

得润电子 (002055)

公司研究/深度报告

国内连接器领先供应商，汽车电子进入收获期

深度研究报告/电子

2017年9月12日

报告摘要：

● 家电和消费电子业务市场份额持续提升，Type C产品进入放量阶段

- 1、公司是国内家电和消费类电子连接器的领先供应商，与国内主要家电厂商合作密切。Type C 产品建立了自动化生产线、高速传输技术积累等优势，取得多家消费电子客户认证，迎来量产出货阶段，将成为新的增长点；LED 业务国内领先，从 LED 支架拓展至透镜等光学产品，将加快发展；FPC 产品聚焦手机和手机摄像头模组，受益摄像头高清化及双摄发展趋势。
- 2、我们认为，公司是国内家电连接器领域的领军企业，家电业务进入稳定增长期，家电和消费电子业务份额将持续提升。随着 Type-C 等新产品产能持续释放、生产良率不断提升，Type C 将成为新的增长点。

● 汽车电子业务布局成效显著，将成为新的重要增长点，营收占比将持续提升

- 1、新能源汽车业务取得系列突破。在“车载充电机”方面，公司已成为保时捷电动车 Mission E、宝马 i3 系列、标致雪铁龙新一代平台、东风风神 A60 纯电动车型、上汽“EV 车型车载充电机”、中国南北大众 MQB 平台混合动力 PHEV 和纯电动 BEV 车型平台“车载充电机”项目等核心供应商。中欧智慧能源产业园项目持续推进，预计今年完成一期建设。
- 2、汽车线束方面，公司合资公司科世得润、控股子公司 Plati 主要业务为中高端汽车连接器，客户包括一汽大众、奔驰、Continental、博世等，收购柳州双飞 60% 股权拓展上汽通用五菱等国内优质客户，极大提升汽车线束产能。
- 3、传统汽车的单车线束价值约为 2000~4000 元，部分高端车型为 5000~6000 元，根据 2016 年中国汽车产量 2800 万辆，以汽车线束单车价值量 2000 元的价格测算，中国汽车线束市场每年需求将超过 560 亿元。
- 4、我们认为，子公司 Meta“车载充电机”业务全球领先，在手订单充足，多数项目集中交付时间为 2018 年~2019 年，产品平台和高端客户的搭建将为后续拓展国内外新能源汽车市场打下基础；汽车线束市场规模大，新能源汽车线束价值量更高，汽车线束进入业绩收获期。随着充电机等产品产能陆续释放，汽车电子业务将成为公司未来的重要增长点，营收比重将快速提升。

● 完成定增收购柳州双飞 60% 股权，股价安全边际高，公司投资价值凸显

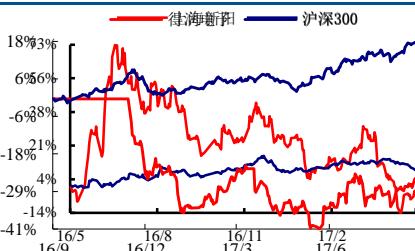
- 1、根据定增方案，公司拟收购柳州双飞 60% 股权，交易作价 6 亿元（股份支付 4.8 亿元，现金支付 1.2 亿元），发行价格为 28.86 元/股（除权除息后）；同时，拟募集不超过 38,033.00 万元的配套资金，发行底价为 28.86 元/股（除权除息后）。公司已完成定增收购柳州双飞 60% 股权，后续将实施发行股份募集配套资金。
- 2、柳州双飞主要业务是为乘用车、商用车配套线束，主要客户为上汽通用五菱、东风柳汽、北汽福田、柳工机械等。根据业绩承诺，柳州双飞在 2017 年~2019 年将分别实现净利润 1.2 亿元/1.4 亿元/1.6 亿元，对应收购 PE 分别为 8.3 倍、7.1 倍、6.3 倍，未来 3 年净利润年均复合增速为 16.9%。
- 3、我们认为，本次定增将极大提升公司在汽车线束领域的竞争优势和产业地位，目前公司股价低于定增发行价格，投资价值和安全边际显著，看好公司在汽车电子方面的发展潜力。

强烈推荐 维持评级

合理估值： 30.25—33.00 元

交易数据	2017-9-11
收盘价 (元)	25.16
近 12 个月最高/最低	30.98/18.18
总股本 (百万股)	467
流通股本 (百万股)	403
流通股比例 (%)	86.30
总市值 (亿元)	118
流通市值 (亿元)	101

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号：S0100516050001

电话：010-85127512

邮箱：zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号：S0100116080101

电话：(8610)8512 7512

邮箱：huduwei@mszq.com

相关研究

1. 《得润电子 (002055) 公司点评：中报业绩基本符合预期，汽车电子取得系列突破》20170731
2. 《得润电子 (002055) 公司点评：定增获得核准批复，看好公司中长期发展》20170728

● 投资建议与盈利预测

- 1、公司已形成消费电子+汽车电子+车联网三大业务并行发展的格局。公司作为家电和消费电子连接器领域行业领军企业，目前 Type-C 产品进入业绩释放期；汽车电子领域，公司拥有丰富产品线和雄厚技术实力，汽车线束和车载充电模块等产品需求旺盛，将是公司未来的持续增长点；车联网领域，公司外延合作增强技术实力，领先行业提早布局，产品将逐步渗透汽车后装市场。
- 2、考虑增发摊薄(定增收购柳州双飞 60% 股权以及配套融资)的影响，预计 2017~2019 年 EPS 为 0.55 元、0.91 元、1.27 元。鉴于当前全球汽车产业正加速向智能化、电动化方向转变，我国已启动传统能源车停产停售时间表研究，这将推动智能网联汽车的加速普及；同时考虑到公司汽车电子业务切入多家整车厂供应链体系，业绩弹性高，给予公司 2017 年 55~60 倍 PE，未来 12 个月的合理估值为 30.25~33.00 元，维持公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示

- 1、汽车电子业务进展不及预期；2、车联网项目进度不及预期；3、产能释放不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,584	6,955	9,927	13,510
增长率 (%)	50.9%	51.7%	42.7%	36.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	39	263	438	611
增长率 (%)	-54.6%	580.7%	66.5%	39.5%
每股收益 (元)	0.09	0.55	0.91	1.27
PE (现价)	293.1	45.9	27.6	19.8
PB	6.5	4.2	3.7	3.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、消费电子+汽车电子+车联网三大布局瞄准未来.....	4
(一) 国内家电连接器领军企业.....	4
(二) 民营控股，股东持股较为集中.....	5
(三) 三大主力业务持续加大研发力度，技术优势凸显.....	6
(四) 汽车电子业务快速扩张，各主营业务发展良好.....	7
二、汽车电子线束业务布局全面，受益新能源汽车高景气.....	8
(一) 我国汽车工业稳步增长，汽车线束市场需求超过 500 亿元.....	8
(二) 新能源车载充电桩业务壁垒高，客户资源深厚，市场广阔.....	14
三、传统家电换代在即，移动产品接口更新.....	16
(一) 智能家电引潮流，家电产品+大数据.....	16
(二) 消费电子移动产品接口更新，USB TYPE-C 有望一统天下.....	19
(三) FPC 持续提高产能，LED 产业保持领先.....	26
四、车联网行业发展迅速，拓展汽车智能驾驶市场.....	28
(一) 国内共享租车起步，迅速扩张.....	29
(二) 中国 UBI 车险实现多方共赢，META 模式全球领先.....	31
(三) 政府大力支持，新能源、车联网业务落户重庆.....	33
(四) 牵手 MOBILEYE，切入 ADAS 领域.....	33
五、盈利预测与投资建议	35
六、风险提示	37
插图目录	39
表格目录	40

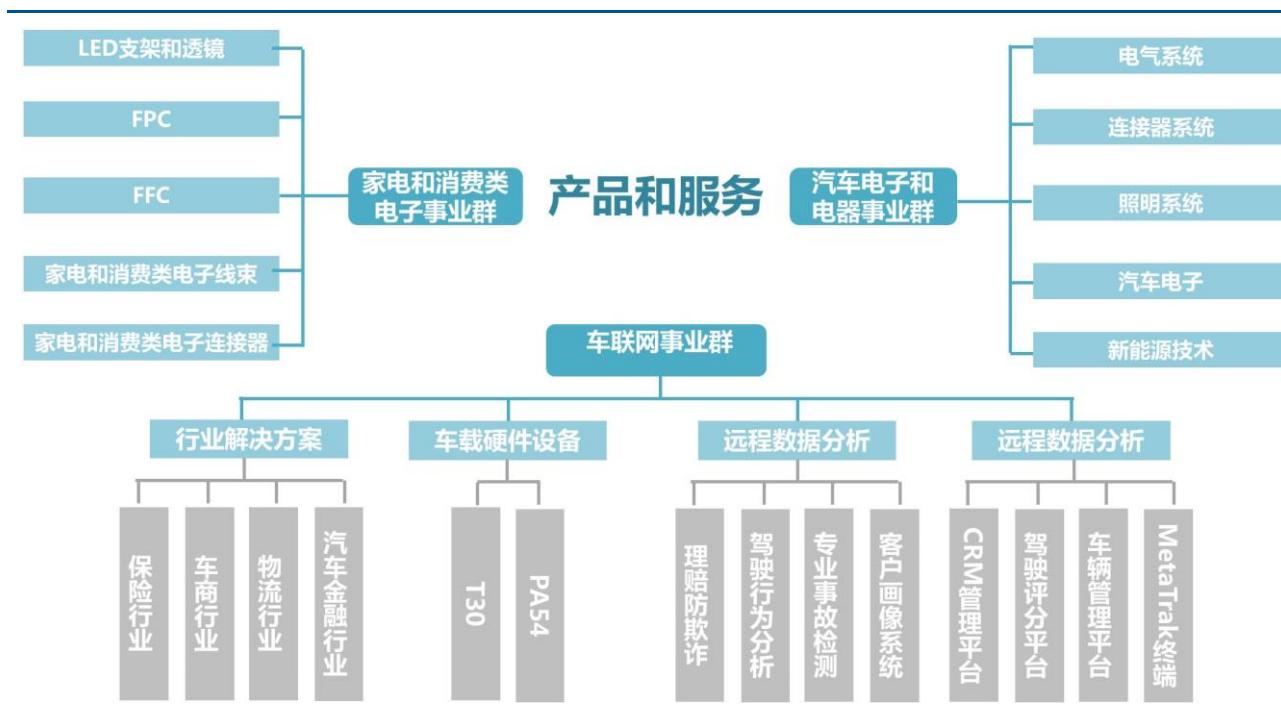
一、消费电子+汽车电子+车联网三大布局瞄准未来

(一) 国内家电连接器领军企业

公司主营电子连接器和精密组件，是国内家电连接器行业领军企业，长期占据大型家电企业核心连接器供应商地位，其连接器还应用于计算机及外围设备、智能手机、可穿戴设备、LED 照明、智能汽车和新能源汽车等领域。

汽车领域是公司的长期战略发展方向，客户平台覆盖高、中、低端，包括国际品牌客户、自主品牌客户以及设备客户；产品平台包括电气及连接领域、新能源领域、智能硬件领域等，产品线布局丰富。公司正从传统的汽车电子硬件产品销售，拓展至从智能硬件产品至数据入口资源再到大数据应用与服务变现完整闭环的车联网应用平台。

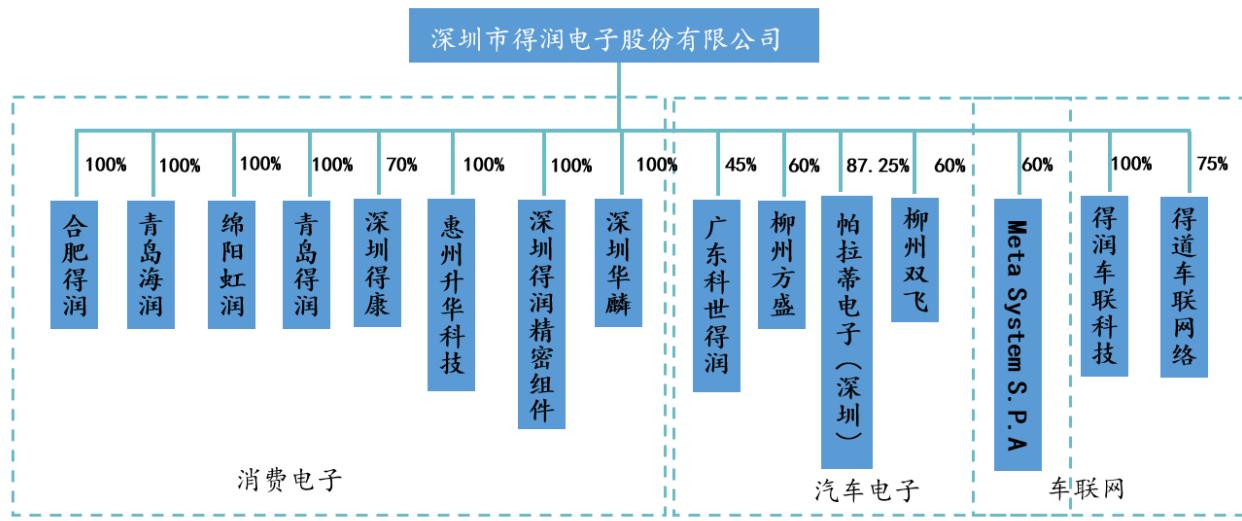
图 1：公司三大业务板块



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

公司目前有 13 家主要子公司。消费电子方面，合肥得润、青岛海润、青岛得润、绵阳虹润、深圳得康、惠州升华科技等企业主要集中于家电连接器业务，深圳得润精密主要集中于消费电子产品连接器业务，深圳华麟主要集中于 FFC（柔性连接器）、FPC（柔性电路板）业务。汽车电子方面，柳州方盛、柳州双飞、帕拉蒂电子、Meta SPA 提供汽车电子、连接器、电气系统、照明系统、新能源技术等业务。

图 2：公司主要子公司业务结构



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

公司已形成消费电子+汽车电子+车联网三大业务并行发展的格局。

在消费电子连接领域，公司在传统家电行业连接器基础上，大力开发移动电子设备领域连接器，目前 Type-C 产品研发和前期客户导入都已完成，进入业绩释放期，FPC 也在进一步增产。

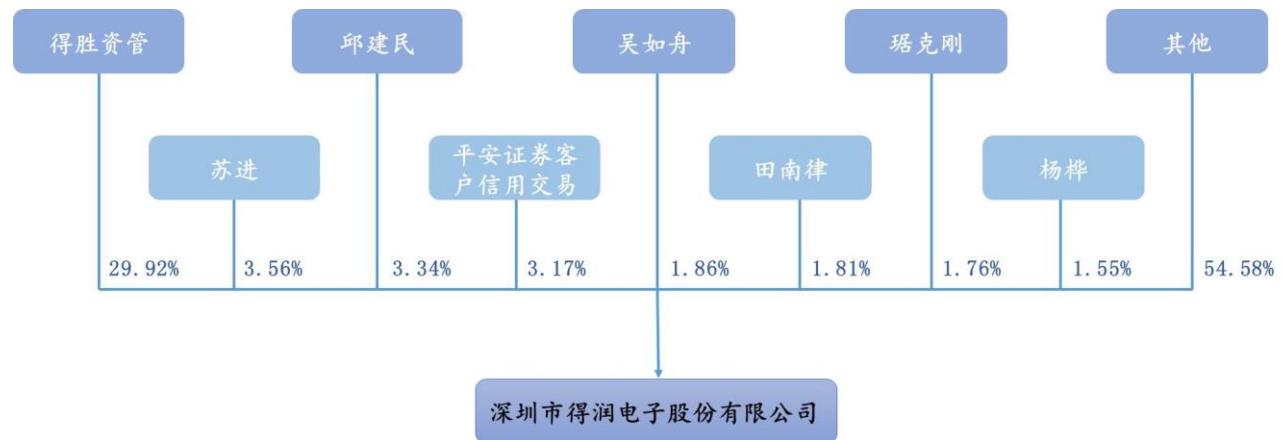
在汽车电子领域，公司全面布局，收购柳州双飞加码汽车线束业务，汽车连接器业务包含高中低端产品，打破国外厂商垄断，车载充电机获多方认证，成为大众、标致、保时捷等公司下一代新能源汽车平台专用产品，连接器、线束、车载充电机将在未来持续增长。

在车联网领域，公司成功收购 Meta System 后与国内最大两家共享租车公司合作，领先行业提早布局，产品将逐步渗透汽车后装市场。

（二）民营控股，股东持股较为集中

得润电子实际控制人为邱建民、邱为民兄弟，通过控制深圳得胜资产管理有限公司，截至 2017 年 8 月 25 日，根据 wind 数据，直接和间接持有公司 33.26% 的股权。公司整体持股比例较为集中，截至 8 月 25 日，公司前十大股东共持有总股本 49.41% 的股权。

图 3: 截至 2017 年 8 月 25 日, 公司股东股权结构



资料来源: wind, 民生证券研究院

(三) 三大主力业务持续加大研发力度, 技术优势凸显

公司结合对外收购和自主研发, 保持消费电子、汽车电子和车联网三大领域并行发展。消费电子方面, 家电和消费类电子业务稳定增长, USB Type-C 已大量出货, 包括 2.0、3.0 和防水接口, 公司正在研发 Type-C 相关柔性电路板; FPC 已为摄像头模组研发打下基础, 适用于未来便携设备, 光学事业部透镜和镜头业务也取得长足发展。汽车电子方面, 公司车载充电模块产品获得大众、标致 (PSA)、保时捷等几大主力车厂在中国和欧洲项目订单, 传统汽车发动机线束和新能源汽车发动机线束并举研发, 成为公司主要营收来源之一, 并研发成功汽车通讯类项目, 为车联网夯实基础。

表 1: 2014~2016 年公司研发支出和人员情况

类型	2014	2015	2016
研发人员数量 (人)	702	711	879
研发人员数量占比	9.69%	8.49%	8.41%
研发投入 (万元)	10218	14365	21513
研发人员人均研发投入 (万元)	14.6	20.2	24.5
研发投入占营收比例	3.88%	4.73%	4.69%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 2: 公司研发项目一览

技术类型	项目名称
LED 相关	反射式被光透镜项目
	EMC 项目
	OD15 反射式背光透镜项目
	0.4T 厚度薄型侧发光支架项目
	FR4 后开盖工艺
FPC 相关	FFC 双层大气流项目
	智能设备高散热 FPC 项目
	SMT 后冲型的摄像头模组软硬结合板
	一阶 HDI 软硬结合板

Type-C 相关	高能软硬结合板
	高强层间结合力的软硬结合板
	内层焊盘后开窗的软硬结合板
	内层焊盘预开窗的软硬结合板
	超薄型摄像头模组柔性电路板
	软硬结合板直接冲型测试
	4 层与 6 层 HDI 产品设计与制作
	双面盲孔与通孔一起制作工艺
	USB Type-C 防水连接器项目
	USB Type-C 2.0 研发项目
汽车电子	Type-C 柔性电路板
	Wi-Fi 蓝牙 Hi-Fi 项目
	车载高清汽车导航线束项目
	车载智能通讯项目
	通讯设备线束耐磨、放耐候、阻湿综合性能
汽车电子	汽车发动机传缸线束项目
	电动汽车穿缸连接器项目

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(四) 汽车电子业务快速扩张，各主营业务发展良好

公司营业收入从 2013 年的 20.7 亿元上升到 2016 年的 45.84 亿元，四年 CAGR 为 21.98%。其中，增长主要来自于企业内生业务快速增长和收购企业并表。2012 年 12 月底，得润电子收购帕拉蒂电子(深圳)有限公司 75% 股权，并通过增资扩股获得意大利帕拉蒂 51% 的股权；2013 年 7 月，得润电子并购华麟电路，加码 FPC 业务；2015 年 6 月，得润电子并购柳州方盛公司 60% 股权；2015 年 9 月，得润电子收购 Meta System S.P.A 公司 60% 股权。2017 年 7 月，公司收购柳州双飞 60% 股权，汽车电子业务仍在扩展中。

公司归母净利润从 2013 年的 12373 万元下降至 2015 年的 3868 万元。汽车行业拓展市场周期较长，前期研发投入和市场开拓，以及公司为开拓新业务形成的人力、研发成本上升，报告期内净利润有所下降。

图 4：近 4 年公司营业收入及同比增长率（单位：万元）

■ 营业收入 ■ 增速

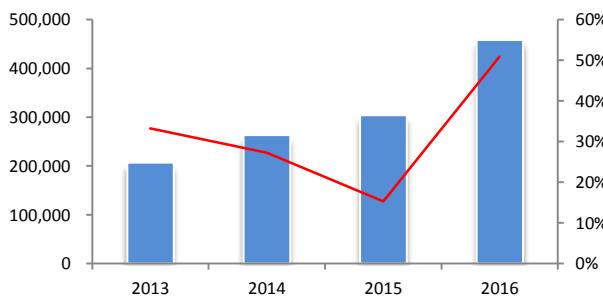
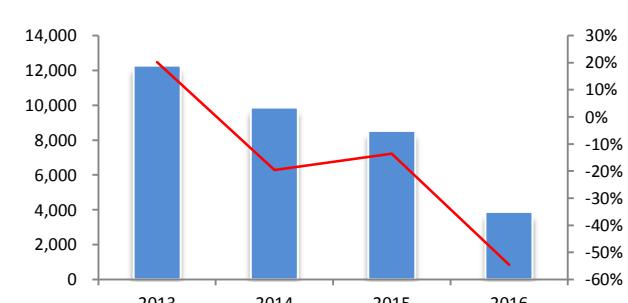


图 5：近 4 年公司归母净利润及同比增长率（单位：万元）

■ 归母净利润 ■ 增速

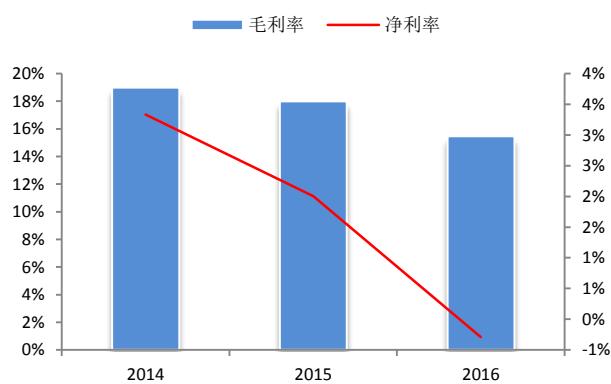


资料来源：wind，民生证券研究院

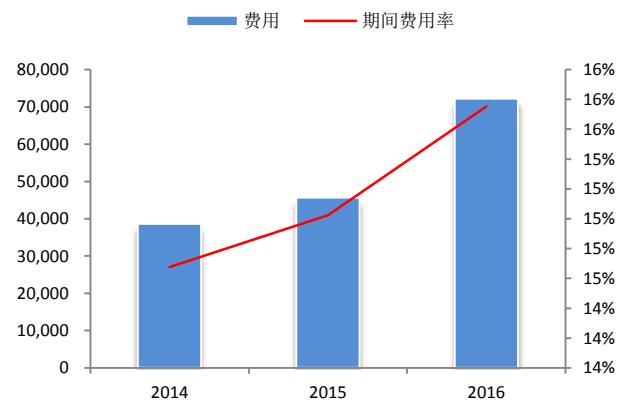
资料来源：wind，民生证券研究院

公司产品整体毛利率略有下降，主要是受产品结构及原材料价格变化影响。而受公司近

几年并购和拓展新市场、新客户的影响,公司销售费用和财务费用上升速度较快,分别从2012年的3408万元和1939万元上升至2016年的17608万元和10429万元,CGAR分别为38.93%和40.49%。

图 6: 近3年公司毛利率及净利率


资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7: 近3年公司期间费用及期间费用率 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

二、汽车电子线束业务布局全面, 受益新能源汽车高景气

(一) 我国汽车工业稳步增长, 汽车线束市场需求超过500亿元

1、新能源汽车成为时代发展趋势, 市场渗透空间巨大。

降低能源消耗, 减少碳排放, 减轻全球气候变化已经成为当前全球发展趋势。2015年11月3日, 共计十三个北美州和欧洲政府宣布成立零排放交通工具联盟 (Zero-Emission Vehicles Alliance, ZEV Alliance), 旨在于2050年前, 将所有交通工具转变为零排放交通工具。

表 3: 零排放交通工具联盟概览

组织名称	ZEV Alliance 零排放交通工具联盟
目标	2050年实现上路汽车零排放
达成后	到2050年, 供给减少十亿吨二氧化碳排放, 降低全球交通碳排放40%
成员国家/地区	欧洲: 德国、荷兰、挪威、英国 美国: 加利福尼亚洲、康乃狄克州、马里兰州、马塞诸萨州、纽约州、俄勒冈州、罗德岛州、佛蒙特州。 加拿大: 魁北克

资料来源: ZEV Alliance 官网, 民生证券研究院

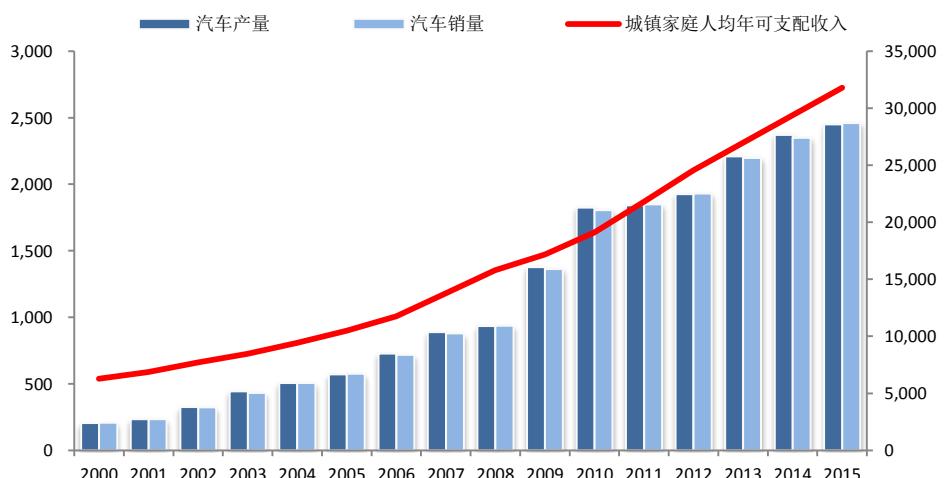
零排放交通工具联盟成立后, 其成员国先后制定相关政策, 旨在2050年前达到上路汽车零排放。其中荷兰劳工党公开提案, 要求从2025年开始禁止在荷兰本国销售传统燃料油汽车, 于2016年3月获得通过; 挪威四个主要政党一致同意2025年起禁止传统燃油汽车销售; 发展中国家中, 印度也准备在2030年全面禁售燃油汽车, 并将在未来三年里引进大量电动汽车。

表 4: 各国发布禁售传统能源汽车时间表政策梳理

国家	全面禁售时间	政策	宣布时间
挪威	2025 年	禁止燃油汽车销售	2016. 6. 2
荷兰	2025 年	所有上路汽车均为清洁能源汽车	2016. 3. 29
德国	2030 年	禁售传统内燃机汽车	2016. 10. 10
印度	2030 年	所有在售车辆均为电动汽车	2017. 6. 2
法国	2040 年	全面禁售汽油车和柴油车	2017. 7. 6
英国	2040 年	禁售汽油和柴油汽车	2017. 7. 26
	2050 年	所有上路驾驶车辆均为 0 排放	

资料来源：民生证券研究院整理

汽车产销不断增加，汽车电子渗透空间巨大。人均收入和 GDP 增长驱动普通家庭对汽车需求量逐步增加。根据中国汽车工业协会统计，我国汽车产量和销量分别从 2000 年的 207 万辆和 209 万辆上升至 2015 年的 2450 万辆和 2460 万辆，年复合增长率为 17.9%。

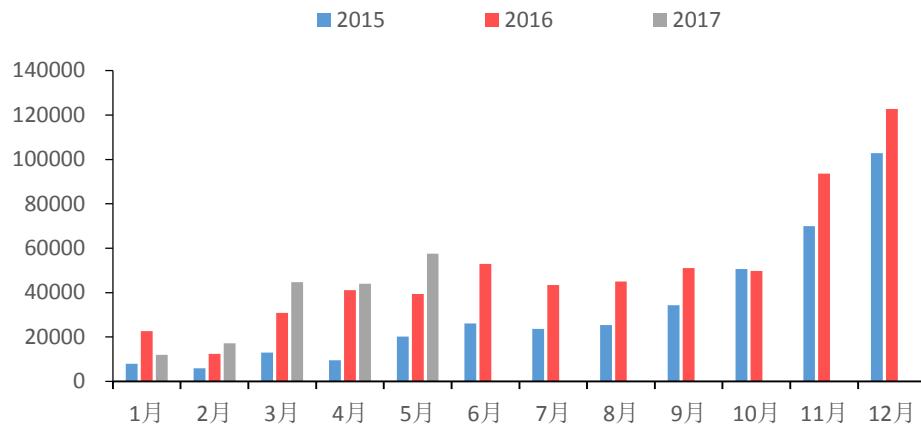
图 8：2000-2015 年中国汽车产销量与城镇家庭人均年可支配收入关系


资料来源：Wind，民生证券研究院（注：汽车产量、销量单位：万辆；城镇家庭人均年可支配收入单位：元）

汽车线束是汽车电子中不可或缺的一部分，同时是汽车内连接电路的网络主体，其对材料要求非常严格，在电气性能、材料散发性、耐温性等安全相关性能方面都比一般消费电子线束要求高。它既要确保准确快速地传送电信号，又要保证连接电路的可靠性、安全性，并且要向车载电子电气部件供应规定的电流值、电压值，防止要屏蔽周围电路的电磁干扰信号以及避免电器短路。

根据中汽协的数据，2016 年中国汽车产销量均超过 2800 万辆，连续 8 年排名全球第一，其中，新能源汽车销量增速超过 50% 达到 50.7 万辆，乘用车销量为 2437.7 万辆，同比增长 14.93%。

在汽车领域中，一辆车中线束产品平均总值约在 2000 元到 4000 元之间，部分高端车型可达 5000 至 6000 元。按中国 2016 年汽车总产量为 2800 万辆，按每套 2000 元保守估计，中国 2016 年汽车电子线束市场达 560 亿元人民币。

图 9：2015 年 1 月~2017 年 5 月中国月度新能源汽车销量对比


资料来源：Wind，民生证券研究院（单位：辆）

新能源汽车与传统汽车相比，其对汽车线束的质量、性能参数要求更高、更加苛刻，新能源汽车用汽车线束需要在输电能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容等方面进行特殊处理，因此新能源汽车线束价格比传统汽车高 20%-40%。2017 年 1 至 5 月，中国新能源汽车产量为 17.55 万辆，相较于去年同期增长 19.70%，新能源汽车产量仍在快速增加中。

随着未来新能源汽车政策的不断完善，新能源汽车技术的不断进步，以及消费者的消费理念的转化等因素下，新能源汽车销量还将持续增加，与此对应的汽车线束年需求量也将不断增加。

2、完成定增收购柳州双飞 60% 股权，夯实中低端车型汽车线束业务

(1) 合作+投资，切入自主品牌线束业务供应链

国内大型自主品牌往往建立子公司供应线束，如保定曼德汽车配件有限公司和天津长城精益汽车零部件有限公司为长城汽车子公司，分别为不同型号长城汽车供应线束；比亚迪设立第十五事业部生产线束、CD、前后车大灯、安全带、气囊等；吉利与矢崎合作合资成立宁波矢豪汽车部件有限公司，以及豪达（浙江）汽车配件有限公司（前台州吉利汽车电器有限公司）为旗下车型供应线束。

此外，国内拥有一大批第三方企业生产汽车线束：天海集团，客户包括奇瑞、比亚迪、长城、柳州五菱、华晨中华、哈飞汽车、长安和力帆等国内主要汽车厂家；昆山沪光，其客户主要为一汽大众、上海大众、德国大众、奔驰、奇瑞汽车、江淮汽车、上汽汇众等汽车公司配套的整车线束总成和发动机线束总成等；上市公司中，永鼎股份（600105）收购的金亭线束 2016 年营收为 6.21 万亿元，净利润为 8003.91 万元，其客户包括上海通用、上海大众、上汽、沃尔沃等乘用车公司，也包括康明斯、江森自控、伟世通等专业用车公司。

在自主品牌汽车方面，2014 年公司与秦川集团签订战略合作协议，在汽车连接器与线束、汽车灯具等领域内强强联合，开展产品、技术、市场、人才等方面协同合作。秦川集团主要客户有长安汽车集团、一汽集团、江铃汽车、长安福特、上汽红岩、奇瑞汽车、吉利汽车等

国内外领先整车制造企业及德尔福派克等国际大型零部件制造企业。

2015年公司与柳州方盛签订合作协议，并于当年增资方盛电气公司，使其成为旗下控股子公司（目前公司持股60%）。方盛电气主要从事汽车线束总成、汽车电气系统研发、设计、制造和销售，具备年产20万套汽车及工程机械线束、汽车车身控制模块等汽车电子产品的产能，主要客户包括东风柳汽、上汽通用五菱、柳工集团等。

(2) 控股国内汽车线束领导企业柳州双飞，加强自主品牌线束业务基础

根据定增方案，公司拟以6亿元收购柳州双飞60%的股权，其中股份支付4.8亿元，现金方式支付1.2亿元，发行价格为28.86元/股（除权除息后）；同时，拟募集不超过38,033.00万元的配套资金，发行底价为28.86元/股（除权除息后），募集配套资金拟用于本次交易现金对价、柳州双飞项目建设及支付本次交易相关费用。公司已完成定增收购柳州双飞60%股权，后续将实施发行股份募集配套资金。

柳州双飞成立于2000年，其汽车线束销售数量在国内汽车线束市场排名前三，是一家集设计、开发、试验和生产于一体的专业整车线束制造公司，其主要客户为上汽通用五菱、东风柳汽、北汽福田、柳工机械等。

柳州双飞估值合理。2015年柳州双飞营收为13.36亿元，净利润为0.99亿元。根据业绩承诺，柳州双飞在2017年~2019年将分别实现净利润1.2亿元/1.4亿元/1.6亿元，对应收购PE分别为8.3倍、7.1倍、6.3倍，未来3年净利润年均复合增速为16.9%。

柳州双飞是国内最大的汽车线束生产企业之一，其线束产品主要分为主线束、副线束和电缆线，主线束涵盖仪表板线束、发动机线束、前部线束、底盘线束等，副线束包括门线束、顶棚线束、尾部线束等，电缆线包括启动电缆、变速箱接地线、蓄电池负极接地线等。

表 5：柳州双飞主要产品类别

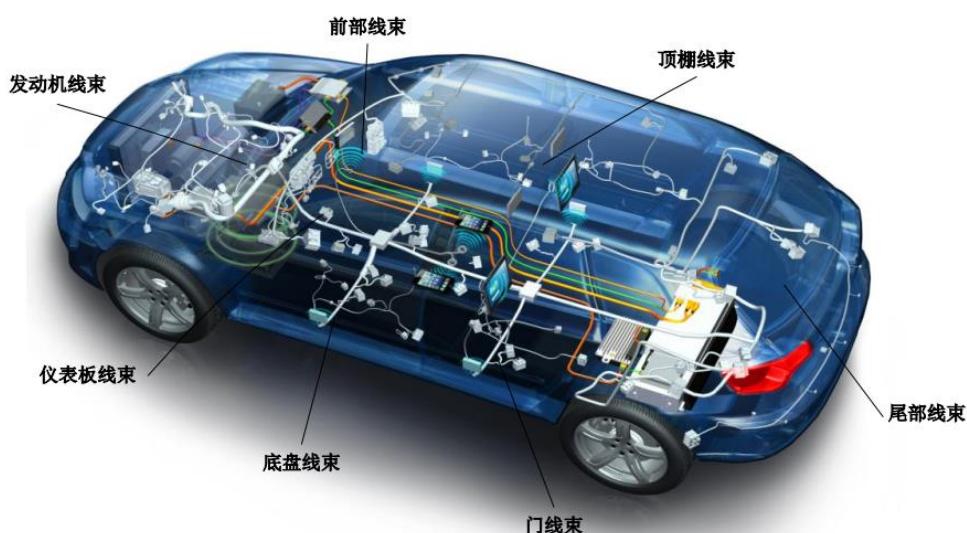
产品大类	线束名称	产品用途
主线束	仪表板线束	与车身或者底盘线束连接，沿着管梁行走连接仪表板上的各种电气件如组合仪表、空调开关、收放机、点烟器等；
	发动机线束	连接发动机上的各种传感器和执行器，围绕在发动机的周围；
	前部线束	连接车前部的所有电气件，如灯具、风扇、雨刮等；
	底盘线束	连接车底盘部的所有电气件，如安全带预警、手刹等
副线束	门线束	连接门内板上的所有电气件，如中控锁、玻璃升降器、扬声器等
	顶棚线束	连接天窗控制模块及内部照明灯如阅读灯等
	尾部线束	连接倒车雷达，后雨刮、后尾灯、行李箱控制等

启动电缆	连接起动机、发动机的电线
电缆线	变速箱接地线
	连接变速箱接地线
	蓄电池负极接地线
	电瓶蓄电池负极连接车身/发动机后的接地线

资料来源：公司公告，民生证券研究院

柳州双飞目前拥有汽车线束年产 200 万台套的产能，产品主要供应上汽通用五菱的荣光、宏光、宏光 S、宝骏 730\560\310 车型，东风柳汽乘龙、菱智、景逸，北汽福田伽途、柳工机械挖掘机、装载机，福建新龙马启腾，柳州五菱 Q、V 系列等车型。为了大幅提升柳州双飞的生产设备技术水平、设备档次、生产精度、工艺环节设置、产能，因此本次定增配套募集资金将用于柳州双飞建设项目，包括汽车气囊线束生产、汽车线束生产线技改、研发中心建设、信息化系统。

图 10：柳州双飞主要产品应用



资料来源：公司公告，民生证券研究院

目前柳州双飞拥有 179 台瑞士 KOMAX 全自动压接机，39 条装配流水线及各种线束加工设备，能满足包括安全气囊线束在内的整车线束的生产制造，并设有柳州、青岛、重庆、珠海四个生产基地，并通过印尼生产基地建设准备开拓海外市场。

本次收购还将配套募集资金以在柳州双飞基地建设汽车气囊线束、汽车线束生产线技术改造和信息化系统项目，在青岛双飞基地进行研发中心建设项目。这些配套资金募集项目建设有助于提升公司品牌在安全气囊线束领域的市场竞争力，满足客户潜在的市场需求，提高柳州双飞产品质量和精度水平，技术改造后将新增产能 42.13 万/台套。

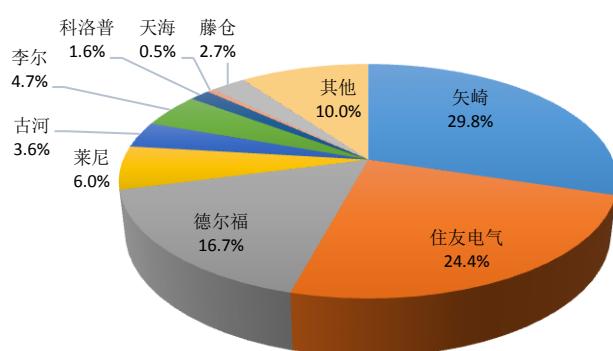
我们认为，公司成功收购柳州双飞后，将能通过自身客户和产品平台资源，在运营、渠道、资本与平台多方面实现与柳州双飞的协同效应，扩大公司在汽车线束方面研发和生产实

力，优化公司业务及结构，提升整体竞争力。

3、打破国外厂商垄断，进入高端汽车连接器市场

目前汽车线束市场竞争格局以美、日企业为主。外资品牌和合资品牌整车厂商对线束的要求比较高，选择的汽车线束厂家是国际大厂在华的独资或者合资厂商，例如住润电装为广州本田、东风本田配套，南通友星给福特配套等。目前全球汽车线束市场份额高度集中，排名前二厂商住友电气和矢崎共占超过 50%的行业收入，而行业前八以外的厂商仅占有不到 10%的收入。

图 11：2016 年中国汽车线束市场竞争格局



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

公司成功进入高端车市场线束供应市场。科世得润是得润电子与德国 Kromberg & Schubert 在中国成立的合资公司，经过数年运作，成功打破国外公司垄断，进入高端车型线束供应市场。

表 6：公司高端汽车线束主要客户与项目

主要客户	相应供应商资质	备注
一汽-大众汽车有限公司	80D,Audi X89 项目 (Audi Q5) 和 55G,A-SUV 项目 ABS 线束的本地化供应商	预计生命周期产量 260.5 万辆
北京奔驰汽车有限公司	205/253/213 264 发电机起动机线束的本地化供应商	预计对应产品企业年产量 30 万辆
北京奔驰汽车有限公司	MRA2 (第二代纵置后驱模块化平台) 发电机起动机线束的本地化供应商	预计生命周期产量 230 万辆 (其中包括混合动力 25 万辆)
一汽-大众汽车有限公司	Audi B9 (Audi A4L) 及 Golf Sportsvan (Golf A7) 车型线束总成项目批量供应商	
一汽-大众汽车有限公司	C7/Q3/A3/GolfA7/Bora/NCS/Jetta 等车型 ABS 线束项目批量供应商	
Continental	供应商	
Bosch	供应商	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司已获得一汽大众、北京奔驰等在内的包括奥迪 Q5、奥迪 B9、高尔夫 A7、宝来、捷达等多个车型项目供应商，也获得 Continental 和博世等汽车零部件设备客户供应商资质，成

功打入国际品牌供应链，主要供应线束包括 ABS 线束、发动机启动线束和线束总成等产品。

ABS (Anti-lock Braking System) 即防锁死刹车系统，ABS 线束功能是用于车轮制动传感器与行车电脑间传输信号，是一种具有超强稳定性与安全性的线束，属于安全类汽车零部件产品，具有生产工艺复杂、技术含量高、抗干扰性强、可在极端环境保持信号稳定传输的特点。

公司在高端品牌汽车中，不断拓展科世得润在 BBA (奔驰、宝马、奥迪) 客户多个车型的产品布局，逐步显现出公司产品、客户平台的作用，以高端为品牌，持续导入新的产品和客户。我们认为，公司突破高端品牌整车厂的长期订单，不仅将持续贡献业绩，也将有助于公司拓展国内外汽车线束市场，实现市占率和品牌价值的不断提升。

(二) 新能源车载充电机业务壁垒高，客户资源深厚，市场广阔

1、车载充电机市场广阔，进入壁垒高

车载充电机是指固定安装在电动汽车上的充电机，具有为电动或油电混合动力汽车电池安全自动充电功能，是新能源必不可少的核心零部件，其市场规模将随新能源汽车市场快速增长而扩大。2016 年，中国车载充电机市场规模约为 20 亿元，未来几年随着新能源汽车产量将逐年攀升。根据国务院印发的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》，对新能源汽车产业发展目标为，到 2020 年纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量超过 500 万辆，按此发展目标计算，2020 年新能源汽车销量有望达到 120 万辆，未来 5 年中国新能源汽车的市场规模将有望超过 400 万辆，行业发展前景十分广阔。

表 7：全球主要车载充电机供应商

企业名	配套客户
博世	奥迪、大众、上汽、北汽等
艾默生	通用、福特、上汽、一汽等
法雷奥	大众、通用、上汽、东风、一汽、比亚迪、长安
英飞凌	宝马、奥迪
得润电子	标致雪铁龙、宝马、东风、上汽、保时捷、标致雪铁龙
深圳欣锐	北汽、广汽、东风、江淮、宇通
铁城信息	金龙、众泰、江淮等
南京中港电力	上汽通用五菱、吉利、众泰、力帆等
深圳富特	东风、北汽、上汽、众泰、吉利、金龙等

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

车载充电机市场技术壁垒较高，不同整车厂商对其不同具体车型的充电机的选择需通过长期评审和认证，筛选标准严格。国际品牌车企一般拥有稳定的充电机配套供应商，供应关系稳定、成熟。而国内车载充电机品牌主要应用于部分专用车、微型电动汽车、高尔夫球车等细分领域。

2、Meta S.P.A 拥有业界高水准的车载充电技术，收购完成后切入全球整车厂商供应链

得润电子收购 Meta System S.P.A 后，在汽车电子方面取得了长足进步。车载充电模块是 Meta 的传统优势产品，其充电功率可达 3.5 千瓦，具有充电效率高(可达 96%)和体积小(易于搭载)的特点，在新能源汽车中产品竞争优势突出；在最近的保时捷 Mission E 平台上，Meta 提供了 22KW 功率车载充电机，充电速度达普通产品近 7 倍，代表业界最高水平。

表 8：得润电子突破的主要车载充电机客户

主要客户	相应供应商资质	备注
德国保时捷汽车集团	保时捷全新一代电动汽车平台 Mission E 的 22KW 功率“车载充电机”的唯一供应商	达 22KW 的大功率直流快充技术
东风汽车集团股份有限公司乘用车公司/神龙汽车有限公司	东风汽车、标致雪铁龙集团、神龙汽车联合开发“电动版共用模块化平台（eCMP）”项目的“车载充电机”全球独家供应商	预计生命周期销量 50 万辆左右
一汽大众/上汽大众	大众 MQB 平台混合动力 PHEV 和纯电动 BEV 车型平台“车载充电机”项目核心供应商	专为大众开发
东风汽车集团股份有限公司乘用车公司	东风汽车 F15a-EV (即东风风神 A60 纯电动车型)“车载充电机”项目供应商	预计生命周期销量超过 6 万
上海汽车集团股份有限公司乘用车公司	上汽“EV 车型集成式车载充电机”合作供应商	
标致雪铁龙集团	PSA 新一代纯电动及混合动力车型平台“车载充电机”项目全球供应商	全球首款内置有 DC/DC 转换功能的车载充电机
宝马公司	i3 系列宝马电动摩托车车载充电器供电模块	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司与保时捷的合作上，车载充电机搭载全球最先进大功率直流快充技术，充电功率达到 22KW，是目前业界主流产品三倍，充电速度为现有技术产品七倍，代表业界最高水平。此外，该产品还采用液体冷却并大量采用了 IMS PCB (特殊预浸材料 PCB)、Bottom Entry (底部插针过孔技术) 等专有设计方案，可以极大的提高大功率器件的散热效果及效率，产品设计紧凑，充电效率高，与市场竞争对手相比较具有占用空间小、重量轻、制造工艺先进的特点和优势。

在公司与大众汽车合作的车型上，MQB 平台是大众汽车当前最大的车型平台，也是其新能源汽车战略的重点方向；与东风和神龙汽车合作上，新一代新能源汽车“电动版共用模块化平台（eCMP）”车型平台，系 PSA 集团全球战略车型平台，也是东风汽车中国环保车战略的重要组成部分；与标致的合作上，项目是 PSA 新一代纯电动及混动车型平台，Meta 将独家供应 PSA 此车型平台未来全部新能源车型的车载充电机。

我们认为，公司获得保时捷、宝马、东风、标致雪铁龙、上汽等多家公司业务定点，表明公司在车载充电机领域的规划与布局已获得全球性业界认可，将为公司拓展国内外中高端整车品牌打下基础。上述项目的交付多数集中于 2018~2019 年，重庆璧山产业园产能的陆续释放将为公司未来营收持续增长提供保障。同时，公司研发的最新大功率直流充电技术，提升了新能源汽车充电效率，将可以帮助新能源汽车减少对高成本充电桩的依赖，从技术上推

动新能源汽车的普及。

三、传统家电换代在即，移动产品接口更新

(一) 智能家电引潮流，家电产品+大数据

1、智能家电平台扩张，迎来产业新机遇

科技企业引领智能家电走入家庭生活。在 CES 2017 中，智能家电产品种类众多，成为市场焦点。Google 发布了 Google Home 平台，亚马逊带来了一系列 Alexa 智能设备，包括 LG 的 WebOS 智能冰箱、飞利浦的 Hue 系列等；苹果在 2014 年也发布了 HomeKit 智能家居平台，并在 WWDC2017 上发布 HomePod，希望成为新的家庭娱乐语音控制中心。

国内阿里与京东也开始搭建自有智能家电平台。京东智能家电平台名为京东微联，其合作伙伴包括美的、TCL、长虹、海信、海尔、创维、康佳、飞利浦等国内主要家电厂商。阿里起步推广力度较京东稍小，其家电合作伙伴包括美的、奥克斯、海尔、康佳、飞利浦、TCL、海信等。海尔也推出 U+平台，连通旗下品牌的各类不同产品。

图 12：智能家居通过云端实现互联互通

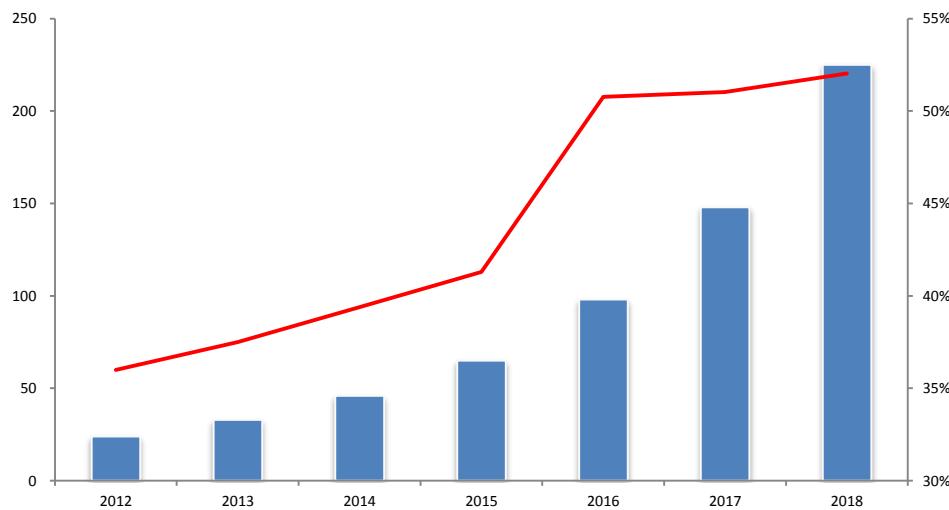


资料来源：www.soomal.com，民生证券研究院

智能家居的中心在于人与家电之间的互动，从传统的机械式开关转变为电子开关和调节，操作方式则从使用不同遥控器变为使用手机，甚至通过音箱对话控制家居。依靠这一套联网的设备，用户可以在下班时就通过车载系统或手机助手将语音指令发送到家中的空调、热水器、电灯等设备，为迎接主人归来做准备，也可以为冰箱里的食物自动计算库存数量、保质期，还可直接在京东或淘宝下单补充等。这些生活情景可通过自然的语音交互实现家电控制。

工信部发布的《信息通信行业发展规划物联网分册（2016—2020 年）》中，将智能家居作为未来发展重点之一，要求推动家庭安防、家电智能控制、家居环境管理等智能家居应用的规模化发展，打造繁荣的智能家居生态系统。

图 13: 2012~2018 年中国智能家居市场规模增长预测



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院（单位：亿元）

根据中国产业信息网的预测，中国智能家居市场将在未来两年内保持 50% 左右速度的高速增长。中国消费者对智能化家电持积极态度，电视、空调、电灯最为受欢迎，据调查，95% 的中国消费者对智能家电感兴趣。在 2018 年，中国智能家电产值将达到 225 亿元。

图 14: 智能家居所需设备



资料来源：TE 官网，民生证券研究院

智能家居需要对家庭环境进行更智能和精确的调节，因此需要多种传感器、设施和控制设备，如传感器需要：温度、湿度、一氧化碳、二氧化碳、风速、光线亮度、烟雾、门禁等。因此智能家居功能的实施都需要更多的连接器将其与中控链接。

我们认为，随着京东和阿里等智能家电平台的搭建，传统家电厂商将产品升级为智能家

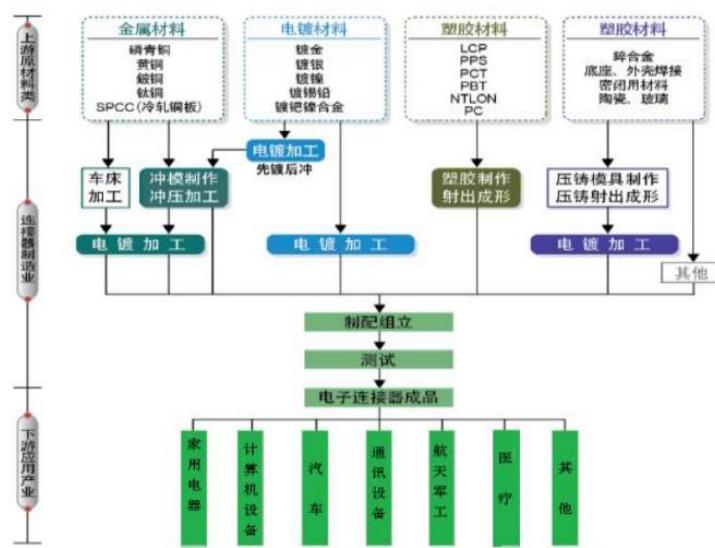
电，未来智能家电更新潮流将会带动行业销量，进一步带动家电连接器市场销量。

2、家电连接器市场集中度低、规模较小，公司是国内领军企业

目前我国电子连接器制造厂商有 1300 多家，其中外商投资约 300 家，本土制造厂商约 1000 多家。企业众多，普遍存在创新能力不足、产品同质化严重的特点，中低端市场竞争日趋激烈，市场较为分散，产品毛利率普遍不高。

电子连接器产品的上游产业主要为制造电子连接器所需的各项原辅材料，包括金属材料、塑胶材料、电镀材料等，其中金属材料所占成本比重最大，塑胶材料次之，电镀材料较小。目前，行业上游的原材料资源较为充裕，但整体成本会受国际大宗商品价格波动影响。

图 15：电子连接器行业上下游关系



资料来源：珠城科技公开转让说明书，民生证券研究院

国内连接器上市公司中，中航光电（002179）民品业务主要集中于新能源汽车、通讯设备、轨道交通、电力设备、石油装备、新能源装备等；航天电器（002025）70%以上产品为军品，民用产品中民品以通讯、轨道交通、家电、石油市场配套为主；立讯精密（002475）产品主要应用于 3C（电脑、通讯、消费电子）和汽车等领域；长盈精密（300115）集中于手机电磁屏蔽件，手机及通讯产品连接器、金属结构件，LED 精密封装支架等产品；永贵电器（300351）产品集中于轨道交通、新能源汽车、通信、军工防爆四方面。

家电连接器领域中，国内厂商除得润电子外，绝大部分以家电连接器为主营业务的厂商营收偏低，规模偏小，仅有新三板挂牌公司，无主板上市公司。国外厂商，如泰科、安费诺等公司正在转向连接器提供整体解决方案设计与制造，包括连接器及相应传感器结合的高端自动化解决方案。

表 9：国内主要家电连接器厂商

名称	营收	毛利率	主要产品	主要客户
得润电子 (002055)	287456	17.77%	家电连接器	海尔、长虹、康佳、TCL、格力、海信、美的等主要家电品牌
珠城科技 (835150)	18439	33.41%	端子、塑件、线束、护套等电子连接器产品	惠而浦、美的、海尔、格兰仕、美菱、格力等品牌白电产品
凯华电器 (835943)	36117	12.99%	PVC 电源线、橡胶电源线、电线插头等	空调系列：格力、美的、海信等；小家电系列：德豪润达、伊莱克斯、格兰仕、奥特龙等

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：得润电子营收为消费电子类营收，单位均为万元）

得润电子是传统家电厂商连接器供应龙头，与国内主要家电厂商建立起了良好关系，黑电方面提供全方案连接材料，白电包括空调、冰箱、洗衣机内外部线束。其子公司包括深圳德康绵阳、绵阳虹润、青岛海润与合肥得润分别对应康佳、长虹、海尔家电连接器供应相关子公司；在 2016 年 1 月收购 TCL 旗下的升华科技，该公司之前为 TCL 全资子公司，为 TCL 提供连接器业务。公司其他客户还包括 ABB、OSRAM、飞利浦、索尼、格力、海信、乐视、美的、GE、OTIS 和西门子等。

我们认为，随着新一代家电进行更新换代，消费者将逐步购入智能家电以更换已有产品，家电厂商将升级产品线，其连接器业务有望继续稳定增长。

（二）消费电子移动产品接口更新，USB TYPE-C 有望成为主流

消费电子对连接器需求巨大，一部智能手机对连接器的需求通常达到 8 至 12 个，包括 IC 插座、RF 射频、USB、耳机插孔、Battery Conn、I/O、SIM 卡和 Camera Socket 等，有些手机仅仅 RF 连接器就用 3 个，笔记本电脑需要内存、硬盘、电池、CPU Socket、射频等连接器，平均每台笔记本需用到 40 个左右连接器。

我们认为，USB Type-C 接口则能代替传统的数据、视频、音频、供电等所有外部接口，随着移动产品新趋势的到来，USB Type-C 和固态硬盘新接口 M.2 将成为未来行业趋势。

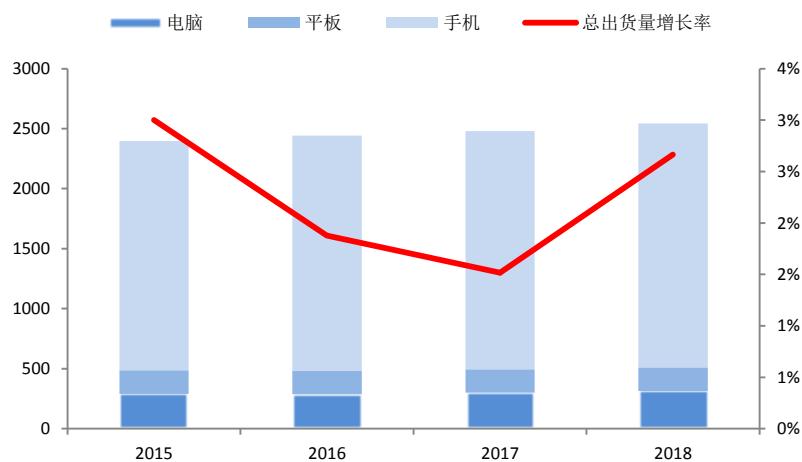
1、USB Type-C 将有望成为消费电子产品主流连接器，公司出货量有望提升

USB Type-C 是所有新一代产品的新标准连接器，可提供高达 10 Gbps 数据传输速率和 100 W 功率。它完全为新兴产品设计量身定制，提供支持“替代模式”的丰富接口功能。除了这些改进的功能，其简洁的设计和可用性，以及完全可逆的插拔操作和线缆方向，使得 USB Type-C 对消费者来说使用更便捷，实现了真正的即插即用体验。

图 16: USB Type-C 示意图

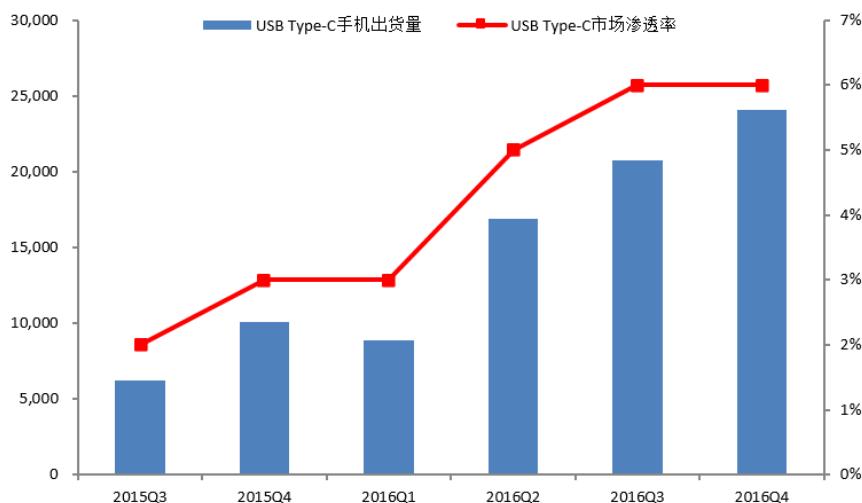

资料来源: Connector and Cable Assembly Supplier, 民生证券研究院

USB Type-C 不仅可以正反插, 还可以用作数据传输、视频输入输出、音频输入输出、高达 100W 的电力传输等功能, 能代替所有传统接口。苹果最新发布的 MacBook Pro 2016 上, 仅仅只有四个 USB Type-C 接口, 用于电力、数据、视频等功能的输入和输出。USB Type-C 有许多好处, 如在主机和设备两端接口统一; 通用连接线适合所有产品; 可正反插入; 插口较小, 方便移动产品使用。

图 17: 2015~2018 年电脑、平板、手机出货量预测


资料来源: Gartner, 民生证券研究院

根据研究机构 Gartner 预测, 未来移动设备出货量将仍会保持小幅上涨。随着 USB Type-C 的渗透率进一步提高, IHS 预测在 2019 年将有超过 20 亿的设备采用 USB Type-C。IDC 统计, 搭载 USB Type-C 的手机在 2015 年出货量为 1631.7 万台, 2016 年为 7058.3 万台, 同比增长 332.57%, 2015Q3~2016Q4, 六个季度除 2016Q1 由于季节性因素出货略微下滑以外, 其他季度搭载 USB Type-C 的手机出货量增幅明显。

图 18: 2015Q3~2016Q4 搭载 USB Type-C 手机出货量 (单位: 千部) 和渗透率


资料来源: IDC, 民生证券研究院

目前许多手机厂商,如乐视、华为、小米、一加、联想等都在新手机上采用了USB Type-C接口; 笔记本厂商中,除苹果外,联想、戴尔、华硕等笔记本厂商也已经给新型号中加入USB Type-C接口。根据IDC数据,未来USB Type-C市场空间将超过500亿元。

表 10: 搭载 USB Type-C 接口手机

品牌	型号
华为	P9、P9 Plus、P10、P10 Plus、P10 Lite、荣耀 V8、荣耀 8、荣耀 9、荣耀 V9、Nova、Nova Plus、Nova 2、荣耀 Note 6、Mate 9、Mate 9 Pro、G9 Plus、麦芒 5、荣耀 Magic
小米	小米 4s、小米 4c、小米 5、小米 5 Plus、小米 5s、红米 Note 2、小米 6、小米 Note2、小米 Max2、MIX、小米 5C
联想	ZUK Z1、ZUK Z2 Pro、ZUK Z2、ZUK Edge、Moto Z、Moto Z2 Play、Moto Z Play、Moto X、Moto M
Google	Nexus 5X、Nexus 6P、Pixel、Pixel XL
三星	S8、S8+、C5 Pro、C7 Pro、C9 Pro
LG	V20、G5、G5 SE、G6、G6+
一加	一加 3、一加 3T、一加 5
中兴	Nubia Z11、Nubia Z11 MiniS、Nubia Z17、Nubia Z17 Mini、天机 7s
索尼	Xperia XZ Premium、Xperia XA1 Ultra、Xperia XZ、Xperia XZs、Xperia X Compact
金立	S6、S6 Pro、S6s、S8、M2017、M5 Plus、W909
魅族	MX6、Pro 5、Pro 6、Pro 6s、Pro 6s Plus、魅蓝 X、魅蓝 A5、
乐视	Le Max、Le 1s、Le 2、Le Max 2、Le 2 Pro、Cool1 dual、Le 2s、Le S3、Cool Changer
其他	坚果 Pro、美图 M8、BLU Vivo 5、BLU vivo XL、BLU Energy XL、BLU Vivo 6

资料来源: 中关村网站, 民生证券研究院

公司USB Type C接口相关产品已经于2016年大量推向市场, 目前已经在手机和电脑两个领域进入全球各大客户, 具体产品在高速传输积累以及自动化生产等方面优势明显, 在行业内口碑良好, 已经获得众多客户认证, 跻身于全球供应商前列。

手机方面USB Type-C产品已导入华为、中兴、联想、小米、乐视等客户, 并且客户仍在拓展中, 其客户还包括世界最大两家手机ODM厂商华勤、闻泰, 两家厂商年出货量均超

过 6000 万台，销量有望大幅扩张。移动通信客户中不仅包括天珑、OPPO 等传统手机厂商。

我们认为，公司的 USB Type-C 产品不仅包括接口，还包括相应线束，随着 USB Type-C 进一步渗透消费电子和家电市场，公司 Type-C 产品出货量将进入规模出货阶段，业绩将持续释放。

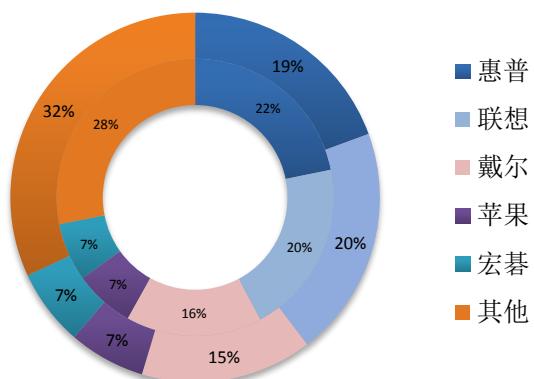
2、PC 行业结构转型，电脑连接器更新换代

公司主要生产电脑中 CPU 卡座(LGA115x)、内存条(DDR3/4)卡座、各类 I/O 接口(SATA、NGFF、USB-C、HDMI)、插件(USB-Lightning、to Type-C 等)，公司电脑连接器产品客户包括国际知名半导体企业、国内外一线电脑厂商及众多知名电脑代工商，实现了向高端连接器制造商的转型。

(1) PC 市场业务回暖，行业集中度进一步提高，个人计算设备偏好改变

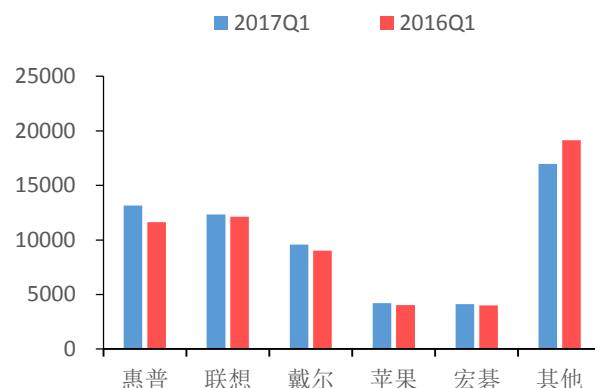
根据 IDC 统计，2017 年第一季度，个人电脑市场重新回暖，总出货量为 6032.8 万台，环比增长 0.6%。与此同时，市场集中度进一步提升，惠普、联想、戴尔、苹果、宏基五大品牌市场占有率达到 71.9%，环比提高了 3.8 个百分点。

图 19：2016Q4~2017Q1 PC 行业品牌市场占有率



资料来源：IDC，民生证券研究院

图 20：2016Q4~2017Q1 全球 PC 市场按品牌出货量变化



资料来源：IDC，民生证券研究院 (单位：万台)

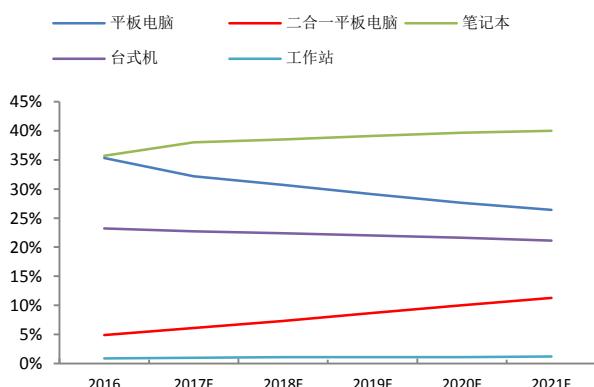
IDC 预测，至 2021 年，台式机及台式工作站、笔记本和移动工作站、二合一平板和普通平板电脑年复合增长率将分别为 -3.0%、0.9%、16.4%、-6.9%，整体复合增长率为 -1.4%；剔除普通平板电脑后的年复合增长率为 1.1%，中高性能移动设备出货量将增长，整体市场份额略有提升。

图 21: 2016 年与 2021 年不同类别 PC 市场出货量变化



资料来源: IDC, 民生证券研究院(单位: 百万台)

图 22: 2016~2021 年不同类别 PC 市场份额变化



资料来源: IDC, 民生证券研究院

(2) 电脑硬件市场变化: 更轻、更薄、续航更长

笔记本电脑相对于台式机来说, 内部电路布局更为紧凑。为了提升硬件性能、节约布局空间、扩大电池容量, 笔记本硬件连接器也随之开始发生变化。比如, 内存从 DDR3 转换到 DDR4, 同等功耗下存储性能提升; 硬盘接口从 SATA 到 mSATA 到 M.2, 硬盘从机械硬盘变为固态硬盘 (SSD), 速度更快, 体积更小。

图 23: 公司主要电脑连接器 (M.2, DDR4)



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

M.2 接口, 是 Intel 推出的一种替代 MSATA 的新接口规范, 也就是 NGFF, 即 Next Generation Form Factor。与传统硬盘的 SATA 接口相比, M.2 主要有两个方面的优势。

第一, 速度方面的优势。M.2 接口有两种类型: Socket 2 和 Socket 3, 其中 Socket2 支持 SATA、PCI-E X2 接口, 而如果采用 PCI-E ×2 接口标准, 理论带宽为 10Gbps, 高于传统 SATA 最高的 6Gbps, 在 9 系及 100 系芯片组之后, M.2 接口现在全面转向 PCI-E 3.0 x4 通道, 理论带宽达到了 32Gbps, 理论速度大大提高。

第二, 体积方面的优势。M.2 标准的 SSD 同 mSATA 一样可以进行单面 NAND 闪存颗粒的布置, 也可以进行双面布置, 其中单面布置的总厚度仅有 2.75mm, 而双面布置的厚度也仅为 3.85mm。

图 24: 微软 Surface Pro 4 采用 M.2 接口固态硬盘



资料来源: iFixit, 民生证券研究院

随着笔记本市场的发展,人们对于便携和硬盘性能的要求越来越高, NGFF 接口成为新一代笔记本固态硬盘接口的首选方案。同样,随着内存更新换代, DDR4 内存以更快的速度和类似的价格正在代替上一代 DDR3 产品。英特尔产品从第六代酷睿处理器开始支持 DDR4 内存,目前 DDR4 内存已经成为市场主流产品。更新换代需求推动 PC 连接器市场向前进步。

(3) 消费电子连接器行业集中度低,客户要求高

消费电子连接器主要客户为企业客户,包括电子产品品牌厂商和代工商,市场集中度较高。下游知名企业对零部件供应商的选择审慎,对其产品品质、价格、交货周期、服务水平、研发能力等方面要求严格。打入知名客户供应链一方面会形成稳定业务量,奠定公司持续发展基础;另一方面,客户对于产品和服务坚持高标准,将能持续提升公司在生产制造、产品研发、内部管理等方面的水平,有助于保持公司在行业的领先地位。

消费电子连接器厂商众多,需求主要来自于代工商,其中一部分诞生于台湾,如富士康,实盈电子,信音电子(837214)及其母公司台湾信音等公司;创业板上市的长盈精密(300115)和主板上市的立讯精密(002475)是目前国内两家主要的消费电子连接器生产厂商,还有大量新三板挂牌公司,包括主营 USB 连接器的高端精密(838337),主营笔记本连接器的信音电子(831741),主打防水连接器的丰年科技(835376)等。目前国内厂商生产主要根据客户需求定制生产。

表 11：国内主要消费电子连接器生产厂商

名称	股票代码	营收	业务特点
长盈精密	300115	611945	手机金属外观件, 连接器和电磁屏蔽件以及硅胶 防水材料为主
立讯精密	002475	1376260	国内最大消费电子连接器厂商
高端精密	838337	9297	USB 接口电源连接器为主
信音电子	831741	56917	笔记本电源、影音连接器; 户外防水连接器为主
锦润电子	837214	3185	TV、显示器连接器为主
创益通	835741	19774	USB、HDMI 连接器, 连接线为主, 部分为 Molex 代工产品
宇球电子	835298	57110	USB、Lightning 线材、连接器等便携电子设备连 接器, 部分为 Molex 代工
智新电子	837212	17573	声学相关连接器为主
纳特康	834943	5543	USB3.0/HDMI/ATX/IDC/SATA/RJ45/排针排母 /FPC/WAFER 等
龙友科技	835469	6796	手机弹片为主、连接器为辅, 客户包括 OPPO、魅 族、小米、步步高等主要厂商
雅联股份	870185	7756	USB DVI HDMI 连接器和线材

资料来源：民生证券研究院整理（注：数据均来自 2016 年年报，单位：万元）

公司主要生产电脑中 CPU 卡座(LGA115x)、内存条(DDR3/4)卡座、各类 I/O 接口(SATA、NGFF、USB-C、HDMI)、插件(USB-Lightning、to Type-C 等)，涵盖大部分 PC 连接器领域。根据 Connector Supplier 统计，2015 年得润电子已经在电脑及周边(Computers and Peripherals)和集成电路插槽(IC Sockets)两个细分领域进入全球前十。

表 3：2015 年世界主要电脑及周边、集成电路插槽连接器厂商排名

排名	电脑及周边	集成电路插槽
1	富士康	富士康
2	莫仕	TE
3	立讯精密	莫仕
4	安费诺	嘉澤端子
5	正崴精密	山一電機
6	嘉澤端子	正崴精密
7	TE	安费诺
8	得润电子	广濑电机
9	广濑电机	得润电子
10	Samtec	3M

资料来源：Connector Supplier, 民生证券研究院

公司通过长期稳定运营和紧密合作，在行业中树立起了良好形象，客户包含主要 PC 厂商和 OEM 厂商。PC 方面客户包括，联想、惠普、戴尔等（通过 EMS）；OEM 厂商包括富士康、广达、纬创、英业达等代工厂。

我们认为，随着 PC 行业集中化和高端化，公司将在国际化优质客户供应链中占有重要地位，PC 市场筑底回升，客户业务量稳定，奠定持续发展基础。

随着电脑更新换代，公司通过与国际领先品牌厂商和 EMS 厂商合作，实现了向高端连接器制造商的转型，跻身于全球供应商前列，相关连接器业务有望得到进一步发展。

(三) FPC 持续提高产能, LED 产业保持领先

1、双摄普及带动 FPC 需求扩张

FPC 是 Flexible Printed Circuit 的简称, 又称软性线路板、柔性印刷电路板, 具有配线密度高、重量轻、厚度薄的特点。FPC 主要应用于电路连接, 相较于传统连接方式, FPC 可弯折、体积小, 能节约不少空间, 并增加电路设计可行性, 因此成为移动产品内部连接器的主流产品, 主要应用于手机、电脑、LED、汽车电子等。单台智能手机内约采用 10~15 片左右 FPC, 用于摄像头、屏幕、电池、按键等设备之间的连接。

我们认为, 随着双摄像头和全面屏的快速兴起, 智能手机对 FPC 的使用量将继续提升。

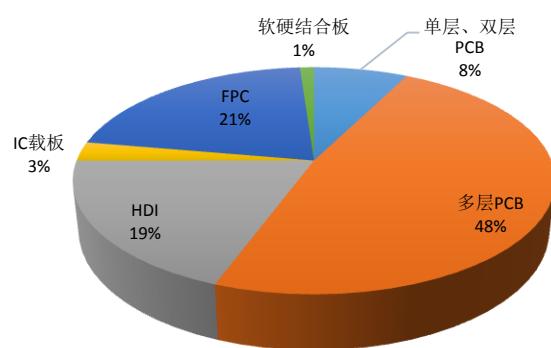
图 25: iPhone 7 Plus 摄像头、微软 Surface Pro3、Apple Watch2 使用的 FPC



资料来源: iFixit, 民生证券研究院

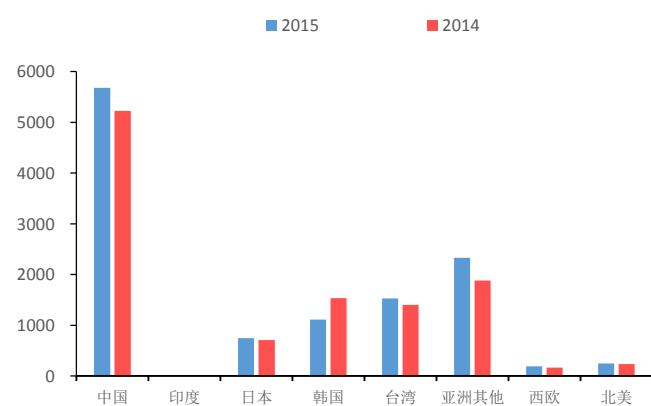
近年来, 以智能手机、平板电脑等为代表的消费类电子产品市场快速增长, 极大的推动了 FPC 市场的发展。此外, 可穿戴智能设备等新兴消费类电子产品市场的快速兴起也为 FPC 产品带来新的增长空间。同时, 各类电子产品大屏化、触控化的趋势也使得 FPC 借助中小尺寸液晶屏及触控屏进入到了更为广阔的应用空间, 市场需求日益增长。

图 26: 2015 年中国印刷电路板产值分布



资料来源: WECC, 民生证券研究院

图 27: 2014~2015 年全球 FPC 产值分布



资料来源: WECC, 民生证券研究院 (单位: 百万美元)

中国是全球 PCB 第一大产地, 2015 年的 PCB 产值占全球产值的 48.3%, 同比增长 2%。

其中，2015 年 FPC 在中国的产值同比增长 8.7%，大大高于其它类型 PCB 产品，是我国 PCB 行业中发展最快的类别。2015 年根据 WECC 统计，中国 FPC 产值全球第一，占全球总产值 48%。Prismark 预计中国大陆 FPC 行业市场增长速度将高于全球 FPC 行业市场增长速度，未来五年的复合增长率约为 7.9%。

表 4：世界主要 FPC 生产厂商 2014~2015 年 FPC 业务营收

公司名称	2014 年营收	2015 年营收	国家/地区
NOK (旗胜)	3446	3570	日本
臻鼎科技	1566	2008	台湾
SEI	1470	1502	日本
藤仓	687	736	日本
台郡	430	679	台湾
M-FLEX	632	678	美国
嘉联益	531	509	台湾
Nitto Denko	710	502	日本
Interflex	609	443	韩国
Si Flex	453	412	韩国
Bhflex	294	301	韩国
GDS	343	283	韩国
Flexcom	257	268	韩国
毅嘉科技	339	180	台湾
弘信电子	121	125	中国大陆
景旺电子	94	107	中国大陆

资料来源：Global Information，民生证券研究院（注：单位：百万美元）

目前，国内 FPC 行业在生产效率、产业规模、人均产值、良品率等方面上尚落后于日本、台湾和韩国。日本在切割、线宽、层叠、公差等方面精度保持领先，NOK 在 FPC 领域保持领先地位，而台湾 FPC 厂商得益于苹果等智能手机厂商代工需求，近几年出货量快速扩张；韩国厂商则受限于地理和政治因素，整体收入略有收窄。

目前国内 FPC 行业中，东山精密（002384）通过收购 MFlex 取得领先地位。而国内庞大的智能机需求也使得行业迅速发展，景旺电子（603228）成功打开手机厂商的直接供应链，提供按键、麦克风、USB、感光器、触控、显示等模块的 FPC 产品，客户包括魅族、OPPO、vivo、金立等；弘信电子则从屏幕出发，主要客户为联想、京东方、天马、欧菲光、群创等。

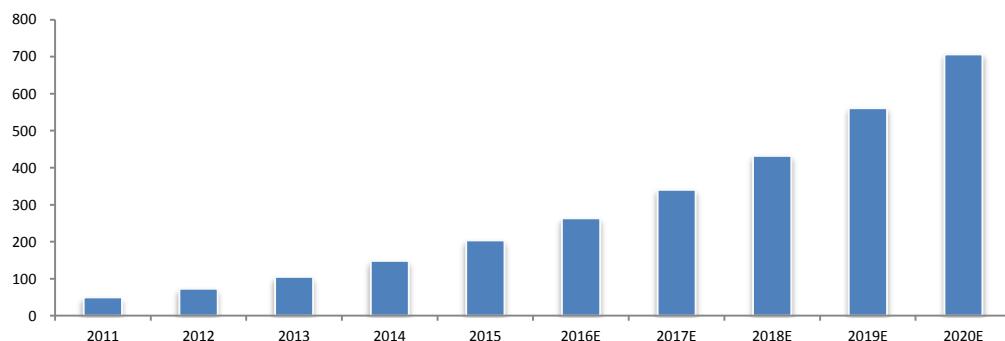
公司通过收购深圳华麟电路切入 FPC 业务。该子公司 2016 年营业收入为 3.66 亿元，同比增长 9.58%。目前主要客户为舜宇、欧菲光、中兴努比亚，向这些公司提供手机和摄像头软板。其中舜宇为最大的车载摄像头厂商，其客户包括 Mobileye、Gentex、TRW、Valeo、Bosch（博世）、Continental（大陆）、Delphi（德尔福）、Magna 等，手机摄像头年出货量也超过 4000 万颗；欧菲光为全球出货量最大的手机摄像头模组和指纹识别模组制造商，客户包括华为、小米、联想、金立、OPPO、VIVO、三星、摩托罗拉等。

双摄像头模组所需 FPC 比单摄像头模组多一倍。根据 IDC 数据，截至 2016 年第四季度，全球双摄渗透率已达 10%，未来还将持续升高；全球智能机后置摄像头平均像素已接近 1100 万，中国智能机后置摄像头平均像素超过 1200 万。随着高像素和双镜头的趋势不断发展，公司 FPC 产品规模还将持续扩大。

2、LED 支架、透镜等产品量产，打造公司消费电子业绩新增长点

LED 支架是指 LED 灯珠封装之前采用的底基座，功能主要是导电、支撑 LED 芯片。LED 透镜与 LED 灯珠密切相关，其作用是根据不同的应用需求能够改变 LED 光源的光场分布，从而提升光的使用效率和发光效率。LED 透镜的材料主要涵盖硅胶、光学级 PMMA、聚碳酸酯、玻璃等。

图 28：2011~2020 年全球 LED 照明灯具市场规模增长预测（亿美元）



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

根据中商产业研究院数据，未来 3 年内，LED 照明灯具还将保持年增速 25% 以上的高增长。LED 支架和透镜是 LED 照明灯具原材料中的重要组成部分。

图 29：公司 LED 支架、透镜、摄像头产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司 LED 业务已建立良好口碑，主要供应支架以及透镜等光学类产品，产品在国内处于领先地位，实现了对众多一流 LED 封装厂商的批量出货。产品技术含量较高，盈利能力较强。

此外，得润电子还开发出 500 万及以上小尺寸感光元件摄像头。随着智慧城市、智能家居等系统的发展，小尺寸摄像头会在监控、监测、人脸识别等方面得到重要应用，需求有望增长。

四、车联网行业发展迅速，拓展汽车智能驾驶市场

车联网（Internet of Vehicles）是由车辆位置、速度和路线等信息构成的巨大交互网络。

通过 GPS、RFID、传感器、摄像头图像处理等装置，车辆可以完成自身环境和状态信息的采集。

智能网联汽车提上国家政策日程，将成为汽车转型升级的重要方向。根据新华网消息，工信部副部长辛国斌在 2017 中国汽车产业发展（泰达）国际论坛上表示，许多国家正在加快布局新能源汽车产业、智能网联汽车产业，我国工信部也启动了制订停止生产销售传统能源汽车的时间表研究。我们认为，随着价格亲民的特斯拉 model 3 量产，新能源汽车将有望加速发展，全球汽车产业生态正迎来重构，智能网联汽车行业进入战略机遇期。

得道车联网网络科技（上海）有限公司创立于 2016 年 2 月，由太平洋保险和深圳市得润电子股份有限公司共同投资。借助车联网/物联网技术，依托大数据分析和数据挖掘，引入具备 15 年成熟车联网应用经验以及占据全球市场份额 50% 以上的欧洲 Meta System 的领先科技，公司将能为汽车行业、保险行业提供创新产品及风险管理解决方案。

（一）国内共享租车起步，迅速扩张

汽车保有量巨大，为共享租车提供良好环境。据公安部交管局统计，截至 2016 年底，全国机动车保有量达 2.9 亿辆，其中汽车 1.94 亿辆；机动车驾驶人 3.6 亿人，其中汽车驾驶人超过 3.1 亿人。

2014 年凹凸租车将“车共享”理念率先引入中国。凹凸租车通过新颖的商业模式，通过以“租赁”代替“购买”，充分利用闲置的私家车资源，旨在提升汽车使用效率、缓解道路交通拥堵状况、改善环境与空气质量。

凹凸租车、PP 租车等平台推动共享租车模式在国内落地。私家车主可将自己闲置车辆通过平台出租给需要用车的用户，相比传统租车方式，共享租车平台可提供丰富车型，价格仅为传统租车平台的 1/2~2/3，并且节能环保。据中国产业信息网统计，截至 2015 年，中国租赁公司车队规模总计 533004 辆，而 PP 租车已有超过 50 万登记车主，凹凸租车也有超过 10 万登记车主。

表 14：主要租车公司 2015 年车源数量

公司名称	车源数量
凹凸租车	100000 (登记车主)
PP 租车	500000 (登记车主)
神州租车	91179
一嗨租车	38070
首汽租车	18000
大众租车	10000
瑞卡租车	10000

资料来源：IT 桔子，中国产业信息网，民生证券研究院

公司与共颖科技于 2015 年 11 月 30 日签订《车联网合作框架协议》，“凹凸共享租车”为共颖科技旗下首发“共享”类项目。双方拟在车联网、大数据平台开发、后市场服务等领域内强强联合，并拟向公司购买 20 万个车联网智能盒子。

共享出租的汽车来源为私家车，汽车上必须安装“汽车盒子”类产品，避免被盗或被人工损坏，并在事故发生时及时报警处理。大部分“汽车盒子”采用 OBD 接口，而与凹凸租车此前采用的元征科技定制的 OBD 接口盒子有所不同，公司生产的车联网智能盒子只需接在汽车电瓶两级，通过自带的 GPS、陀螺仪和撞击传感器收集汽车信息，有效避免 OBD 盒子可能对车存在的伤害，减少车主顾虑。

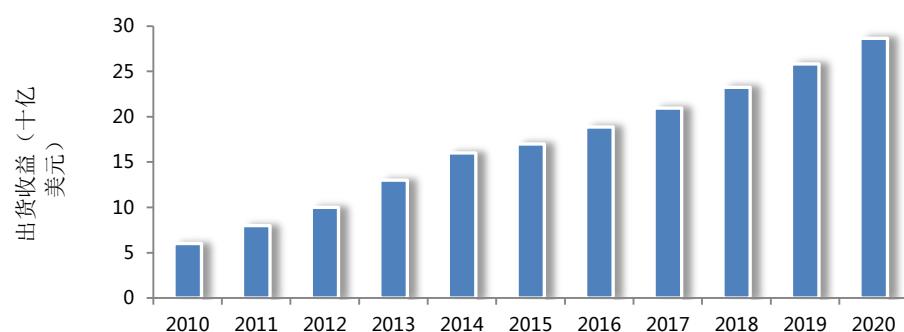
表 15：国内主要共享租车公司一览

名称	融资情况	备注
PP 租车	数千万美元 C 轮	60 万已登记车辆
凹凸租车	三亿 B 轮, 一亿 B+ 轮	与太平洋保险战略合作
微租车	6000 万 Pre A	通用战略投资, 转向分时租赁
宝驾租车	3000 万美元 A 轮	
壹壹租车	1000 万天使轮	
快快租车	6000 万元 A 轮	提供 KKBot 智能盒连接“车载诊断系统”OBD

资料来源：IT 桔子，民生证券研究院

随着近几年来的激烈竞争，共享租车行业已经开始趋于集中，目前行业内两大龙头企业分别为 PP 租车和凹凸租车。PP 租车为爱车汇旗下共享租车企业，在 2016 年与得润电子签订合作协议，双方将协同开发包括车联网、大数据、汽车金融、保险服务、汽车后市场服务等领域，并推动双方优势资源的互补整合与资源共享，共同提高双方综合实力和市场影响力。

图 30：2010~2020 年中国乘用车短租市场保有量



资料来源：罗兰贝格、民生证券研究院

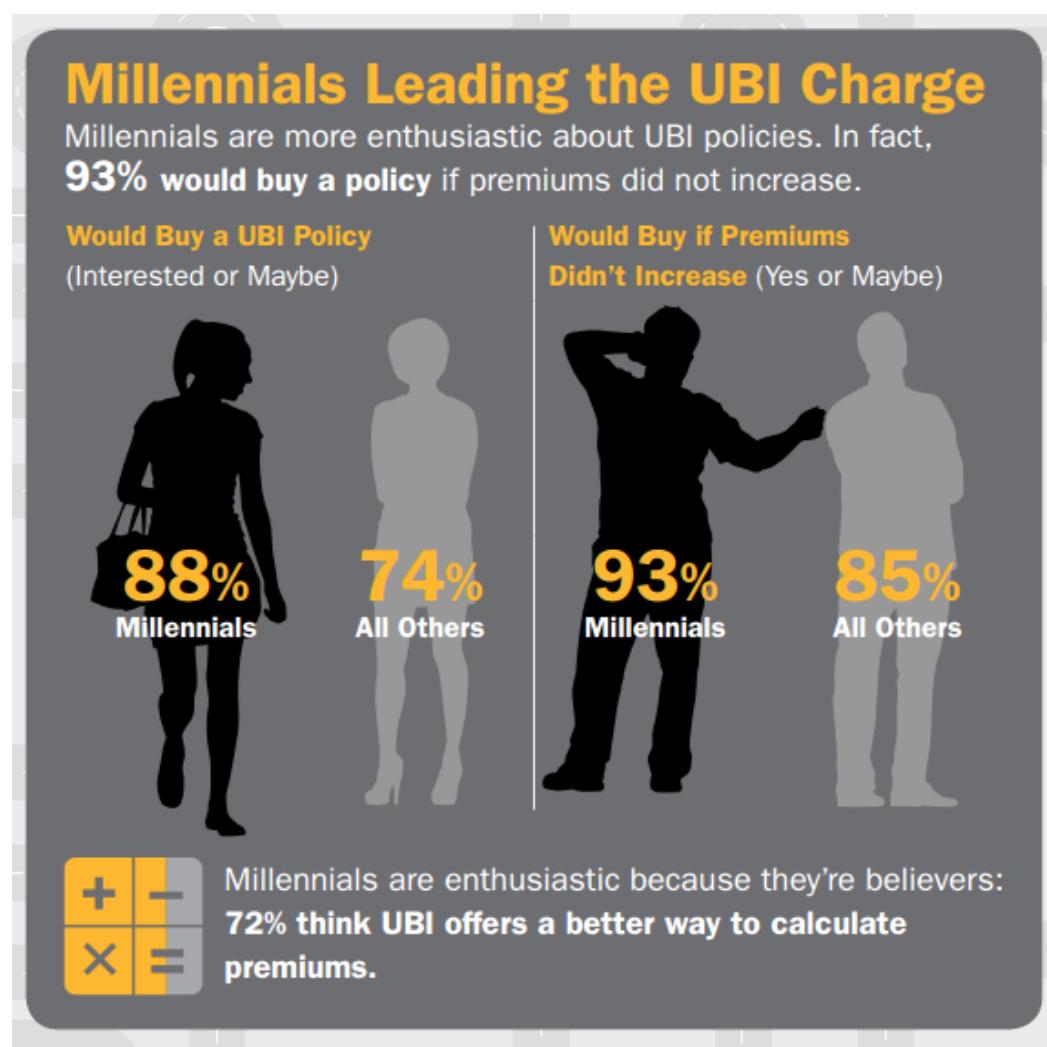
共享租车为短租模式。根据罗兰贝格的统计，目前中国乘用车短租市场保有量为 17 万辆，在未来五年将保持 11% 左右的复合增长率，至 2020 年将达到 28 万辆。共享租车中私家车主提供车用于出租，对汽车保险和汽车防盗比传统租车行业更为看重，公司与两家共享租车品牌合作不仅可提供硬件，还可提供整套保险、检测、救援、修理方案。

(二) 中国 UBI 车险实现多方共赢，META 模式全球领先

UBI 车险 (Usage Based Insurance，基于驾驶行为而定保费的保险) 最早起源于美国，通过联网设备和传感器将驾驶者的驾驶习惯、车辆信息和周围环境等联合起来，运用多维度模型进行定价，能有效降低具有良好驾驶行为驾驶者的保费，并降低保险公司被骗保风险。

UBI 市场以国外市场最为成熟。根据普华永道思略特统计，2015 年 UBI 用户约在 1200 万，在最发达的意大利市场渗透率达 14%，其他国家低于 5%。根据美国调查机构 Towers Watson 在 2016 年 7 月的调查显示，如果保费不上涨，93% 的“千禧一代”年轻人将会选择购买 UBI 车险。

图 31：Towers Watson 对千禧一代年轻人的 UBI 调查



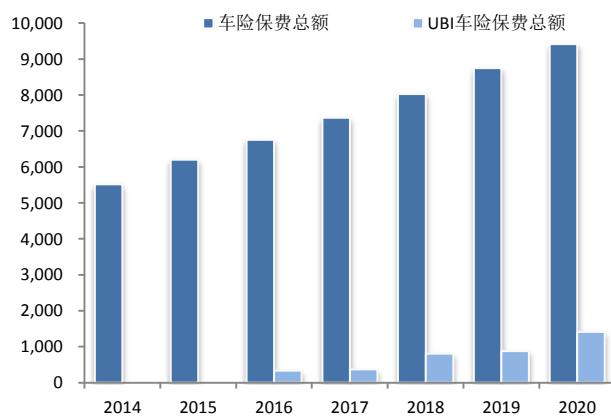
资料来源：，民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告 31

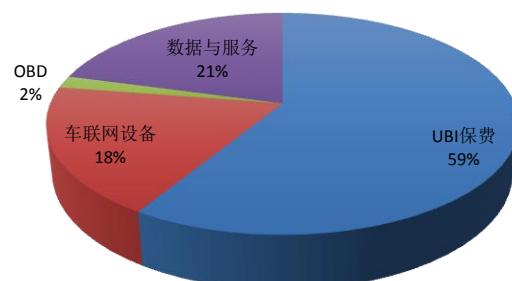
在中国，UBI 车险还基本属于空白领域，相较于国外，中国用户对于隐私的保护意识偏低，对于费用弹性更大。因此，根据普华永道思略特预计，能降低保费的 UBI 保险在中国可能会有更高的渗透率，在 2020 年将达到 10~15%。随着中国汽车保有量的提高和 UBI 渗透率的提高，在 2020 年，UBI 保险将拥有接近 1400 亿元市场空间。

图 32：2014~2020 年车险保费和 UBI 车险保费预测



资料来源：普华永道，民生证券研究院

图 33：2020 年中国 UBI 市场预期分析



资料来源：普华永道，民生证券研究院

Meta System 通过与安联、Altech、安盛、Groupama、Insure the Box 等多家欧洲保险公司合作，已生产超过 600 万件对应产品。2015 年，得润电子控股，太平洋保险投资成立了得道车联网网络科技有限公司，利用 Meta System 此前在欧洲市场中收集的大数据以及对应的车联网设备，提供数据分析模型，能防止骗保、分析驾驶行为、检测事故并分析客户性质，提供多种平台，为保险、车商、物流、汽车金融提供解决方案。

表 16：国内主要 UBI 产品供应商

公司	产品名称	合作保险公司
得道车联	5 大类 17 款车联网产品和 7 款 WiMeta 产品	太平洋保险
评驾科技	定制产品	人保财险、太平洋保险、人寿财险、中国太平、中国大地保险、安邦保险等二十五家
元征科技	Golo 盒子、定制产品	众安保险
人人保	车宝盒子、手机车宝	人人保
车挣科技	车挣盒子	中国人保、太平洋保险、天安财险、安邦保险、众安保险、安联保险等
腾讯	腾讯路宝	中国人保

资料来源：民生证券研究院整理

目前，国内 UBI 市场中，元征科技提供基于 OBD 的诊断盒子，进一步推出 Golo 盒子以及相应定制产品的市场占有率相对较高，能获取相当数量的行车数据；评驾科技原为欧洲 Risk-Technology 集团的中国独家运营执行公司，Risk-Technology 集团主要提供车险 UBI 服务、数据分析服务、车辆诊断服务，评驾科技也是目前国内主要 UBI 保险数据服务商。

公司在 UBI 市场中主要优势是基于其产品和大数据。Meta System 通过在欧洲与各大保险公司合作，积累了数百万用户和丰富的驾驶数据；相关的盒子只需安装在汽车电瓶上，可大大降低用户对 OBD 可能造成汽车损坏的怀疑，更适合当前中国市场。

2017年5月，公司与富德产险签署了战略合作协议，双方将在车联网、大数据服务、车险、汽车后市场、非车险等领域内强强联合。我们认为，本次合作将充分发挥双方优势，在客户服务、风险管理方面深入合作，通过赋予车辆连通能力和感知能力，运用大数据构建新定价模型、快速准确的服务用户，进行精细化管理与提升整体效率，将能够降低保险公司的成本，推动公司车联网业务快速发展。

(三) 政府大力支持，新能源、车联网业务落户重庆

重庆市璧山区政府与公司签订了《关于“中欧智慧能源产业园”项目战略合作协议》，协议中重庆璧山区政府将提供一平方公里土地，筹集100亿专项建设资金，并协调相关部门在工商注册、税务登记等相关优惠政策给予公司全力协助。

产业园取得政策支持，进展顺利。2016年，公司全资子公司合肥得润及其全资子公司重庆瑞润与中国农发重点建设基金有限公司、重庆市璧山区政府合作，农发基金以人民币3.9亿元增资重庆瑞润的形式对其新能源汽车车载充电器及电池包和电控控制系统产业化项目进行投资。截至2016年三季报，重庆瑞润注册资本增至7.9亿元，其中合肥得润持股比例为50.6329%，农发基金持股比例为49.3671%。公司正积极推进重庆该产业园的建设，预计今年完成一期建设。

重庆市是我国重要的汽车产业基地，也是首批智能交通和车联网应用示范城市。未来公司将主要把新能源汽车电池模组、车联网数据采集模块、车联网智慧交通平台建设落户重庆，结合相应企业引进，打造高度智能化汽车生态圈。公司将建设符合欧洲工业4.0标准的工厂以生产顶尖电池模组和汽车智能数据采集模块，并在此基础上打造车联网生态圈和指挥交通平台。

表 17：公司“中欧智慧能源产业园”主要项目

主要项目	项目内容
新能源汽车电池模组及车联网数据采集模块智能工厂	以欧洲工业4.0标准为中国汽车客户提供顶尖电池模组和汽车电子设备，进军欧洲和北美市场
UBX生态圈打造	与车联网相关企业合作，集中“用、租、售、管、修”五方面内容，打造汽车智能服务生态圈
车联网智慧交通平台建设	基于“清华—得润车联网大数据与金融保险研究中心”建立平台研发中心

资料来源：公司公告，民生证券研究院

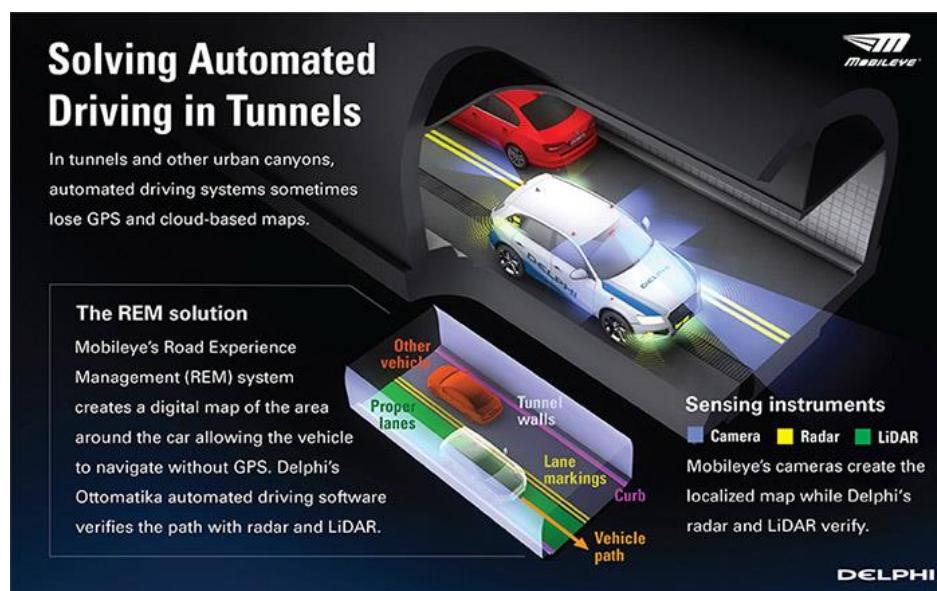
我们认为，公司将能在重庆璧山区政府优惠政策、农发基金和产业基础等方面的支持下，充分运用公司国内外行业资源，推动汽车电子和车联网领域的研发和生产，并与配套公司实现优势互补和协同发展，推动多方资源整合，进一步推动公司在智能汽车、新能源汽车和车联网业务的发展。

(四) 牵手 MOBILEYE，切入 ADAS 领域

根据搜狗百科的定义，ADAS，即高级驾驶辅助系统，是利用安装在车上的各式各样传感器，在汽车行驶过程中随时来感应周围的环境，收集数据，进行静态、动态物体的辨识、侦测与追踪，并结合导航仪地图数据，进行系统的运算与分析，从而预先让驾驶者察觉到可能发生的危险，有效增加汽车驾驶的舒适性和安全性。

在 CES2017 上，Mobileye 同英特尔、德尔福一同展示了其最新的最高级别自动驾驶系统——中央传感定位与规划 (CSLP) 自动驾驶系统。在拉斯维加斯进行的长达 6.3 英里的路演中，搭载 CSLP 系统的自动驾驶汽车将应对许多日常的驾驶挑战，诸如高速公路并道、有行人和自行车穿行的拥堵城市街道以及穿越隧道。

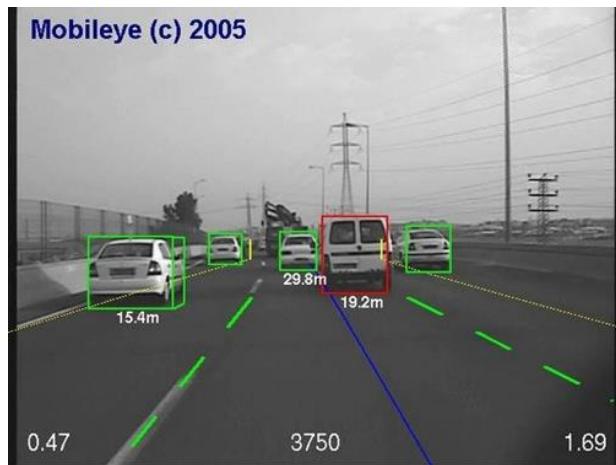
图 34：Mobileye 解决方案示意图



资料来源：德尔福网站，民生证券研究院

Mobileye 在 ADAS 行业内具有绝对优势，Mobileye 从 2014 年 7 月上市至今，与其他公司，竞逐各大汽车厂商的智能汽车安全设备招标时，成功率超过 95%。2017 年，英特尔以 150 亿美元收购了 Mobileye。

Mobileye 合作伙伴包括奥迪、宝马、雪铁龙、福特、通用、本田、现代、捷豹、陆虎、尼桑、欧宝、雷诺、丰田和沃尔沃等汽车企业，也包括英特尔、意法半导体等芯片制造厂商，还包括 Here 等精确地图提供厂商。Mobileye 利用摄像头作为传感器，搭配人工智能、深度学习以及众包数据的方式获取高精度地图，进而为驾驶提供前碰撞预警 (FCW)、前方车距监测与预警系统 (HMW)、车道偏离预警系统 (LDW)、行人探测与防撞系统 (PCW) 与智能远光灯控制系统 (IHC) 等功能。

图 35: Mobileye 距离识别示意图


资料来源: Mobileye, 民生证券研究院

公司是 Mobileye 在中国唯一上市公司合作伙伴。2016 年 4 月, 公司与 Mobileye 签订战略合作协议, 双方旨在高级辅助驾驶系统 (ADAS)、自动驾驶和车联网领域进行战略合作, 在中国汽车市场引入智能驾驶系统解决方案。公司与 Mobileye 将共同致力于有效鉴别中国基础设施上潜在的不足, 重点实现自动驾驶的关键技术——摄像头实时图像处理技术, 并结合数字化地图, 最终在未来有条件支持自动驾驶。

1. 共同在中国开发高级辅助驾驶系统 (ADAS)、自动驾驶和车联网领域的产品和市场, 并就该领域进行分阶段拓展: 第一阶段是开拓 ADAS 在各个行业的应用; 第二阶段是智能交通领域的合作; 第三阶段是共同探索大数据应用开发的机会, 如利用 Mobileye 的 REM 技术为未来自动驾驶提供地图服务。
2. 在需要的情况下, 基于 Mobileye 现有的产品和平台共同为中国市场定制开发系列产品。
3. 双方就共同市场活动、销售 Mobileye 产品及提供相关服务建立合作伙伴关系。

此前, 公司还与朝旭华成签订协议, 双方同意在高级辅助驾驶 (ADAS)、车联网、智慧城市等领域进行长期合作; 与清华大学苏州汽车研究院签订合作协议, 共同致力于车联网大数据、ADAS (高级智能驾驶辅助系统) 技术前瞻性研究以及在汽车金融保险和智能交通等新领域的创新应用, 并积极参与相关领域政策及行业标准的研究与制定工作。

我们认为, 公司已在车联网方面完成诸多重要布局, 主攻高级辅助驾驶系统、车联网设备和大数据系统、UBI 车险三方面, 符合未来汽车发展和车险发展趋势, 车联网业务将有望打造成为公司未来的新增长点。

五、盈利预测与投资建议

公司已形成消费电子+汽车电子+车联网三大业务并行发展的格局。公司作为消费电子连接领域行业龙头, 目前 Type-C 产品研发和前期客户导入都已完成, 进入业绩释放期; 汽

车电子领域，公司拥有丰富产品线和雄厚技术实力，汽车线束和车载充电模块等产品需求旺盛，将是公司未来的持续增长点；车联网领域，公司外延合作增强技术实力，领先行业提早布局，产品将逐步渗透汽车后装市场。我们预计公司各项业务增长情况如下：

表 18：得润电子营业收入拆分预测（纳入柳州双飞财务报表，单位：百万元）

		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
家电和消费电子	营业收入	2,875	3,277	3,703	4,147
	营业收入 YoY	26.7%	14.0%	13.0%	12.0%
	营业成本	2,456	2,802	3,185	3,587
	营业成本 YoY	28.6%	14.1%	13.7%	12.7%
汽车电子	毛利率	419	475	518	560
	营业收入	1,277	2,896	4,982	7,473
	营业收入 YoY	120.8%	126.9%	72.0%	50.0%
	营业成本	1,121	2,419	4,175	6,315
车联网	营业成本 YoY	117.8%	115.8%	72.6%	51.3%
	毛利率	156	478	807	1,158
	营业收入	345	689	1,144	1,785
	营业收入 YoY	376.3%	100.0%	66.0%	56.0%
其他业务	营业成本	286	556	927	1,480
	营业成本 YoY	400.6%	94.4%	66.8%	59.7%
	毛利率	59	134	217	305
	营业收入	88	92	97	104
合计	营业收入 YoY	-25.5%	5.0%	6.0%	7.0%
	营业成本	12	14	16	19
	营业成本 YoY	30.6%	11.7%	13.1%	20.4%
	毛利率	75	78	82	86
合计	营业收入	4,584	6,955	9,927	13,510
	营业收入 YoY	50.88%	51.7%	42.7%	36.1%
	营业成本	3,875	5,790	8,302	11,401
	营业成本 YoY	55.5%	49.4%	43.4%	37.3%
合计	毛利率	709	1,165	1,625	2,109

资料来源：公司公告，民生证券研究院

盈利方面。考虑增发摊薄（定增收购柳州双飞 60%股权以及配套融资）的影响，预计 2017~2019 年 EPS 为 0.55 元、0.91 元、1.27 元。

估值方面。采用 PE 估值法，参考汽车电子领域的可比上市公司 2017 年平均 42.1 倍 PE，鉴于当前全球汽车产业正加速向智能化、电动化方向转变，我国已启动传统能源车停产停售时间表研究，这将推动智能网联汽车的加速普及；同时考虑到公司汽车电子业务切入多家整车厂供应链体系，业绩弹性大，给予公司 2017 年 55~60 倍 PE，未来 12 个月的合理估值为 30.25~33.00 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 19: 汽车电子领域可比上市公司估值表 (截至 2017 年 09 月 11 日)

代码	重点公司	现价 09月11日	EPS				PE			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
600699	均胜电子*	35.27	0.66	1.29	1.53	1.85	53.4	27.3	23.1	19.1
002036	联创电子*	19.68	0.36	0.59	0.94	1.31	54.7	33.4	20.9	15.0
002813	路畅科技*	40.37	0.43	0.47	0.63	0.96	93.9	85.9	64.1	42.1
600074	保千里*	10.39	0.34	0.48	0.65	0.76	30.6	21.6	16.0	13.7
平均							58.1	42.1	31.0	22.5
002055	得润电子	25.16	0.09	0.55	0.91	1.27	279.6	45.7	27.6	19.8

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院 (注: *标注公司的 EPS 来自 wind 一致预测)

六、风险提示

- 1、汽车电子业务进展不及预期; 2、车联网项目进度不及预期; 3、产能释放不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,584	6,955	9,927	13,510
营业成本	3,875	5,790	8,302	11,401
营业税金及附加	25	36	52	71
销售费用	176	193	238	311
管理费用	442	487	635	757
EBIT	66	449	699	971
财务费用	104	46	11	7
资产减值损失	27	13	22	17
投资收益	1	(1)	(0)	(1)
营业利润	(61)	389	666	947
营业外收支	50	7	7	7
利润总额	(11)	425	707	986
所得税	3	34	57	79
净利润	(13)	391	650	907
归属于母公司净利润	39	263	438	611
EBITDA	293	674	947	1,235
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1029	569	(227)	(394)
应收账款及票据	2466	3649	5173	7068
预付款项	47	69	91	114
存货	1221	1651	2346	3232
其他流动资产	32	32	32	32
流动资产合计	5001	6394	7995	10836
长期股权投资	58	78	78	78
固定资产	879	955	1020	1088
无形资产	741	774	804	829
非流动资产合计	2039	2036	1956	1862
资产合计	7039	8430	9951	12698
短期借款	1667	567	0	0
应付账款及票据	2065	2695	3865	5308
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	4332	4180	5051	6890
长期借款	413	413	413	413
其他长期负债	550	850	850	850
非流动负债合计	962	1262	1262	1262
负债合计	5294	5443	6313	8153
股本	451	480	480	480
少数股东权益	10	137	349	645
股东权益合计	1745	2988	3638	4545
负债和股东权益合计	7039	8430	9951	12698

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	50.9%	51.7%	42.7%	36.1%
EBIT 增长率	-55.5%	577.1%	55.9%	38.9%
净利润增长率	-54.6%	580.7%	66.5%	39.5%
盈利能力				
毛利率	15.5%	16.8%	16.4%	15.6%
净利润率	0.8%	3.8%	4.4%	4.5%
总资产收益率 ROA	0.5%	3.1%	4.4%	4.8%
净资产收益率 ROE	2.2%	9.2%	13.3%	15.7%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.1
现金比率	0.2	0.1	(0.0)	(0.1)
资产负债率	0.8	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	98.6	104.7	102.7	103.3
存货周转天数	101.1	103.9	102.9	103.3
总资产周转率	0.7	0.9	1.1	1.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.09	0.55	0.91	1.27
每股净资产	3.85	5.93	6.85	8.12
每股经营现金流	0.14	(0.51)	(0.13)	(0.02)
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	293.1	45.9	27.6	19.8
PB	6.5	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA	42.8	18.1	13.1	10.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	(13)	391	650	907
折旧和摊销	254	238	270	280
营运资金变动	(254)	(917)	(982)	(1,185)
经营活动现金流	65	(247)	(63)	(9)
资本开支	331	137	127	130
投资	(46)	(50)	0	0
投资活动现金流	(369)	(188)	(127)	(131)
股权募资	5	852	0	0
债务募资	566	300	0	0
筹资活动现金流	864	(25)	(606)	(26)
现金净流量	560	(459)	(797)	(166)

插图目录

图 1: 公司三大业务板块	4
图 2: 公司主要子公司业务结构	5
图 3: 截至 2017 年 8 月 25 日, 公司股东股权结构	6
图 4: 近 4 年公司营业收入及同比增长率 (单位: 万元)	7
图 5: 近 4 年公司归母净利润及同比增长率 (单位: 万元)	7
图 6: 近 3 年公司毛利率及净利率	8
图 7: 近 3 年公司期间费用及期间费用率 (单位: 万元)	8
图 8: 2000~2015 年中国汽车产销量与城镇家庭人均年可支配收入关系	9
图 9: 2015 年 1 月~2017 年 5 月中国月度新能源汽车销量对比	10
图 10: 柳州双飞主要产品应用	12
图 11: 2016 年中国汽车线束市场竞争格局	13
图 12: 智能家居通过云端实现互联互通	16
图 13: 2012~2018 年中国智能家居市场规模增长预测	17
图 14: 智能家居所需设备	17
图 15: 电子连接器行业上下游关系	18
图 16: USB Type-C 示意图	20
图 17: 2015~2018 年电脑、平板、手机出货量预测	20
图 18: 2015Q3~2016Q4 搭载 USB Type-C 手机出货量 (单位: 千部) 和渗透率	21
图 19: 2016Q4~2017Q1PC 行业品牌市场占有率为	22
图 20: 2016Q4~2017Q1 全球 PC 市场按品牌出货量变化	22
图 21: 2016 年与 2021 年不同类别 PC 市场出货量变化	23
图 22: 2016~2021 年不同类别 PC 市场份额变化	23
图 23: 公司主要电脑连接器 (M.2, DDR4)	23
图 24: 微软 Surface Pro 4 采用 M.2 接口固态硬盘	24
图 25: iPhone 7 Plus 摄像头、微软 Surface Pro3、Apple Watch2 使用的 FPC	26
图 26: 2015 年中国印刷电路板产值分布	26
图 27: 2014~2015 年全球 FPC 产值分布	26
图 28: 2011~2020 年全球 LED 照明灯具市场规模增长预测 (亿美元)	28
图 29: 公司 LED 支架、透镜、摄像头产品	28
图 30: 2010~2020 年中国乘用车短租市场保有量	30
图 31: Towers Watson 对千禧一代年轻人的 UBI 调查	31
图 32: 2014~2020 年车险保费和 UBI 车险保费预测	32
图 33: 2020 年中国 UBI 市场预期分析	32
图 34: Mobileye 解决方案示意图	34
图 35: Mobileye 距离识别示意图	35

表格目录

表 1: 2014~2016 年公司研发支出和人员情况.....	6
表 2: 公司研发项目一览	6
表 3: 零排放交通工具联盟概览.....	8
表 4: 各国发布禁售传统能源汽车时间表政策梳理.....	9
表 5: 柳州双飞主要产品类别.....	11
表 6: 公司高端汽车线束主要客户与项目	13
表 7: 全球主要车载充电机供应商.....	14
表 8: 得润电子突破的主要车载充电机客户	15
表 9: 国内主要家电连接器厂商.....	19
表 10: 搭载 USB Type-C 接口手机	21
表 11: 国内主要消费电子连接器生产厂商	25
表 12: 2015 年世界主要电脑及周边、集成电路插槽连接器厂商排名	25
表 13: 世界主要 FPC 生产厂商 2014~2015 年 FPC 业务营收	27
表 14: 主要租车公司 2015 年车源数量	29
表 15: 国内主要共享租车公司一览	30
表 16: 国内主要 UBI 产品供应商	32
表 17: 公司“中欧智慧能源产业园”主要项目	33
表 18: 得润电子营业收入拆分预测（纳入柳州双飞财务报表，单位：百万元）	36
表 19: 汽车电子领域可比上市公司估值表（截至 2017 年 09 月 11 日）	37

分析师与研究助理简介

郑平, TMT组组长。中国人民大学管理学博士, 中国石油大学商学院MBA导师, 中央民族大学创业导师; 拥有近十年TMT领域研究经验, 2016年加盟民生证券。

胡独巍, 电子研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士, 北京大学微电子学学士, 2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101; 200122

深圳: 深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层; 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。