

## 均胜电子 (600699)

# 完善人机交互布局，构建智能驾驶全产业链平台

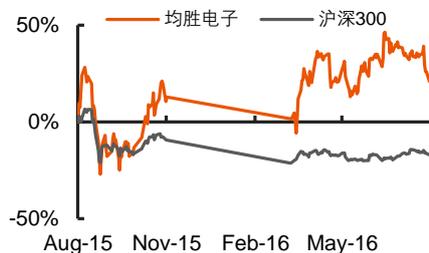
### 强烈推荐 (维持)

现价: 34 元

#### 主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.joyson.cn
大股东/持股	宁波均胜投资集团有限公司 /45.59%
实际控制人/持股	王剑峰/33.03%
总股本(百万股)	689
流通 A 股(百万股)	636
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	234.39
流通 A 股市值(亿元)	216.29
每股净资产(元)	5.61
资产负债率(%)	67.70

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《均胜电子\*600699\*2015 各业务发展顺利，外延步伐持续》 2016-04-20
- 《均胜电子\*600699\*向国际领先的智能驾驶汽车零部件供应商大步迈进》 2016-02-16
- 《均胜电子\*600699\*多样化造就稳健前行》 2015-10-28
- 《均胜电子\*600699\*具备卓越外延发展能力的中国汽车电子领军者》 2015-09-07
- 《均胜电子\*600699\*汽车电子龙头大步前进》 2015-08-26

#### 证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 021-38638428 WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN
余兵	投资咨询资格编号 S1060511010004 021-38636729 YUBING006@PINGAN.COM.CN

#### 平安观点:

2016 年公司先后完成美国主被动安全系统供应商 KSS 和德国车载信息娱乐系统公司 TS 德累斯顿股权交割，进一步完善了产业链布局，形成了人机交互、主被动安全、高端内外饰、新能源动力控制及机器人四大业务体系，产业链协同效应显著。

■ **产业链全：全产业链布局助力人机交互集成化。**均胜电子 2011 年收购德国普瑞，成为全球人机交互领先供应商，其产品配套宝马、奔驰、大众、福特、通用等全球整车厂，公司业务已经从欧洲延伸到亚洲和北美市场，并且新市场的份额正在不断扩大。2016 年收购车载信息系统优秀供应商 TS 德累斯顿，弥补人机交互系列中车载终端的缺失，形成人机交互全产业链平台，其软件技术未来将与普瑞的底层硬件和软件相结合，各种功能融入车载屏幕或者物理按键，打造一体化、集成化的人机交互系统。公司由单一产品供应商变为平台化供应商，契合未来的大屏化、集成化人机交互潮流。

■ **协同效应好：汽车主被动安全与 HMI 联系紧密，共同构建智能驾驶。**KSS 是全球领先主被动安全系统供应商，安全气囊产品供应量位居全球第四，近五年年复合增长率维持在 20%左右，客户涵盖大众、通用、福特、克莱斯勒、现代等国际品牌。近年来，公司不断加大在主动安全领域的投入，产品配套沃尔沃、雷诺、三星、双龙、吉利等整车厂商，并且新订单不断。我们认为车辆主被动安全功能效果需要通过 HMI 反馈和显示，两者共同构成智能驾驶。底层电子单元和软件算法有望由多个融合为单个，构成智能驾驶行车大脑，两项业务未来有望形成协同，继续保持两位数以上业绩增幅。

■ **增速高：BMS 和机器人高增长势头不减，未来空间广阔。**普瑞是宝马的 BMS (电池管理系统) 独家供应商，技术水平领先全球。拓展了奔驰、特斯拉、中国南车、吉利、奇瑞等新客户，与国内长安、北汽、长城、蔚来汽车等整车厂的合作也在全面推进，预计能保持每年翻番的高增速。普瑞的工业自动化产品涵盖汽车、电子及工业品、消费、医疗领域，收购整合普瑞机器人、德国 IMA、美国 EVANA 自动化业务，已完成亚、欧、美全球化布局，分享未来广阔的市场空间，我们估计未来几年工业自动化业务总体有望保持 40%以上收入增速。

■ **盈利预测与投资建议：**假设 2016 年 KSS 并表 7 个月，TS 与 EVANA 并表 8 个月，2017 年起全年并表，预测 2016 年、2017 年、2018 年均胜电子净

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7077	8,083	18,554	28,179	32,450
YoY(%)	15.9	14.2	129.6	51.9	15.2
净利润(百万元)	346.9	400	831	1,361	1,921
YoY(%)	20.0	15.3	107.7	63.9	41.1
毛利率(%)	19.6	21.6	19.0	19.7	21.2
净利率(%)	4.9	4.9	4.5	4.8	5.9
ROE(%)	14.2	10.5	17.6	22.3	24.0
EPS(摊薄/元)	0.50	0.58	1.21	1.97	2.79
P/E(倍)	67.57	58.6	28.2	17.2	12.2
P/B(倍)	9.68	6.2	5.1	3.9	3.0

利润分别为 8.3 亿、13.6 亿、19.2 亿，EPS 分别为 1.21、1.97、2.79 元。假设增发 2.88 亿股，总股本为 9.77 亿股，则 EPS 分别为 0.85、1.39、1.97 元。KSS 和 TS 与均胜电子原有业务形成协同并且打造全产业链平台，未来有望分享智能网联市场，考虑公司未来几年业绩增幅及目前估值，我们认为公司价值被低估，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**1) 汇率风险：欧元贬值；2) 多业务整合不及预期；3) ADAS 产品拓展速度不及预期。

# 正文目录

<b>一、外延能力卓越、多产业协同效应显著</b> .....	<b>6</b>
<b>二、打造人机交互全产业链平台</b> .....	<b>9</b>
2.1 收购行业领先者普瑞，切入人机交互领域 .....	9
2.2 收购 QUIN，剥离低端业务，定位人机交互总成平台 .....	12
2.3 收购 TS 德累斯顿，完善 HMI 全产业链，卡位智能车联 .....	13
<b>三、收购 KSS，切入汽车主被动安全及智能驾驶</b> .....	<b>16</b>
3.1 被动安全产品有望继续增长，国内市场潜力巨大 .....	17
3.2 分享 ADAS 机遇，构建智能驾驶平台 .....	19
<b>四、电池管理系统和机器人业务高增速</b> .....	<b>23</b>
4.1 新能源汽车动力控制业务进入收获期 .....	23
4.2 工业自动化全球化布局初完成 .....	24
<b>五、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>27</b>
<b>六、风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图表 1	均胜电子主营业务	6
图表 2	均胜电子产业布局	7
图表 3	均胜电子实现十年间收入规模百倍增长	8
图表 4	均胜电子通过外延并购成功转型升级	8
图表 5	均胜电子全球业务布局	9
图表 6	均胜电子人机交互产品系列 (HMI Human Machine Interface)	10
图表 7	2015 年普瑞全球收入构成	10
图表 8	普瑞主要客户结构	10
图表 9	普瑞销售收入高增长单位: 亿欧元	11
图表 10	普瑞各主营业务竞争对手	11
图表 11	汽车电子业务经营简况单位: 万元	12
图表 12	内外饰功能件经营情况单位: 万元	12
图表 13	全球车载信息系统市场单位: 亿欧元	14
图表 14	亚洲车载信息系统市场单位: 亿欧元	14
图表 15	特斯拉 Model X 中控屏	14
图表 16	荣威 RX5 中控屏	14
图表 17	TS 德累斯顿典型产品	15
图表 18	产品系列	15
图表 19	TS 德累斯顿提供的产品与服务	15
图表 20	TS 德累斯顿主要财务指标单位: 万人民币	16
图表 21	KSS 主营产品: 主动安全、被动安全、特殊产品	17
图表 22	新车购买消费者关注点	18
图表 23	KSS 年复合增长率 20% 单位: 百万美元	19
图表 24	2014 年汽车安全市场份额	19
图表 25	KSS 辅助驾驶系统-紧急制动	19
图表 26	KSS 辅助驾驶系统-车道偏移	19
图表 27	ADAS 相关法规及标准	19
图表 28	2015 年国内 ADAS 渗透率 2-4% 单位: 万辆	21
图表 29	ADAS 国内市场复合增长率 52% 单位: 亿元	21
图表 30	汽车安全系统: 专注于安全系统的软硬件集成	21
图表 31	KSS 主要财务指标单位: 万人民币	22
图表 32	以无人驾驶为核心的路径融合	22
图表 33	均胜电子新能源汽车动力控制系统	23
图表 34	均胜电子新能源动力控制系统经营情况单位: 万元	23
图表 35	BMS 系统国内市场规模单位: 亿元	24
图表 36	全球主要电动车型及 BMS 配套情况	24

图表 37 公司工业机器人全球客户 .....	25
图表 38 全球工业机器人销量单位：万台 .....	26
图表 39 我国工业机器人销量单位：万台 .....	26
图表 40 我国工业机器人保有量单位：万台 .....	26
图表 41 均胜电子各块业务营业收入预测单位：亿元 .....	27

## 一、外延能力卓越、多产业协同效应显著

均胜电子是一家全球化的汽车零部件顶级供应商，主要致力于智能驾驶系统、汽车安全系统、工业自动化及机器人、新能源汽车动力管理系统以及高端汽车功能件总成等的研发与制造。

成立于 2004 年的均胜电子前身是一家以汽车功能件为主业的零部件企业。2011 年至今，公司先后收购了汽车电子公司德国 PREH、德国机器人公司 IMA、德国高端内饰件公司 QUIN、美国机器人公司 EVANA、汽车安全系统全球供应商美国 KSS 以及德国智能车联公司 TS 德累斯顿。

通过多次并购整合，成功完成多业务全球化布局，卡位智能网联，形成以人机交互和无人驾驶为主线的多产业平台。新能源和工业自动化业务有望保持高增速，业绩进入收获期。

公司主业分为以下几类：

- 1) 人机交互，包括德国普瑞车载中控系统、TS 德累斯顿车载终端系统；
- 2) QUIN 和均胜电子内外饰功能件业务；
- 3) KSS 汽车安全业务，包括主动和被动安全；
- 4) 工业机器人；
- 5) 新能源汽车动力控制系统（BMS、CMS）业务。

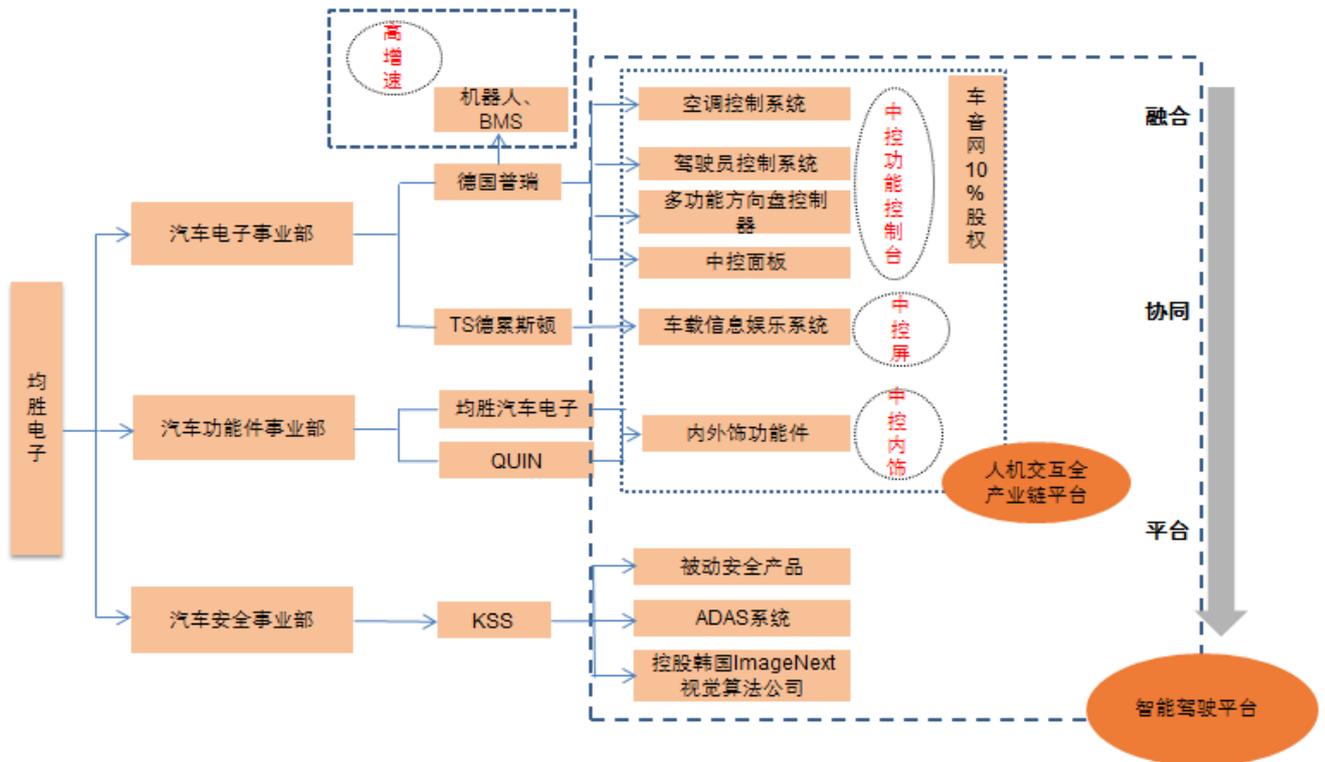
图表1 均胜电子主营业务

HMI		内外饰功能件	汽车主被动安全	机器人及 BMS
空调控制系统	TS（车载信息终端系统）	车窗洗涤系统	KSS 主动安全（ADAS 系统、事故预防、安全系统一体化产品）	普瑞自动化（下游为汽车动力总成、汽车发动机管理系统、汽车安全、汽车通讯）
驾驶员控制系统		出风口系列	KSS 被动安全（全气囊、安全带、安全带预收紧器、方向盘、安全气囊重要零部件气体发生器）	IMA（下游为电子、医疗、消费品、化妆品）
传感器系统		发动机进气管系列		动力电池管理系统
电子控制单元				

资料来源：公司公告，平安证券研究所

**人机交互全产业链布局，智能驾驶平台雏形显现。**公司通过收购 TS 德累斯顿，弥补了 HMI 车载终端系统的缺陷，打造了 HMI 全产业链，精准卡位未来集成式 HMI 的趋势，并且布局车联网领域，通过收购 KSS 切入智能驾驶传感层和决策层，在功能和软硬件体系与 HMI 形成产业协同效应，打造未来的智能驾驶大脑，契合智能驾驶平台化趋势。

图表2 均胜电子产业布局

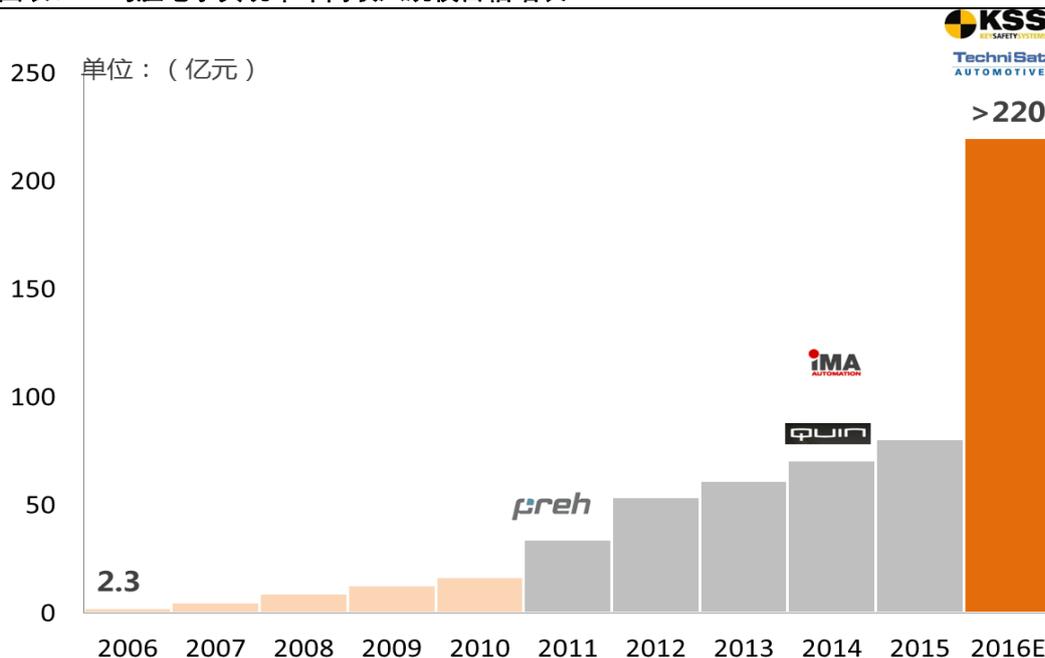


资料来源:公司公告、平安证券研究所

**业务资本双驱动，十年实现收入规模百倍增长。**2012 年均胜电子对德国普瑞业务进行了整合，基于普瑞成立了汽车电子事业部。被收购前德国普瑞面临较高的财务杠杆，资产负债率超过 80%；而且其市场集中于欧洲，在汽车增速相对更高的亚太市场才刚刚起步，在北美市场开拓缓慢。2005 到 2010 年德国普瑞收入复合增速仅为 9.8%，被均胜电子收购后，普瑞的发展速度明显加快，亚太、北美市场份额增加，2010 年到 2015 年普瑞收入年复合增速升至 17.3%。

2016 年公司收购 KSS 和 TS 德累斯顿，TS 德累斯顿产品全部面向欧洲大众，不配套其他区域市场和其他品牌，未来借助均胜电子产业整合，TS 德累斯顿有望进一步开拓大众和其他品牌国内市场。并且有望借助 KSS 的一级供应商渠道寻求优质客户。新并购业务在全球市场份额有望提升，增厚公司业绩。

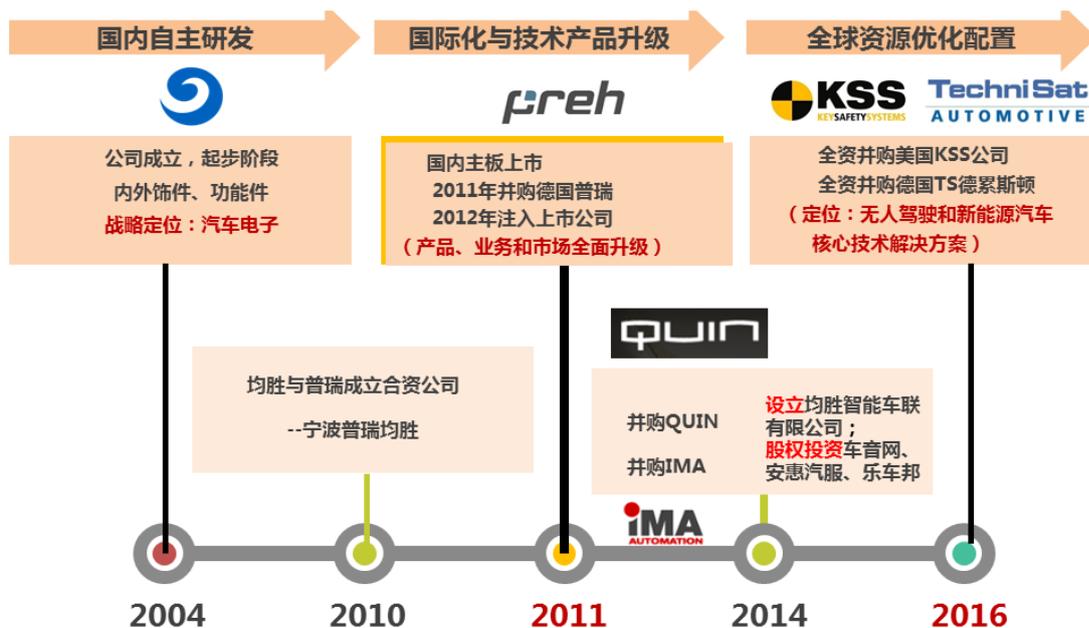
图表3 均胜电子实现十年间收入规模百倍增长



资料来源：公司网站

**均胜电子通过一系列并购实现了成功转型升级：**公司成立之初定位于汽车内外饰功能件，经过并购普瑞，产品、业务、市场得到了全面升级，主营产品定位汽车电子，市场面向全球，同时提供全球领先的新能源动力控制解决方案。全资并购美国 KSS 和德国 TS 完善了汽车电子布局，进军汽车主被动安全及车联网领域。

图表4 均胜电子通过外延并购成功转型升级



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表5 均胜电子全球业务布局



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

2016 年公司拟非公开发行股份，计划发行股票数量不超过 2.88 亿股，发行底价 29.85 元，募集资金总额不超过 86 亿元，扣除发行费用后将用于：合并 KSS、对 KSS 增资、收购 TS 道恩的汽车信息板块业务（即重组后的 TS 德累斯顿）和补充上市公司流动资金。

## 二、 打造人机交互全产业链平台

汽车人机交互系统实现人与车之间的对话，车主通过系统可以把握车辆状态信息（车速、里程、当前位置、车辆保养信息等）、路况信息、定速巡航设置、蓝牙免提设置、空调及音响的设置，目前常见的人机交互系统有宝马 iDrive、奔驰的 COMAND、奥迪的 MMI、沃尔沃的 Sensus 以及丰田的 Remote Touch。

### 2.1 收购行业领先者普瑞，切入人机交互领域

普瑞人机交互产品系统有丰富多重组合：包括汽车座舱内人机交互系统、中控系统、空调控制器、中控面板和集成显示的中控系统、多功能方向盘控制器。公司具备前瞻性的研发能力，产品配套宝马、福特、大众（包括奥迪）等品牌车型。

从 1988 年起，普瑞就开始为宝马和奥迪提供驾驶控制系统等汽车电子产品。经过 20 余年的发展，均胜的驾驶控制系统在代表汽车行业最高水平的德系高端车市场处于绝对领导地位。

图表6 均胜电子人机交互产品系列 (HMI Human Machine Interface)



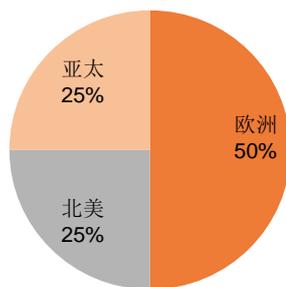
资料来源:公司网站

并购德国普瑞之后，均胜电子积极拓展普瑞在亚太和北美的市场，先期以客户关系较好的德系车型为主，后期也开始拓展福特、通用等美系厂商，现在已经形成了包括奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、大众、通用、福特等高端整车厂在内的客户群，并且取得了未来 3-5 年排期的订单，有望保持收入高增速。

开拓中国市场，宁波普瑞多年来保持每年翻番增长。近年来，全球汽车市场增速放缓，但是德国普瑞依靠其领先同行业的技术水准，大力拓展北美和中国市场，在国内设立合资公司普瑞均胜，以实现德国技术与中国市场的完美结合，自成立以来，普瑞均胜公司一直保持着每年翻番的高增速。预计德国普瑞依靠均胜电子的本土化和协同优势，未来有望保持着比下游更高的增长速度。

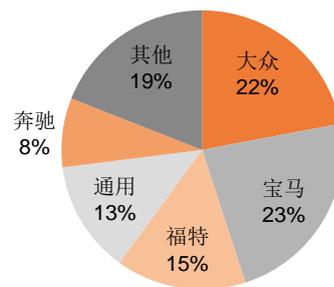
亚太和北美市场份额继续扩大。普瑞 2015 年亚太和北美市场收入已占其总收入的 50%左右，未来还会大力拓展国内市场，并且借助 KSS 在北美的客户资源，拓展北美市场。

图表7 2015 年普瑞全球收入构成



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

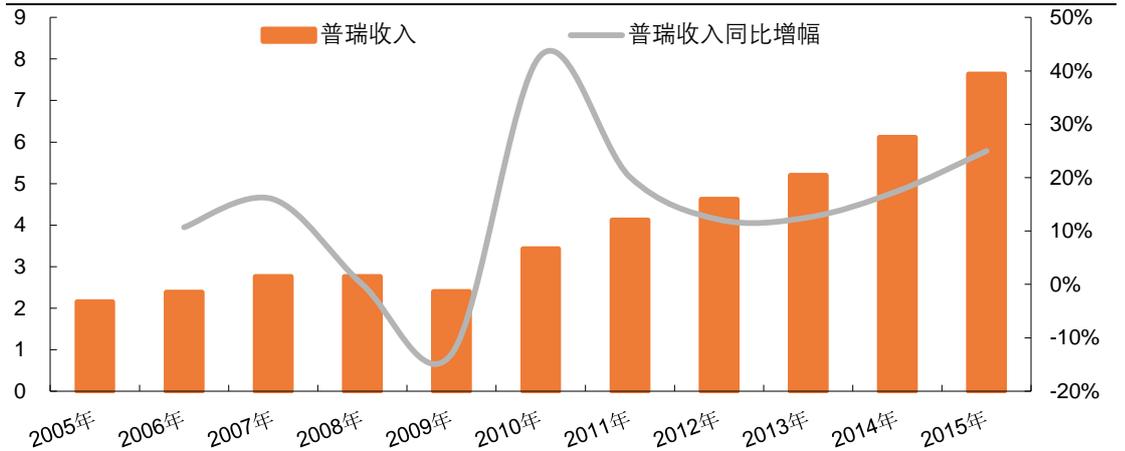
图表8 普瑞主要客户结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司具有卓越外延收购整合能力，普瑞被收购后复合增速是之前两倍。被收购前德国普瑞面临较高的财务杠杆，资产负债率超过 80%；而且其市场集中于欧洲、北美，在汽车增速相对更高的新兴市场才刚刚起步。2005 到 2010 年德国普瑞收入复合增速 9.8%，被均胜电子收购后，普瑞的发展速度明显加快，2010 年到 2015 年普瑞收入增幅明显提升，复合增速升至 17.4%。

图表9 普瑞销售收入高速增长单位：亿欧元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

**德国普瑞是全球空调控制系统顶级供应商之一。**普瑞在欧洲市场排名靠前，亚洲市场涉足时间短，发展空间巨大。汽车空调控制系统的开发需要掌握汽车开放系统架构 (AUTOSAR)、多区域控制系统、无风扇系统、体积流量处理法等多项专业技术，业界只有为数不多的企业可以做到。全球汽车空调控制系统主要呈现垄断竞争格局，德国普瑞在德国市场主要与 Valeo、Continental、BHTC 竞争，在北美主要与 Visteon、TRW 竞争。

**德国普瑞在汽车驾驶控制系统方面将注意力主要集中在中控台、方向盘控制单元、仪表控制单元等细分市场。**普瑞凭借其 i-drive 和 MMi 解决方案在中控台领域保持技术领先，并占据了全球市场一定份额，随着集成式触摸屏产品的推广上市，预计公司中控台市场份额会进一步扩大。

**拥有多点触控核心技术。**随着移动通讯技术的应用普及，市场对驾驶控制操作界面优化的期待与需求日益增加，常规键盘逐渐被多点触摸功能触摸屏替代已成趋势。为满足汽车行业客户的需求，未来会有越来越多的多点触摸功能触摸屏和带手写识别功能的触摸屏出现在汽车中。在这方面，德国普瑞是除 Alps 之外在市场上拥有有效解决方案的少数企业之一。

图表10 普瑞各主营业务竞争对手

产品系列	竞争对手
空调控制系统	Valeo、Continental、BHTC、Visteon、TRW
中控台领域	Alps、Kostal、Marquardt
多功能开关系统	Alps、Marquardt、Delphi、TRW、Kostal
电子控制单元	Bosch、Johnson Controls、Hella
传感器系统	Hella、Alps
工业自动化及机器人集成	Teamtechnik、Ixmation 等

资料来源:公司网站, 平安证券研究所

未来公司将继续推动多种 HMI 技术的融合,完成对集成式显示屏、触控功能和开关元件的有机结合,积极研发主动反馈技术,继续保持行业的领先地位。市场方面,公司将继续保持与整车厂的紧密合作,抓住行业变革带来的新机遇,积极布局前沿和新兴领域,加大 HMI 产品从高端车型向主流车型渗透,扩大在亚洲和北美的市场份额。

图表11 汽车电子业务经营简况单位：万元

汽车电子	2013A	2014A	2015A
收入	392516	442287	447025
毛利润	75587	95789	108044
毛利率	19.3%	21.7%	24.17%
毛利占比	64.9%	69.2%	61.8%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.2 收购 QUIN，剥离低端业务，定位人机交互总成平台

**近年来公司传统功能件业务处调整期：**均胜电子传统主营业务是内外饰及功能件，核心产品为风窗洗涤系统、出风口系列、发动机进气管系列，主要配套一汽大众、上海大众等整车厂商，也配套延峰伟世通、佛吉亚等一级供应商。随着汽车市场增速放缓，零部件竞争更加激烈，2013-2014 年公司汽车内外饰件的毛利率逐渐降低。

为改善内外饰件盈利情况，2014 年均胜电子并购高端内饰件公司 QUIN 开启内外饰件高端化、全球化的基本战略。2015 年公司转让所持有华德塑料股权，进一步剥离淘汰低端产品，将公司资源集中在技术含量相对较高的产品系列上，比如空调系统、智能后视镜等。

QUIN 是全球高端天然和金属材质内饰件领先供应商，主要产品包括高端内饰件总成和方向盘总成，QUIN 的主要客户包括大型整车厂商和一级供应商，主要配套欧洲市场的奥迪、宝马、奔驰、大众、丰田、戴姆勒等高端品牌。在全球汽车天然和金属材质内饰细分领域，QUIN 和诺维、雅马哈等顶尖供应商等形成稳定的竞争格局，QUIN 更专注于高端市场。

过去几年公司原有的传统内外饰及功能件业务规模没有增长，盈利能力也有所下滑，通过收购 QUIN 和剥离华德塑料，公司对相关产品系进行整合，剥离低端业务，开发高端功能件总成，2015 年营收和毛利都有较大提升，未来业绩有望持续改善。

图表12 内外饰功能件经营情况单位：万元

	2012A	2013A	2014A	2015A
收入	151395	172382	179514	248922
毛利润	35407	35990	30169	48053
毛利率	23.4%	20.9%	16.8%	19.3%
毛利占比	37.4%	30.9%	21.8%	27.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

**进一步开拓亚洲和北美市场，持续获取高端产品订单。**Quin GmbH 已成功取得大众集团、宾利、宝马 7 系、5 系订单，未来向高端主流发展的趋势也将愈发明显；借助公司在中国市场的拓展能力，快速拓展中国和亚太市场，已取得国内高端产品订单，2017 年有望量产。同时借助均胜电子和德国普瑞的客户资源进入北美市场，并在墨西哥设立生产基地，实现对美系整车厂商的就近供应。现有客户即德系整车厂商将是重点目标，同时新客户如丰田、现代也将成为争取的目标。

公司通过对 Quin GmbH 的收购和整合，将丰富公司产品系，与现有 HMI 产品形成协同效应，为整车厂商提供 HMI、高端方向盘总成和内饰功能件总成级产品，提高公司产品核心竞争力。目前，公司提供人车交互类产品（HMI）和功能件类产品（空调出风系统），在内饰件特别是 HMI 有关的高端内饰件产品线仍较少。通过本次收购将实现针对性补充，从而给客户“完整的 HMI 解决方案”（total solution）。

**功能件愈加智能，提供 HMI 一体化解决方案。**公司在 HMI 和功能件产品系保持领先的基础上，将两大产品系充分有效结合，为整车厂提供高效一体化的 HMI 整体解决方案，与主要竞争对手形成差异性竞争优势。目前公司产品系已经能够覆盖驾驶控制过程中的主要电子控制件和功能件，从表面工艺处理，到硬件，再到部分底层软件领域，具体如，多功能方向盘、空调控制器、娱乐单元控制器、集成式中控单元到空调出风系统、后视镜和前面板总成，形成一套完整的 HMI 解决方案，代表了智能驾驶 HMI 硬件领域的最高水平。

## 2.3 收购 TS 德累斯顿，完善 HMI 全产业链，卡位智能车联

### ■ 车载信息娱乐系统分享智能网联市场红利

公司于 2016 年 5 月 4 日完成对 TS 德累斯顿股权的交割，本次收购基准对价 1.8 亿欧元，对应市盈率约为 17.71 倍。

TS 德累斯顿是 TS 道恩及其子公司的汽车信息板块业务，产品是车载信息娱乐终端系统，主要功能包括导航和驾驶辅助、汽车影音娱乐、智能车联和在线服务等。

车载信息娱乐终端系统以车内网、车际网和车联网为基础，通过一定的数据交互标准，实现传统功能：包括音视频播放、倒车影像、卫星导航定位以及蓝牙通信等，新增功能：行车安全、行车数据汇总、远程控制、救援代驾和车讯互联等，对车、路、人、物、位置等动态进行实时和有效的智能监控、调度及管理。

车载信息终端可以为消费者提供多种功能以及服务，但是却面临诸多缺陷，所以许多驾驶者在车上宁愿使用手机实现娱乐和联网功能。

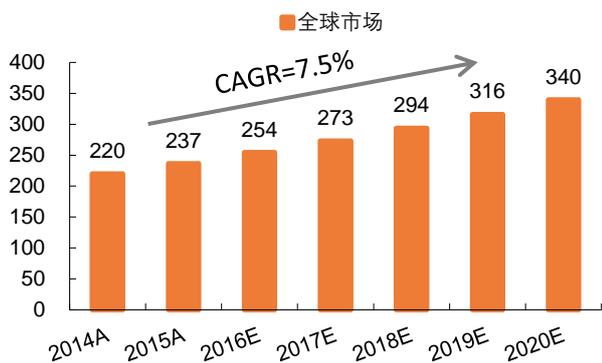
#### 车载信息娱乐系统的主要痛点有两个：

- 1) 车是信息孤岛，当人在车上时，车载终端系统与外界的车、人、物、环境的沟通非常少，无法体现其车联价值；
- 2) 车载信息比较陈旧，更新不够及时，比如导航系统经常滞后半年到一年的时间，无法提供消费者更完美的客户体验。

在汽车细分市场中，车载信息系统和相关服务发展十分迅速，过去，信息终端系统主要是为驾驶员提供无线电广播、卫星导航、交通路况等信息服务和音乐等娱乐功能。现在，信息终端系统汇集各种信息源，连接移动网络和智能手机，是 V2V、V2X 车联网的基础。随着智能网联车的推广，终端消费者对相关软件和车载服务的需求将大幅增加，车载信息娱乐终端系统将会受益。

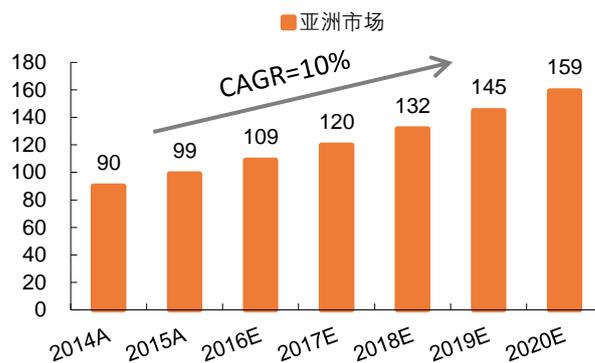
**车载信息系统市场空间大，2020 年 340 亿欧元市场。**车载信息服务系统主要包括车载导航、娱乐影音以及车联网三大模块，单车配套价格从 1000-5000 元不等，随着车辆智能化的提升，大屏化的到来，车载信息服务系统也将变得集成化和融合化，并且其功能范围会不断扩大，在此基础上会增加更多配置。车联网时代的到来也将加大车载信息服务系统的单车价值，预计到 2020 年全球车载信息系统市场规模可以达到 340 亿欧元，我们认为车载信息系统未来潜力巨大。

图表13 全球车载信息系统市场单位：亿欧元



资料来源:R&B Consulting, 平安证券研究所

图表14 亚洲车载信息系统市场单位：亿欧元



资料来源:R&B Consulting, 平安证券研究所

互联网企业纷纷布局智能驾驶，着力于建造自己的生态圈，并且人机交互也变得更加智能化，同时也倒逼传统车企加快人机交互产品的技术迭代更新速度，推出功能更加丰富、大屏化、多种控制集成的车载终端产品。

**车载信息娱乐终端将会增添网联和行车功能。**人机交互产品的发展经历了三个阶段，第一阶段是以多媒体和导航为主的多媒体导航系统，第二阶段在第一阶段产品的基础上，新增网络资讯、行车安全以及数字娱乐等功能。而智能化终端系统是第三阶段产品，增加了行车数据汇总、远程控制 and 车讯互联等综合性服务。

**车载终端物理按键减少，触摸屏尺寸有望继续增加。**除了功能上的增加，车载终端系统的前端界面也在发生变化，前端界面的物理按键变少，集成到触摸屏中，中控屏幕尺寸变大，提高车辆中控界面档次，语音交互功能的准确度也在不断提升。车载娱乐系统的未来的形态应该是多种功能界面集成在一块屏幕上的系统。

**大屏化、功能集成化将会是未来趋势。**特斯拉大屏引爆人机交互，特斯拉 Model S 装配几近 2 个 Ipad 大小的 17 寸中控屏，并且可以通过中控屏实现多种功能，包括导航、娱乐、影音等传统功能，并且也包含调节悬架、车灯、天窗、门锁、总电源等多种新加入的控制功能。阿里巴巴和上汽联手打造的全球第一款互联网汽车上汽荣威 RX5 也拥有 10.4 英寸中控大屏，并且继承了阿里云生态圈、远程控制、车机互联等多种车联网和安全功能。大屏化、功能集成化已经成为未来 HMI 的发展趋势。

图表15 特斯拉 Model X 中控屏



资料来源:公开网站, 平安证券研究所

图表16 荣威 RX5 中控屏



资料来源:公开网站, 平安证券研究所

■ TS 德累斯顿配套前装、资产优质，致力于提供完整的车联网解决方案

TS 道恩于 1986 年在德国道恩成立，TS 德累斯顿是 TS 道恩的汽车板块业务，其是汽车智能终端系统供应商，业务面向前装和后装市场，主要为大众汽车配套，全球有累计超过 300 余万车联网前装用户。

图表17 TS 德累斯顿典型产品



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表18 产品系列



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

**TS 德累斯顿数据交互和液晶显示技术积累雄厚。**TS 道恩主要生产高品质的卫星接收产品，比如卫星天线、数字接收机、数字电视机以及 PC 组件等，TS 德累斯顿依托 TS 道恩，在数字接收、数据交互、液晶显示方面有卓越的研发能力和技术储备基础。自制底层硬件和上层软件，拥有软件无线电、导航与驾驶辅助集成、在线服务开发、触摸等多样化交互控制、车辆总线支持和集成等技术，技术人员占员工总数 40%，契合未来车载终端网联化和大屏化的趋势，有望分享巨大市场空间。

**TS 德累斯顿致力于为整车厂商提供完整的车联网解决方案。**TS 提供包括智能导航、车载娱乐等内容服务，辅助驾驶、智能车联、智能交通等安全服务，与上游多家内容供应商合作，提供丰富全民的内容服务，带来完美的用户体验，也提供 Mirror Link 手机映射功能。

图表19 TS 德累斯顿提供的产品与服务

产品	功能
导航&驾驶辅助	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 建立导航云端服务</li> <li>2. 在线+目标行车路线计算</li> <li>3. 关于目标与信息点的行车路线信息支持</li> <li>4. 通过后台支持第三方数据</li> </ol>
汽车影音娱乐	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 调频、数字音频广播、高清、语音数据服务</li> <li>2. 调幅/调频、数字音频广播、高清、数字权利管理、语音助理服务</li> <li>3. 有源矩阵、多样性、分流器</li> </ol>
智能车联	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 通过智能手机和平板电脑将消费电子与车载数据结合</li> <li>2. 通过自有软件协议栈连接 CAN 总线与 MOST 总线</li> <li>3. 无线充电技术</li> <li>4. 音视频桥接技术</li> <li>5. 苹果车用系统、Mirror link、安卓车载系统</li> </ol>
智能&在线服务	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 保证车辆与云端直接的数据高速交换</li> <li>2. 在线服务通道</li> <li>3. 高度安全系统</li> <li>4. 通过虚拟处理器内核整合安全系统</li> </ol>

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

**牵手优质客户，未来值得期待。**高质量的产品和服务帮助 TS 德累斯顿获得了客户的重要订单，保证了未来几年营收增长的可持续性，开发的 MIB2 系统，已应用于大众、斯柯达、奥迪等品牌的多款车型上。为大众集团旗下各品牌车型搭载的第 3 代车载多功能导航信息模块 MIB3 也在开发当中，未来几年将逐步在奥迪、大众、斯柯达等品牌新车型装配和使用，预计 2019-2020 年放量增厚公司业绩。并且已经开拓宝马、奔驰等新客户，产品有望在 2017 年量产。

公司也将进一步拓展除欧洲客户以外的北美、中国市场，并且在中国筹建研发中心，保证 TS 业绩增速。

车载信息系统领域的市场集中度较低，目前并无绝对领先者，TS 道恩的汽车信息板块业务在该领域的竞争对手基本都是各国领先的汽车电子零部件供应商。尽管公司与该领域的哈曼、松下、LG、阿尔派等巨头相比体量不大，但是 TS 面对整车厂商的要求具备高度灵活的反应能力，新业务的拓展，特别是软件和服务类业务的开展可以更加灵活和高效。

**TS 德累斯顿有望与普瑞 HMI 产品融合。**TS 德累斯顿的车载信息、娱乐系统弥补了德国普瑞产品系列中控屏的缺失，打造完整的 HMI 产业链，未来将进一步使两者的硬件和软件技术相结合，共同开发基于 HMI 的各种信息系统，如驾驶辅助模块及计算程序、互联导航服务、智能车联服务等，契合未来 HMI 集成化、智能化的趋势。

图表20 TS 德累斯顿主要财务指标单位：万人民币

	2015A	2014A
资产合计	145038	118314
负债合计	83696	64556
所有者权益合计	61342	53757
营业收入	274875	184826
营业成本	246354	158877
营业利润	8630	9482
净利润	6603	7019

资料来源:公司公告、平安证券研究所

### 三、收购 KSS，切入汽车主被动安全及智能驾驶

公司于 2016 年 6 月 8 日完成对 KSS 的股权交割，基准对价 9.2 亿美元，对应市盈率 55.8 倍，并计划对 KSS 增资 1 亿美元改善其财务结构，推动其业务更好发展。KSS 主营业务为汽车安全系统，主要包括被动安全和主动安全。

KSS 为全球顶级汽车安全系统供应商，从上世纪 50 年代起开始涉足汽车安全市场，主要被动安全产品包括安全气囊、安全带、安全带预收紧器、方向盘、安全气囊重要零部件气体发生器。

图表21 KSS 主营产品：主动安全、被动安全、特殊产品



### 主动安全

**智能驾驶：**自动驾驶辅助（ADAS）、紧急制动、360 度环绕视野技术  
**事故预防：**车身防撞机构、车辆火灾保护系统、快速关闭装置  
**整合的主被动安全：**电子安全带，触感电子方向盘，信息娱乐



### 被动安全

**安全气囊：**所有前面，侧面和所有车内保护气囊  
**气体发生器：**火药、高压气体、混合型气体发生器  
**安全带：**5 星级碰撞安全收紧器、气囊式安全带，一体化 BTS  
**方向盘：**发热、木质方向盘，垂直一体化价值链



### 特殊产品

**航空：**市场上第一款里程碑式的安全气囊、充气式安全带  
**工业：**创新型越野牵引器  
**个人保护：**新型充气式安全头盔、坠车保护  
**高端产品：**阿斯顿马丁/法拉利/玛莎拉蒂豪华品牌方向盘独家供应商，碳纤维内饰

资料来源:公司公告、平安证券研究所

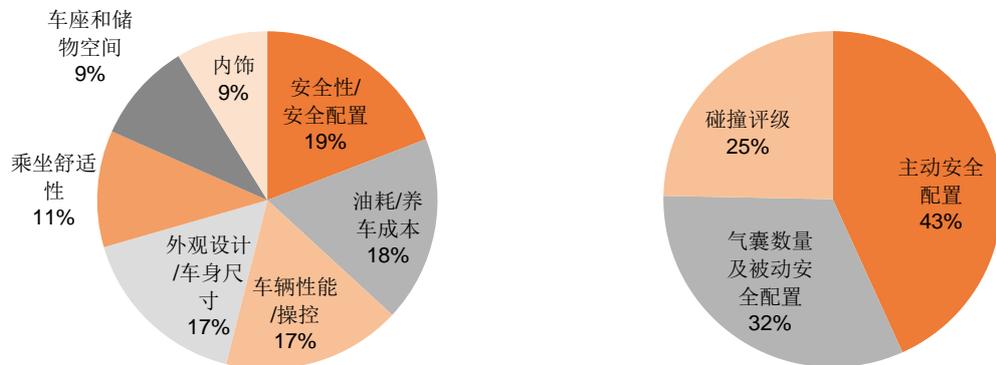
## 3.1 被动安全产品有望继续增长，国内市场潜力巨大

### ■ 消费者安全需求提升，安全产品受益

汽车安全产品主要包括被动安全和主动安全产品，被动安全产品主要是指安全气囊和安全带，安全气囊包括驾驶员侧安全气囊、乘员侧安全气囊、侧气囊、侧气帘、膝部气囊等，安全带包括驾驶员与乘客安全带。主动安全产品主要是指包括前向碰撞预警、车道偏离预警、环视系统等功能的智能驾驶辅助系统。

随着汽车在中国的普及，新一代的 80-90 后消费者对于汽车的认知不仅仅局限在品牌，对于汽车的方方面面都开始关注并且有所了解，消费者购车考虑因素中，汽车安全配置占考虑因素 19%，高于其他考虑因素。而安全配置中尤以主动安全与被动安全最为重要，消费者的需求有望带动主被动安全配置的提升。

图表22 新车购买消费者关注点



资料来源:搜狐汽车, 平安证券研究所

➢ 国内安全气囊单车配套量有望从 2.5 个提升到 6 个

2013 年起, 美国规定在美销售的所有车辆必须安装侧安全气囊, 欧洲也规定前排必须强制安装前排乘客安全气囊, 但目前我国内尚无安全气囊强制安装法规。国内的单车安全气囊配置数量约为 2.5 个, 而在欧洲安全气囊的单车数量为 .5 个, 美国的安全气囊单车配套数量为 6 个, 随着安全气囊法规立法推进及消费者对安全配置的日益重视, 我国的安全气囊市场单车配套量有较大提升空间, 市场规模巨大。

公司收购 KSS 之后, 会进一步依托德国普锐拓展欧洲市场, 并且依托母公司均胜电子大力推广中国市场, 未来 KSS 有望受益于均胜电子的多公司协同效应, 加大在国内市场的投入力度, 取得更多主机厂的供应商资质, 保障 KSS 的高增长态势。

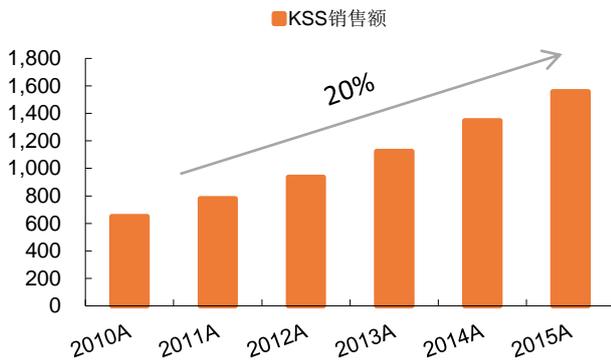
KSS 与奥托立夫、高田、天合同为四大汽车安全系统顶级供应商, KSS 全球 4 大洲 14 个国家建有 32 处运营场所, 具有优秀的全球化业务布局和整合能力, 在行业内具有显著的竞争优势。

直接下游客户包括宝马、大众、通用、福特、克莱斯勒、标志、现代、雷诺、上汽、长城、长安等大型整车厂, 其中 2015 年的前五大客户为大众集团、福特、通用、克莱斯勒、现代等国际一线品牌, 未来有望继续拓展国内自主品牌市场。

**KSS 过去三年复合增速 20%, 显著高于竞争对手。**受益于中国 SUV 市场的爆发性增长, 近三年的销售收入不断扩大, 在汽车安全市场所占的份额不断扩大, 从 2010 年约 5% 的市场占有率发展到 2014 年约 7% 的市场占有率。与其他三家主要竞争厂商年复合 5% 的增长率相比, KSS 销售额年增长率达 20%, 处于领先地位。

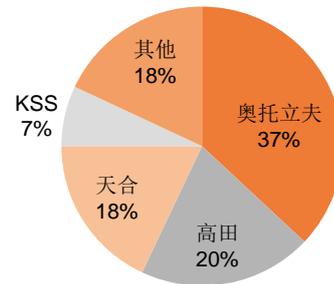
2015 年, 汽车安全市场发生了较大变化。日本高田因安全气囊隐患发生汽车召回超过 5000 万台, 为汽车史上最大规模召回, 使高田品牌严重损害, 市场占有率下滑明显, 而天合被采埃孚巨资并购, 成为采埃孚下属企业, 短期内其运营势必会受到影响。主要竞争对手的战略调整将为 KSS 公司带来新的发展机遇, 有望保持较高的增速。

图表23 KSS 年复合增长率 20%单位：百万美元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表24 2014 年汽车安全市场份额



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

### 3.2 分享 ADAS 机遇，构建智能驾驶平台

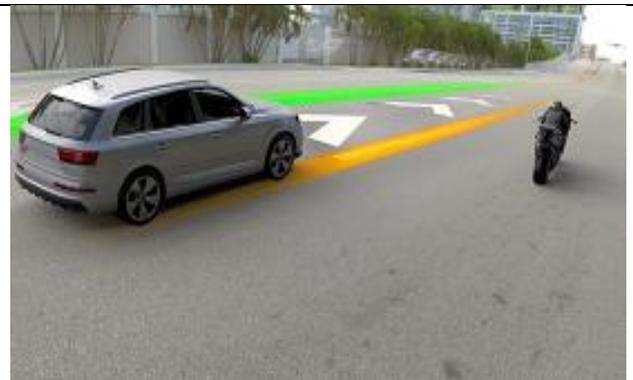
KSS 主动安全类产品包括无人驾驶 (自动驾驶辅助系统 ADAS, 紧急制动, 360 度环绕视野), 事故预防 (车身防碰撞机构, 车辆火灾保护, 快速关闭装置), 安全系统一体化产品 (电子安全带, 触感电子方向盘, 信息娱乐); 现阶段, 主动安全产品收入占公司收入的 10%, 随着公司在这方面投入的不断增长和客户的拓展, 未来有望保持高速增长。

图表25 KSS 辅助驾驶系统-紧急制动



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表26 KSS 辅助驾驶系统-车道偏移



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

#### ■ 抢占 ADAS 新市场，产品配套多家整车厂商

主动安全产品主要是指智能辅助驾驶系统, 主要包括前向碰撞预警、车道偏离预警、车道并线预警、盲点监测、主动刹车系统、自动泊车、自适应巡航、车道保持等。

为保证行车安全, 减少损失, 各国政府以及其安全机构纷纷出台相关的安全法规和标准, 强制车企在新上市车辆安装主动安全系统。另外, 互联网企业发力智能驾驶汽车, 也倒逼传统车企加快智能驾驶研发进程, ADAS 配置的渗透速度大大加快。

图表27 ADAS 相关法规及标准

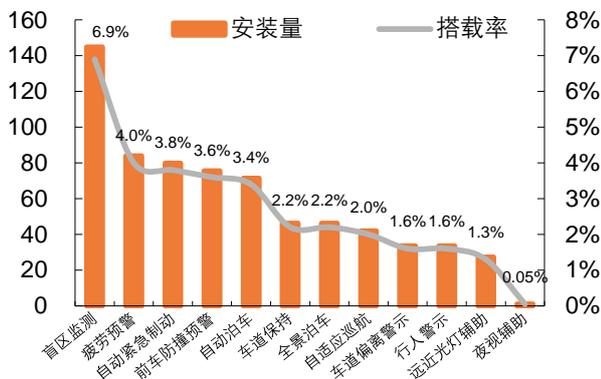
功能模块	国家/地区	机构	具体规定
ESC 电子车身	美国	NHTSA	2012 起要求 1000 磅以下所有乘用车配备

功能模块	国家/地区	机构	具体规定
稳定系统	欧洲	欧盟	2014年11月后新登记车辆强制安装
	澳大利亚	政府	2013年11月后，所有新车强制安装
	加拿大	政府	2011年起新增乘用车强制安装
	中国	C-NACP	2015年，首次在碰撞新规加分中列入ESC
AEB 紧急制动系统	美国	NHTSA	2015年1月起将AEB加入推荐高级安全列表
			2018年获得五星评价必要条件
	欧洲	欧盟	2013年11月，商用车强制安装
		E-NCAP	2014年起，只有安装AEB才能获得五星认证
	澳大利亚	A-NCAP	2012年其强制要求新车安装
	日本	MLIT	2016年起强制要求新车安装
	中国	C-NCAP	预计2018年或将加入行人检测功能
倒车影像	美国	NHTSA	2018年5月1日起强制安装
	美国	NHTSA	2006年起强制安装
TPMS 胎压监测	欧洲	欧盟	2014年11月其强制安装
	韩国		2013年起强制安装
其他	欧洲	欧盟	2014年，将ADAS评分权重由10%调整为20%，2017年，4星以上新车必须配备ADAS系统
FCW 前向碰撞预警、LDW 车道偏离报警	中国	公安部 交通部	2016年新机动车安全运行技术条件GB7258意见稿规定 11米以上客车强制装配LDW、FCW

资料来源：搜狐汽车，平安证券研究所

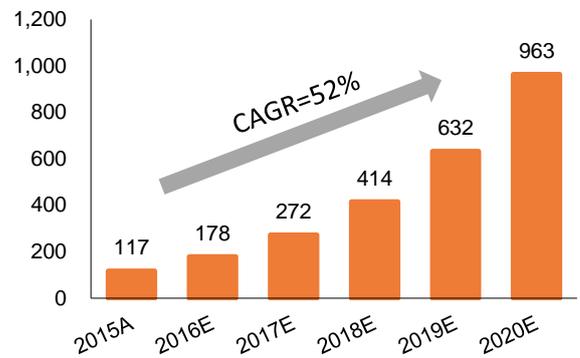
ADAS 在国内的新车渗透率只有 2-4%左右，其中盲点检测渗透率最高，达到 6.9%，目前欧美国家已经有近 8%的新车配备 ADAS 功能，相比于国外，国内 ADAS 渗透率还有非常大的提升空间。假设乘用车销量年复合增长率 5%，ADAS 到 2020 年在国内市场渗透率为 15%，则在 2020 年 ADAS 可形成千亿市场，年复合增长率 52%。公司作为系统级一级供应商，产品的单车配套价值高，预计将会极大受益。

图表28 2015年国内ADAS渗透率2-4%单位：万辆



资料来源:盖世汽车、平安证券研究所

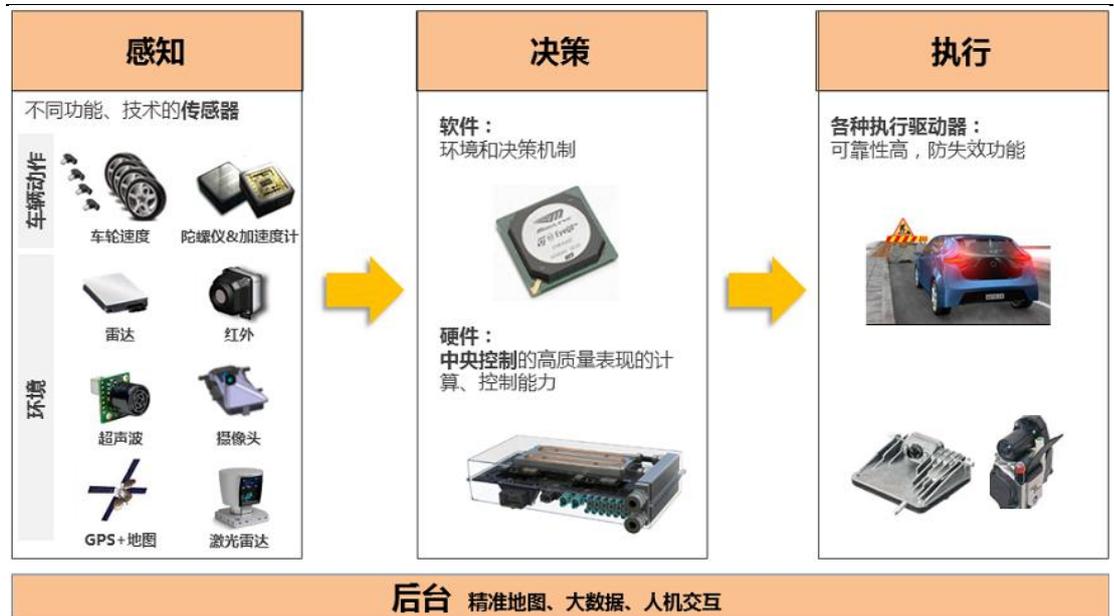
图表29 ADAS国内市场复合增长率52%单位：亿元



资料来源:中汽协、平安证券研究所

**KSS 致力于成为主动安全产品一级供应商。**将 ADAS 中的感应件、决策件和执行件直接打包配套给整车厂商，包括集成了多种功能的 ADAS 系统、事故预防系统等。公司主要发力于有核心优势的上层软件和算法，在 ADAS 系统方面已经与 Mobileye 合作，功能包括车道保持、行人识别、前方碰撞预警等。

图表30 汽车安全系统：专注于安全系统的软硬件集成



资料来源:公司网站，平安证券研究所

目前公司在全球有沃尔沃、雷诺、三星、双龙和吉利等丰富的客户资源，并且建立了美国、中国和韩国三大安全研究中心，其 ADAS 产品已经配套欧洲捷豹路虎，而且国内客户量产，公司不断加强主动安全领域的投入，并于近期控股了韩国视觉算法公司 Image Next，进一步增强公司在 ADAS 视觉算法技术能力，未来不排除继续通过内生和外延的方式拓展主动安全市场。

■ KSS 与 HMI 协同，共同构建智能驾驶系统

ADAS 可以对周围环境、障碍物、人进行感知，感知的结果需要通过一定的方式反馈给驾驶员，驾驶员同时控制 ADAS 的功能状态，HMI 承担着人与车之间的交流以及控制功能，可以将主被动安全产品与驾驶员连接在一起。

公司通过完善 HMI 产业链和外延主被动安全系统产品，有意融合 HMI 和 ADAS 系统 ECU ( 电子控制单元 )，构建智能驾驶大脑平台。提高了 HMI 和主被动安全产品的协同能力，贯穿了智能驾驶产业链，未来有望成为智能驾驶平台化供应商，竞争优势明显。

图表31 KSS 主要财务指标单位：万人民币

	2015A	2014A
资产合计	819784	629638
负债合计	742488	576922
所有者权益合计	77295	52717
归属于母公司的所有者权益	44340	26308
营业收入	992604	826427
营业成本	824178	684668
营业利润	53217	18425
净利润	43028	9491
归属于母公司股东净利润	22518	-5295

资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表32 以无人驾驶为核心的路径融合



资料来源:公司网站，平安证券研究所

## 四、 电池管理系统和机器人业务高增速

### 4.1 新能源汽车动力控制业务进入收获期

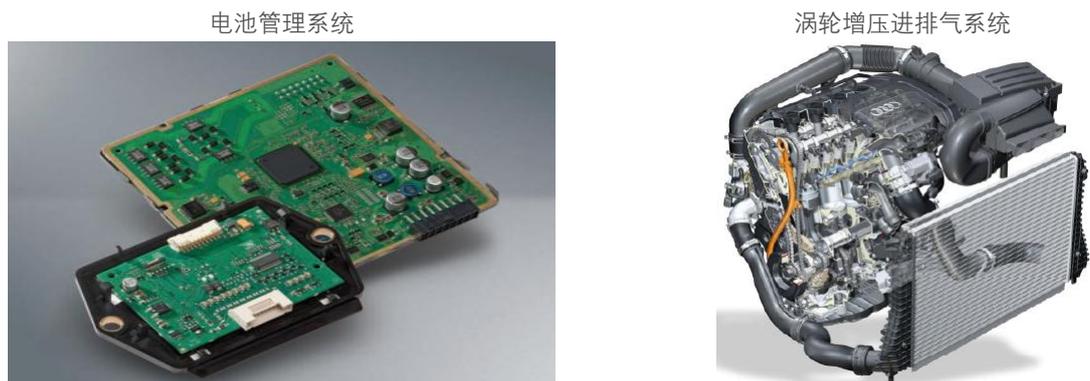
公司新能源汽车动力控制业务主要包括 BMS（电池管理系统）、CMS（电容管理系统）等，拥有电子控制单元、电压传感器等核心零部件研发能力。

电动汽车电池管理系统（BMS）是连接车载动力电池和电动汽车的重要纽带，其主要功能包括：电池物理参数实时监测；电池状态估计；在线诊断与预警；充、放电与预充控制；均衡管理和热管理等。作为新能源汽车的核心技术，电池管理系统是新能源车质量的保证。

**普瑞 BMS 系统进入特斯拉以及国内厂商供应链。**普瑞是宝马的电池管理系统的独家供应商，除给宝马独家供货外，奔驰、保时捷、特斯拉也成为公司的客户，目前也已开始向特斯拉交付产品，国内客户包括吉利和奇瑞汽车，未来随客户整车销量增加，公司的供货量也将持续扩大。

在中国，公司和浙江南车成立了合资公司，联合开发及应用储能式现代电车能源管理系统集成、超级电容应用管理系统，从而进入到超级电容储能式管理领域，拓展商用车、机车、储能等细分市场，配套中国中车超级电容大巴，已经在宁波公交线路陆续推广。

图表33 均胜电子新能源汽车动力控制系统



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

到 2020 年，全球电动车（包括混合型）年产量将达到 6 百万辆，为 2020 年轻型车产量的 5-6%，按 BMS 单套均价 1 万元计算，市场空间可达 600 亿。BMS 系统 2020 年国内市场规模有望达 360 亿元，年复合增长率 55%。

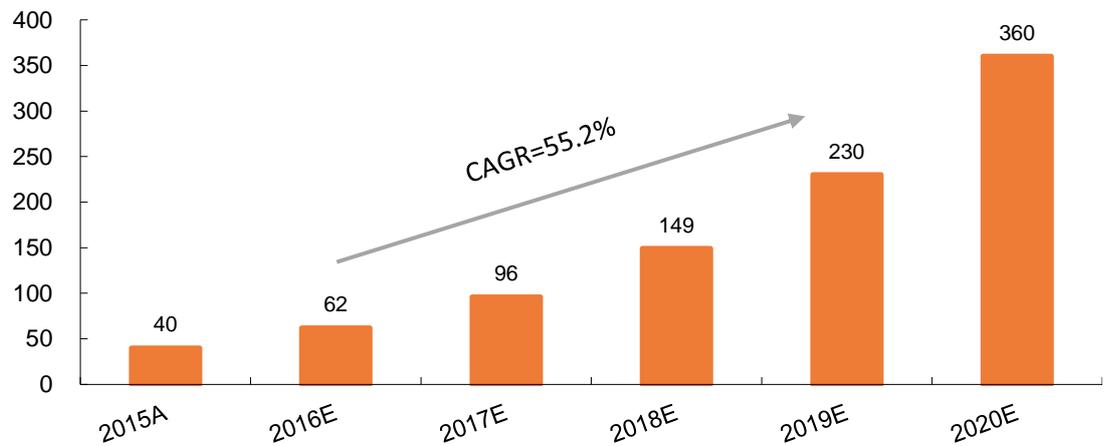
普瑞借助配套宝马 i 系列电动车已基本在美国和欧洲站稳脚跟，并且在国内已经获得奇瑞和吉利的供应商资质，我们认为公司在国内市场将会继续突破。

图表34 均胜电子新能源动力控制系统经营情况单位：万元

	2013A	2014A	2015A
收入	7480	18558	29799
毛利润	1312	3055	4990
毛利率	17.5%	16.5%	16.75%
毛利占比	1.1%	2.2%	2.9%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表35 BMS 系统国内市场规模单位：亿元



资料来源: 盖世汽车, 平安证券研究所

BMS 配套商现阶段主要由整车厂、第三方、电池厂组成, 我们认为第三方厂商在未来会占据主流, 原因有:

- 1) 类似于汽车电子中的 AUTOSAR, 电池管理系统的接口定义、底层软件、通信协议将会逐渐规范化、标准化, 有利于实现专业分工;
- 2) 标准的设立对于整车厂来说可以提高其议价能力, BMS 系统的成本会更加透明, 整车厂更倾向于发展自己的 BMS 供应商。

目前, 宝马采用三星 SDI 的电池, 因此均胜 BMS 在管理三星 SDI 的电池上有先发优势。我们认为普瑞未来将在其他品牌动力电池的管理系统开发上加大投入, 以在争取整车厂配套时占据主动。

图表36 全球主要电动车型及 BMS 配套情况



资料来源: 《2014-2017 年全球及中国汽车电池管理系统 (BMS) 行业研究报告》, 平安证券研究所

## 4.2 工业自动化全球化布局初完成

## ■ 亚欧美全球市场形成

公司在工业自动化及机器人集成领域拥有多种产品及系统解决方案，包括全自动的装配系统、机器人系统集成、检测系统等，可满足客户的多种需求。

普瑞的创新自动化生产线产品系始于 1982 年，可根据客户需要，提供可定制的生产、装配和测试生产线。除内部使用外，主要外部客户为各大世界级汽车零部件供应商，如：博世集团（BOSCH）、西门子、天合集团（TRW）、李尔集团（LEAR）、采孚埃（ZF）等，为汽车动力总成、发动机管理系统、驾驶员辅助系统、混合驱动的电子模块以及泵和电动机等各种零部件的生产提供自动化解决方案。

2014 年，为了加快企业在工业机器人领域的发展，公司收购了德国工业机器人领军企业 IMA，IMA 工业机器人业务始于 1975 年，2013 年其销售收入约 3400 万欧元。普瑞和 IMA 在产品线、市场和客户方面各有侧重，其中 IMA 主要客户为消费和医疗领域企业，德国普瑞主要客户则为汽车、电子和工业品领域企业。

2015 年，公司收购美国 EVANA，EVANA 是一家专注于工业机器人和自动化系统的研发、制造和集成，为客户提供定制化工业机器人系统、自动化解决方案和咨询服务公司，主要客户包括 TRW(天合)、MAGNA(麦格纳)、ALERE（美艾利尔）和 ALCON（爱尔康）等世界级公司，涵盖汽车、工业、医疗和健康等领域。

至此，均胜电子在工业机器人领域基本完成了覆盖欧亚美的全球化布局。

图表37 公司工业机器人全球客户



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司将旗下工业机器人集成业务集中在 PIA（国外）、JPIA（国内）、EVANA 三个子公司，实现资源合理配置和整合，也为进一步运作和发展奠定基础。

**欧洲：** 公司把 Preh 的工业机器人业务集成产品系拆分，再和 IMA 现有业务整合，成立新的子公司：PIA（Preh-IMA Automation），形成统一品牌，全面覆盖消费品和医疗领域机器人业务。

**国内：** 成立均胜普瑞工业自动化及机器人集成公司（JPIA），负责上述工业自动化与机器人集成业务在国内的扩展，在服务好内部的同时，积极开拓外部客户，重点关注 PIA 客户在国内的订单，同时依托与浙江大学共建的智能装备与制造联合实验室开拓国内市场。

**美洲：** 收购 EVANA 公司，北美市场全面布局，有助于 PIA 业务拓展北美市场，同时依靠 PIA 在欧洲市场的客户和资源，将 EVANA 产品和服务打入欧洲市场，进一步促进公司从战略层面完善产业链与产品布局，实现优势互补、资源共享、产生协同效应、提高经济效益。

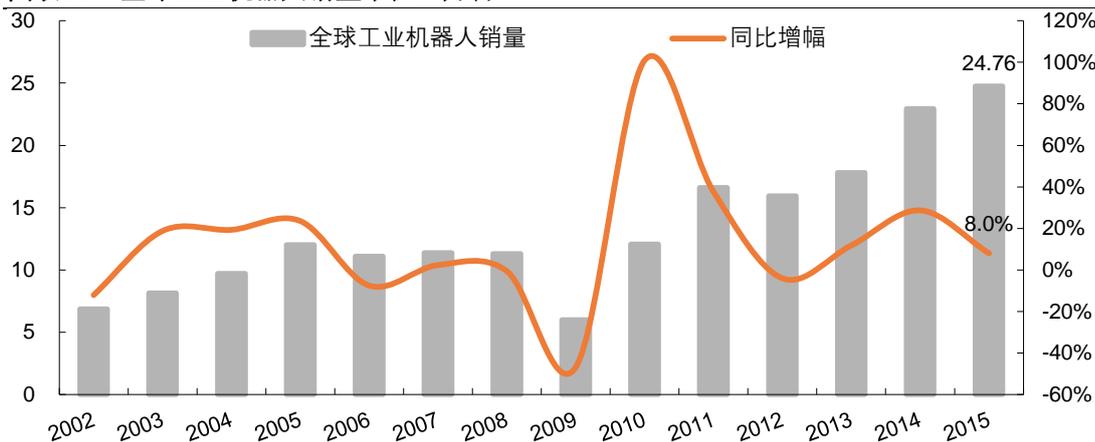
目前均胜电子工业自动化及机器人公司已与博格华纳中国公司等企业签约，为它们提供汽车零部件的工业流水线，均胜电子在工业自动化领域的业务发展目标为：争取国内业务年复合增速 100%，到 2018 年达到 3 亿元年销售收入，全球工业机器人业务销售额达 16 亿人民币规模，以保持在全球工业机器人领域的全球领先地位国内工业机器人发展前景广阔。

■ 中国工业机器人发展前景广阔

工业机器人是自动化生产过程的关键设备，可用于安装、制造、检测、物流等生产环节，并广泛应用于汽车及汽车零部件、电气电子、化工、工程机械、轨道交通、低压电器、电力、IC 装备、军工、烟草、金融、医药、冶金及印刷出版等众多行业，应用领域非常广泛。

全球工业机器人已发展 40 余年，经历了 2009 年全球性衰退后，2010 年全球工业机器人开始复苏，2015 年全球工业机器人销售 24.8 万台，同比增长 8%。

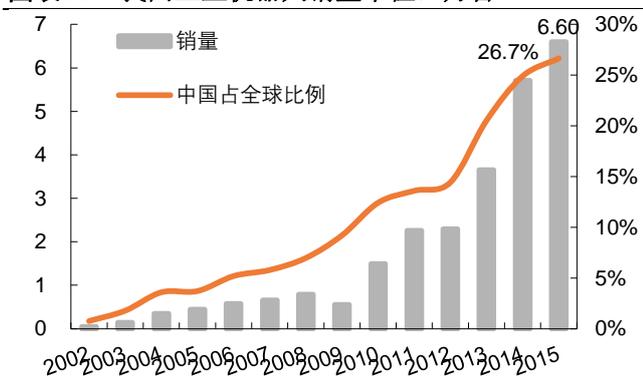
图表38 全球工业机器人销量单位：万台



资料来源: 国际机器人联合会, 平安证券研究所

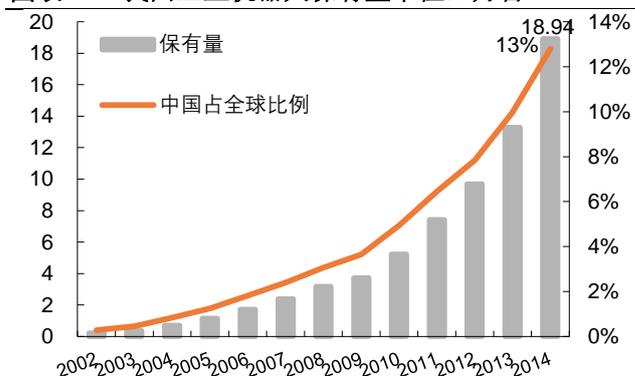
国内工业机器人的研究起步于上世纪 70 年代，上世纪 90 年代逐步建立了科研基地，进入 21 世纪后逐渐开始产业化。2001 年至今中国工业机器人的销售量保持了 40% 的复合增速，远高于全球 8.5% 的复合增速。2015 年中国市场共销售工业机器人接近 6.6 万台，同比增长 16%，已成为全球第一大机器人市场，年销量占全球销量的 26.7%。但总量较多不能掩盖我国工业机器人使用密度较低的事实，从保有量来看，2013 年我国工业机器人保有量仅 18.9 万台，占全球保有量的 13%，伴随着中国制造业升级的持续推进，工业机器人市场还有非常广阔的增长空间。

图表39 我国工业机器人销量单位：万台



资料来源: 国际机器人联合会, 平安证券研究所

图表40 我国工业机器人保有量单位：万台



资料来源: 国际机器人联合会, 平安证券研究所

2015年，全球工业机器人销量24.8万台；中国销售6.6万台，增幅16%，为全球最大机器人市场。但中国每万人工业机器人保有量为30台，不及全球平均水平的一半，市场潜力巨大。

中国政府提出的“中国制造2025”和德国政府提出的“工业4.0”对全球制造业未来十年的发展将产生深远影响，以信息技术与制造技术深度融合的数字化、网络化、智能化制造升级将成为全球制造业未来5-10年的主题。

## 五、盈利预测与投资建议

普瑞人机交互产品仍处在积极拓展北美、亚太客户的阶段，公司该类业务未来收入稳步增长、盈利能力逐步提高。收购TS德累斯顿布局智能车联，与原有的普瑞人机交互完善人机交互产业链，由HMI单一产品供应商变为平台化供应商，为公司未来布局一体化人机交互和智能车联奠定了坚实的基础，未来有望保持年平均15%以上的业绩增速。

通过收购QUIN公司和剥离华德塑料，淘汰了低端内外饰功能件，形成了汽车高端功能件总成打造能力，2015年收入和毛利都得到大幅提升，预期未来业绩会持续改善。

通过收购KSS进入主被动安全领域，提前卡位智能驾驶市场，被动安全业务不断拓展中国市场有望保持稳定的业绩增速，主动安全类产品未来有巨大的市场空间，公司已经取得众多前装客户，形成了以无人驾驶为核心的多业务融合线。

新能源动力控制类业务受益于新能源汽车市场巨大红利，不断取得新车型订单，预计能保持每年翻倍的高增速。

工业自动化市场增速快，公司已经完成亚欧美全球化布局，未来几年公司工业自动化业务总体有望保持40%以上收入增速。

公司多类业务处于行业领先地位并正处于较高的成长时期，未来多业务融合及协同能力逐步显现，人机交互与智能网联双轮驱动，业绩打开上升空间。

假设2016年KSS并表7个月，TS并表8个月，EVANA并表8个月，则2016年、2017年、2018年净利润分别为8.3亿、13.6亿、19.2亿，EPS分别为1.21、1.97、2.79，假设增发2.88亿股，总股本为9.77亿股，则EPS分别为0.85、1.39、1.97。

参考公司业绩及目前股价，我们认为当前公司价值被低估，维持“强烈推荐”评级。

图表41 均胜电子各块业务营业收入预测单位：亿元

业务分类	2014A	2015A	2016E
汽车电子	44.2	44.7	51.4
同比增幅		1.1%	15.0%
新能源动力控制	1.9	3.0	5.9
同比增幅		57.9%	100.0%
内外饰	18.0	24.9	29.9
同比增幅		82.7%	12.0%
工业自动化	3.6	5.6	8.4
同比增幅		55.6%	50%
KSS	82.6	99.3	108.8
同比增幅		20.2%	9.6%
TS	18.5	27.5	34
同比增幅		48.6%	23.6%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：按KSS和TS 2016年全年并表预测

## 六、 风险提示

- 1) 汇率风险：欧元贬值。
- 2) 多业务整合不及预期。
- 3) ADAS 产品拓展速度不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	6985	12440	13741	17037
现金	3425	2906	4413	5082
应收账款	1114	3784	3654	4911
其他应收款	186	503	543	662
预付账款	52	299	234	380
存货	1167	3685	3625	4637
其他流动资产	1042	1263	1272	1365
<b>非流动资产</b>	4424	7867	10702	11134
长期投资	31	58	84	110
固定资产	2460	5493	8058	8575
无形资产	936	978	1017	930
其他非流动资产	997	1338	1544	1518
<b>资产总计</b>	11409	20307	24443	28171
<b>流动负债</b>	5574	13561	16341	18430
短期借款	1773	6121	9224	9707
应付账款	1015	3760	3434	4696
其他流动负债	2786	3681	3683	4026
<b>非流动负债</b>	1859	1920	1914	1631
长期借款	973	1034	1028	745
其他非流动负债	886	886	886	886
<b>负债合计</b>	7433	15481	18254	20061
少数股东权益	182	201	222	245
股本	689	689	689	689
资本公积	2253	2253	2253	2253
留存收益	1357	2163	3458	5249
<b>归属母公司股东权益</b>	3794	4625	5967	7865
<b>负债和股东权益</b>	11409	20307	24443	28171

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	585	-725	2791	2882
净利润	417	849	1382	1945
折旧摊销	536	604	999	1278
财务费用	115	307	615	720
投资损失	-73	-18	-23	-29
营运资金变动	-400	-2466	-180	-1031
其他经营现金流	-10	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-1843	-4028	-3810	-1680
资本支出	853	3417	2809	405
长期投资	-69	-26	-26	-26
其他投资现金流	-1059	-637	-1027	-1301
<b>筹资活动现金流</b>	4147	-115	-577	-1017
短期借款	902	0	0	0
长期借款	645	61	-6	(283)
普通股增加	53	0	0	0
资本公积增加	1067	0	0	0
其他筹资现金流	1479	-176	-571	-734
<b>现金净增加额</b>	2870	-4867	-1596	185

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	8083	18554	28179	32450
营业成本	6333	15028	22638	25586
营业税金及附加	10	23	36	42
营业费用	378	520	761	876
管理费用	784	1596	2339	2693
财务费用	115	307	615	720
资产减值损失	20	22	34	39
公允价值变动收益	0	1	1	1
投资净收益	73	18	23	29
<b>营业利润</b>	516	1078	1781	2523
营业外收入	50	29	32	38
营业外支出	7	7	5	6
<b>利润总额</b>	559	1101	1808	2555
所得税	142	252	426	611
<b>净利润</b>	417	849	1382	1945
少数股东损益	17	19	21	23
<b>归属母公司净利润</b>	400	831	1361	1921
EBITDA	1164	1883	3196	4294
EPS (元)	0.58	1.21	1.97	2.79

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	14.2	129.6	51.9	15.2
营业利润(%)	21.6	109.0	65.3	41.7
归属于母公司净利润(%)	15.3	107.7	63.9	41.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	21.6	19.0	19.7	21.2
净利率(%)	4.9	4.5	4.8	5.9
ROE(%)	10.5	17.6	22.3	24.0
ROIC(%)	6.5	7.8	9.8	12.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	65.1	76.2	74.7	71.2
净负债比率(%)	-13.9	93.4	99.5	70.3
流动比率	1.3	0.9	0.8	0.9
速动比率	1.0	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	1.2	1.3	1.2
应收账款周转率	7.6	7.6	7.6	7.6
应付账款周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.58	1.21	1.97	2.79
每股经营现金流(最新摊薄)	2.34	-1.05	4.05	4.18
每股净资产(最新摊薄)	5.50	6.71	8.66	11.41
<b>估值比率</b>				
P/E	58.62	28.22	17.22	12.20
P/B	6.18	5.07	3.93	2.98
EV/EBITDA	20.3	15.2	9.5	7.0

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033