，驾驶权完全移交给车辆，实现无人驾驶。由此看来，ADAS 是智能汽车第一个阶段，也是实现无人驾驶的基础。

图表 10: 智能汽车发展路线图



来源：《中国制造 2025》，国金证券研究所

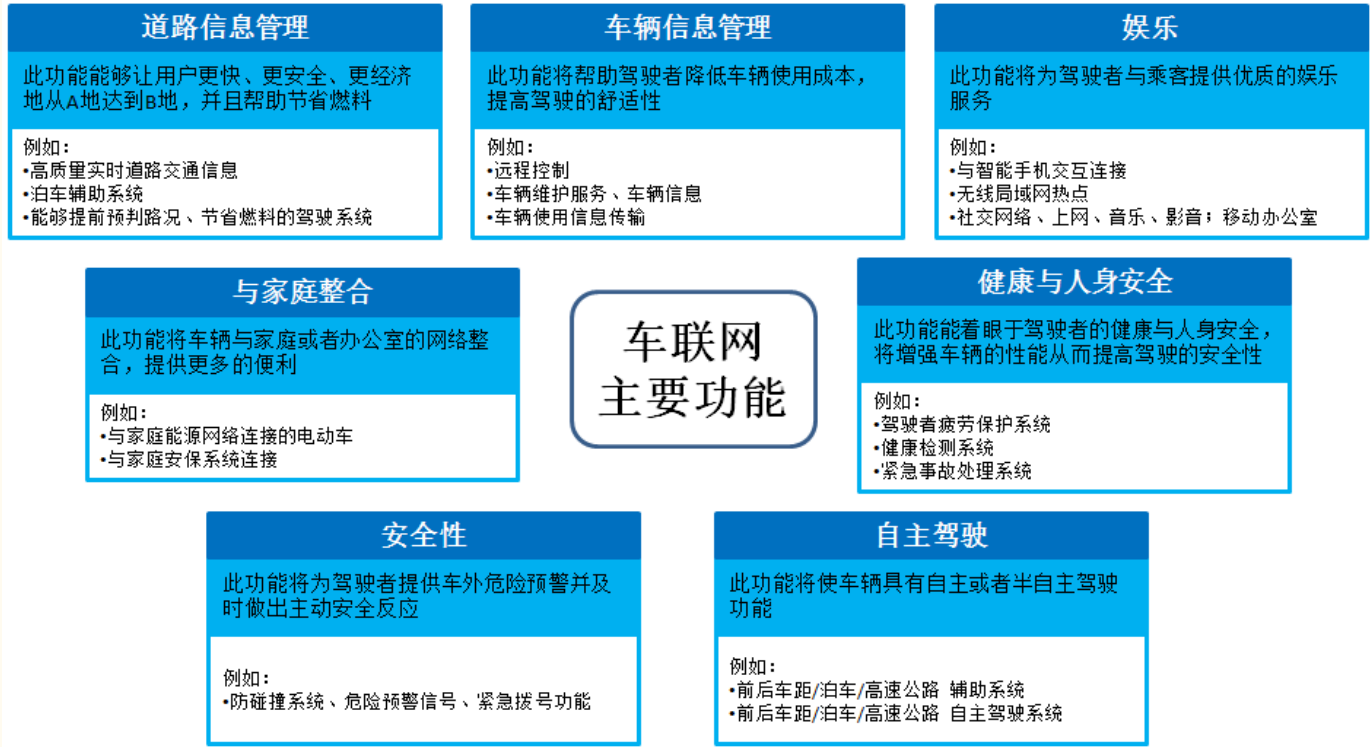
- **汽车制动系统领域公司更容易转型 ADAS 智能驾驶领域。**随着汽车制动系统电子化的推进，汽车制动系统公司掌握的 ABS、ESP、EPS、EBS 等技术均可实现一定程度的智能控制，相关企业可在此基础上进一步添加必要传感器、控制单元并设计相应的控制逻辑，就可实现 ADAS 某些功能。

2.3.2 车联网：装配率低市场空间大

- **智能网联汽车优势多，欧美已经大力发展车联网相关技术。**智能网联汽车可降低交通事故，降低交通堵塞概率，同时还能够降低油耗，目前欧美国已经大力发展车联网技术。美国在 2013 年通过“safety pilot 项目”

发现车联网可减少 80% 的事故后，此后便大力推行“车车通讯”车联网技术；欧盟计划通过智能网联汽车实现“零死亡”和降低汽车排放；而日本在本世纪初就推出智能交通系统项目，截止 2014 年底日本的联网汽车达 4,000 多万辆，占全国汽车保有量的 50%。

图表 11：车联网满足客户的主要需求



来源：普华永道，国金证券研究所

- **政府加快速车联网扶持政策。**2015 年国务院颁发《中国制造 2025》中提出重点发展智能网联汽车，到 2020 年实现远程通讯互联终端整车装备率达到 50%，DA 与 PA 车辆市占率达到 30%，其中汽车信息化产品自主率达到 50%，DA、PA 整车自主份额超过 40%，智慧交通城市建设自主设施占有率要达到 80% 以上。除此之外，2015 年 7 月初，国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，着重提出加快速车联网、智能汽车等技术的研发、应用及标准化，车联网成为“互联网+”最典型的应用领域之一。2015 年 12 月，工信部首次提出要出台《车联网发展创新行动计划（2015-2020 年）》。我们认为随着智能汽车的发展，车联网已经引起国家政府的重视，2016 年将是汽车智能化爆发元年。

图表 12：车联网方面主要国家政策

时间	事件	具体内容
2015.03	李克强“两会”政府工作报告	首次提出要制定“互联网+”行动计划
2015.05	《中国制造 2025》	将智能网联汽车列为国家发展战略
2015.07	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	提出着重加快速车联网、智能汽车，车联网成为“互联网+”最典型的应用领域之一
2015.12	工信部	工信部提出要出台《车联网发展创新行动计划（2015-2020 年）》

来源：公开资料，国金证券研究所

- **国内车联网市场“百花齐放，百家争鸣”。**自 2009 年通用 OnStar 和丰田 G-Book 正式登陆中国以来，中国汽车市场的汽车品牌纷纷推出自己的 Telematics 产品，如福特 SYNC、日产 CARWINGS、上汽 InKaNet、本田 HondaLink、吉利 G-NetLink、奔驰 CONNECT、沃尔沃 Sensus、宝马 ConnectedDrive、悦达起亚 UVO、东风标致 Blue-i、现代 BlueLink、长安

汽车 inCall 和奇瑞 Cloudrive 等。除此之外，国内外互联网公司也纷纷发力车联网，苹果发布了 CarPlay 车载系统，谷歌推出 AndroidAuto，阿里巴巴收购高德并与上汽合作开发互联网汽车，腾讯发布路宝盒子并入股四维图新，百度联合钛马推出 CARNET。一时间车联网市场呈现“百花齐放，百家争鸣”的局面。

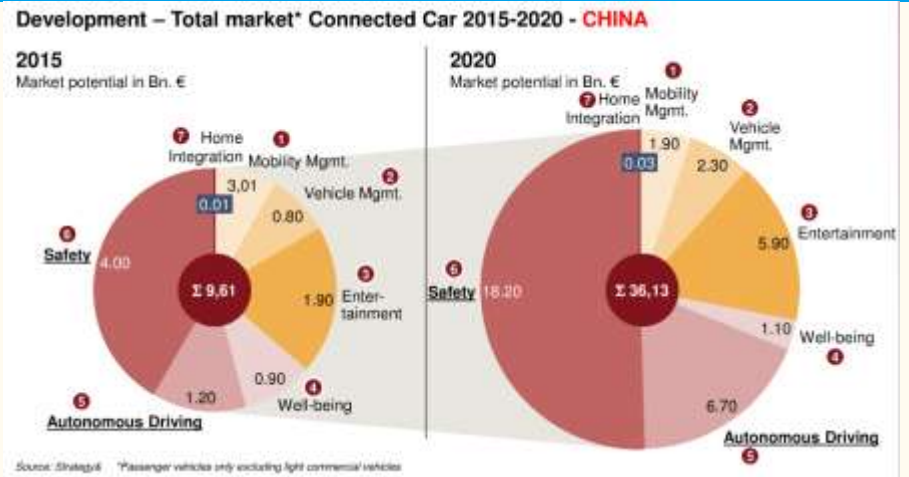
图表 13：国内市场主要车联网系统对比

车联网系统	主要搭载车系	收费模式	特色	投产时间
通用 OnStar	凯迪拉克全系；别克君威、君越、英朗、GL8、昂科拉、昂科雷、雪佛兰迈锐宝、科鲁兹等	第一年免费，付费套餐从 480-1580 元/年不等	安防、导航	1997 年，国内 2009 年上市
丰田 G-BOOK	雷克萨斯全系、广汽丰田凯美瑞、汉兰达、一汽丰田皇冠等	前两年免费，付费后 120 元/年	救援类、话务员服务	2002 年，国内 2009 年上市
宝马 iDrive	7 系、6 系、5 系、3 系、X3、Z4 等	第三代产品前三年免费，以后预计 1000 多元/年	离车导航、信息娱乐	2001 年，国内 2009 年上市
福特 SYNC	锐界、翼虎、新蒙迪欧、新福克斯等	支付手机流量等使用费用	汽车与手机互联	2007 年，国内 2011 年上市
上汽 inkaNet	荣威 350、荣威 550、MG5	前两年免费，以后每个月流量费 30-50 元	语音操纵、实时路况导航	2010 年
长安 InCall	悦翔 V5i	前两年免费，以后 468-1160 元/年	人工语音识别	2012 年
一汽 D-Partner	奔腾 B70	前两年免费	软件平台开放	2011 年
吉利 G-Netlink	帝豪 EC8	未公布	远程信息系统	2012 年

来源：公开资料，国金证券研究所

- **车联网市场渗透率低，应提前布局抢占市场份额。**尽管布局车联网的公司多，但是实际上车联网在汽车中的市场渗透率还很低，新车配比不到 5%；其中，国内通用 OnStar 的使用客户最多，但是截止 2014 年年底总客户才仅为 80 万；对于汽车年产销超过 2,000 万辆的大国来讲，车联网的市场无疑才刚刚开始。随着国外对车联网技术的推广，国内政府已经开始在政策方面给予车联网扶持，加之国内车联网市场活跃异常，此时布局车联网必将优先享受行业高增长红利。
- **到 2020 年，车联网市场复合年增长率约为 30%。**普华永道与德国汽车研究中心联合发布的《2015 年车联网研究报告》预计中国 2015 年车联网市场规模为 9.61 亿欧元，到 2020 年预计市场达到 36.13 亿欧元，年均复合增长率为 30%，整体增长迅速。

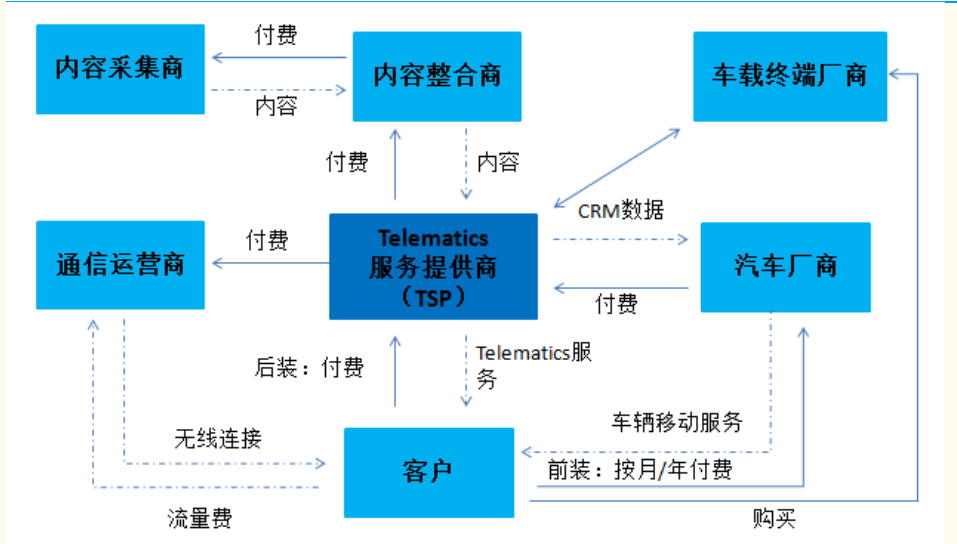
图表 14: 国内车联网市场空间



来源：普华永道，国金证券研究所

- **TSP 处于车联网产业链的核心地位，看好 TSP 服务提供商未来发展。**车联网是由车辆位置、速度和路线等信息构成的巨大交互网络，可实现人车、车车、车物等互联互通，实现智能驾驶。在产业链中，无论是汽车厂商主导的前装市场，还是 IT 互联网公司引领的后装市场，Telematics 服务提供商（TSP）都处于产业链的核心。从产业生态的角度来看，TSP 服务提供商更多的是承担产业资源整合的角色，处于产业链的核心部位，是产业链演化过程中最大的受益者，TSP 的核心价值在于大数据，数据通过挖掘后可以传递给保险公司、广告公司、整车厂或者是汽车后市场企业等不同需求主体，形成全新的商业模式。我们认为国内的车联网产业正处于产业爆发的前夜，TSP 服务提供商将首先受益。

图表 15: TSP 处于车联网产业链核心地位



来源：Telematics 国际产业联盟，国金证券研究所

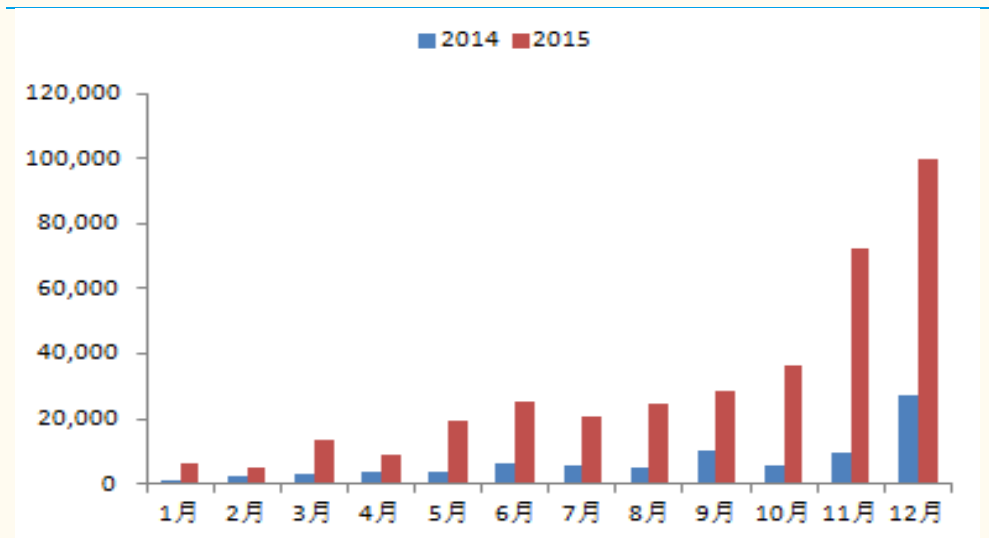
- **第三方平台将最终胜出。**车联网平台一般分为两种：一是第三方搭建的共用平台，连接多个乘用车厂，运营模式类似于休斯；另一种模式是整车厂为主导搭建的专注型平台，平台与整车厂是一对一的关系，类似于通用的 OnStar 和丰田的 G-Book。我们认为公用平台是未来车联网的发展趋势，这是因为公众平台可以获取更多的数据。通过数据的整合，第三方服务商可为终端提供更好的服务，而且公共平台可以提供多样式的盈利模式。
- **目前国内主要的 TSP 服务供应商有九五智驾、远特科技、博泰、钛马信息、四图维新以及国外的 WirelessCar 和休斯。**WirelessCar 和休斯是国际上成熟的 TSP 服务提供商，主要客户分别为宝马和奔驰，具有一定的品牌效

应，但是两者由于进入中国时间有限，本地化客户资源目前还未全面打开；在国内的 TSP 服务提供商中，九五智驾、远特科技、博泰已经获得具体客户，其中九五智驾是目前国内最大的 TSP 服务提供商，但是常用客户不到 80 万，而截止 2015 年国内的汽车保有量接近 1.72 亿辆，2015 年汽车产销接近 2,500 万辆，车联网的市场渗透率极低，市场可挖掘空间极大。

2.4 新能源汽车：未来五年年均增长 40%以上的行业

- **2015 年新能源汽车产销持续超预期。**2015 年新能源汽车爆发式增长，根据工信部数据，1-12 月新能源汽车累计产量 37.90 万辆，同比增长 4 倍。其中，纯电动乘用车生产 14.28 万辆，同比增长 3 倍，插电式混合动力乘用车生产 6.36 万辆，同比增长 3 倍；纯电动商用车生产 14.79 万辆，同比增长 8 倍，插电式混合动力商用车生产 2.46 万辆，同比增长 79%。

图表 16：新能源汽车月度销量（2014/01-2015/12）



来源：工信部，国金证券研究所

- **新能源汽车产销有望保持高速增长，未来五年年均增速超 40%，高增长仍将延续。**我们认为未来增长的主要驱动因素有以下几点：1) 政策：力推决心坚定，政策推动、补贴倒逼新能源客车先行；限购城市牌照驱动新能源乘用车潜在需求加速释放；2) 车型：新能源乘用车车型不断丰富；3) 模式：运营租赁等新模式有望带来新的增长点。

2.4.1 分时租赁：新能源汽车快速推广的新模式

- **新能源乘用车分时租赁，目前车企、充电桩企业、互联网公司纷纷在做模式的创新与尝试。**我们判断一方面带动消费者对于新能源汽车的认知和尝试，提供公共领域交通出行的良好补充；另一方面，从消费端带动基础设施建设，使用环境的日益改善形成良性循环，加速新能源汽车推广进程。

图表 17：新能源汽车分时租赁运营模式

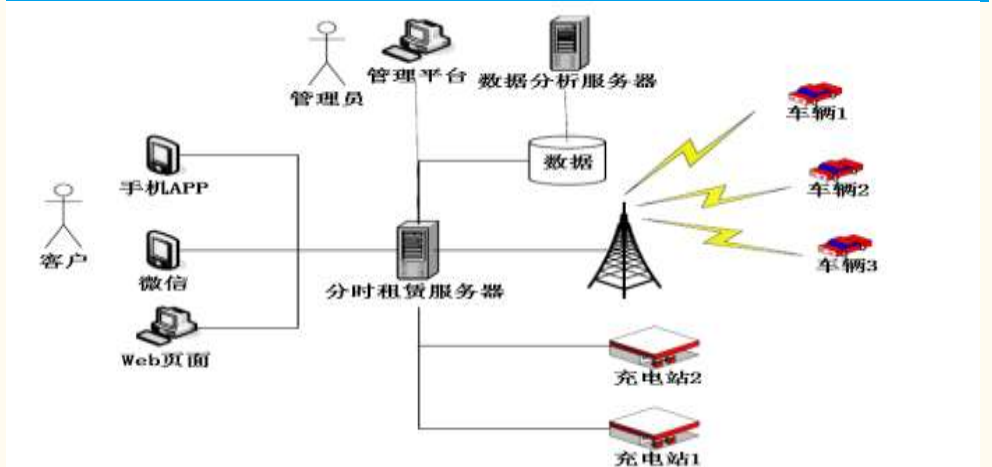
代表公司	具体模式
Autolib	国外：政府主导。 2009 年，巴黎市长发起 Autolib 电动汽车租赁项目。政府和中标运营单位即博洛雷集团通过建立公私合作公司开展租赁运营，政府给予基础设施等前期系统建设资金、协助给予贷款支持等；博洛雷承担运营盈亏，承担车辆维修和保险费，向政府交纳专用车位费等，收取租车收益。
Car2go	国外：车企主导。 2009 年，由戴姆勒推出 Car2go 项目，采用旗下 smart fortwo ED 电动车型，自助租车，使用完成后，只需将车辆停放在运营区域任意停车场、或专用停车场即可，费用按分钟计费。
恒誉新能源	国内：车企主导。 由北汽新能源和富士康共同建立，以私人、政府、企业为对象，采用会员制全程自助的分时租赁方式。

富电科技	国内：充电桩制造商主导。 富电科技与上汽乘用车合作开展新能源汽车分时租赁业务。
滴滴出行	国内：互联网公司主导。 互联网公司作为轻资产公司，通过与车企、汽车租赁公司达成合作，新能源汽车产权属于汽车租赁公司，由互联网用车公司租下来，交由司机运营。

来源：公开资料，国金证券研究所

- **分时租赁有效地解决消费者的续航里程焦虑及目前充电设施问题，有利于新能源汽车的推广。**分时租赁不同与传统汽车的按日租赁，瞄准的对象是日常短途需求的消费者，不考虑摇号、不考虑充电、不考虑车辆保养，即租即用的方式也不存在里程焦虑，据统计，90%的单车出行需求都在 50 公里以内，目前主流新能源汽车续航里程完全可以满足，可有效地解决续航里程焦虑问题。同时，租赁方式可以使更多的消费者在不用购置新能源汽车的情况下尝试并使用，利于新能源汽车的推广和市场化进程。

图表 18：新能源汽车分时租赁拓补图

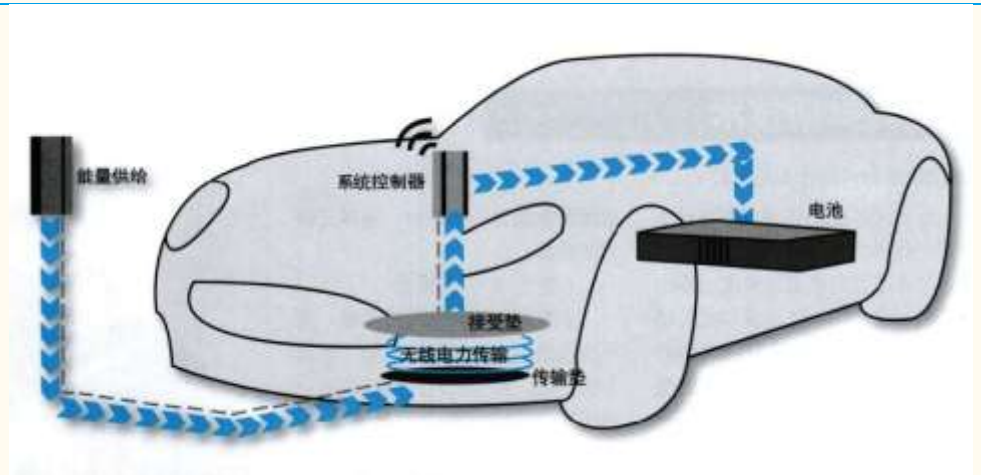


来源：《电动汽车分时租赁系统介绍》，国金证券研究所

2.4.2 无线充电技术：可使电动车彻底摆脱里程焦虑

- **无线充电可解决电动车里程焦虑问题。**为解决电动车的里程焦虑问题，企业将技术突破着重放在了两个方向上：一种是开发蓄电能力更强的电池，一种是增加充电的便捷性，以充电代蓄电。无线充电由于可以使电动车充电更加便捷，而且不受天气环境影响，因此受到了电动车生产商的追捧。
- **无线充电技术最终目标是使电动车实现移动充电。**沃尔沃目前已经联合法国阿尔斯通与瑞典能源局，建造了一条长约 0.4 米的测试道路，以求得电动车在行驶过程中持续充电。韩国研究人员表示只需将现有公路的 20%改建成充电公路，电动汽车就可以通过移动充电而畅通无阻，韩国政府也因此表示将投资 200 亿美元建设无线充电汽车的公路充电系统。我们认为里程焦虑问题是造成电动车远距离行驶最大障碍，从技术层面上讲，无线充电是可以解决纯电动汽车长距离行驶里程焦虑问题的有效方式，未来发展值得期待。
- **无线充电是依据特斯拉线圈切割磁感线原理制成的。**无线充电的工作过程如下：地面充电板将电能转变为磁场，而车身上的充电板和它在同一频率共振，因此能够接收到磁场的能量，并将其再转化为电能充到动力电池中去。随着无线充电技术成熟度越来越高，无线充电技术已经初步进入汽车应用阶段。

图表 19: 电动汽车无线充电原理



来源:《电动汽车的无线充电》, 国金证券研究所

- **电动车无线充电已经实现小范围应用。**由于无线充电展现出的便捷性，特斯拉、沃尔沃、奥迪、宝马和奔驰在内的传统汽车企业已经开始研发或测试旗下电动车的无线充电系统，均计划在 2018 年之前实现规模应用。国内，比亚迪在 2005 年就申请了无线充电专利，并于 2014 年售给犹他大学的 12 米纯电动大巴就配有最新的 WAVE 无线充电垫。中兴通信宣布两年内投资 35 亿元用于无线充电开发，同时与东风汽车展开合作，在湖北襄阳发布了大功率无线充电公交示范线。深圳日亿升电源科技有限公司计划在洛阳市区安装 5,000 个无线充电桩，其中 2,000 个安装在警局内，供警局内的新能源汽车充电使用。目前，无线充电技术相对成熟，已经形成初步的商业化，随着新能源汽车的崛起，未来无线充电领域发展值得期待。

图表 20: 电动汽车无线的应用现状

地区	公司	发展情况
国外	沃尔沃	联合法国阿尔斯通与瑞典能源局，建造了一条长约 0.4 米的测试道路，以求得电动车行驶过程中持续充电。
	奥迪	采用电磁感应无线充电技术，开发出一种可升降的无线充电系统，可实现 90% 的电力传输效率，2017 年即将推出的纯电动旗舰 SUV Q8 e-tron 即将采用该无线充电技术。
	丰田	与 Witricity 公司合作开发了无线充电技术，预计将于 2016 年投入使用。
	Witricity	采用电磁共振无线充电技术，可以穿透墙壁等障碍物，支持远程电力传输，最远距离可达 2.4 米，可以为多款设备同时充电。
	宝马与奔驰	将合作研发无线充电技术，并将于 3 年内实现商业化生产。
	博世	计划为美国日产聆风和雪佛兰沃蓝达提供无线充电桩，售价为 3,000 美元。
	高通	电动车无线充电功率已经可以达到 6.6 kW，正在与宝马、雷诺等汽车商合作，有望在 2018 年实现量产。
国内	Evatran	采用电磁感应技术，充电效率达到 90% 以上；合作方包括日产、凯迪拉克、雪佛兰和博世；世界上第一个也是目前市场上唯一在售的乘用车电动汽车无线充电系统。
	韩国	表示只需将现有公路的 20% 改建成充电公路，电动汽车就可以畅通无阻，随后韩国政府表示将投资 200 亿美元建设无线充电汽车的公路充电系统。
	比亚迪	在 2005 年就申请了无线充电专利，并于 2014 年售给犹他大学的 12 米纯电动大巴就配有最新的 WAVE 无线充电垫。
	中兴通信	宣布两年内投资 35 亿元用于无线充电开发，同时与东风汽车展开合作，在湖北襄阳发布了大功率无线充电公交示范线。
	深圳日亿升电源科	是一家以大功率电动汽车无线充电电源研发生产为主的高科技企业，该公司公开称，他们生产的无线充电桩产品预计在今年 11 月正式投

技有限公 入市场。公司正与洛阳市政府接洽，预计将在洛阳市区安装 5,000 个
司 无线充电桩，其中 2,000 个安装在警局内，供警局内的新能源汽车充
电使用。

来源：《电动汽车的无线充电》，国金证券研究所

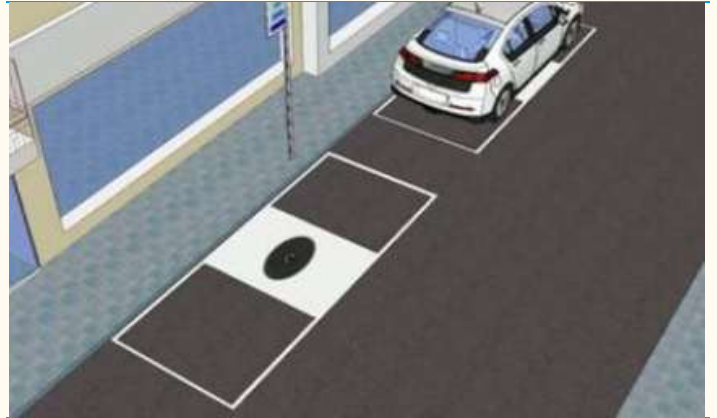
- **无线充电自身特点将决定其将优先应用于商用车。**目前无线充电推广最大的障碍在于安全问题，早在 2012 年雪佛兰科鲁兹的辐射超标就给市场造成了恐慌。针对于该问题，高通等企业已经开发相应解决技术方案，当有生物移动体接近无线充电桩时，充电过程立即停止，直到离开后再重新开始充电。我们认为由于普通消费者对于无线充电的安全疑虑以及无线充电产品价格较高，无线充电技术将优先应用于政府、企业等公共领域的商用车（尤其是电动公交）。这是由于政府、企业等部门一方面可以对商用车统一管理，避免出现安全问题；同时，政府与企业对于无线充电技术带来的便捷性需求更为强烈。

图表 21：宝马 i8 警车进行无线充电



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 22：居民区无线充电布局



来源：公开资料，国金证券研究所

3 传统主营业务：气压 ABS 与悬架系统引领增长

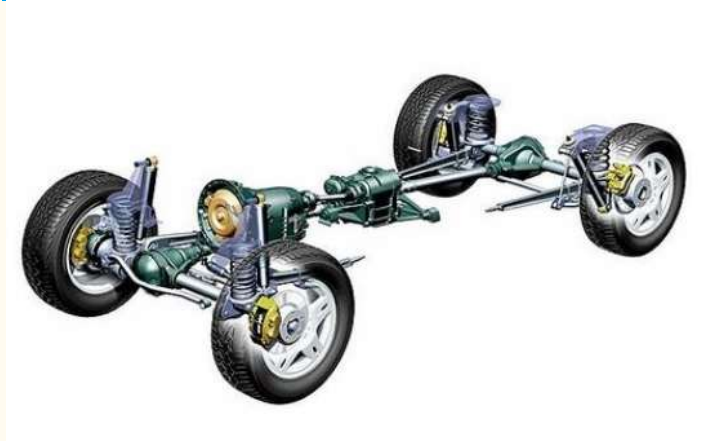
3.1 气压 ABS：受益于政策推动与进口替代

- **政策推动，ABS 迎来新增市场。**国家相关政策规定自 2015 年 7 月起轻卡必须装配 ABS，截至 2016 年 7 月装配率要达到 100%。该项政策直接为气压 ABS 带来百万套需求的新增市场，同时也给气压 ABS 领先企业带来机会。
- **公司 ABS 业务将受益于商用车装配率提升而增长。**公司凭借自身的气压 ABS 市场竞争优势，将首先受益于轻卡强制装配 ABS 政策。目前，公司 ABS 产品已经实现大批量销售，2014 年 ABS 销量达到 7.7 万套，预计 2016 年 ABS 销量为 20 万套。

3.2 悬架系统：受益于配套车型的热销

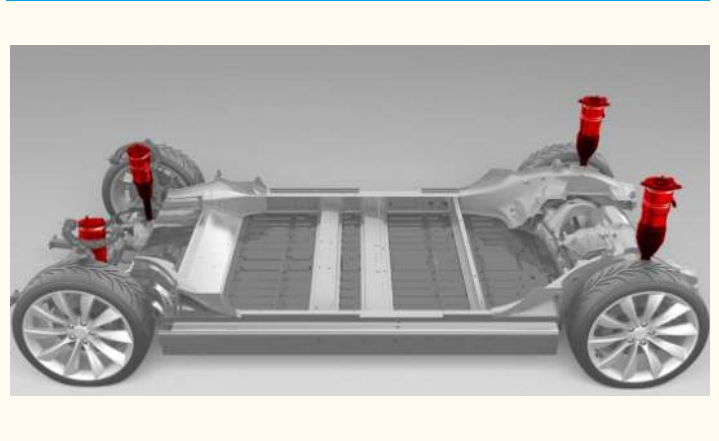
- **公司悬架系统配套覆盖传统与新能源车型。**公司的底盘悬架系统主要面向江淮、东风柳汽、通用五菱、东南汽车、华泰汽车、长城等国内汽车自主品牌，配套车型包括江淮瑞风 S3、瑞风 S2、瑞风 S5、和悦 A30，东风柳汽 B12、BS3，东南汽车 DX7，长城哈弗 H9 和华泰 A25 等传统车型以及江淮 IEV5、IEV6，通用五菱 E100，新大洋知豆 D3 和众泰 E01 等新能源汽车车型。

图表 23：乘用车悬架系统



来源：公开资料，国金证券研究所

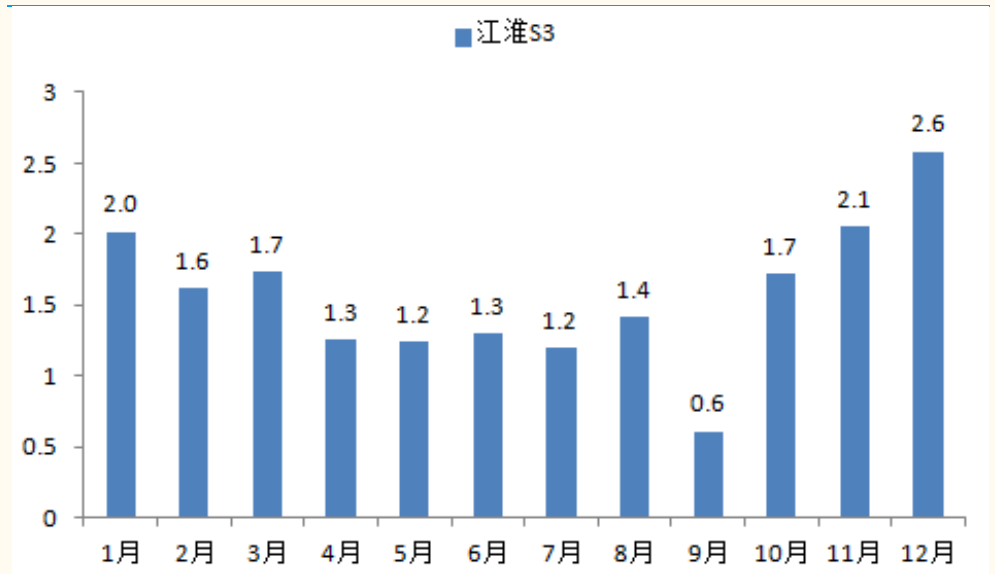
图表 24：新能源汽车底盘结构



来源：公开资料，国金证券研究所

- **配套车型热销带动悬架系统业绩实现快速增长。**目前公司在底盘悬架系统产品方面已经开发 18 个新车型，其中，配套车型江淮瑞风 S3 小型 SUV 2015 年全年销售近 20 万辆，荣居 2015 年小型 SUV 全国销量首位；同时江淮瑞风 S2 于 2015 年 10 月上市，目前累计销量近 3 万辆。受益于 1.6L 及以下排量车型购置税减半政策，2016 年江淮瑞风 S3 与 S2 的销量将继续热销，保持高增长，将直接带动公司悬架系统营收有望实现 70% 以上的增速。除此之外，公司将在悬架系统中引进铝合金液压一体成型技术，打造高端轻质悬架系统，符合轻量化趋势，未来发展看好。

图表 25: 2015 年江淮瑞风 S3 月度销量 (单位: 万辆)



来源: 公开资料, 国金证券研究所

4 新兴业务：智能汽车与新能源汽车发展前景广阔

4.1 入股飞驰镁物与苏打网络：布局智能汽车与新能源汽车分时租赁

- 飞驰镁物与苏打网络分别负责 B2B 车联网与 B2C 新能源汽车共享。飞驰镁物（北京）科技有限公司成立于 2015 年初，是一家新兴的车联网科技公司，主要的两个核心业务由两家全资子公司运营；其中，由飞驰镁物（北京）信息服务有限公司（简称飞驰镁物）负责 B2B 传统车联网终极平台，为整车企业提供车联网整包解决方案；另外，由苏打（北京）交通网络科技有限公司（简称苏打网络）独立运营 B2C 的汽车共享服务，定位新能源汽车分时租赁业务。

图表 26：飞驰镁物核心业务



来源：AM 汽车经理人，国金证券研究所

- 强大的核心研发团队是飞驰镁物强大竞争优势。飞驰镁物的核心团队来自于全球顶尖 IT、汽车企业和社会精英，包括微软、甲骨文、惠普、埃森哲、中国联通、观致汽车、上汽和电影人等企业，研发能力强，是一支打造车联网和汽车共享平台的“梦之队”。

图表 27：飞驰镁物核心团队



来源：AM 汽车经理人，国金证券研究所

- **公司参股飞驰镁物和苏打网络布局车联网与新能源汽车分时租赁。**公司对飞驰镁物投资 2,820.5 万元持有其 22% 的股权，其中 2,000 万元以现金方式出资，其余 820.5 万元以公司为飞驰镁物提供车联网潜在客户资源的方式投入；与此同时，公司对苏打网络投资 1,692.3 万元后将持有其 22% 的股权，其中 512.8 万元现金出资，剩余为苏打网络提供车联网及新能源汽车潜在客户等方式投入。飞驰镁物与苏打网络均向公司承诺完成阶段性目标计划，否则两家公司均无偿向公司转让 12% 股份。

图表 28：飞驰镁物与苏打网络阶段性任务目标

公司	《投资协议》签订后具体阶段性任务目标
飞驰镁物	1、6 个月内，飞驰镁物新增签约汽车整车厂客户达到 1 家及以上； 2、18 个月内，飞驰镁物新增签约汽车整车厂客户达到 3 家及以上，累计营业收入达到 2000 万元人民币； 3、30 个月内，飞驰镁物累计营业收入达到 1 亿元人民币。
苏打网络	1、6 个月内，苏打网络共享或分时租赁系统接入车辆达到 232 台； 2、18 个月内，苏打网络共享或分时租赁系统接入车辆达到 1,300 台； 3、30 个月内，苏打网络共享或分时租赁系统接入车辆达到 3,140 台。

来源：公司公告，国金证券研究所

4.1.1 飞驰镁物：携手优质 TSP 服务提供商

- **布局车联网前装市场，牵手优质 TSP 服务提供商。**飞驰镁物专注于 TSP 车联网平台研发及服务运营，是一家围绕智能汽车联网服务和共享服务来提供产品和服务解决方案的公司。目前公司拥有 CloudMove、DREAMove、JOYMove 和 GEARMove 四大平台产品，核心研发团队来自微软、埃森哲、德国电信、中国联通、观致汽车等，曾主导宝马 ConnectedDrive、观致逸云、沃尔沃 SENSUS、捷豹路虎 InControl 等车联网项目，具有优秀的研发能力。

图表 29：飞驰镁物平台构建

名称	具体服务
终极汽车互联网平台 CloudMove	自主研发的联网汽车基础架构，能够帮助汽车制造企业及合作伙伴快速实现汽车联网化，并以此为基础为最终客户提供差异化的联网服务。
EQ 情商平台 DREAMove	基于大数据分析，结合前端的情景感知能力，实现各种人性化的体验式服务及应用，将汽车变身为智能信息节点。
“汽车即服务”平台 JOYMove	把汽车的商品交易属性扩展到使用服务属性，使得出行变得更便捷和成本更低，整合互联网和汽车企业资源，激活更多的商业价值。
专业咨询实施服务 GEARMove	依托车联网带来的大量数据，通过大数据挖掘，为汽车制造企业和合作伙伴提供定制化实施服务，包括车联网业务战略规划、车联网平台体系建设、客户端产品体验设计以及应用系统开发与交付。

来源：飞驰镁物官网，国金证券研究所

- **飞驰镁物可凭借自身研发实力和公司提供的优质客户迅速抢占市场份额。**国内车联网整个行业还处于快速增长阶段，并没有出现垄断性巨头，而且一旦成为整车厂的配套 TSP 供应商，双方就会形成密切的合作关系，所以抢占市场对于 TSP 供应商来讲尤为重要。我们认为 2016 年是智能汽车的元年，车联网相关技术也已经达到市场化的要求，飞驰镁物可凭借自身优秀的研发实力，通过公司提供的优质客户，可优先抢占市场份额，优先成为行业龙头。

4.1.2 苏打网络：布局新能源汽车分时租赁

- **入股苏打网络，布局新能源汽车分时租赁。**苏打网络专注于智能交通、新能源汽车分时租赁，欲打造中国版的 Autolib。苏打网络已经与包括意大利开源汽车 OSVehicle 在内的诸多新能源汽车企业合作，并基于自身的车联网技术架构，打造共享智能汽车，提供下一代城市出行方案，缓解城市拥堵，减少碳排放，满足短线即时出行的需求。苏打网络核心团队由来自于微软、ThoughtWorks、腾讯等跨国科技企业和互联网企业的成员组成，曾经负责微软“未来城市”、民航机场、伦敦共享交通规划、云平台和汽车人机交互等系统解决方案的设计和实现，项目经验丰富。目前，苏打网络

已完成第一代智能共享电动汽车以及共享运营管理平台的开发，并在北京投放 30 辆新能源汽车进行公测，反馈效果良好；同时，苏打网络承诺旗下新能源分时租赁汽车要在 30 个月内达到 3,140 辆，预计届时将实现盈利。

- **入股苏打网络互利共赢，看好未来业绩快速发展。**公司此次入股苏打网络，不仅布局新能源汽车分时租赁行业有望获得行业高增长，同时可以依据分时租赁的产业合作模式拓展电动汽车相关零部件和汽车电子产品的开发和生产，有利于公司实现产业升级，推动公司从由传统零部件领域向智能交通运营领域拓展。对于苏打网络来讲，公司目前与国内包括一汽集团、东风汽车、奇瑞、江淮、宇通等 40 多家汽车主机建立良好的配套合作关系，公司可以为苏打网络提供新能源汽车主机厂、汽车租赁企业、地方政府、停车场等业务的推荐和合作，并预计会在 2016 年 6 月之前完成 600 辆汽车的接入，带动苏打网络自身业务飞速发展，实现双方的互利共赢。

4.2 美国 Evatran 公司：锁定无线充电

- **投资美国 Evatran，引入电动车无线充电技术。**公司前后投资 320 万美元获得 Evatran 11.72% 的股权。Evatran 专业从事大功率无线充电系统技术研究及充电产品设计和制造，是电动车大功率无线充电系统的制造商和供应商。Evatran 的合作伙伴包括丰田、通用汽车、赫兹汽车租赁公司、SAP、谷歌、杜克能源、克莱姆森大学、DTE 能源及洛杉矶水电部门。2014 年，Evatran 所研发的电动车无线充电系统获得美国第三方安全认证的产品，该认证涵盖电气和通讯测试。目前 Evatran 生产的 3.3KW PLUGLESS™ L2 的产品涵盖了日产 LEAF、雪佛兰 Volt 及凯迪拉克 ELR 电动车，是世界上第一个也是目前市场上唯一在售乘用车电动汽车无线充电系统的企业。
- **公司引进无线充电技术，完善新能源汽车产业链布局。**新能源汽车的崛起带动了充电基础设施的发展，无线充电技术由于便捷、成本低和不受场地限制等优点，未来发展前景相当可观。公司此次入股 Evatran，有望引入无线充电技术，该技术不仅可与苏打网络形成协同合作，也可公司的新能源汽车整车厂客户资源，为其提供无线充电配套设备。

图表 30: Evatran 生产的 PLUGLESS 无线充电产品



来源：公开资料，国金证券研究所

5 募投项目：扩充生产力打造智能汽车与新能源汽车巨头

- 2016年1月11日，证监会批准公司非公开发行不超过84,695,300股新股，募集资金不超过8.45亿元。公司计划本次募集资金主要用于实施“汽车电控制动系统建设项目”、“汽车底盘模块化基地建设项目”、“车联网、无线充电技术及高级驾驶员辅助系统（ADAS）研发项目”以及补充流动资金。
- 2016年2月24日，公司发布公告称本次非公开发行股票67,084,126股，发行价格12.60元/股，募集资金总额8.45亿元，募集资金净额为8.20亿元。

图表 31：公司定增主要实施项目

项目名称	募集资金使用金额	项目建设期	产能	新增营业收入(万元)	利润总额(万元)	净利润(万元)	项目回收期(年)
汽车电控制动系统建设项目	26,658	24个月	20万套ABS防抱死系统, 5万套EBS系统	42,600	7,861	6,682	6.10
汽车底盘模块化基础建设项目	21,022	24个月	50万套乘用车底盘模块	80,000	4,621	3,741	7.46
车联网、无线充电技术及ADAS研发项目	10,346	24个月	-	-	-	-	-
补充流动资金	24,000	-	-	-	-	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所

5.1 汽车电控制动系统产能扩建：满足市场需求

- **汽车电控制动系统符合市场需求。**近年来随着交通安全相关法律法规的日趋严格及消费者安全意识的提高，在售车辆的主动安全配置日益提升，越来越多的车辆在出厂时安装了ABS防抱死制动系统、EBS电控制动系统、ESP车身稳定系统、EPS电子助力转向系统等相关产品，并有部分车辆安装了ACC自适应巡航控制等。最近，国家相关政策规定自2015年7月起轻卡必须装配ABS，截止2016年7月装配率要达到100%；与此同时，工信部与公安部联合公告称，自2015年7月1日起，小微面包车应全部配装ABS，市场的需求和政策的推动直接给公司带来了新的需求市场。
- **定增汽车电控制动系统将新增4.26亿元的营业收入。**公司ABS产品已实现大批量销售，EPS的核心控制模块也已经批量销售，EBS产品已完成研发测试工作，并与相关主机厂完成了对应车型的具体参数标定工作，即将进入批量生产阶段。面对广阔的市场空间，公司定增2.6亿元用于“汽车电控制动系统建设项目”的建设，新建20万套ABS和5万套的EBS生产线能力，预计2018年投产，达产后新增营业收入42,600万元，净利润为6,682万元，项目回收期约为6.1年，经济效益较好。

5.2 汽车底盘模块化基础建设：后续高端轻量化产品可期

- 公司涉及的底盘部件是汽车主要的轻量化部件之一，我们认为随着节能汽车与新能源汽车的崛起，轻量化是汽车发展的必然趋势，底盘也必将作为汽车轻量化推广的重点。公司此时定增布局底盘轻量化，未来有望受益轻量化行业红利。
- **定增底盘悬架系统，预计新增8亿元的营业收入。**公司拟投放2.1亿元于“汽车底盘模块化基地建设项目”，将主要引进进口设备，采用铝镁合金等新材料和液压一体成型新技术，提供高端轻质底盘悬架系统产品。项目预计2018年开始投产，达产后将形成年产乘用车底盘模块化产品50万套的生产能力，新增营业收入8亿元，净利润为3,741万元。

5.3 车联网、ADAS与无线充电技术研发：卡位智能驾驶

- **公司实现自动驾驶具有先天优势。**ADAS是实现无人驾驶的前提条件，技术难度大，毛利高（约为40%），公司可以充分利用公司现有的ABS、EBS相关技术，以ABS、EBS作为对车辆进行制动控制的基础，同时利用公司EPS的相关技术，以EPS作为对车辆进行转向控制的基础，并进一步增加必要

的传感器、控制元件并设计相应的控制逻辑，从而在 ABS、EBS、EPS 功能的基础上实现对于车辆行驶状态的多方面检测，提供对于车辆转向、制动、加减速等的辅助操作，有效减轻驾驶员的驾驶强度，同时提升车辆行驶的安全性。在实现辅助驾驶的基础上，可进一步进行软硬件拓展，最终实现自动驾驶。同时，公司在车联网分阶段研发过程中，拟与飞驰镁物车联网公司开展数据对接与技术方面合作，加快产业推进速度。

- **无线充电研发做好与 Evatran 公司合作的技术储备。**公司完成对美国 Evatran 公司的投资，持股 11.72%，并在其董事会中拥有一个董事席位，公司未来也将与该公司在无线充电技术领域展开合作技术交流与合作；公司此时加大无线充电技术的研发可为公司现有客户 EV 产品的充电难题提供有效解决方案，增强客户粘性，同时也为公司未来与 Evatran 公司的合作做技术储备。

6 盈利预测与投资评级

- 公司是国内领先的制动系统服务提供商，主业产品竞争力强，受政策推动，未来业绩增长可期。同时，公司通过定增 ADAS 和布局车联网领域，卡位智能驾驶，通过布局无线充电和分时租赁切入到新能源汽车行业，未来新业务增长可期。预计 2016-2017 年营业收入分别为 22.5、30.2 亿元，同比增速分别为 32.1%、34.1%。
- 气压制动系统预计 2016-2017 年营业收入分别为 6.5、7.0 亿元，同比增速分别为 11.1%、9.0%。业绩增长主要来自于凭借公司在重卡气压 ABS 上的技术优势与客户资源，有望获得政策强制安装轻卡气压 ABS 带来的市场份额。
- 悬架系统预计 2016-2017 年营业收入分别为 9.3、15.9 亿元，同比增速分别为 87.5%、70.2%。业绩增长主要来自于配套车型的继续热销以及底盘悬架系统配套行业趋势带动。
- 不考虑外延，预估 2016-2017 年 EPS 分别为 0.31、0.43 元，对应 PE 为 64、47 倍，首次给予“买入”评级。

图表 32：公司分项目营收与毛利情况（单位：万元，%）

	项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (万元)	气压制动系统:	52,637	53,579	58,060	64,513	70,339
	气压 ABS	3,776	5,005	9,000	13,000	16,250
	气压制动器	48,861	48,574	49,060	51,513	54,089
	液压制动系统	38,458	36,076	33,190	34,435	35,985
	悬架系统:	9,681	14,674	49,860	93,480	159,115
	瑞风 S3+S2			44,980	84,132	103,425
	其它			4,880	9,348	55,690
	离合器操纵系统	24,276	24,385	24,995	26,995	28,885
	铁铸件	1,778	2,327	2,979	3,873	5,074
	其他	1,489	1,188	1,416	1,904	2,502
	总计	128,319	132,229	170,500	225,200	301,900
营业收入 同比增速 (%)	气压制动系统	12.65%	1.79%	8.36%	11.11%	9.03%
	液压制动系统	27.00%	-6.19%	-8.00%	3.75%	4.50%
	悬架系统	209.74%	51.58%	239.78%	87.48%	70.21%
	离合器操纵系统	25.29%	0.45%	2.50%	8.00%	7.00%
	铁铸件	42.76%	30.88%	28.02%	30.01%	31.01%
	其他	13.23%	-20.21%	19.19%	34.46%	31.41%
	总计	25.72%	3.05%	28.94%	32.08%	34.06%
毛利率 (%)	气压制动系统	31.72%	34.09%	33.18%	34.10%	34.20%
	液压制动系统	12.85%	16.38%	16.78%	16.75%	16.50%
	悬架系统	7.33%	10.73%	13.20%	17.24%	19.05%
	离合器操纵系统	29.17%	31.15%	31.00%	31.50%	31.80%
	铁铸件	17.02%	10.15%	12.89%	14.65%	12.50%
	其他	43.92%	-8.50%	36.16%	33.88%	32.85%
	总计	23.68%	25.32%	23.50%	23.80%	23.50%
营业成本 (万元)	气压制动系统	35,941	35,314	38,796	42,514	46,283
	液压制动系统	33,516	30,167	27,621	28,667	30,047
	悬架系统	8,971	13,099	43,278	77,364	128,804
	离合器操纵系统	17,195	16,789	17,247	18,492	19,700
	铁铸件	1,475	2,091	2,595	3,306	4,440
	其他	835	1,289	904	1,259	1,680
	总计	97,933	98,749	130,441	171,602	230,954

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,021	1,283	1,322	1,705	2,252	3,019	货币资金	324	266	223	320	380	480
增长率		25.7%	3.0%	28.9%	32.1%	34.1%	应收款项	433	576	592	785	1,056	1,441
主营业务成本	-773	-979	-987	-1,305	-1,716	-2,310	存货	230	259	295	357	480	645
%销售收入	75.8%	76.3%	74.7%	76.5%	76.2%	76.5%	其他流动资产	7	27	17	10	14	18
毛利	247	304	335	400	536	710	流动资产	995	1,129	1,126	1,473	1,929	2,585
%销售收入	24.2%	23.7%	25.3%	23.5%	23.8%	23.5%	%总资产	61.6%	61.8%	61.4%	68.4%	56.5%	64.1%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-5	-7	-9	长期投资	10	13	11	11	11	11
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	449	516	529	492	1,286	1,246
营业费用	-76	-102	-88	-112	-146	-190	%总资产	27.8%	28.3%	28.8%	22.8%	37.7%	30.9%
%销售收入	7.5%	7.9%	6.7%	6.6%	6.5%	6.3%	无形资产	148	143	147	155	162	169
管理费用	-116	-117	-127	-153	-203	-272	非流动资产	621	696	709	682	1,484	1,450
%销售收入	11.3%	9.1%	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	38.4%	38.2%	38.6%	31.6%	43.5%	35.9%
息税前利润 (EBIT)	50	80	115	129	180	239	资产总计	1,615	1,825	1,836	2,155	3,413	4,035
%销售收入	4.9%	6.2%	8.7%	7.6%	8.0%	7.9%	短期借款	349	404	378	453	512	527
财务费用	-27	-25	-22	-22	-24	-25	应付款项	512	654	607	772	1,021	1,452
%销售收入	2.6%	2.0%	1.7%	1.3%	1.1%	0.8%	其他流动负债	21	36	50	96	127	158
资产减值损失	-6	-17	-5	0	0	0	流动负债	882	1,094	1,035	1,321	1,660	2,137
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	1	0	1	1	1	其他长期负债	71	32	34	0	0	0
%税前利润	0.0%	1.4%	0.5%	0.6%	0.4%	0.3%	负债	953	1,126	1,070	1,321	1,660	2,138
营业利润	18	38	88	108	156	214	普通股股东权益	641	671	738	804	1,720	1,861
营业利润率	1.7%	3.0%	6.7%	6.4%	6.9%	7.1%	少数股东权益	21	28	28	30	33	36
营业外收支	5	4	3	6	3	3	负债股东权益合计	1,615	1,825	1,836	2,155	3,413	4,035
税前利润	23	42	92	114	159	217	比率分析						
利润率	2.2%	3.3%	6.9%	6.7%	7.1%	7.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-11	-7	-17	-19	-27	-37	每股指标						
所得税率	48.4%	16.9%	18.3%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.097	0.294	0.363	0.225	0.313	0.429
净利润	12	35	75	95	132	180	每股净资产	5.285	5.528	3.577	3.897	6.291	6.808
少数股东损益	0	-1	0	2	3	3	每股经营现金净流	0.591	0.236	0.409	0.524	0.364	0.677
归属于母公司的净利润	12	36	75	93	129	177	每股股利	0.050	0.060	0.080	0.130	0.130	0.130
净利率	1.2%	2.8%	5.7%	5.4%	5.7%	5.9%	回报率						
							净资产收益率	1.84%	5.31%	10.14%	11.55%	7.52%	9.52%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.73%	1.95%	4.08%	4.31%	3.79%	4.39%
净利润	12	35	75	95	132	180	投入资本收益率	2.57%	6.01%	8.20%	8.34%	6.60%	8.16%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	51	69	64	60	64	68	主营业务收入增长率	1.89%	25.72%	3.05%	28.92%	32.11%	34.08%
非经营收益	28	22	27	20	28	30	EBIT 增长率	-41.24%	58.04%	43.98%	12.59%	39.37%	32.40%
营运资金变动	-19	-98	-82	-66	-125	-94	净利润增长率	-73.01%	201.86%	109.92%	24.09%	39.25%	36.95%
经营活动现金净流	72	29	84	108	99	185	总资产增长率	-0.59%	12.98%	0.60%	17.40%	58.36%	18.25%
资本开支	-50	-88	-69	-26	-862	-32	资产管理能力						
投资	0	0	18	0	0	0	应收账款周转天数	54.6	57.7	65.7	72.0	75.0	78.0
其他	13	-16	5	1	1	1	存货周转天数	110.7	91.2	102.3	100.0	102.0	102.0
投资活动现金净流	-36	-104	-46	-25	-862	-31	应付账款周转天数	146.3	139.9	153.1	135.0	135.0	140.0
股权募资	0	7	0	0	822	0	固定资产周转天数	143.1	128.8	132.6	97.1	69.3	48.0
债权募资	-53	43	-14	41	59	16	偿债能力						
其他	-68	-58	-45	-27	-59	-70	净负债/股东权益	3.73%	19.71%	20.23%	15.99%	7.55%	2.54%
筹资活动现金净流	-121	-7	-59	14	822	-54	EBIT 利息保障倍数	1.9	3.2	5.2	6.0	7.4	9.4
现金净流量	-86	-82	-20	97	60	100	资产负债率	59.00%	61.73%	58.28%	61.30%	48.64%	52.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD