

公司深度报告
均胜电子 (600699)
汽车零部件 III
全球领先的汽车电子供应商
报告日期: 2016-11-21

评级: **推荐**

上次评级: 推荐

合理估值: **37.0-43.0 元**

上次预测: 38-42 元

当前价格 (元)	34.16
52 周价格区间 (元)	26.09-40.5
总市值 (百万)	24045.22
流通市值 (百万)	24045.22
总股本 (万股)	68936.98
流通股 (万股)	68936.98
公司网址	www.joyson.cn

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
均胜电子	1.84	-7.32	131.73
上证综指	1.94	1.58	-8.92

财富证券研究发展中心

何晨	研究助理: 彭志明
0731-84779574	0731-88954710
hechen@cfzq.com	pengzm@cfzq.com
S0530513080001	S0530115090007

相关研究报告:

《公司研究*均胜电子调研点评 (600699): 中国汽车电子领军者》2015-05-25

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	80.8	207.7	255.4
净利润 (百万元)	3.99	6.57	12.2
每股收益 (元)	0.61	0.95	1.23
每股净资产 (元)	5.50	6.37	12.93
市盈率	56.00	35.95	27.77
P/B	6.21	5.36	2.64

资料来源: 财富证券

投资要点

- 全球化布局, 汽车电子领先企业。**通过全球化布局和外延式发展, 2012 年公司收购德国普瑞, 跻身汽车人机交互顶级供应商, 完成汽车电子布局的重要突破。2016 年公司收购全球市占率排名第四的美国 KSS, 切入汽车电子安全控制以及智能驾驶, 实现汽车电子业务再次腾飞。截止到 2016 年上半年, 汽车电子业务占公司收入比重已经达到 72.72%。
- 受益于汽车电子化趋势, 公司技术和客户优势突出。**2014 年全球汽车电子市场规模为 2050 亿美元, 汽车智能化趋势以及新能源汽车的占比提升, 预计 2015-2020 年汽车电子市场规模将以 8.5% 年复合增长, 到 2020 年规模超过 3300 亿美元。公司坚持“引进来、走出去”的发展战略, 通过德国普瑞、德国 quin 和美国 KSS 等几次大的并购, 实现技术、海外客户资源以及收入规模的快速提升, 下游客户涵盖了宝马、大众、福特、特斯拉等全球整车厂商与国内一线自主品牌。
- 规模和协同效应持续提升。**公司实现与整车厂商全球同步研发、同步生产、全球供应, 在全球主要低成本地区进行产能布局, 规模和协同效应不断提升。公司整体毛利率从 2012 年 17.68% 提升至 2015 年 21.65%, 而占营收比重最大的汽车电子的毛利率, 从 2012 年的 16.81% 提升至 2015 年的 23.71%。
- 给予“推荐”评级。**我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 207.7、255.4 和 307.2 亿元, 归母净利润为 6.57、12.29 和 16.95 亿元, 对应 2016-2018 年摊薄后的 EPS 为 0.95、1.23、1.70 元。参考汽车电子上市类似公司估值, 给予公司 17 年 30-35 倍 PE, 对应合理估值区间为 37.0-43.0 元。
- 风险提示:** 业务整合不及预期、KSS 和 TS 业绩不及预期

目 录

一、全球汽车电子领军者	- 4 -
1.1 16 年汽车电子收入占比超过 70%	- 4 -
1.2 外延兼并，规模和协同效应持续提升	- 5 -
1.3 放眼全球，不断完善汽车电子版图	- 6 -
二、深耕汽车电子人机交互和安全控制	- 8 -
2.1 汽车电子渗透率持续提升，2020 年全球市场规模 3300 亿美元	- 8 -
2.2 收购德国普瑞，跻身全球汽车人机交互顶级供应商	- 10 -
2.3 收购 KSS，切入汽车电子安全控制	- 13 -
三、新能源汽车电源管理系统高速增长	- 15 -
3.1 电源管理系统技术和客户优势明显，未来加速国内渗透	- 15 -
3.2 新能源汽车持续放量，16 年上半年国内市场同比增长 125%	- 16 -
3.3 到 2020 年，BMS 的市场空间有望超过 600 亿元	- 17 -
四、盈利预测和投资建议	- 19 -
五、三大财务报表	- 22 -

图表目录

图表 1: 公司的主营业务	- 4 -
图表 2: 2015 年汽车电子占营业收入 55.31%	- 4 -
图表 3: 2016 上半年汽车电子占营业收入 72.72%	- 4 -
图表 4: 通过外延式并购, 公司收入实现快速增长	- 5 -
图表 5: 公司净利润及增速情况	- 6 -
图表 6: 公司各产品的毛利率情况	- 6 -
图表 7: 公司外延式收购	- 6 -
图表 8: 公司的主要客户	- 7 -
图表 9: 公司收入主要来自海外	- 7 -
图表 10: 公司全球化布局	- 7 -
图表 11: 汽车电子的划分	- 8 -
图表 12: 全球汽车电子的规模	- 9 -
图表 13: 中国汽车电子规模	- 9 -
图表 14: 汽车电子在整车成本的占比	- 9 -
图表 15: 汽车电子的结构占比	- 9 -
图表 16: 宝马 iDrive 的人机交互按键	- 10 -
图表 17: 宝马 iDrive 的人机交互界面	- 10 -
图表 18: 德国普瑞近 10 年的营业收入及增长	- 10 -
图表 19: 德国普瑞的主要产品	- 11 -
图表 20: 2011 年德国普瑞的产品结构	- 12 -
图表 21: 2011 年德国普瑞的客户结构	- 12 -
图表 22: KSS 的主要业务	- 13 -
图表 23: 2014 年 KSS 在汽车安全领域占比	- 14 -
图表 24: 2015 年 KSS 的下游客户占比	- 14 -
图表 25: KSS 的收入规模及预测	- 14 -
图表 26: 汽车安全市场规模 (按区域/亿美元)	- 15 -
图表 27: 汽车安全市场规模 (按产品/亿美元)	- 15 -
图表 28: 电源管理系统 (BMS) 的作用	- 16 -
图表 29: 公司新能源汽车电源管理系统	- 16 -
图表 28: 2016 年上半年全球新能源汽车的出货量 (单位: 辆)	- 17 -
图表 29: 2012-2015 年中国新能源汽车销量情况	- 17 -
图表 30: 2016 年上半年全球车企新能源乘用车销量排名	- 17 -
图表 31: 各类型 BMS 企业的市场占比	- 18 -
图表 32: 到 2020 年, 全球 BMS 系统的市场规模将超过 600 亿元	- 19 -
图表 33: 公司的营业收入拆分	- 19 -
图表 34: 汽车电子相关的估值对比	- 20 -

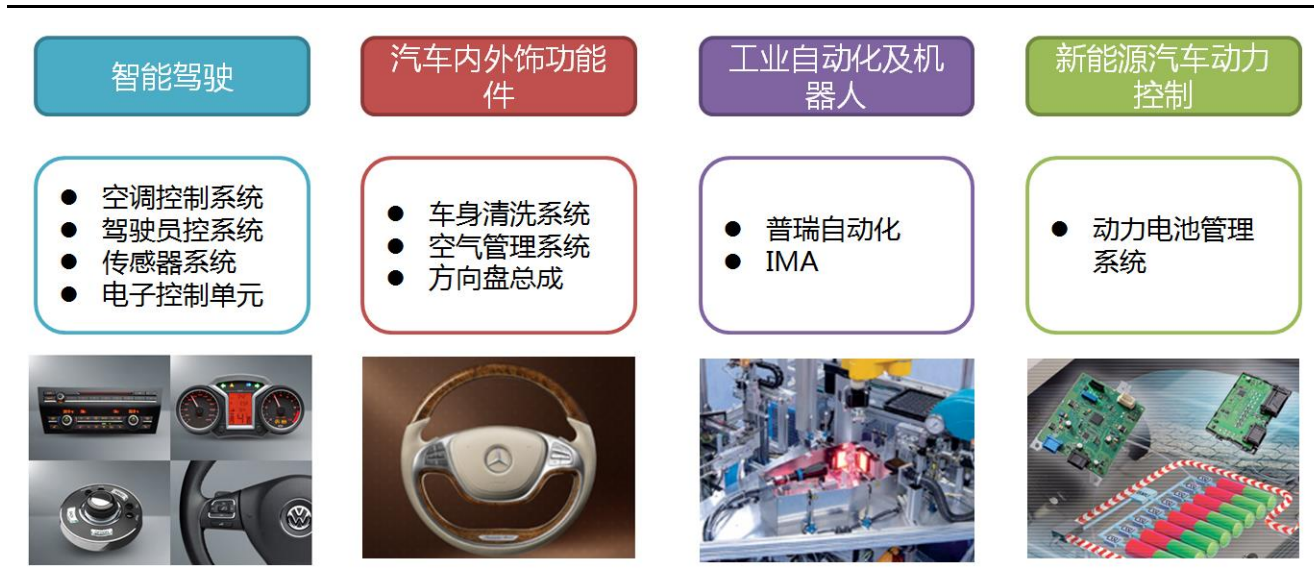
一、全球汽车电子领军者

1.1 16 年汽车电子收入占比超过 70%

公司成立于 2004 年，前身是一家以汽车功能件为主的企业。公司 2011 年借壳上市，通过全球化的布局和外延式发展，逐步成为全球汽车零部件顶级供应商，下游客户包括宝马、奔驰、大众、奥迪、通用等主流整车厂商。

目前公司主营业务包括四个方向：智能驾驶汽车电子产品、汽车功能件、工业自动化及机器人以及新能源汽车动力控制系统。

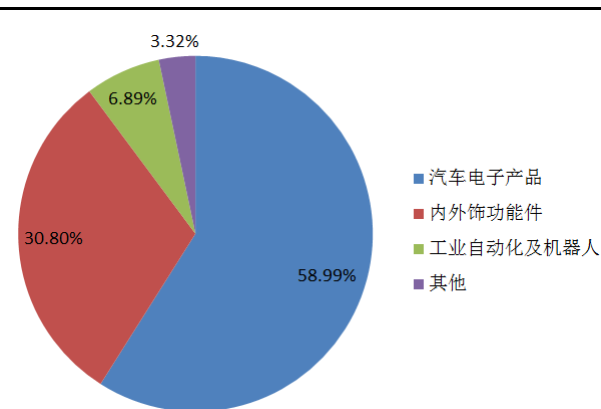
图表 1：公司的主营业务



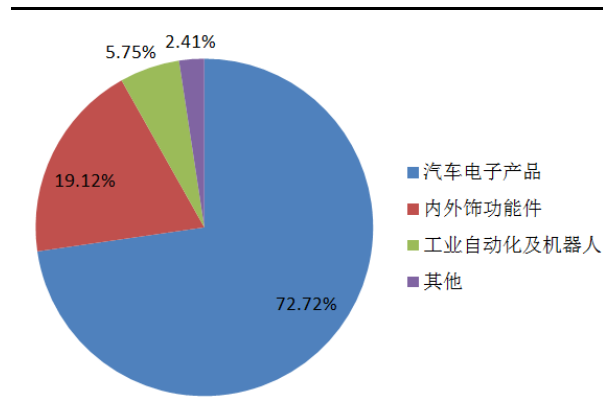
资料来源：财富证券

汽车电子业务构成公司的主要来源，2015 年收入占比达到 58.99%。公司于 2016 年上半年完成收购 KSS 和 TS，并表后汽车电子业务占比进一步提升，2016 年上半年收入占比达到 72.72%。

图表 2：2015 年汽车电子占营业收入 55.31%



图表 3：2016 上半年汽车电子占营业收入 72.72%



资料来源: wind

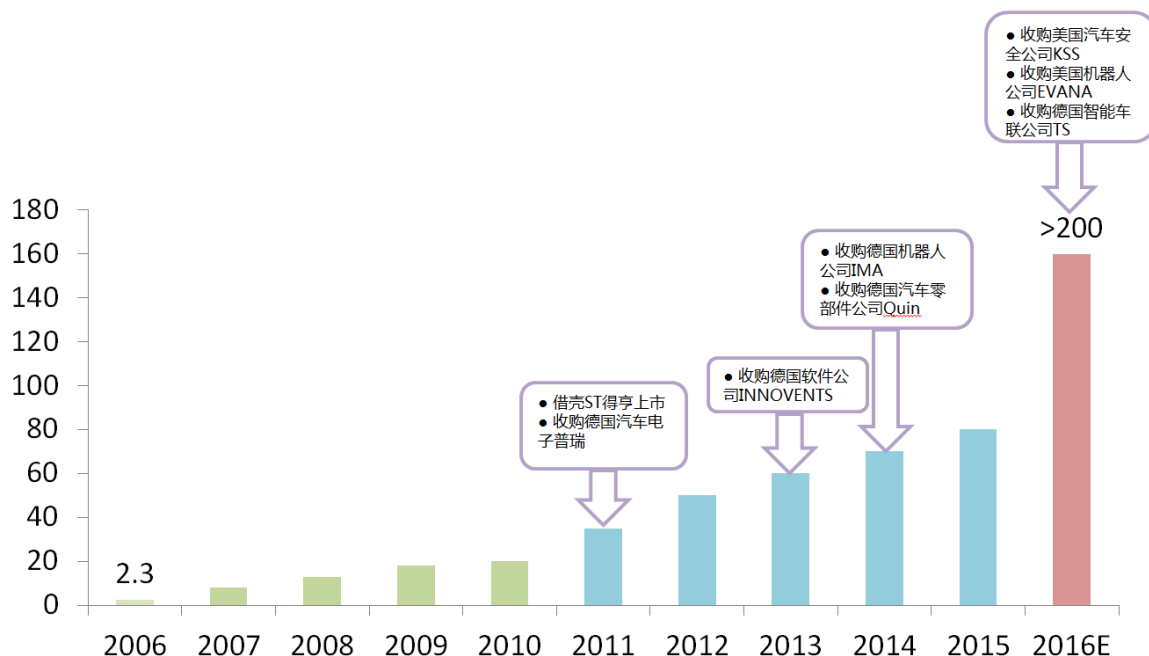
资料来源: wind

1.2 外延兼并, 规模和协同效应持续提升

公司于 2012-2016 年先后收购德国汽车电子公司 PREH、德国机器人公司 IMA、德国高端内饰件公司 QUIN、美国汽车安全系统 KSS 以及德国智能车联 TS。

公司持续性的并购带来收入规模的快速增长。公司营业收入从 2006 年的 2.3 亿元增长至 2015 年的 80.8 亿元, 期间营业收入的年复合增长达到 48.5%。伴随营业收入快速增长, 公司 2011-2015 年归属母净利润为 1.84、2.07、2.89、3.47、4.01 亿元, 5 年的复合增长率为 16.8%。2016 年公司完成收购美国 KSS、EVANA 以及德国 TS, 预计 2016 年公司收入规模有望突破 200 亿元规模, 归母净利润将达到 6.57 亿元。

图表 4: 通过外延式并购, 公司收入实现快速增长

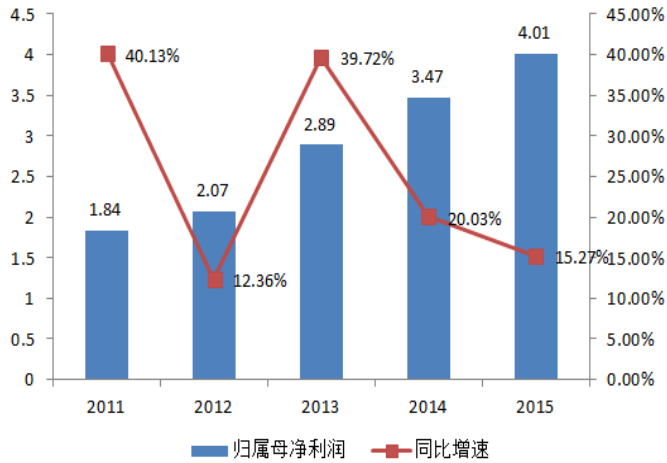


资料来源: 公司公告

通过全球布局和外延式发展, 公司在全球主要低成本地区进行产能布局, 实现了零部件产品本地化供货, 最大程度地配合整车厂商的生产运作, 实现与整车厂商全球同步研发、同步生产、全球供应。另外, 在部分原材料采购领域, 公司的整体议价能力也将得到提升, 对原材料波动、上下游波动和地区市场波动的抗风险能力将得到极大提高, 公司的规模和协同效应不断加强

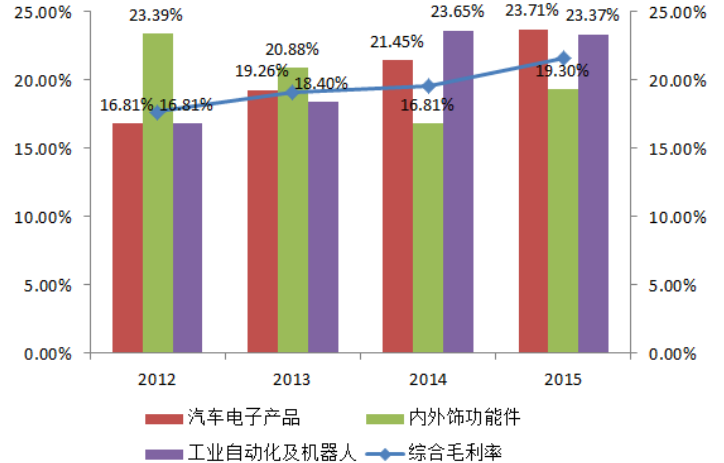
从毛利率来看, 公司从 2012 年的 17.68% 提升至 2015 年的 21.65%, 而占营收比重最大的汽车电子类毛利率, 从 2012 年的 16.81% 提升至 2015 年的 23.71%。另外, 工业自动化及机器人的毛利率从, 也从 2012 年的 16.81% 提升至 2015 年的 23.37%。

图表 5: 公司净利润及增速情况



资料来源: wind

图表 6: 公司各产品的毛利率情况



资料来源: wind

1.3 放眼全球，不断完善汽车电子版图

公司从汽车内外饰功能件起家，通过不断的兼并收购和资源整合，实现技术、客户、渠道的多方位协同。

2011 年通过并购德国普瑞，切入到汽车电子的人机交互领域，实现汽车电子从微量到巨量的跨越式发展。2016 年，公司完成收购美国 KSS 和德国 TS，完成布局汽车电子领域的主被动安全及车联网，再一次扩张汽车电子版图。

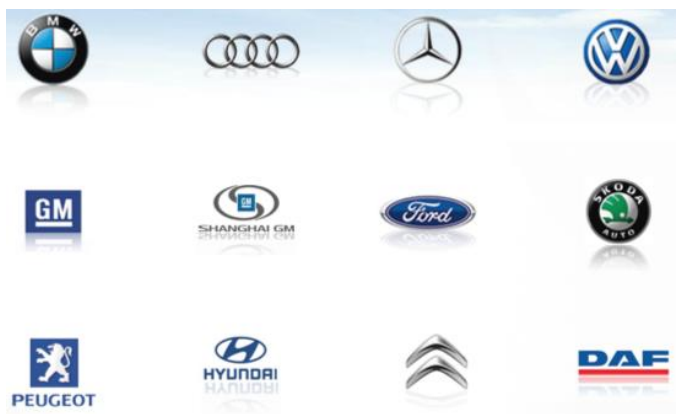
图表 7: 公司外延式收购

时间	收购标的	主营业务	收购价格	收购标的前一年的归母净利润
2011 年	德国普瑞	汽车中控、人机交互产品	19.2 亿	1.27 亿元
2013 年	德国软件公司 INNOVENTS	电子系统测试、软件模块	4865 万	\
2014 年	德国机器人公司 IMA 及知识产权	工业自动化产品	约 1.05 亿	134 万元
2014 年	德国汽车零部件 QUIN	方向盘总成、内饰功能键	7.52 亿	3900 万元
2016 年	美国 KSS	汽车主动安全系统	61.6 亿	2.3 亿元
2016 年	德国 TS	汽车信息 (导航、车联)	12.0 亿	6600 万元

资料来源：公司官网

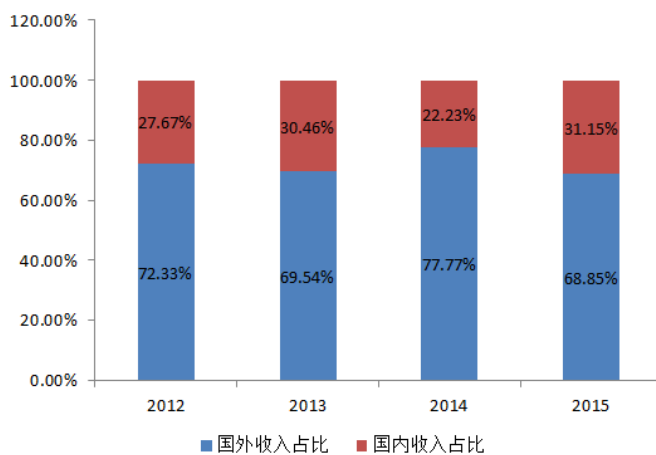
公司坚持“引进来，走出去”的发展战略，寻找国内外优质标的，通过兼并收购的方式加速自身发展壮大。此外，公司与主要整车厂商客户已形成稳固伙伴关系，积累了庞大的优质客户资源，主要客户已涵盖宝马、戴姆勒、大众、奥迪、通用、福特等全球整车厂商与国内一线自主品牌。在工业自动化方面，公司服务于众多优质的国际化客户，包括宝洁、博世等，在专业市场上具有较高认知度。

图表 8：公司的主要客户



资料来源：公司官网

图表 9：公司收入主要来自海外



资料来源：wind

公司的主要业务分布在亚洲、北美、及欧洲，积累了丰富的全球化运营经验。为紧随汽车行业全球化发展趋势，公司在全球主要低成本地区进行产能布局，实现了零部件产品本地化供货，最大程度地配合整车厂商的生产运作，实现与整车厂商全球同步研发、同步生产、全球供应。

图表 10：公司全球化布局



资料来源：公司官网

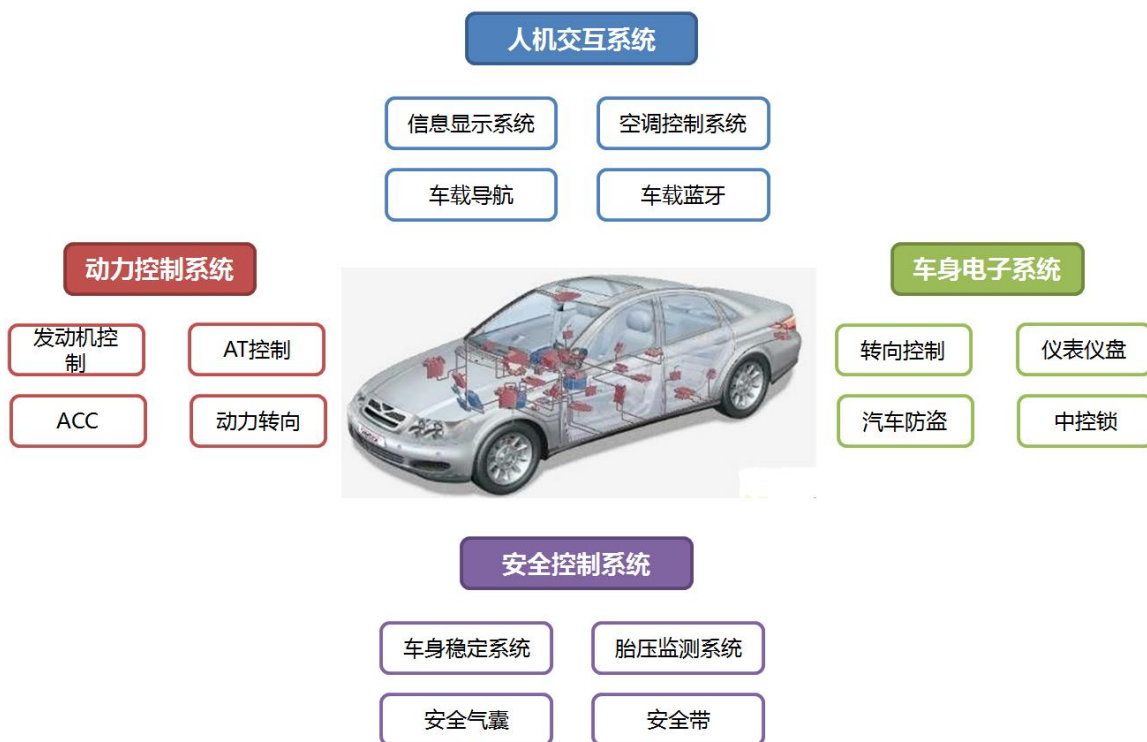
二、深耕汽车电子人机交互和安全控制

2.1 汽车电子渗透率持续提升，2020 年全球市场规模 3300 亿美元

汽车电子是车体汽车电子控制装置和车载汽车电子控制装置的总称。一般来说汽车电子可以分为四大类：动力控制系统、人机交互系统、车身电子系统和安全控制系统,具体划分如下：

- **动力控制系统。**一般指基于汽车发动机、变速箱等动力系统的传感器、控制系统等，用于进行发动机燃烧控制，汽车尾气循环处理，自动变速箱控制等。
- **人机交互系统。**包括车辆显示信息系统（显示车速、里程、当前位置、车辆保养信息等）、定速巡航系统、车载蓝牙、空调系统和车载导航（GPS）等。
- **车身电子系统。**转向控制、仪表盘、汽车防盗系统、中控锁等。
- **安全控制系统。**分为主动安全系统与被动安全系统，其中主动安全系统包括汽车安全驾驶辅助系统、制动辅助系统(bas)、电子稳定控制系统(esp)、车辆偏离警告系统、碰撞规避系统、胎压监测系统等。被动安全系统包括安全气囊、预警式安全带等。

图表 11：汽车电子的划分



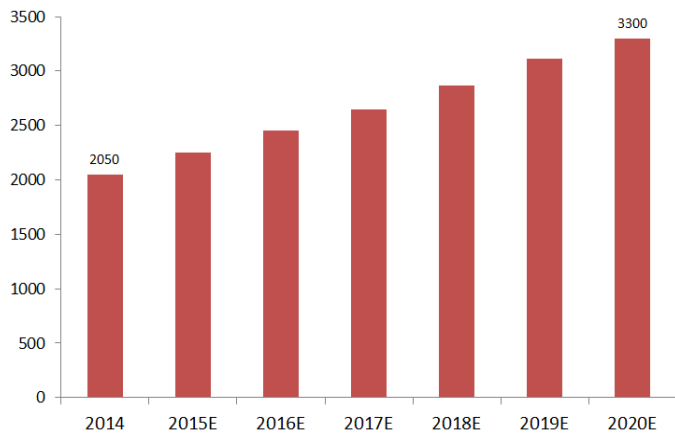
资料来源：财富证券

随着汽车发展的成熟，汽车企业将很大程度上依靠汽车电子技术来提高汽车产品性能，汽车电子的市场空间也不断提升。2014 年全球汽车电子市场规模为 2050

亿美元，预计 2015-2020 年将以 8.5% 年复合增长，到 2020 年全球汽车电子市场规模将超 3300 亿美元。

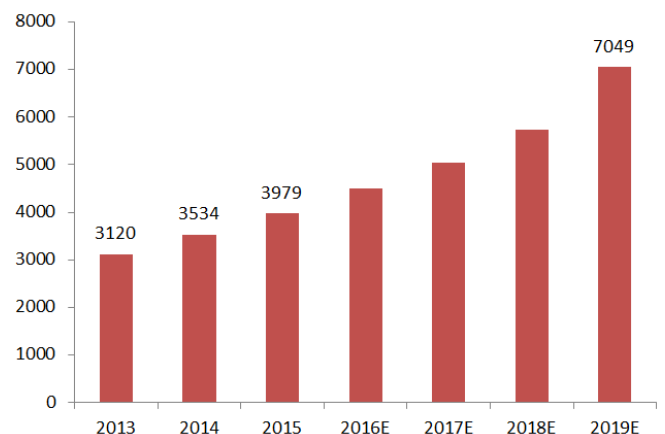
在国内市场，2015 年我国汽车电子市场规模为 3979 亿元。预计未来 3 至 5 年，中国汽车电子市场规模的增速情况会从 2015 年 3979 亿元上升至 2019 年预计超过 7000 亿元，复合增长率超过 15%。

图表 12: 全球汽车电子的规模



资料来源: OFweek

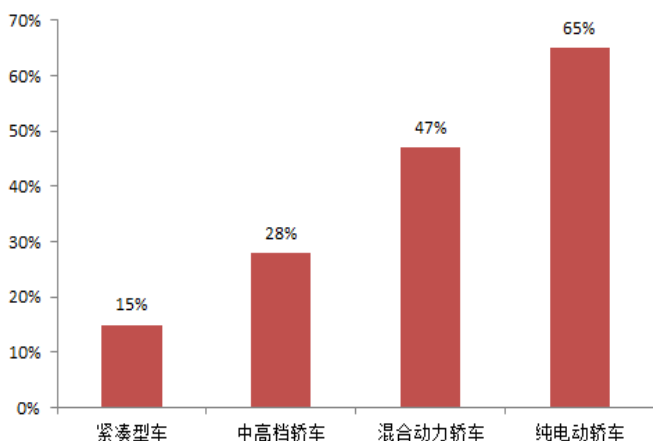
图表 13: 中国汽车电子规模



资料来源: OFweek

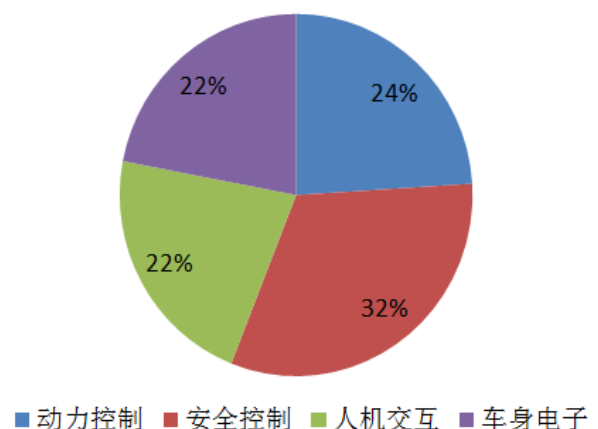
目前汽车智能化进程加快，汽车电子的渗透率逐步提高。例如在新能源汽车中，混合动力轿车的汽车电子成本占比已经达到 47%，纯电动轿车的电子成本占比已经达到 65%。在不同档次和科技含量的汽车中，汽车电子在整车成本中的占比情况如下：

图表 14: 汽车电子在整车成本的占比



资料来源: 盖世汽车网

图表 15: 汽车电子的结构占比



资料来源: 盖世汽车网

随着新能源汽车的迅速发展，对于汽车电子零配件的需求也将大幅提高，其在整车中的占比也会相应的大量增加。2015 年中国新能源汽车的销量为 33.11 万辆，

相比去年同比增长了 340%，成为全球最大的新能源汽车的市场。未来随着新能源汽车产量逐渐增加，汽车电子单车产值仍将持续提升。

2.2 收购德国普瑞，跻身全球汽车人机交互顶级供应商

汽车人机交互属于汽车电子中的通讯和娱乐系统。汽车人机交互实现了人与车之间的沟通交流，车主可通过该系统知道车辆状态信息（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的 iDrive、奔驰的 COMAND、奥迪的 MMI、沃尔沃的 Sensus 以及丰田的 Remote Touch。

图表 16: 宝马 iDrive 的人机交互按键



资料来源：汽车之家

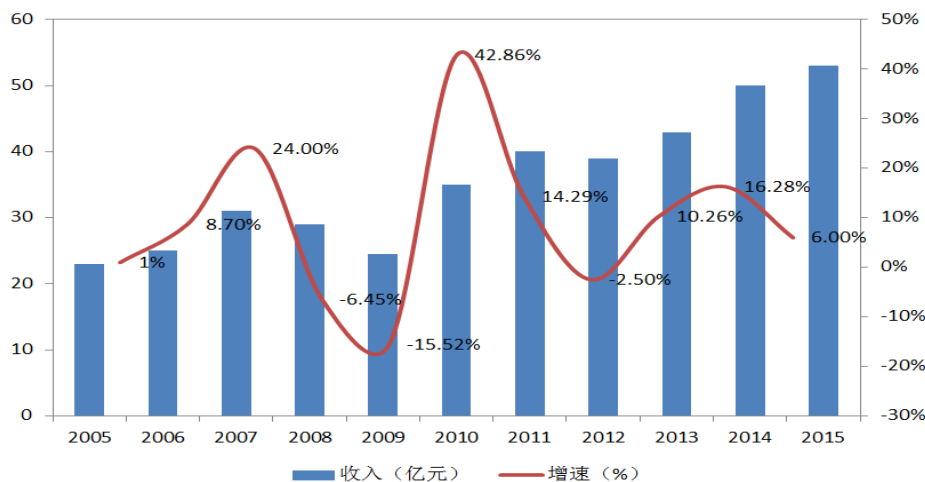
图表 17: 宝马 iDrive 的人机交互界面



资料来源：汽车之家

2012 年 3 月，公司拟通发行股份+现金支付的方式收购德国普瑞控股 100% 的股权，收购的支付对价以当时的汇率折算人民币价值为 19.2 亿元。德国普瑞是国际汽车电子的标杆企业，成立于 1919 年，拥有长达 96 年的电子产品研发经验。2011 年德国普瑞收入 38.9 亿元，归母净利润 1.27 亿元，2015 年收入达到 53.0 亿元。

图表 18: 德国普瑞近 10 年的营业收入及增长



资料来源：公司公告

德国普瑞主要生产汽车电子人机交互五大类产品——空调控制系统、驾驶控制系统、电子控制单元和仪表、传感器系统以及创新自动化生产线，

2011 年的收入结构中，空调控制系统和驾驶控制系统占比最高，分别占主营业务收入 38%。而电子控制单元和仪表、传感器系统以及创新自动化生产线的收入占比为 8%、11%和 5%。

图表 19：德国普瑞的主要产品

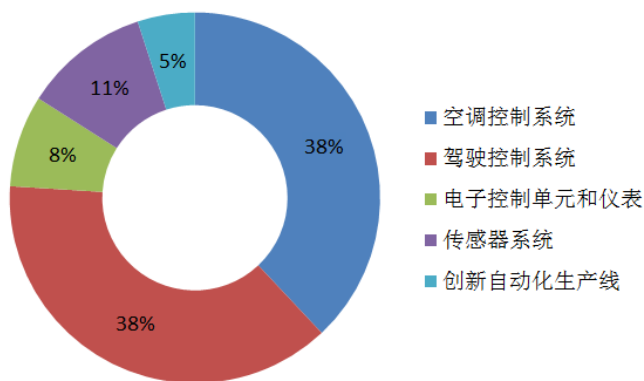
<p>空调控制系统</p>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;">  <p>保时捷汽车空调控制系统</p> </div> <div style="text-align: center;">  <p>宝马汽车空调控制系统</p> </div> </div>
<p>驾驶控制系统</p>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;">  <p>iDrive</p> </div> <div style="text-align: center;">  <p>中控面板</p> </div> </div>
<p>电子控制单元和仪表</p>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;">  <p>小型化行车电脑主控模块</p> </div> <div style="text-align: center;">  <p>电子燃油泵控制</p> </div> </div>
<p>传感器系统</p>	<div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;">  <p>刹车片磨损感应器</p> </div> <div style="text-align: center;">  <p>变速箱档位感应器</p> </div> </div>
<p>创新自动化生产线</p>	<div style="text-align: center;">  </div>

资料来源：公司官网、财富证券

德国普瑞主要客户包括奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、大众、通用、福特等高端整车厂，在业界德国普瑞已树立杰出质量标准和技术领导者的企业形象，曾先后荣获 CLAAS 最佳供应商、ZF 最佳供应商、GM 最佳供应商、PACE 创新奖等奖励或称号，并于 2011 年获得宝马汽车公司最具创新能力供应商提名。

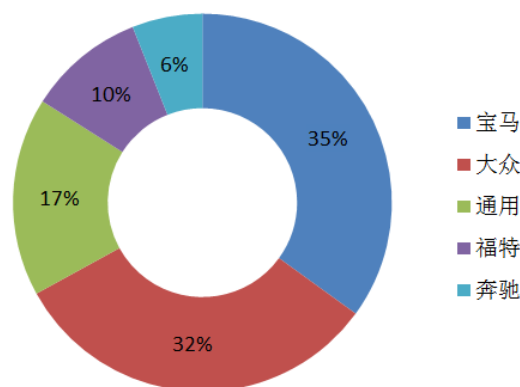
从客户结构来看，德国普瑞的客户涵盖全球所有的高端车型生产厂商，2011 年公司收入来源于宝马、大众、通用、福特和奔驰的比重分别为 30.84%、28.03%、15.61%、8.65% 和 5.19%。

图表 20：2011 年德国普瑞的产品结构



资料来源：公司公告

图表 21：2011 年德国普瑞的客户结构



资料来源：公司公告

作为世界领先的汽车电子部件产品供应商之一，德国普瑞目前在德国、葡萄牙、罗马尼亚、墨西哥、美国、中国宁波拥有六处制造及销售基地，员工总数超过 2,500 人。其中技术人员占 25%。近年德国普瑞的研发费用约 2500-5000 万欧元/年，占德国普瑞销售收入的比重为 7-10% 左右。

德国普瑞的产品均自主生产完成。德国普瑞始终坚持以客户为导向，通过融合智能机电等各种技术，打造自身在软件、集成电路、注塑、表面处理、工程、操作界面、传感器等方面的核心竞争力，针对不同客户，为其量身定做并提供优质高效解决方案，德国普瑞生产工艺的特点与优势主要体现在：

- 电子技术。通过汽车行业追踪系统，德国普瑞能批量生产高质量电路板，包括 SMD 贴片、特种焊接和不同的接触技术等。
- 装配技术。德国普瑞开发并使用汽车行业高质量标准的装配生产线，包括不同种类的生产技术及质量要求。这些生产线年产能最高 300 万件，适用于小批量生产。
- 测试技术。德国普瑞指定开发、生产并使用的测试技术包括光学测试仪、X 射线测试仪、线路测试仪以及具体的产品线测试仪，使用这一系列测试技术，保证

公司产品可以达到 ASIL C 级标准的最高质量要求。

- 塑料技术。德国普瑞能生产由 1 到 4 组件组成的塑料部件，满足汽车行业 40 到最高 800 的不同表面和精度要求。此外，德国普瑞在自身工具研发中亦可以生产所需的关键工具。
- 表面技术。利用喷漆线、平板印刷以及激光蚀刻，德国普瑞能够自主应用不同的表面技术，并可以根据生产变化灵活使用不同的喷漆生产线、满足不同的产量需求。

公司通过收购德国普瑞，获取了汽车电子交互产品整体解决方案以及欧洲、美洲等成熟稳定的客户渠道。未来公司将依托从高端向中低端渗透，包括客户和渠道下沉、产品的升级换代以及新产品的开发等。另外，通过建立全球化产业链、减少材料和运输成本，以及在中国设立研发中心，高效配置研发资源，公司收购整合后强化协同，将不断提升在全球汽车电子人机交互的竞争力。

2.3 收购 KSS，切入汽车电子安全控制

2016 年 3 月，公司公告拟 9.2 亿美元合并 KSS 公司并对其增资 1 亿美元。KSS 公司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产品市场，经过 60 多年的发展，目前公司主营业务包括：被动安全、自动驾驶（主动安全）以及特殊产品三大类别，是全球少数几家具备主被动安全系统整合能力，面向自动驾驶提供安全解决方案的公司。

图表 22：KSS 的主要业务

产品类别	具体产品
被动安全	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
主动安全	包括无人驾驶辅助系统(ADAS)、主动安全防护、主动化的被动安全产品（主动防护式安全带、带提醒警告功能方向盘等产品）等
特殊产品	公司在主动、被动安全基础上，将其产品应用拓展至乘用车以外领域而开发的特殊产品及应用，应用领域包括航空、农业、工程机械、个人消费品、个性化高端乘用车领域等。

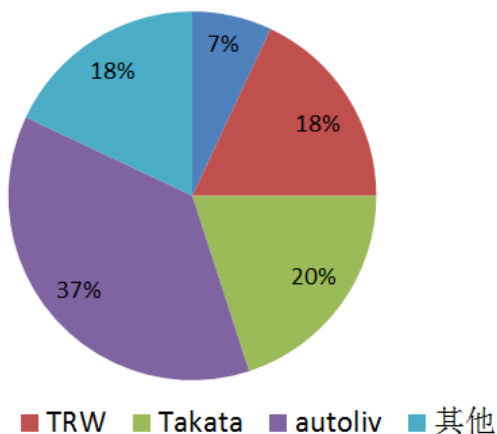
资料来源：公司公告、财富证券

2014 年，KSS 在汽车安全市场领域的市场占有率为 7%。在 2015 年，汽车安全市场发生了较大变化。Takata 因安全气囊隐患发生汽车召回超过 5,000 万台，为汽车史上最大规模召回，使 Takata 品牌严重损害，市场占有率呈下滑趋势。而 TRW 被采埃孚（ZF）巨资并购，成为采埃孚下属企业，短期内其运营势会受到影

对手的战略调整给 KSS 带来新的发展机会，未来 KSS 在汽车安全领域的汽车份额有望达到 15%。

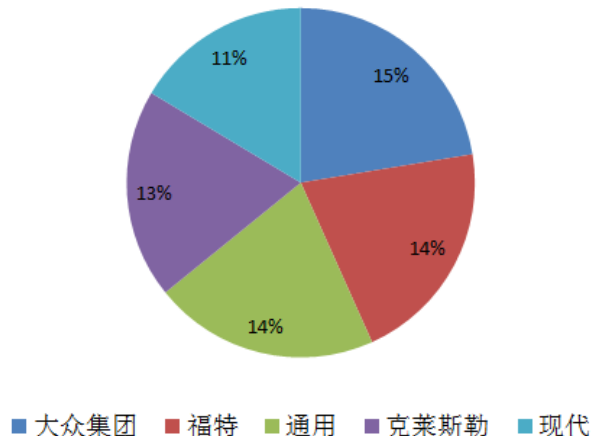
KSS 直接下游客户包括宝马、大众、通用、福特、克莱斯勒、标志、现代、雷诺、上汽、长城、长安等，其中 2015 年的前五大客户为大众集团（占比 15%）、福特（占比 14%）、通用（占比 14%）、克莱斯勒（占比 13%）、现代（占比 11%）。

图表 23：2014 年 KSS 在汽车安全领域占比



资料来源：公司公告、财富证券

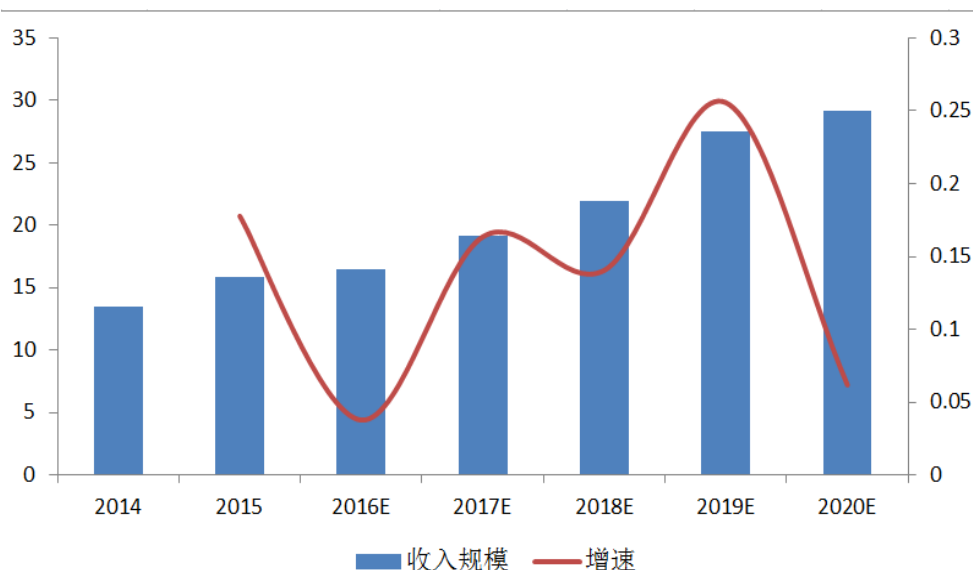
图表 24：2015 年 KSS 的下游客户占比



资料来源：公司公告、财富证券

KSS 公司 2014 年、2015 年的营收分别为 13.5 亿美元、15.9 亿美元，归母净利润-1939 万美元、1649 万美元，预计 2016 年营收约 17 亿美元，净利润约 7000 万美元。在新订单获取方面，因汽车安全产品市场整体增速较高和结构性机遇，KSS 在 2016 年上半年累积获得超 30 亿美元新订单，保证未来几年的高速增长。根据公司公告，预计到 2020 年，KSS 收入规模将达到 29.2 亿美元。

图表 25：KSS 的收入规模及预测



资料来源：公司公告、财富证券

根据 IHS 和全球汽车零部件公司 Autoliv 的预测，全球汽车安全市场规模增长速度每年可达 5%，其中，发展中国家的增长速度高于发达国家的增长速度。到 2017 年底，全球汽车安全市场规模可达到 292 亿美元，中国的汽车安全市场规模可达到 62 亿美元，每年的增长率高达 10%，市场前景十分广阔。从汽车安全产品类型来看，被动安全产品的增长速度慢于主动安全产品，其中主动安全类产品增速将达到 26%。

图表 26：汽车安全市场规模（按区域/亿美元）

图表 27：汽车安全市场规模（按产品/亿美元）



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

收购 KSS 后，公司将进一步强化在汽车电子领域的协同效应：1) 进一步完善在自动驾驶领域的产品布局，特别是在主被动安全、车载信息系统和智能 HMI 领域；2) 在完善智能驾驶布局基础上，提供更完整的自动驾驶解决方案和创新性技术平台，为未来智能车联服务的开展提供基础；3) 优化公司全球化业务布局，加快北美亚洲地区业务拓展，使公司业务在亚洲、欧洲和北美分布更加均衡；4) 是公司贯彻执行内生和外延并重发展，积极推进“高端化”的产品战略和“全球化”的市场战略的重要步骤，是公司内生和外延双轮驱动战略的进一步实施。

三、新能源汽车电源管理系统高速增长

3.1 电源管理系统技术和客户优势明显，未来加速国内渗透

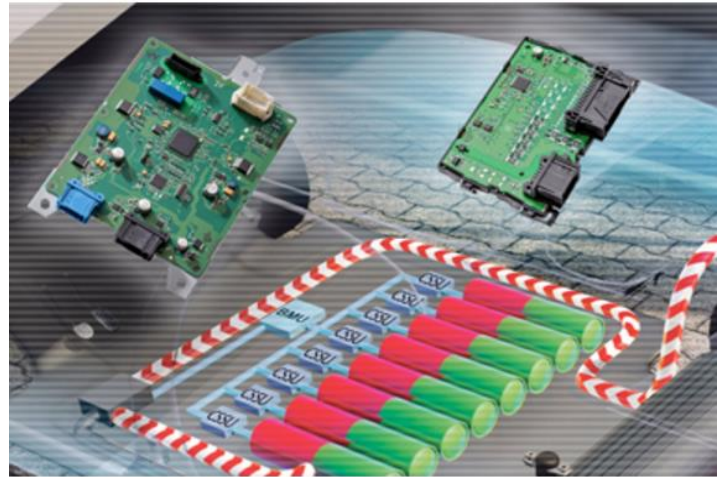
电动汽车电池管理系统（BMS）是连接车载动力电池和电动汽车的重要纽带，其主要作用包括：估测电池的荷电状态、检测电池的使用状态、管控电池的循环寿命、在充电过程中对电池的热管理、启停锂电池的冷却系统等。同时 BMS 也管理单体电池之间的均衡，防止单体电池过充过放产生危险。

图表 28：电源管理系统（BMS）的作用



资料来源：电动汽车网

图表 29：公司新能源汽车电源管理系统



资料来源：公司官网

公司电源管理系统技术(BMS)来自德国普瑞，其可靠性、稳定性、耐用性经过的国际顶级车企的充分认证，技术和客户优势明显。公司是宝马 BMS 的全球独家供应商，供应车型包括宝马 I3、I5、纯电动宝马 ActiveE、宝马新混合动力 5 系列等。2015 年，宝马 i 系列电动车全年销量为 29513 辆，同比增长 65.87%。此外，公司在 2015 年也开始为特斯拉供应部分传感器器件，而特斯拉在 2015 年销售新能源汽车 5.05 万辆，同比增长 60%。

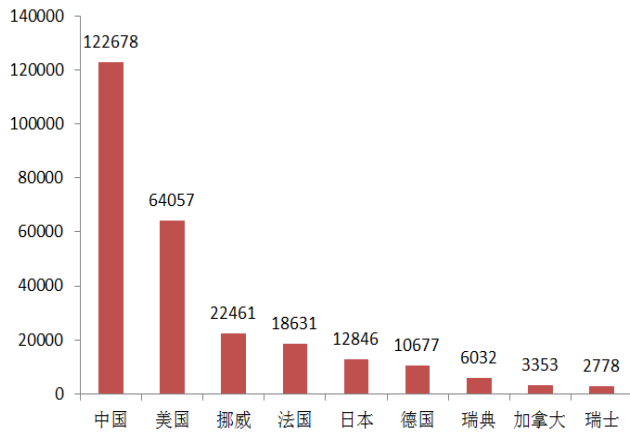
依托技术和客户资质优势，公司 BMS 从海外市场向国内市场的渗透，目前国内拓展长安、北汽、吉利等客户。此外，公司公告与中国中车合作，为电容大巴开发了超级电容管理系统 (CMS)，成功将能源管理技术从电池应用到电容领域，从乘用车应用到了商用车领域，该超级电容大巴已经在宁波运营，预计 5 年内完成 1200 辆的交付。未来，根据客户需要公司的能源管理技术也将应用到了一些新的领域，如储能领域、电动机械（叉车、工程机械）和电动交通工具电动摩托车、低速电动车。

3.2 新能源汽车持续放量，16 年上半年国内市场同比增长 125%

2016 年上半年，全球范围内的电动汽车（含纯电动和插电式混合动力车）的累计销量为 30.6 万辆，同比增长 49%。

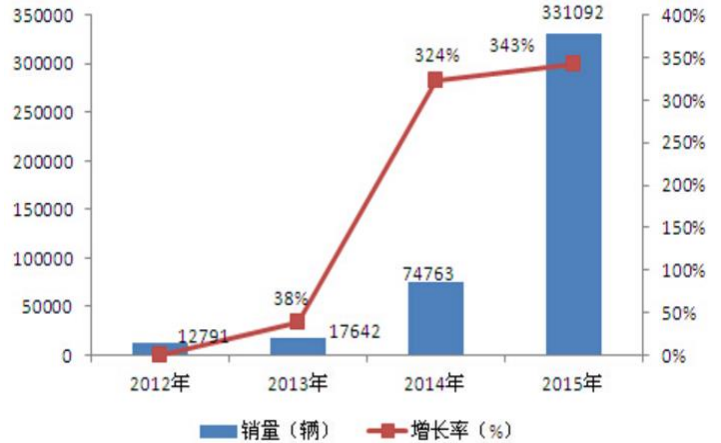
从中国来看，根据乘联会数据日前公布的数据，中国上半年新能源乘用车销售 12 万辆，同比增长 135.4%，数据显示，2014 年，中国车企占据了全球新能源乘用车市场 17% 的份额，到 2015 年所占比例增至 32%，2016 年上半年再度增至 39%。中国新能源乘用车无论从销量数字、增长幅度和市场占比，都已成为全球最大的市场。

图表 28: 2016 年上半年全球新能源汽车的出货量 (单位: 辆)



资料来源: CPCA

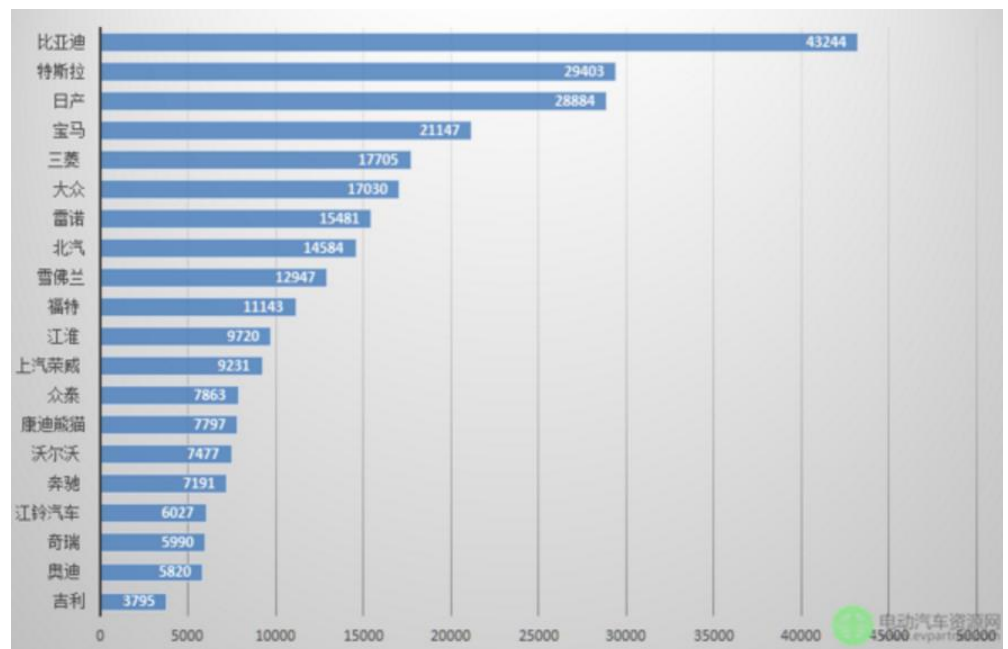
图表 29: 2012-2015 年中国新能源汽车销量情况



资料来源: CPCA

另外, 从产品的销量来看。比亚迪 2016 上半年在新能源乘用车领域销量遥遥领先, 达到 4.32 万辆; 特斯拉排在第二位, 2016 上半年新能源乘用车销量达 2.94 万辆; 日产排在排行榜第三位, 2016 上半年新能源乘用车销量为 2.89 万辆; 宝马紧随其后, 2016 上半年新能源乘用车销量为 2.11 万辆。公司海外主要客户 (宝马、特斯拉), 2016 年上半年销量均进入全球前四。

图表 30: 2016 年上半年全球车企新能源乘用车销量排名



资料来源: CPCA

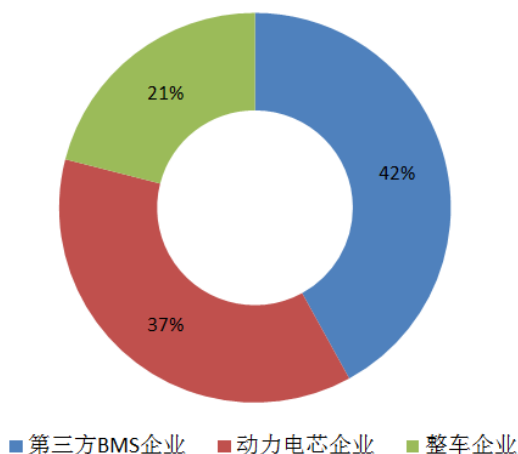
3.3 到 2020 年, BMS 的市场空间有望超过 600 亿元

BMS 作为新能源汽车核心部件, 总体来看, 市场参与者主要有三类:

- 动力电池企业：目前国内第一梯队动力电池企业均涉足，且大多是“BMS+PACK”模式，掌握了动力电池电芯到电池包的整套核心技术，具有较强的竞争实力。代表企业有 BYD、CATL、中航锂电、国轩等。
- 整车企业：整车企业对电芯的参与较少，一般通过兼并购、战略合作等方面进入，而 BMS 则为大的企业重点考虑的领域。国内如长安、北汽、吉利等车企均有专门的研发团队进行 BMS 的研发，除了核心技术的掌握外，在成本和效率方面较其他企业有较强的竞争力。
- 专业第三方 BMS 企业：目前国内第三方 BMS 企业仍占据主要位置。一部分由动力电池 BMS 企业，另一部分是传统数码电池及 BMS 企业转型而来。相对来讲，作为专业的第三方 BMS 企业，技术积累有天然的优势。国内企业包括：均胜电子、亿能电子、力高新能源等。

从市场占比来看，专业的第三方 BMS 厂商是未来的主流，原因在于：电池管理系统核心技术在于软件，电芯为电化学行业，从事 BMS 等软件技术开发或存在较大难度，其核心竞争力在于利用规模化降低成本，并提供高度标准一致的产品，与 BMS 和 PACK 行业定制属性存在较大差异，进入 BMS 和 PACK 行业不利于发挥其优势。少数全产业链一体化的整车厂能掌握 BMS 技术，自己生产或无成本优势，参考汽车电子行业格局，整车几乎不参与汽车电子的制造，都由博世等专业供应商完成。我们认为未来 BMS 和 PCAK 将主要由专业第三方公司主导供应，并与整车厂形成良好的合作关系。

图表 31：各类型 BMS 企业的市场占比



资料来源：中汽技术信息

BMS 价格与电芯的类型、电量、电压等有关。通常来讲，不计算 PACK，每辆车 BMS 价格在 3000-20000 元。客车电池容量大，电压等级高，BMS 也更贵，单价为 1-2 万。乘用车电压等级较低，BMS 单价为 3000 左右，专车 BMS 单价在 5000 左右。预计到 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%，预计到 2020 年，BMS 的市场空间可达 600 亿。

图表 32：到 2020 年，全球 BMS 系统的市场规模将超过 600 亿元

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
新能源汽车销量（万辆）	64	96	176	291	440	572
同比增速	\	50%	83%	65%	51%	30%
BMS 均价（万元）	1.81	1.67	1.54	1.43	1.29	1.16
BMS 市场规模（亿元）	116	160	271	416	568	664
同比增速	\	38%	69%	54%	36%	17%

资料来源：CAAM

四、盈利预测和投资建议

关键假设

- KSS 和 TS 未来几年的业绩按照资产评估报告预测的完成；
- 非公开发行顺利完成，公司的负债率降低，财务费用有效控制，销售费用、管理费用将维持平稳增长状态；
- 公司原有的汽车电子（德国普瑞）、新能源动力控制、内外饰功能件、工业自动化等保持既有的内生增长；
- 公司协同和规模效应持续提升，毛利率、净利率稳步向上。

盈利预测

预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 207.7、255.4 和 307.2 亿元，同比增速为 157.05%、22.96% 和 20.31%；毛利率水平为 21.73%、22.14%、22.89%；净利率水平为 3.16%、4.81%、5.51%。（16 年并购 KSS，一次性财务费用影响净利润）

预计公司 2016-2018 年的归母净利润为 6.57、12.29 和 16.95 亿元，我们假设公司增发在 2017 年完成，预计对应 2016-2018 摊薄后的 EPS 为 0.95、1.23、1.70 元。

图表 33：公司的营业收入拆分

		2015A	2016E	2017E	2018E
汽车电子	营收（亿元）	44.7	169.58	210.47	253.79
	增速	\	379.37%	24.11%	20.58%
新能源动力控	营收（亿元）	2.98	4.24	6.13	9.06

制	增速	\	42.28%	44.57%	47.83%
内外饰功能件	营收(亿元)	24.9	26.70	28.93	31.50
	增速	\	7.22%	8.37%	8.89%
工业自动化	营收(亿元)	5.57	7.18	9.87	12.85
	增速	\	28.90%	37.4%	30.25%
合计	营收(亿元)	80.8	207.7	255.4	307.2
	增速	\	157.05%	22.96%	20.31%

资料来源：财富证券

估值分析

公司 2011 年借壳上市至今，公司的估值中位数（TTM）为 48.2 倍。截止到 11 月 16 日公司股价为 34.3 元，对应 16-17 年的估值为 37.69 倍和 26.79 倍。从汽车电子的相关标的来看，17 年估值的平均数在 40 左右。

图表 34：汽车电子相关的估值对比

代码	名称	总市值	2016PE	2017PE
600074	保千里	389 亿	44.89	29.61
600699	均胜电子	237 亿	37.69	26.79
002405	四维图新	230 亿	104.91	66.97
002055	得润电子	144 亿	120.38	68.09
002284	亚太股份	124 亿	60.38	54.00
600081	东风科技	50.8 亿	39.06	32.75

资料来源：wind

投资建议

公司作为国内汽车电子的龙头，是国内第一家实现海外资产注入的 A 股公司，外延式整合能力优异。上市 5 年来，围绕汽车电子大的方向布局，通过德国普瑞、德国 quin 和美国 KSS 等几次大的并购，实现技术、海外客户资源以及收入规模的快速提升。公司在汽车电子的人机交互、主被动安全以及电源管理系统的技术和客户均具有全球化的优势。即使未来全球汽车行业出货量增速在 1-3%，公司未来的增长

点有：1) 受益于汽车整体电子化提升趋势；2、下游客户（宝马、福特）等出货量增速高于行业平均；3) 其他产品（内饰、功能键）从高端市场向中端市场渗透。

我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 207.7、255.4 和 307.2 亿元，归母净利润为 6.57、12.29 和 16.95 亿元，对应 2016-2018 摊薄后的 EPS 为 0.95、1.23、1.70 元，给予 17 年 30-35 倍 PE，对应合理估值区间为 37.0-43.0 元，给予“推荐”评级。

风险提示：业务整合不及预期、KSS 和 TS 业绩不及预期

五、三大财务报表

资产负债表 (单位: 百万元)

	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2885.46	207.74	254.35	307.26
应收和预付款项	1462.24	6079.63	6704.64	8090.03
存货	1167.40	3150.00	3456.00	3989.00
其他流动资产	925.01	453.00	562.00	655.00
长期股权投资	31.29	34.29	35.29	38.29
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2921.25	4519.59	4337.92	4049.25
无形资产和开发支出	1240.50	10057.35	10158.61	10257.27
其他非流动资产	121.93	129.72	112.02	110.02
资产总计	10755.08	24628.32	25616.83	27489.11
短期借款	1772.58	7510.24	4620.54	4310.44
应付和预收款项	1327.87	442.81	523.81	629.81
长期借款	972.92	9209.92	3177.92	3177.92
其他负债	2271.27	2271.27	2271.27	2271.27
负债合计	6344.64	19434.25	10593.54	10389.44
股本	689.37	689.37	992.37	992.37
资本公积	2253.31	2253.31	10380.31	10380.31
留存收益	851.55	1470.78	2576.46	4217.23
归属母公司股东权益	3794.23	4413.47	13949.14	15589.91
少数股东权益	182.17	346.57	640.11	1075.72
股东权益合计	3976.40	4760.04	14589.25	16665.63
负债和股东权益合计	10321.04	24194.28	25182.80	27055.07

资料来源: 财富证券

现金流量表 (单位: 百万元)

	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	585.0	1035.0	1470.0	1895.0
投资性现金净流量	-1840.0	-7860.0	-560.0	-654.0
筹资性现金净流量	4150.0	5630.0	2064.0	764.0
现金流量净额	2870.0	-1195.0	2974.0	2005.0

资料来源: 财富证券

利润表 (单位: 百万元)

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8082.53	20773.50	25435.40	30725.60
减: 营业成本	6332.88	16259.42	19804.00	23692.51
营业税金及附加	9.79	25.16	30.81	37.22
营业费用	378.30	866.00	1035.00	1395.00
管理费用	784.01	1456.00	1617.00	1979.00

财务费用	115.08	1080.93	910.90	804.85
资产减值损失	20.00	23.00	25.00	30.00
加：投资收益	73.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	33.00	36.00	39.00
营业利润	515.72	1095.99	2048.69	2826.03
加：其他非经营损益	43.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	558.95	1095.99	2048.69	2826.03
减：所得税	141.77	274.00	512.17	706.51
净利润	417.18	822.00	1536.52	2119.52
减：少数股东损益	17.32	164.40	307.30	423.90
归属母公司股东净利润	399.86	657.60	1229.21	1695.62

资料来源：财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438