

均胜电子 (600699)

证券研究报告

2018年02月23日

从无到有拔地起 智能时代显真章

超强并购整合能力造就均胜电子。2011年前,均胜电子产品以传统功能件为主,2010年营收仅为1.54亿元。2011年开始,均胜凭借出色的并购能力先后成功收购并整合普瑞(PREH)、IMA、QUIN、KSS、TS(现更名为PCC),成功将业务拓展至汽车功能件、智能驾驶、汽车安全、新能源汽车动力控制四大领域,并成功绑定奥迪、奔驰、大众等巨头整车厂及博世、大陆、采埃孚等汽车零部件巨头,营收也有望于2017年突破270亿元,7年间CAGR约110%。2017年12月,均胜宣布拟以不超过15.88亿美元收购全球第二大被动安全公司高田的核心资产,有望助力均胜更上一层楼。

并购高田优势明显,奠定巨头之路。汽车安全领域为寡头垄断市场,2016年四大巨头Autoliv、TAKATA(高田)、TRW、KSS市占率分别约37%、20%、18%、8%。若并购成功,KSS将补足日本市场短板,成为第二大汽车安全供应商。此外,并购高田KSS将从两个方面受益:1) **提升毛利率:**相较于第一大竞争对手Autoliv毛利率20%+,高田受气囊安全事件拖累,近年毛利率下降近3.5个百分点至17.7%,而KSS受制于规模较小,历年毛利率仅约为17.0%。KSS有望借助高田规模效应提升毛利率,并助力高田逐渐恢复原有毛利率。2) **助力研发,奠定巨头之基:**公司近年不断加码研发,占比从2012年3.5%上升至2016年6.3%,但实际投入金额仅约为1.7亿美元,为Autoliv的25%、大陆的5%、博世的2%。收购高田后带来的营收增量将有效的提升公司的研发体量。

整合ADAS业务,投身主动安全浪潮。KSS旗下ADAS事业部主要从事前视系统、环视系统及内视系统的研发及销售。受益于ADAS产品逐步普及并向中低端车型渗透,KSS成功开拓吉利、蔚来、长丰等自主品牌,并已经逐步与上海大众和长安汽车进行产品配套测试,2016年与2017H1分别新获订单1.2和1.3亿美元。据Autoliv预测,全球主动安全市场有望于2019年达到120亿美元,CAGR约17.0%,公司有望享受先行优势。

技术+市场互补,普瑞+PCC融合优势逐步显现。普瑞注重人机交互领域(HMI),相对聚焦硬件;并购PCC后,将获得车载信息系统的开发能力。此外,PCC为大众集团的核心供应商,普瑞可以借此机会深化与大众的合作。随着消费升级,车载信息系统产品需求增长迅速,根据罗兰贝格预测,至2020年,车载信息系统市场规模将达350亿欧元,CAGR达7.5%,其中亚洲CAGR可达9.2%,公司作为龙头之一,有望优享产业红利。

投资建议:智能化大趋势下,公司以超强并购整合能力为基,借助KSS+高田进军汽车安全和ADAS,依托普瑞+PCC布局车载信息系统,着力整合技术提供智能驾驶综合解决方案,有望夺取智能时代竞争高地。暂不考虑高田并表影响,预计公司2017年-2019年归母净利润分别为12.2、12.8、16.8亿元,EPS分别为1.28、1.35、1.77元/股。维持“买入”评级。

风险提示:全球经济下行、高田并购不及预期、资金周转困难等。

投资评级

行业 汽车/汽车零部件

6个月评级 买入(维持评级)

当前价格 28.82元

目标价格 36元

基本数据

A股总股本(百万股) 949.29

流通A股股本(百万股) 949.29

A股总市值(百万元) 27,358.51

流通A股市值(百万元) 27,358.51

每股净资产(元) 14.09

资产负债率(%) 55.80

一年内最高/最低(元) 43.41/25.92

作者

邓学 分析师

SAC执业证书编号: S1110518010001

dengxue@tfzq.com

姜周鑫 联系人

louzhouxin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《公司点评:均胜电子(600699)已剥离Preh Automation 60%股权 三大业务更聚焦》 2017-06-16

2 《公司点评:均胜电子(600699)1H17业绩预增超预期 显示整合加速》 2017-05-13

3 《公司点评:均胜电子(600699)汽车电子龙头整合持续进行》 2017-04-25

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,082.53	18,552.41	27,846.84	32,234.04	36,538.84
增长率(%)	14.21	129.54	50.10	15.75	13.35
EBITDA(百万元)	1,150.06	2,306.90	3,179.04	3,001.35	3,327.81
净利润(百万元)	399.86	453.69	1,216.89	1,281.03	1,684.79
增长率(%)	15.27	13.46	168.22	5.27	31.52
EPS(元/股)	0.42	0.48	1.28	1.35	1.77
市盈率(P/E)	68.42	60.30	22.48	21.36	16.24
市净率(P/B)	7.21	2.15	1.98	1.84	1.70
市销率(P/S)	3.38	1.47	0.98	0.85	0.75
EV/EBITDA	18.21	15.55	9.73	9.72	8.31

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 外延并购布局全球 核心业务聚焦汽车电子.....	5
2. 汽车电子如虎添翼 智能化风口起舞.....	9
2.1. 初出国门收购普瑞 转型布局汽车电子.....	9
2.2. 并购 PCC 步入车载系统新时代.....	10
2.3. 普瑞+PCC 强强联合 打造前沿技术弄潮智能时代.....	11
3. 全面布局汽车安全 主动+被动齐头并进.....	13
3.1. 汽车安全市场前景广阔.....	13
3.2. 收购 KSS 进军汽车安全市场.....	15
3.3. 主动安全：行业方兴未艾 乘风发力智能化.....	17
3.4. 被动安全：收购高田 打造全球龙头.....	19
4. 内外饰件登堂入室 BMS 业务再上一楼.....	24
4.1. 内外饰件走向高端 为智能驾驶添砖加瓦.....	24
4.1. BMS 业务高起点 逐鹿新能源市场.....	25
5. 投资建议.....	27
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1：公司发展并购历程.....	5
图 2：公司核心业务示意图.....	6
图 3：2017H1 公司各产品营业收入占比（单位：%）.....	6
图 4：公司合作客户图示.....	7
图 5：公司股权结构图.....	7
图 6：2014-2017H1 营业收入及毛利率.....	8
图 7：2014-2017H1 归母净利润及净利率.....	8
图 8：2014-2017H1 公司费用率（单位：%）.....	8
图 9：2014-2017H1 各类产品毛利率（单位：%）.....	8
图 10：2016 年 KSS、PCC 对公司的营收贡献（单位：%）.....	8
图 11：德国普瑞人机交互产品（HMI）一览表.....	9
图 12：2012 年-2016 年普瑞营业收入（亿元）.....	9
图 13：德国普瑞主要客户.....	9
图 14：PCC 主营业务布局.....	10
图 15：PCC 产品功能概览.....	10
图 16：PCC 开发的 MIB2 系统.....	10
图 17：PCC 主要客户及子公司.....	10
图 18：PCC 在全球的基地分布情况.....	11
图 19：PCC 软硬件综合技术.....	11
图 20：均胜新中控台概念产品.....	12
图 21：空调控制系统、车联网系统、语音控制融合产品.....	12

图 22: 按区域分全球车载信息系统市场规模 (十亿欧元)	12
图 23: 按产品分全球车载信息系统市场规模 (十亿欧元)	12
图 24: 汽车安全系统构成图	13
图 25: 世界发达国家与中国的汽车安全政策	14
图 26: 全球汽车安全系统市场规模 (十亿美元)	14
图 27: 世界各国单车安全价值 (美元/辆)	14
图 28: KSS 全球主要基地布局	15
图 29: KSS 市场和客户全球布局	16
图 30: KSS 2014-2016 年营收及增速 (亿元, %)	16
图 31: KSS 2014-2016 年归母净利润 (亿元)	16
图 32: 主动安全 ADAS 事业部分布图	17
图 33: KSS 主要产品合作模式	17
图 34: 2015 当年新上市车型影像系统安装率	18
图 35: 2017 年 10 月前汇总新车型影像系统安装率	18
图 36: 2016 年被动安全市场份额占比	19
图 37: KSS 安全气囊产品概览	19
图 38: 2016 年高田各地区收入分布	19
图 39: 高田主要客户	19
图 40: 2005 年-2016 年高田营收及同比增长 (十亿日元, %)	20
图 41: 2005 年-2016 年高田净利润及同比增长 (十亿日元, %)	20
图 42: 2016 年 KSS 各地区收入占比	20
图 43: KSS 主要配套车企	20
图 44: 传统汽车安全气囊布局	21
图 45: KSS 主要安全气囊产品	21
图 46: Autoliv、高田及 KSS 毛利率情况 (%)	21
图 47: 均胜智能驾舱一体化解决方案	22
图 48: 博世 2012-2016 年营收及研发占比 (亿美元, %)	22
图 49: 大陆 2012-2016 年营收及研发占比 (亿美元, %)	22
图 50: Autoliv 2012-2016 年营收及研发占比 (亿美元, %)	23
图 51: 高田 2012-2016 年营收及研发占比 (亿美元, %)	23
图 52: Quin GmbH 主要产品	24
图 53: Quin GmbH 主要客户	24
图 54: 2012-2017H1 公司内外饰功能件营业收入及毛利率	24
图 55: Quin、普瑞、PCC、KSS、TAKATA 产品线的协同效应示意图	25
图 56: 2015-2017 年我国新能源汽车产销量	25
图 57: 2015-2020E 海内外 BMS 市场规模 (单位: 亿元)	25
图 58: 搭载均胜 BMS 的宝马 i8	26
图 59: 48V 混合动力系统 BMS 产品	26
图 60: 2014-2017H1 公司新能源动力控制系统营业收入及毛利率	26
图 61: 2014-2016 年公司新能源动力系统产销量 (单位: 万件)	26

表 1: 公司主要收购事件.....	5
表 2: 汽车安全系统产品及功能概述.....	13
表 3: KSS 产品一览表.....	15
表 4: 自主品牌搭载 ADAS 车型概览.....	18
表 5: 均胜电子营收预测.....	27
表 6: 行业内的各上市公司估值对比 (截止至: 2018/2/22)	28

1. 外延并购布局全球 核心业务聚焦汽车电子

并购开拓公司市场，成功整合强化优势。均胜电子成立于 2004 年，以汽车功能件为传统业务。2011 年至今，先后收购了汽车电子公司德国普瑞、德国机器人公司 IMA（于 2017 年 4 月将 100%股权转让给均胜集团）、德国 QUIN、汽车安全系统全球供应商美国 KSS 以及智能车联领域的德国 TS（现更名为 PCC）等，与日本汽车安全系统制造商高田的收购尚在进行中。通过多次海外并购，公司业务外延拓宽，实现了全球资源的优化整合，有望成长为一家全球化的汽车零部件顶级企业。

图 1：公司发展并购历程



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

表 1：公司主要收购事件

时间	公司	收购价	公司介绍	效果
2011	普瑞	16 亿元	德国汽车零部件公司，主要客户为宝马、奔驰、大众等全球前十大车企；产品包括汽车空调控制系统、iDrive/MMI、中控、仪表、方向盘按键控制、刹车片感应、变速箱档位感应、行车电脑主控模块、电子燃油泵控制、汽车内外饰件等	公司从国内汽车内外饰功能件零部件企业变成集汽车电子和汽车功能件为一体的跨国公司
2013	Innoventis	56 万欧元	德国汽车制造业与相关行业中从事关于电子系统联网的测试系统、软件组件研发和工程服务的软件开发公司	提高德国地区研发能力
2014	IMA (已剥离)	1430 万欧元	德国工业机器人研发、制造和集成厂商，主要客户包括大陆、博格华纳、泰科、宝洁、格雷斯海姆、罗氏制药、博朗电器等世界级企业	增强公司在工业机器人领域的竞争力
2014	Quin	9000 万欧元	德国高端方向盘总成与内饰功能件总成供应商，客户包括奔驰、宝马、奥迪等整车企业，在细分市场的排名全球领先	内饰功能件业务高端化，渗透北美亚太市场；完善智能驾驶领域
2016	KSS	9.2 亿美元	全球领先的汽车主被动安全系统供应商，在全球拥有五大研发中心，产品用于全球 60 多个客户	提高汽车安全市场的全球化程度，完善智能驾驶布局
2016	TS 道恩 (汽车信息板块)	1.8 亿欧元	德国车载信息系统供应商，从事汽车行业模块化信息系统开发和供应、导航辅助驾驶和智能车联等业务	全面涉足车载娱乐系统、导航系统、车联网及信息处理领域，完善智能驾驶领域布局
2016	EVANA	1950 万美元	美国机器人与自动化系统厂商，客户包括 TRW、MAGNA、ALERE 和 ALCON 等世界顶级企业	完善工业自动化及机器人产业的全球布局
2017	高田 (拟收购)	不高于 15.88 亿	全球领先汽车安全系统制造商，主要产品有汽车安全带、安全气囊系统、方向盘等，客户有宝马、奔驰、大众、福特、	扩张全球汽车安全领域，有望晋升为全球汽车安全市场巨头，市

美元	通用、丰田、本田、尼桑等, 56 个生产基地遍及全球 20 国	占率达全球第二
2017 ePower	致力于电力电子系统的研发生产, 包括纯电动车及混合动力汽车的动力装置总成、车载充电器、逆变器、转化器和整流器等	提高公司在新能源汽车领域的核心竞争力, 巩固行业领先地位

资料来源: 公司官网、公司公告、天风证券研究所

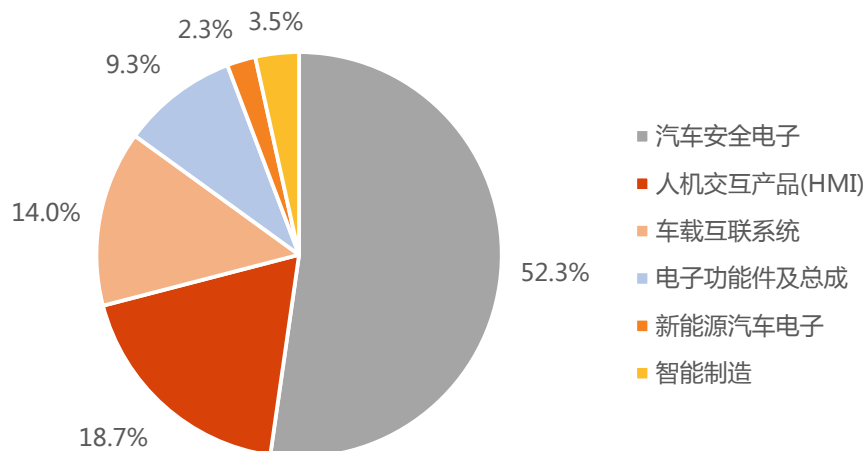
围绕安全、智能、新能源三大主题, 聚焦汽车电子。公司核心业务分为汽车安全产品、智能驾驶 (HMI)、汽车功能件、新能源汽车动力控制四大板块, 聚焦汽车电子领域, 围绕安全、智能、环保的主题开展战略布局。通过并购, 公司在高端汽车电子领域具有核心竞争力, 并且在汽车安全电子、智能汽车电子和新能源汽车电子领域达到全球领先的水平。公司业务 2017H1, 公司汽车安全电子、HMI、车载互联系统、电子功能件及总成、智能制造、新能源汽车电子的营收分别占主营比例为 52.3%、18.7%、14.0%、9.3%、3.5%、2.3%。

图 2: 公司核心业务示意图



资料来源: 公司官网、公司公告、天风证券研究所

图 3: 2017H1 公司各产品营业收入占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

布局全球，客户合作关系稳固。公司与主要整车厂商及 TIER-1 客户已形成了稳定的合作关系，积累了庞大的优质客户资源。主要客户涵盖宝马、戴姆勒、大众、奥迪、通用、福特等全球整车厂商，上汽、长安、广汽、北汽、吉利等国内一线自主品牌，以及博世、大陆、采埃孚等汽车零部件 Tier-1 巨头。

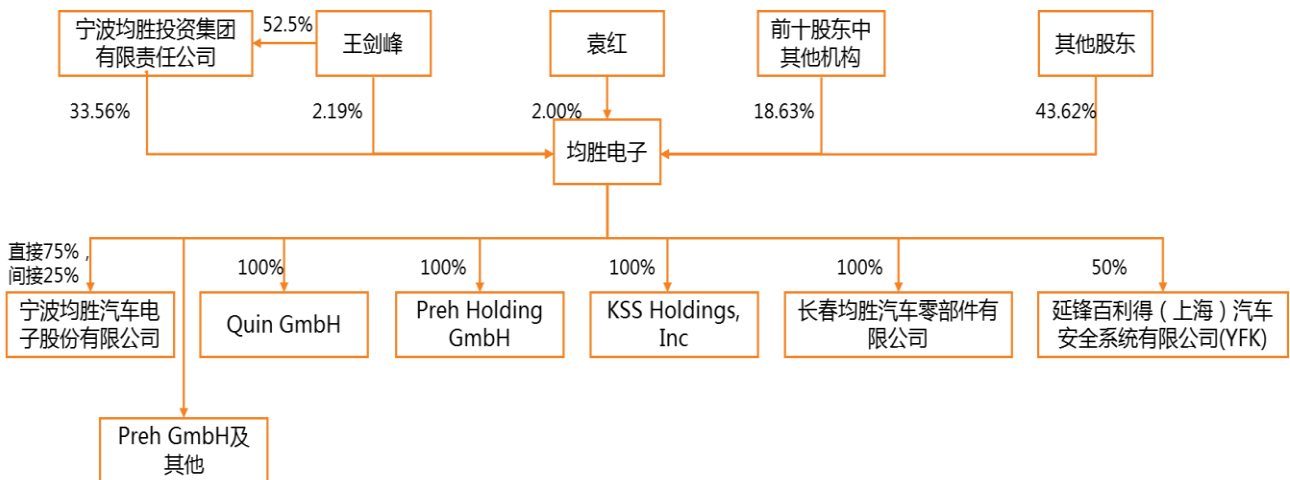
图 4：公司合作客户图示



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

公司股权结构集中，旗下拥有 75 家子公司。截至 2017Q3，公司前十大股东合计持股占比 56.38%，其中，公司实际控制人为王剑锋，直接持有均胜电子 2.19% 股权，通过均胜集团间接持股持有均胜投资 17.62% 股权，总计持股 19.81%。企业集团共有包括 KSS、普瑞、Quin 在内的 75 家子公司，其中直接持股 100% 的子公司达 62 家。

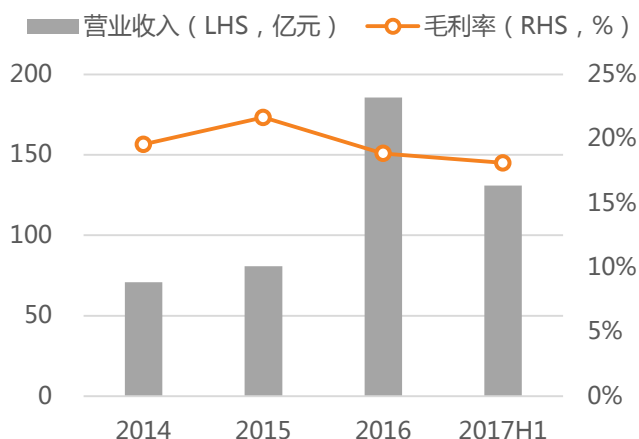
图 5：公司股权结构图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

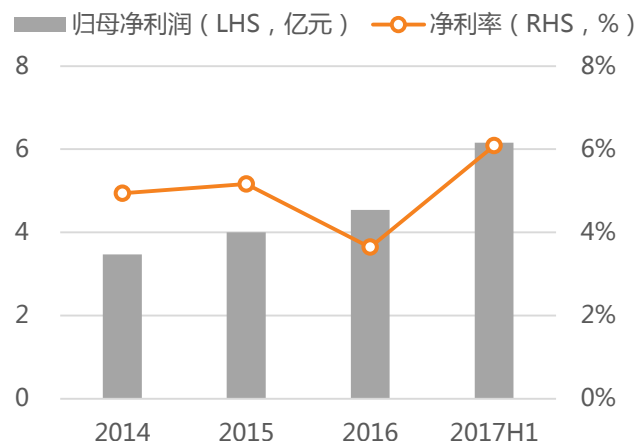
并表助推营收高速增长，高效整合降低费用率。受益于 KSS 和 PCC 并表，公司 2016 年营业收入大幅增长，2014-2017H1 公司营业收入分别为 70.8 亿元、80.8 亿元、185.5 亿元、130.9 亿元。期间，公司综合毛利率分别为 19.6%、21.7%、18.9%、18.1%，主要由于车载互联业务和汽车安全业务尚处投入开拓期，毛利率较低；于 2016 年分别 11.9% 和 15.1%，于 2017H1 分别为 9.4%、17.5%。受益于公司强大的整合能力，并购后，整体销售费用率和管理费用率持续下降，带动整体费用率下行，期间分别为 13.3%、15.8%、14.6%、13.7%。

图 6：2014-2017H1 营业收入及毛利率



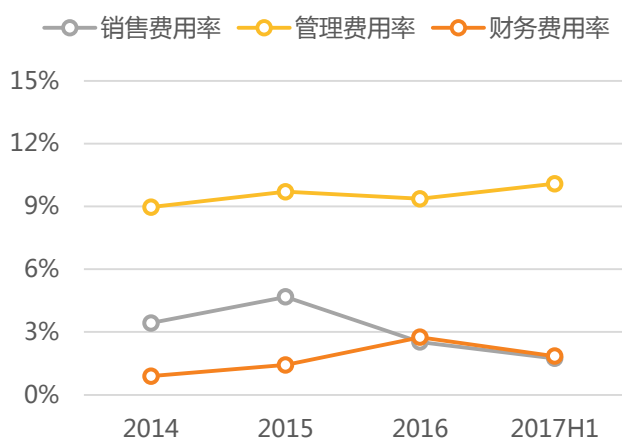
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：2014-2017H1 归母净利润及净利率



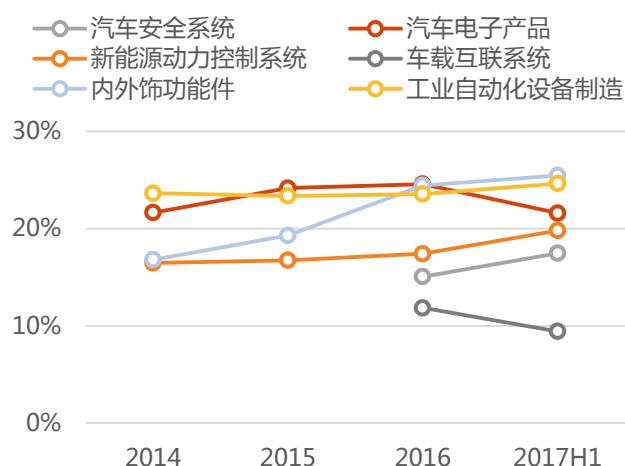
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：2014-2017H1 公司费用率（单位：%）



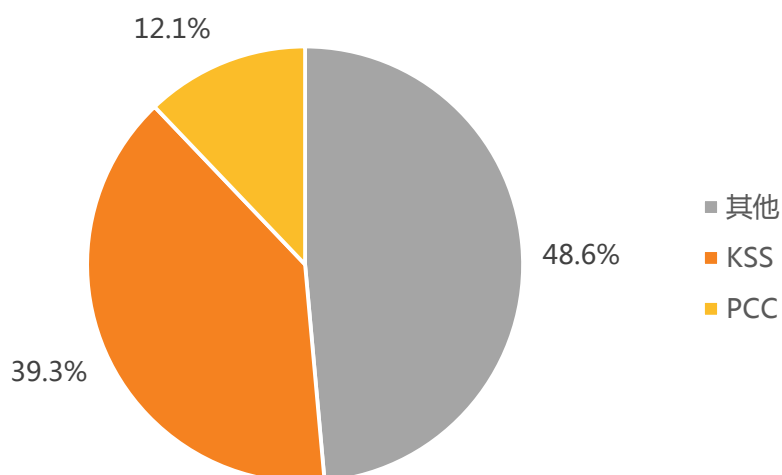
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：2014-2017H1 各类产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：2016 年 KSS、PCC 对公司的营收贡献（单位：%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 汽车电子如虎添翼 智能化风口起舞

2.1. 初出国门收购普瑞 转型布局汽车电子

扎根汽车电子，普瑞推陈出新紧跟时代。德国普瑞成立于 2003 年，是一家专注汽车电子的跨国公司。公司聚焦人机交互产品（HMI），主要涉及空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元、工业自动化五大类，各产品的销售在其所在的细分行业均处于领先地位。从单一的中控台、娱乐控制器到带有触摸功能的人机交互产品，再到融合智能车联技术的新一代概念产品，普瑞不断根据市场的需求变化，推出紧跟时代的产品。

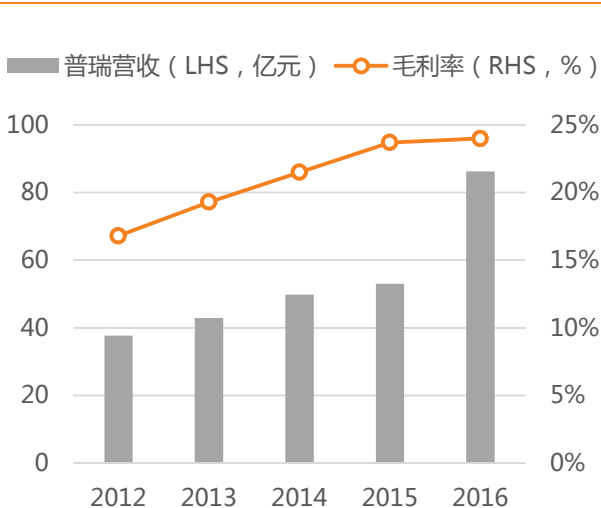
图 11：德国普瑞人机交互产品（HMI）一览表



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

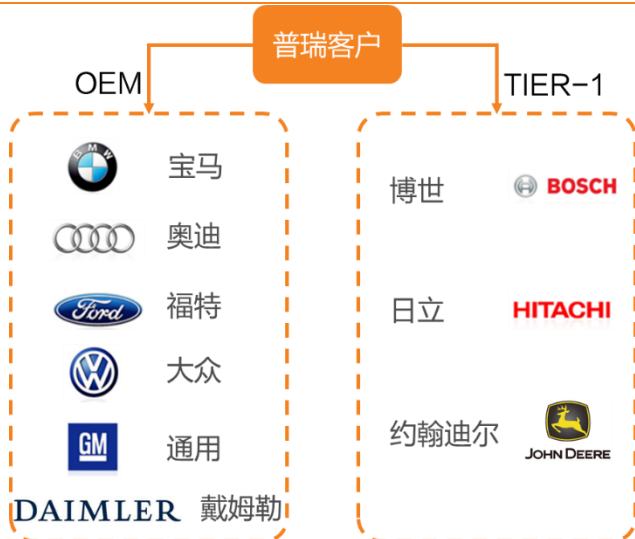
依托巨头而起，完成收购普瑞延续增长。依靠产品在细分市场的出色表现，普瑞拓展了与宝马、奔驰、德国大众、北美通用、北美福特等知名整车厂的合作关系，主要产品包括 I-Driver（宝马）、MMI（奥迪）。此外，公司还与博世、日立、约翰迪尔等零部件巨头保持良好合作关系。2012 年并购完成后普瑞营收和毛利率均稳步增长，2016 年受系统级高价产品出货量增加以及并购 PCC 等因素影响，普瑞业绩大幅提升，营业额达 86.2 亿元，同比增长 62.5%。

图 12：2012 年-2016 年普瑞营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 13：德国普瑞主要客户

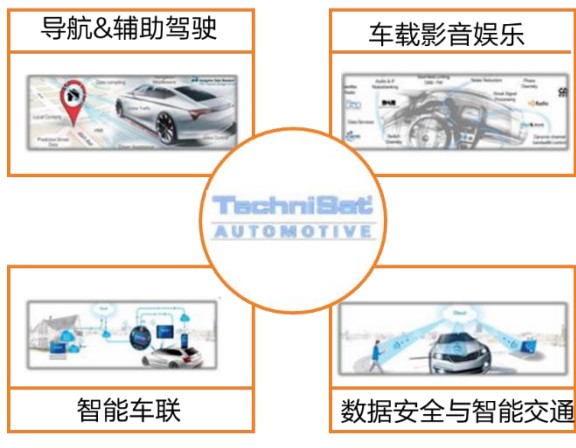


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 并购 PCC 步入车载系统新时代

延拓车载信息产业链，完善产品服务四位一体。PCC（原名 TS 道恩）于 1986 年成立于德国，公司业务从最初的车载无线电、影音娱乐系统，到面向前后装市场的导航设备、数据安全和延伸服务，再到车载模块化软硬一体信息服务系统。目前 PCC 专注于导航&驾驶辅助、汽车影音娱乐、智能车联、智能&在线服务四大板块的产品与业务，能够为整车厂商提供完整的车载电子解决方案。

图 14：PCC 主营业务布局



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 15：PCC 产品功能概览



资料来源：公司公告、天风证券研究所

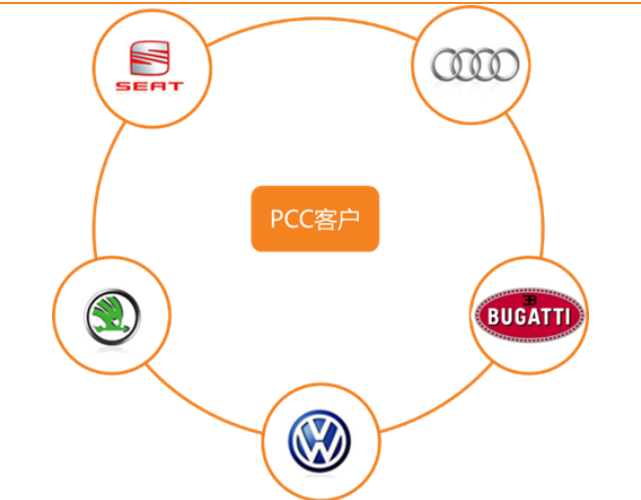
PCC 广泛布局，进入全球一线主机厂配套体系。目前 PCC 在德国、波兰拥有两处生产基地，并在德国、美国、上海设有研发中心，跨国的生产和研发模式帮助企业快速响应当地整车厂的要求，就近配套、强化客户粘性。PCC 成立后即打造 MIB2 系统，与大众及其子品牌建立长期稳定的合作关系，成功进入全球顶级主机厂的供应体系。

图 16：PCC 开发的 MIB2 系统



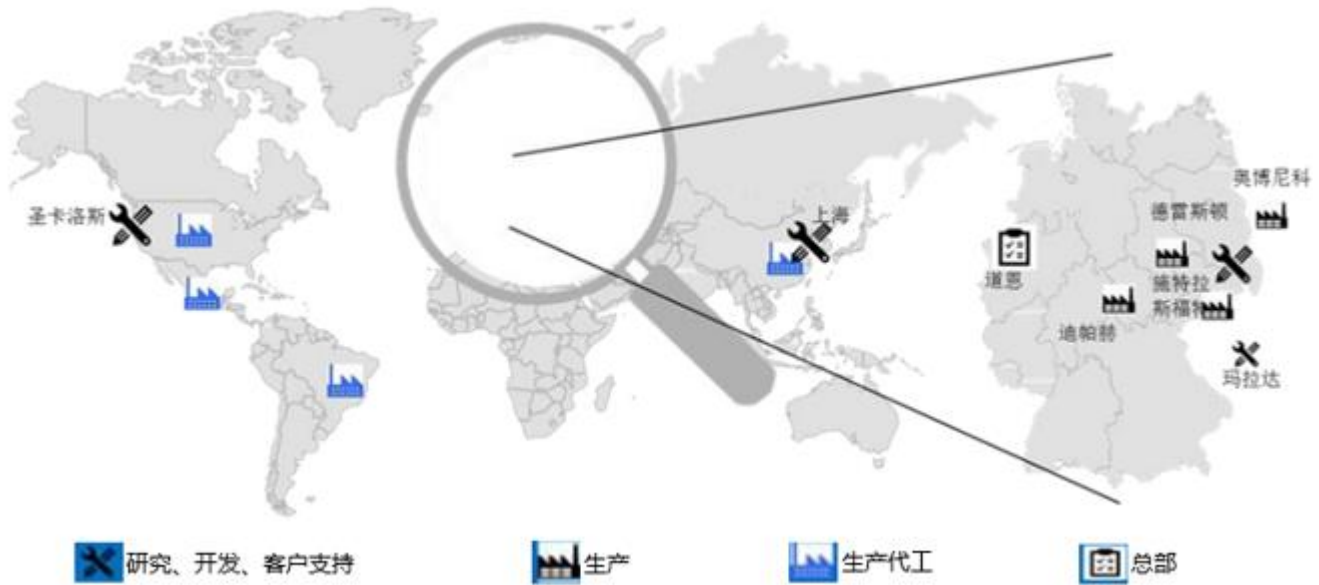
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：PCC 主要客户及子公司



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18: PCC 在全球的基地分布情况

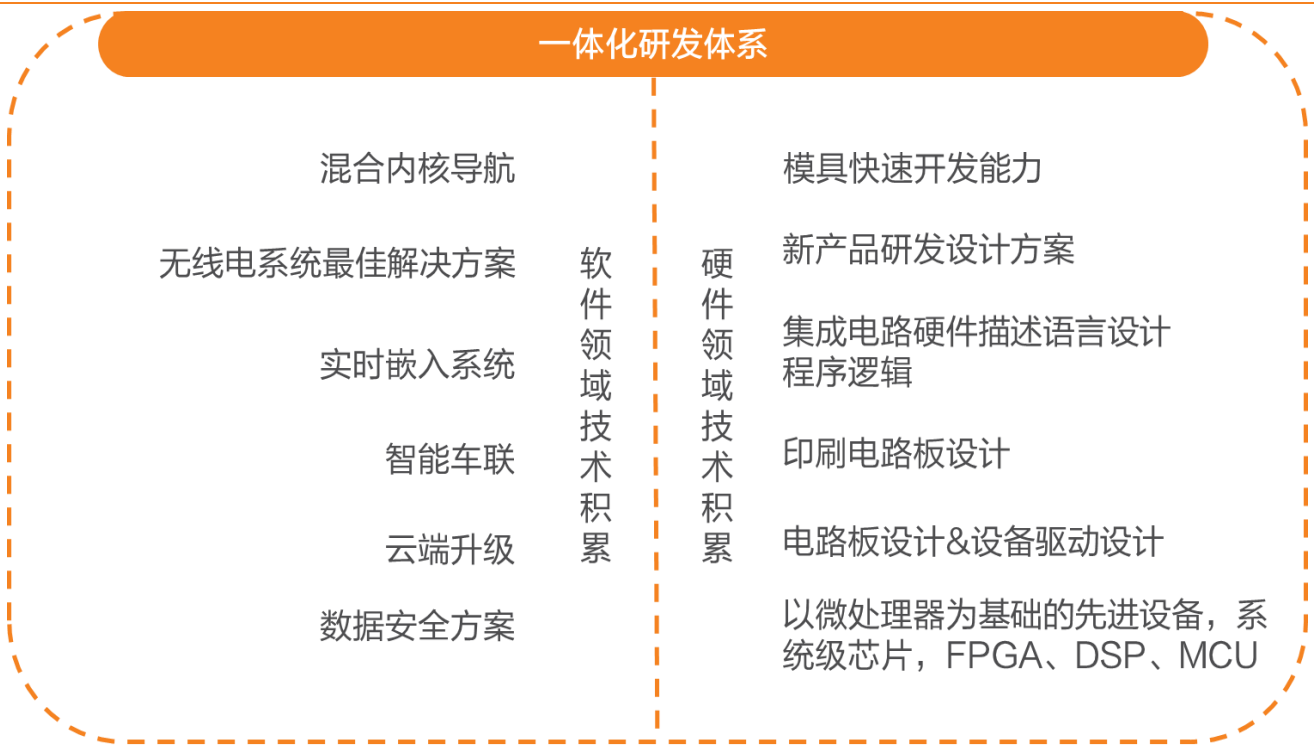


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 普瑞+PCC 强强联合 打造前沿技术弄潮智能时代

技术+市场互补，普瑞+PCC 融合优势逐步显现。PCC 拥有软硬件一体化研发能力，能够灵活应对整车厂的要求，提供全方位的车联网解决方案。普瑞现行 HMI 产品侧重硬件和部分底层软件，收购完成后，将吸收 PCC 的软硬件技术，协同开发基于人机交互业务的信息系统。例如，2017 年 4 月在上海展出的最新中控台概念产品融合了双方最新技术，采用模块化解决方案，可在不同车型和品牌商使用。客户方面，PCC 为大众及其子品牌的核心配套服务商，普瑞有望借此机会强化与大众集团的关系，深化双方合作。

图 19: PCC 软硬件综合技术



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：均胜新中控台概念产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

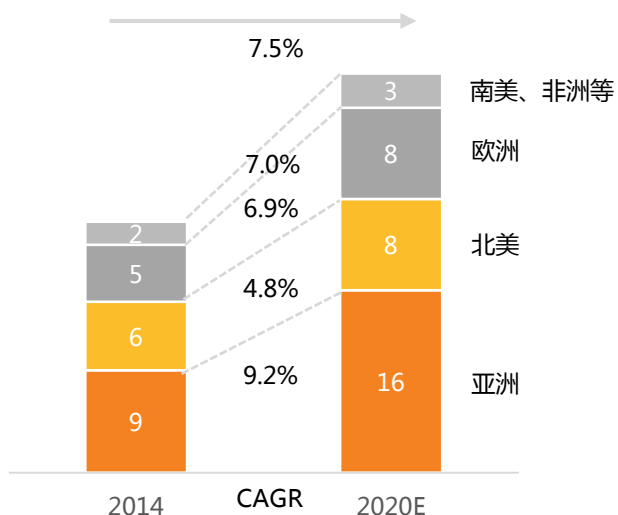
图 21：空调控制系统、车联网系统、语音控制融合产品



资料来源：公司公告、天风证券研究所

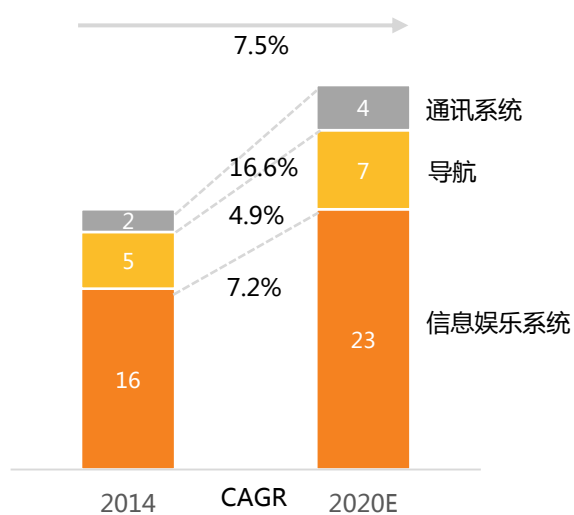
车载信息市场开启新浪潮，市场集中度低成突破口。根据罗兰贝格预测，至 2020 年全球车载信息系统市场规模将达 350 亿欧元，年复合增长率为 7.5%。细分来看，亚洲市场成长速度最快，复合增长率接近 10%；产品方面，通讯系统以 16.6%的增速领先其他细分市场。公司有望通过普瑞和 PCC 的整合，优享产业发展红利。

图 22：按区域分全球车载信息系统市场规模（十亿欧元）



资料来源：罗兰贝格、天风证券研究所

图 23：按产品分全球车载信息系统市场规模（十亿欧元）



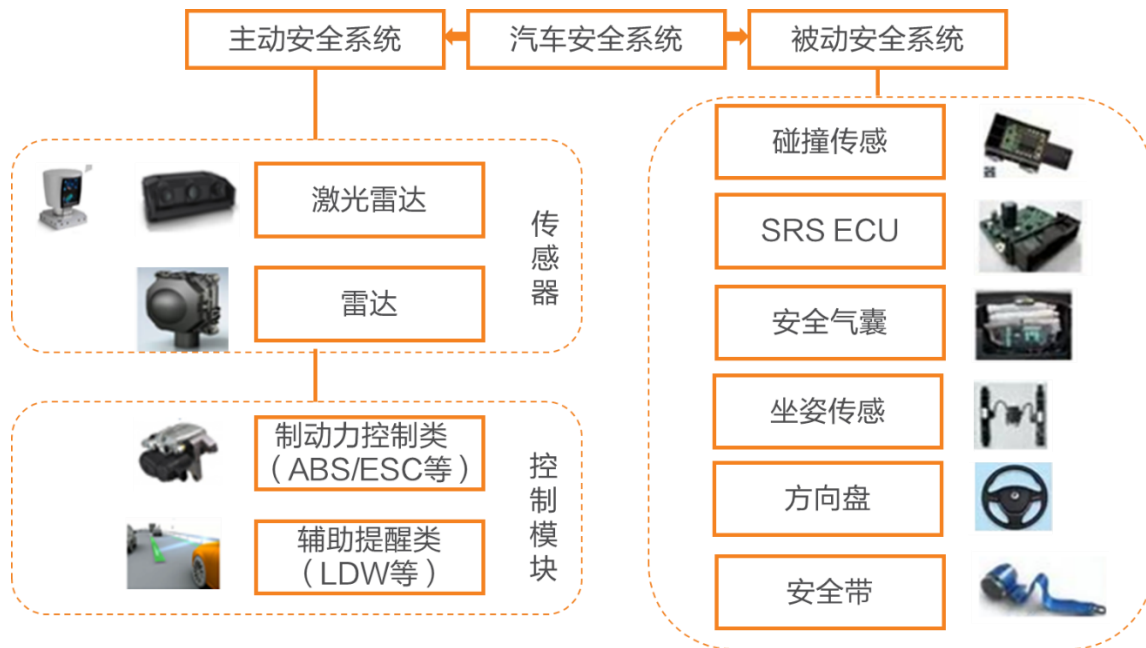
资料来源：罗兰贝格、天风证券研究所

3. 全面布局汽车安全 主动+被动齐头并进

3.1. 汽车安全市场前景广阔

汽车安全系统种类齐全，产品多样。汽车安全系统主要包括主动安全系统和被动安全系统。主动安全是预先侦测附近车辆运行状态，判断风险并及时做出反应；而被动安全则是在发生事故时汽车对车内成员的保护或对被撞车辆或行人的保护。从产品细分来看，被动安全涉及安全气囊、安全带等传统保护设施；而主动安全囊括传感模块和控制模块两大类。

图 24：汽车安全系统构成图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：汽车安全系统产品及功能概述

汽车安全系统	功能
主动安全系统：	
防抱死制动系统（ABS）	利用传感器侦测各车轮的转速，可紧急刹车下，保持车辆不被抱死而失控，维持转向能力
电子制动力分配系统（EBD）	配合 ABS 使用，通过对四个轮子计算摩擦力，从而分配不同的刹车力
牵引力控制系统（TCS）	可以防止车轮打滑，提高汽车行驶稳定性，避免加速过度与甩尾失控的危险。
紧急刹车辅助系统（EBA）	根据刹车踏板上侦测到的刹车动作，来判断驾驶员对此次刹车的意图，缩短刹车距离
被动安全系统：	
安全带	固定乘员身体以避免发生碰撞
安全气囊（SRS）	当汽车前端发生剧烈碰撞时，防止驾驶者的头部和胸部撞击到方向盘或仪表板等硬物上
侧门防撞钢梁	侧门受到撞击时，减轻侧门的变形程度，从而减少汽车撞击对车内乘员的伤害

资料来源：盖世研究院、天风证券研究所

规范汽车安全市场，政策引导行业发展。世界各国出台了关于汽车安全的政策规范，被动安全系统起步较早，整体政策体系规范、内容全面；相比之下主动安全系统起步晚，少数发达国家虽在这方面领先，但是大规模发展和推动汽车主动系统的应用集中在 2010 年以后。中国整体汽车安全市场规范政策起步较晚，特别是主动汽车系统（如 ABS、ESC 等）。

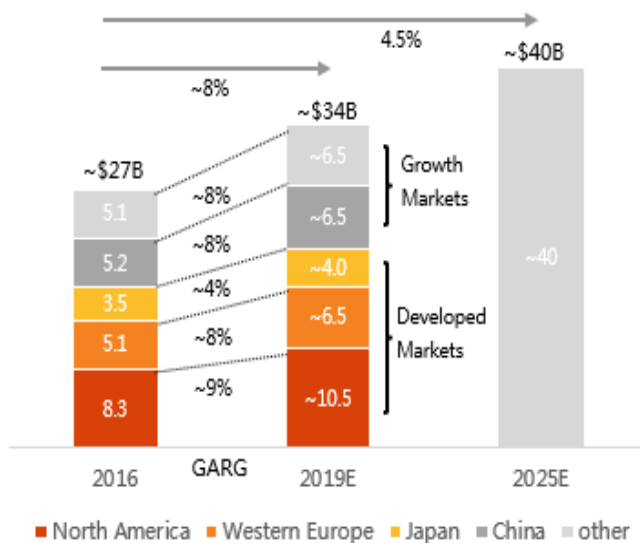
图 25：世界发达国家与中国的汽车安全政策



资料来源：盖世研究院、天风证券研究所

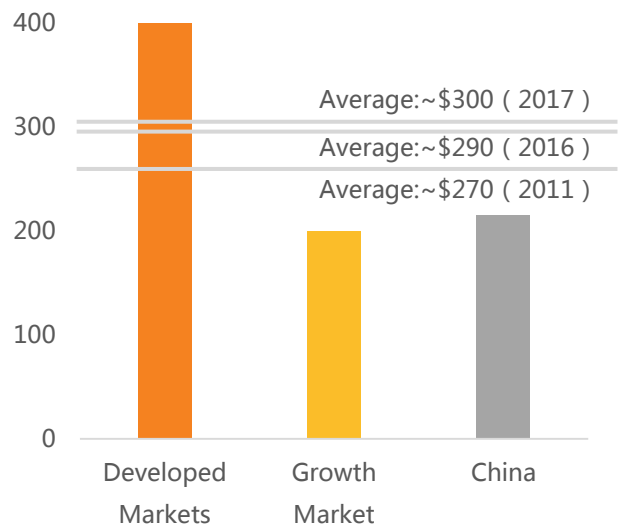
市场扩张+单车价值上行，中国汽车安全前景广阔。 Autoliv 数据显示，随着各国及消费者对汽车安全日益重视，全球汽车安全系统的市场规模将从2016年的270亿美元增长至2019年的340亿美元，年复合增长率为8%，预计到2025年全球市场规模将达到400亿美元。单车价值角度来看，世界平均单车安全价值从2011年的\$270/辆增长至2017年的\$300/辆。其中，仅2016年单车价值量便增长约\$10/辆。但相较于发达国家的\$400+/辆，中国市场单车安全产品价值仍然偏低，仅约为\$210~\$220/辆，单车价值上行空间更为巨大。

图 26：全球汽车安全系统市场规模（十亿美元）



资料来源：Autoliv、天风证券研究所

图 27：世界各国单车安全价值（美元/辆）



资料来源：Autoliv、天风证券研究所

1) Includes seatbelts, airbags, steering wheels, radars, night vision, front view mono and stereo vision cameras, ADAS ECUs, airbag control modules and remote sensing units.

2) Growth Markets (Eastern Europe, China, Rest of Asia, South America, Middle East/Africa) ; Developed Country (EU, Japan, North America)

3.2. 收购 KSS 进军汽车安全市场

专注汽车安全，KSS 主动+被动双管齐下。KSS 成立近 30 余年，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。公司主营汽车主动安全和被动安全系统，产品涵盖整个汽车安全市场，主要有智能传感器、ADAS、安全气囊、方向盘、安全带等。

表 3: KSS 产品一览表

KSS 产品系列	代表产品
主动安全:	
智能驾驶	与 Mobileye 合作的自动驾驶辅助、紧急制动、360 度环视技术
事故预防	车身防碰撞、车辆火灾保护、快速关闭装置
主被动安全融合产品	电子安全带、触感电子方向盘、信息娱乐
被动安全:	
安全气囊	
安全带	5 星级碰撞安全收紧器、气囊式安全带、一体化 BTS
气体发生器	火药、高压气体、混合型气体发生器
方向盘	发热、木质方向盘
特殊产品:	
航空	市场上第一块里程碑式的安全气囊、充气式安全带
工业	创新型越野预收紧器
个人保护	新型充气式安全头盔、坠车保护

资料来源：公司官网、天风证券研究所

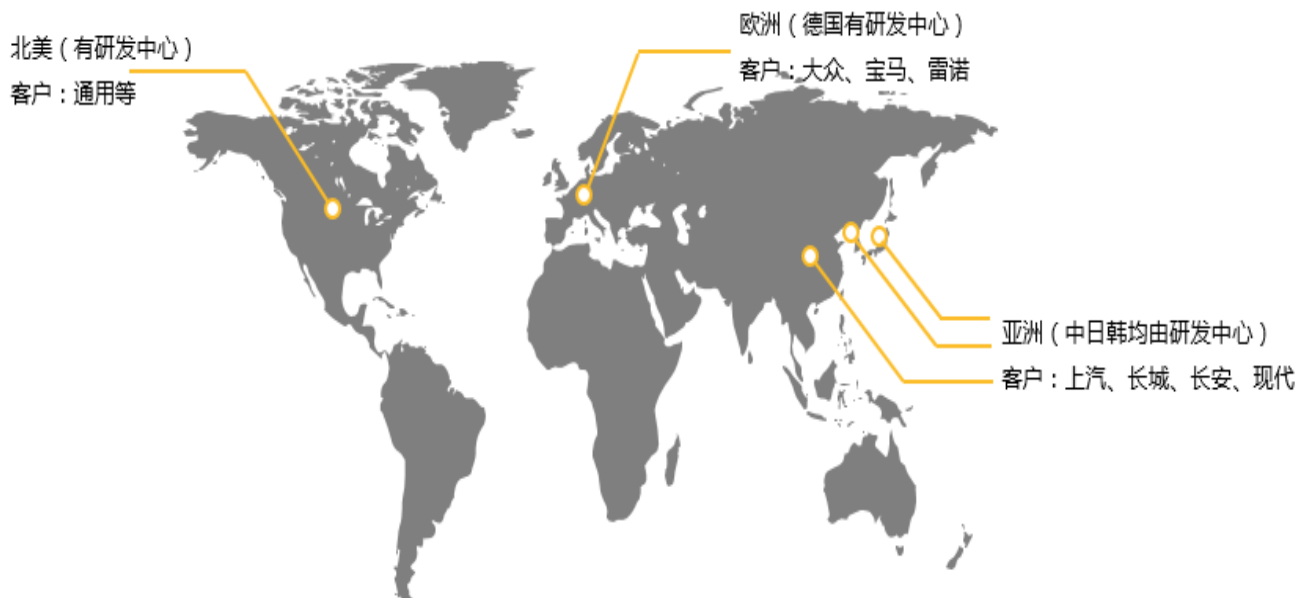
KSS 多元化布局全球，构建优质客户群。KSS 自成立初就积极布局全球市场，现有 32 处生产中心、销售中心、研发中心，主要分布于美、德、法、中、日等国，并在北美、欧洲和亚洲建有 5 处技术中心。KSS 就近配套、研发、销售，同各地知名整车厂建立长期友好的合作关系，优质客户包括大众、宝马、现代、上汽等。

图 28: KSS 全球主要基地布局



资料来源：公司公告、天风证券研究所

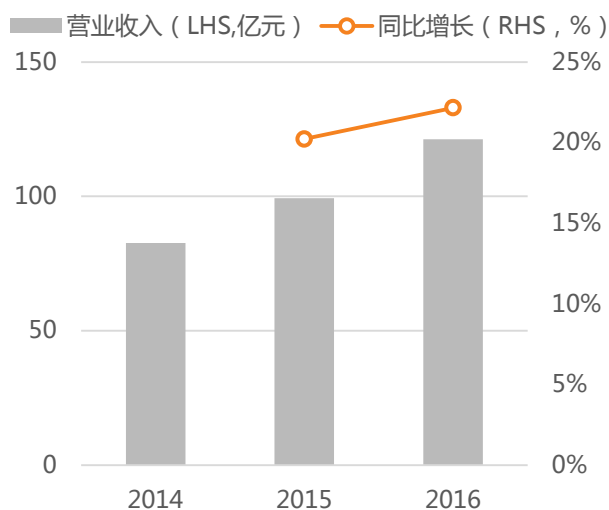
图 29: KSS 市场和客户全球布局



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

KSS 营收稳定，并购优势逐步释放。2014 年至 2016 年，受亚洲市场消费量总体上升影响 KSS 营业收入持续上升，年均复合增长率为 21.2%。2014、2015 年归母净利润为 -0.6 亿元、2.3 亿元，2016 年完成并购后，盈利预测归母净利润约 4.65 亿元，同比增长 83%。但由于并购产生的财务和法律费用及汇率波动等因素影响，实际实现归母净利润 4.0 亿元，同比增长 77%，达成率为 83%。虽未能达到此前公司预测，但随着后续整合的陆续完成，各项费用趋于正常，KSS 的优势有望逐步释放。

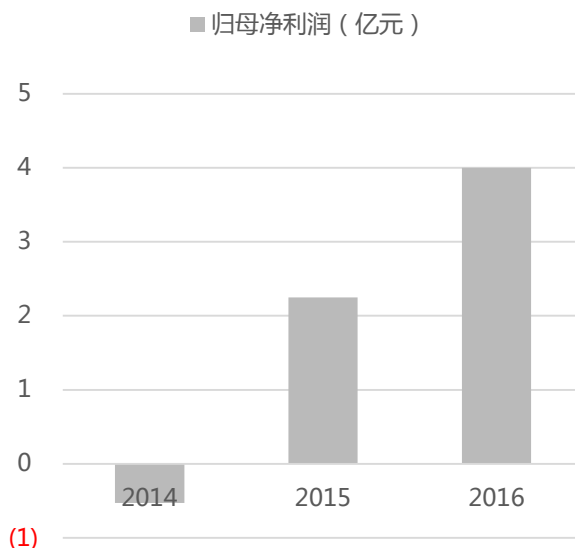
图 30: KSS 2014-2016 年营收及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

注: 均胜 2016 年归母净利润用实际数

图 31: KSS 2014-2016 年归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3.3. 主动安全：行业方兴未艾 乘风发力智能化

整合上下游打通产业链，均胜专注 ADAS 转型智能化。2016 年完成对 KSS 的收购后，均胜电子开始大力增资，协助其进行全球扩张，特别是对主动安全产品中的智能驾驶资源进行整合，形成美、中、韩三大研发中心，主要从事内视系统、前视系统和环视系统的研发。此外，公司同上游芯片供应商 MOBILEYE 建立长期合作关系，双方在视觉图像处理方向上的 ADAS 产品上进行紧密合作；并与下游的整车厂（OEMs）保持密切的交流反馈机制。

图 32：主动安全 ADAS 事业部分布图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

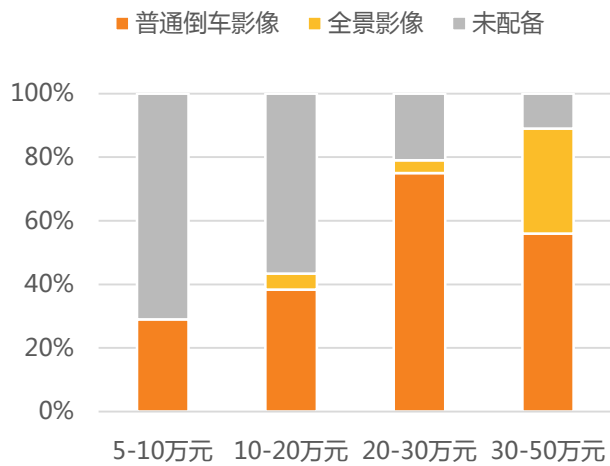
图 33：KSS 主要产品合作模式



资料来源：公司公告、天风证券研究所

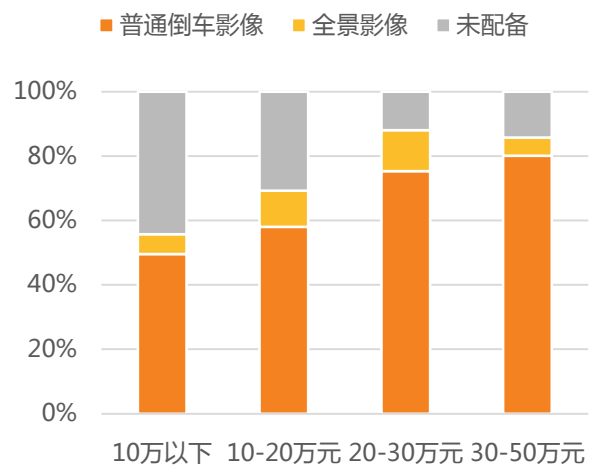
主动安全迎来新发展，借力 KSS 优享先行红利。随着成本的下降以及技术的发展，越来越多的自主车企开始搭载 ADAS 系统。以影像系统为例，360° 全景影像系统在 2015 年 10-20 万元区间的新车型安装率为仅 5.0%，而 2017 年安装率升至 11.2%，并进一步下探至 10 万元以下区间的新车型，安装率达 6.1%。普通倒车影像装配率进一步提高，10 万元以下及 10-20 万元区间车型在 2 年间增长约 20%，中低端车型渗透加速。受益于此，KSS 成功开拓吉利、蔚来、长丰等自主品牌，并已经逐步与上海大众和长安进行产品配套测试，2016 年与 2017H1 分别新获订单 1.2 和 1.3 亿美元。如今主动安全市场正迎来新一轮的高速发展，据 Autoliv 预测，至 2019 年全球主动安全市场规模将至 120 亿美元，CAGR 接近 17.0%，中国市场规模也将进一步扩大。均胜有望借助 KSS 参与其中，并优享先行优势。

图 34：2015 当年新上市车型影像系统安装率



资料来源：盖世研究院、天风证券研究所

图 35：2017 年 10 月前汇总新车型影像系统安装率



资料来源：盖世研究院、天风证券研究所

注：2017 年新车型数据汇总 2412 款（含新上市、改款车型）

表 4：自主品牌搭载 ADAS 车型概览

车型	名爵 6 2013 款 掀背 1.8T 自动精英版	广汽传祺 GS5 2013 款 1.8T 自动两驱精英型	吉利博瑞 2015 款 1.8T 旗舰版	长安 CS75 2015 款 1.8T 自动四驱尊贵型 国 IV	Lynk 01 2017 款 2.0T 四驱劲 Pro 版	WEY VV7 2017 款 VV7s 旗舰型
图片						
价格 (万元)	16.68	16.38	17.68	15.78	20.28	18.88
上市时间	2013	2013	2015	2015	2017	2017
级别	掀背车	紧凑型 SUV	B 级轿车	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV
车企	上汽集团	广汽乘用车	吉利汽车	长安汽车	吉利汽车	长城汽车
主动安全：						
胎压监测装置	●	—	●	●	●	●
ABS	●	●	●	●	●	●
制动力分配	●	●	●	●	●	●
刹车辅助	●	●	●	●	●	●
牵引力控制	●	●	●	●	●	●
车身稳定控制	●	●	●	●	●	●
并线辅助	—	—	●	●	●	●
车道偏离预警	—	—	●	—	●	●
系统						
主动刹车	—	—	●	—	●	●

夜视系统	—	—	—	—	—	—
疲劳驾驶提示	—	—	—	—	●	●
全景摄像头	—	—	●	—	●	●
自适应巡航	—	—	●	—	●	●
自动泊车入位	—	—	●	—	●	○

资料来源：汽车之家、爱卡汽车、天风证券研究所

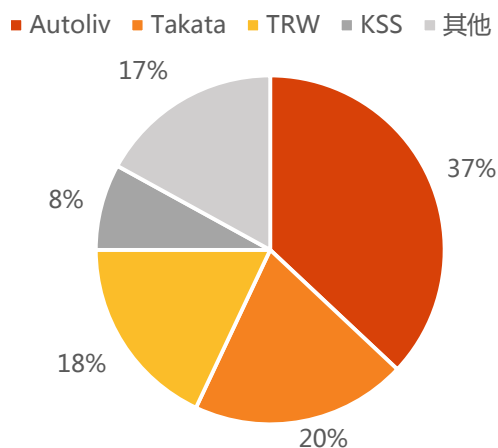
○选配 ●配备 一无

3.4. 被动安全：收购高田 打造全球龙头

KSS 打造完整气囊产品链，比肩龙头参与竞争。被动安全市场是一个寡头垄断的行业，目前市场领先者包括 Autoliv、TAKATA（高田）、TRW（天合）以及 KSS，市场份额分别约为 37%、20%、18%、8%，合计占比超 80%。而安全气囊作为整个被动安全系统的核心一环，KSS 自成立时就专注该领域开发，并成功跻身国际一线品牌。

图 36：2016 年被动安全市场份额占比

图 37：KSS 安全气囊产品概览



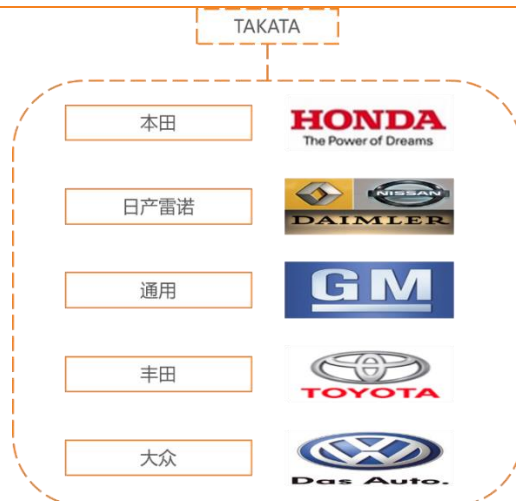
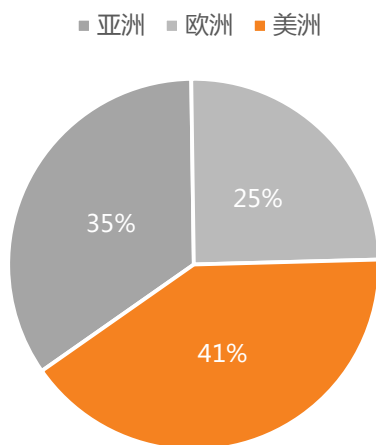
资料来源：公司公告、天风证券研究所

资料来源：公司公告、天风证券研究所

高田全球化生产研发，配套客户日系占主流。如今拥有被动安全市场 20%份额的高田成立于 1933 年，主要生产安全带、安全气囊、方向盘等被动安全产品。高田在全球拥有 57 处生产基地和 17 处研发中心，主要分布在亚洲、欧洲和美洲，各地区收入分别占 34.5%、24.8%、40.7%，在亚洲市场特别是日本市场具有较大先发优势。2016 年，高田前五大客户中日系品牌占据三席。

图 38：2016 年高田各地区收入分布

图 39：高田主要客户

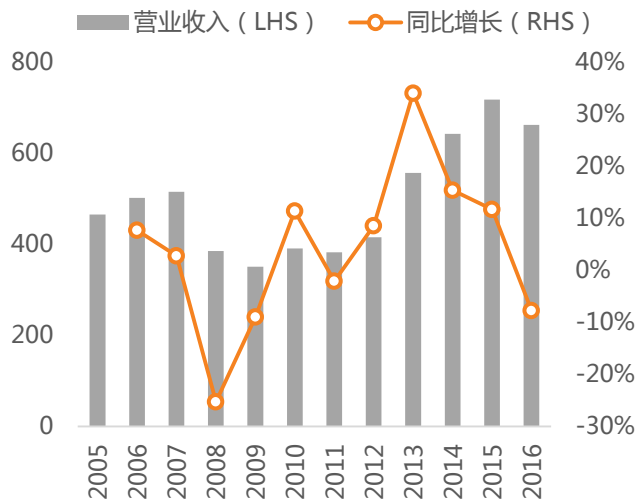


资料来源：公司公告、天风证券研究所

资料来源：公司公告、天风证券研究所

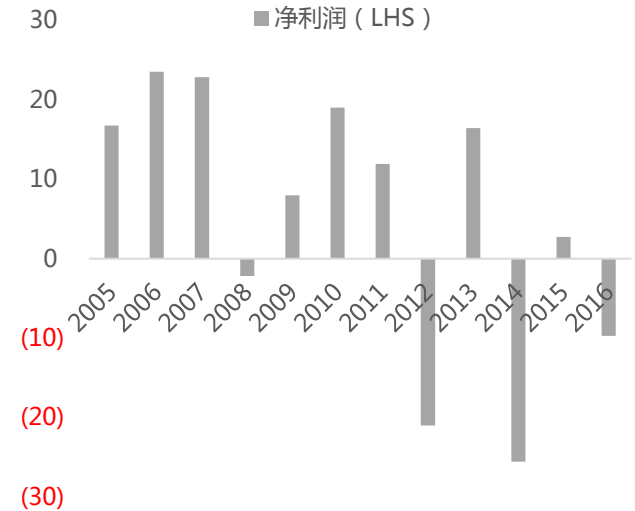
受召回事件拖累，高田盈利遭遇滑铁卢。高田安全气囊召回事件始于 2008 年，涉及全球约 1 亿台气囊，其中牵扯到包括本田、福特、大众、和特斯拉等 19 家汽车制造商的汽车。预计召回事件至少会持续到 2019 年底，成本可能超过 100 亿美元。受召回门影响高田出现严重经营困难，营业收入从 2008 年开始出现滑坡，虽然 2012 年后营收出现回升，但是净利润在 2012、2014、2016 年均出现巨亏。毛利率更是从 2007 年的 21.3% 降至 2016 年的 17.7%，公司被迫于 2017 年申请破产保护。

图 40：2005 年-2016 年高田营收及同比增长（十亿日元，%）



资料来源：bloomberg、天风证券研究所

图 41：2005 年-2016 年高田净利润及同比增长（十亿日元，%）

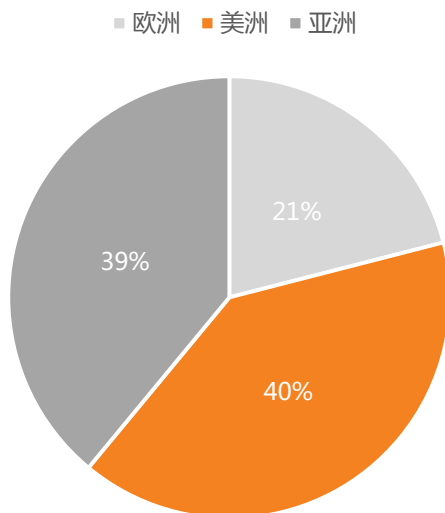


资料来源：bloomberg、天风证券研究所

均胜已于 2017 年 12 月同高田签订合同，商定拟以不高于 15.88 亿美元收购高田除硝酸铵气体发生器以外的主要资产。KSS 收购高田后，有望从 4 个方面获益：

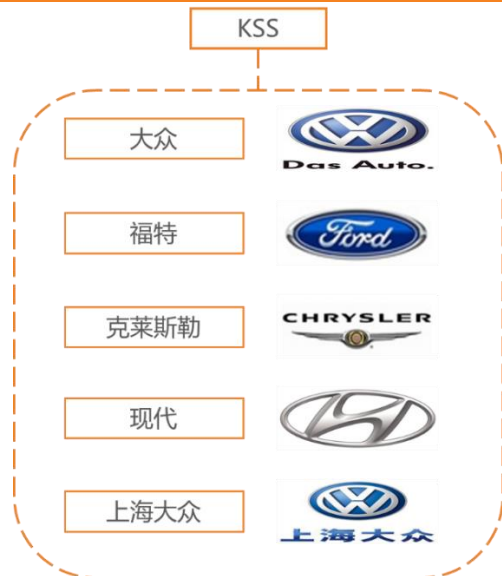
- 1) **高田、KSS 客户互补，订单支持保证业绩预期。**KSS 在亚洲、欧洲和美洲收入占比为 39%、21%、40%；主要客户为福特、通用、大众等美、德系整车厂，亚洲市场主要配套韩系车，日系车配套率极低。并购高田后，KSS 可以迅速进入本田、丰田、日产等日系客户被动安全供应体系，进一步拓展被动安全市场空间。此外，与高田签订资产收购协议的同时，KSS 将与客户集团签订协议保证收购后经营的稳定，涉及的订单总量合计达 210 亿美元。

图 42：2016 年 KSS 各地区收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 43：KSS 主要配套车企



资料来源：公司公告、天风证券研究所

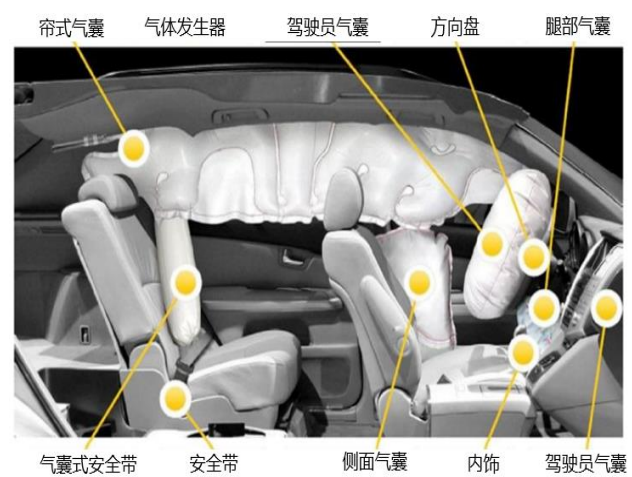
- 2) **单车气囊价值未饱和, 侧面气囊布局成蓝海。**安全气囊是被动安全系统中的核心环节, 2015 年市场占比超过 50%。现行车型大多采用四气囊的布局, 主要分布在车内前方(正副驾驶位)、侧方(车内前排和后排)和车顶, 但随着智能驾驶对行车安全要求的提高, 市场对侧面气囊的需求将不断增长。我们认为, KSS 和高田深耕被动安全十余年, 有望携手优享产业红利。

图 44: 传统汽车安全气囊布局



资料来源: 网易汽车、天风证券研究所

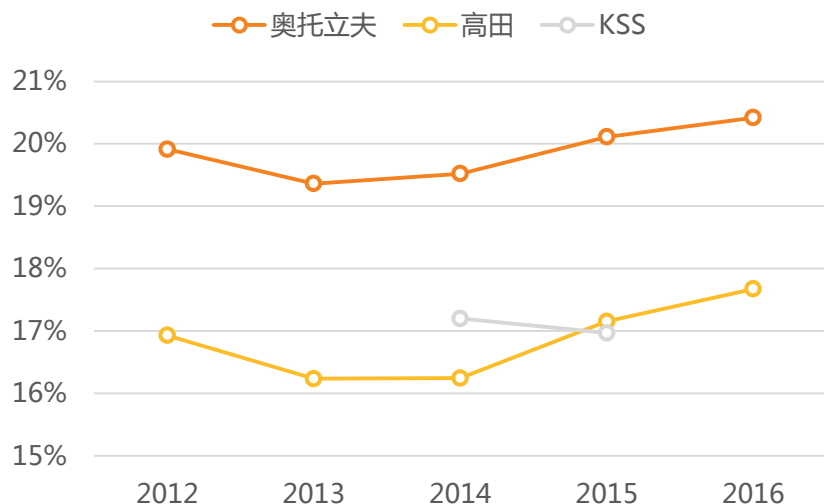
图 45: KSS 主要安全气囊产品



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

- 3) **KSS 携手高田挑战龙头, 毛利率成未来发力点。**安全气囊问题爆发前, 高田毛利率略高于 Autoliv, 以 2007 年为例, 高田毛利率为 21.3%, 高出 Autoliv 1.6 个百分点。但受到召回门拖累, 高田毛利率受挫显著, 2013 年与 2014 年仅为 16.2%, 2016 年稍有回升至 17.7%。此外, 被动安全领域毛利率与规模成正相关, 此前规模较小的 KSS 历年毛利率仅为 17%左右, 与奥托立夫和陷入召回门前的高田相比仍有一定差距。我们认为, 均胜此次收购高田, 一方面有望帮助高田摆脱困境, 重塑市场形象, 恢复毛利率; 另一方面均胜有望借两者融合以后的规模优势来提升原有 KSS 业务的毛利率。

图 46: Autoliv、高田及 KSS 毛利率情况 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

- 4) **收购扩大营收规模, 加码研发打造智能驾舱。**均胜通过并购普瑞、PCC、KSS, 完成了在人机交互系统、智能车联以及汽车安全领域的布局, 为打造智能驾舱、提供一体化智能驾驶出行方案奠定基础。但相较于博世、大陆、Autoliv 等主要竞争对手, 均胜电子在研究开发领域相差甚远。2016 年博世、大陆、Autoliv 的研发费用为 91.2 亿美元、33.7 亿美元、6.5 亿美元, 研发占比分别为 10.4%、6.9%、6.5%。虽然近年来均胜电子

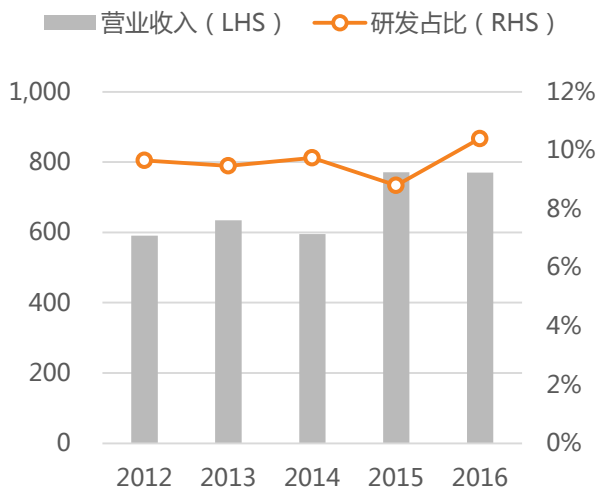
研发占比从 2012 年 3.5% 上升到 2016 年 6.3%，逐步接近 Autoliv，但是由于营收体量小，2016 年实际投入的研发费用金额仅为 1.7 亿美元，仅为博世的 1.9%、大陆的 5.0%、Autoliv 的 25.2%。尽管遭遇召回门影响，但我们认为，高田 2016 年营收规模仍有 56.8 亿美元，并购高田将扩大均胜整体营收规模，有望增加其投入研发的金额，为后续智能驾驶和智能驾舱研究提供充足的研发资金保障。

图 47：均胜智能驾舱一体化解决方案



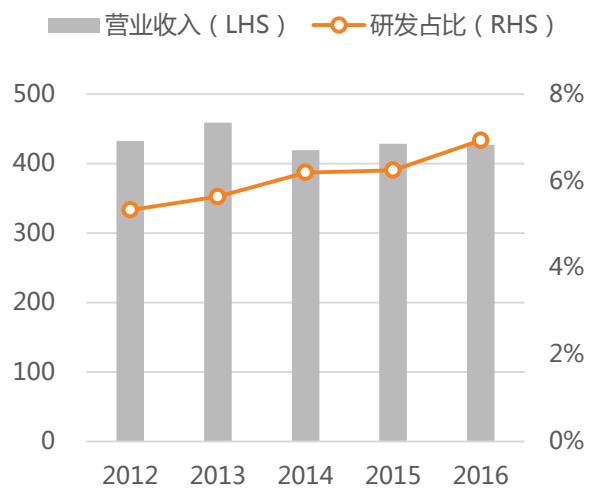
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 48：博世 2012-2016 年营收及研发占比（亿美元，%）



资料来源：bloomberg、天风证券研究所

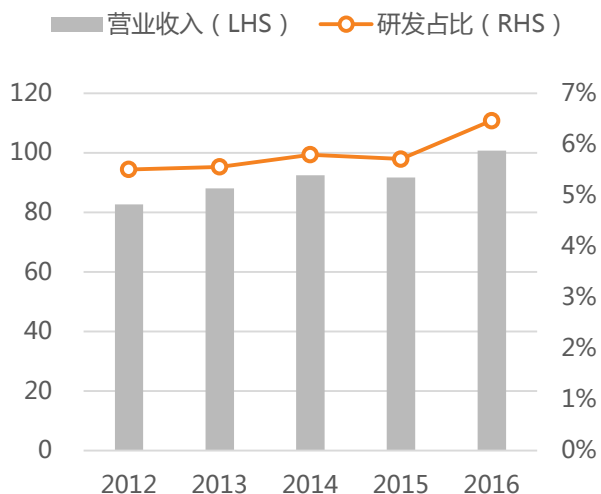
图 49：大陆 2012-2016 年营收及研发占比（亿美元，%）



资料来源：bloomberg、天风证券研究所

备注：博世、大陆、高田 2012-2016 年营收均按照当年 12 月 31 日欧元/日元兑美元汇率调整，部分年份受汇兑损益影响

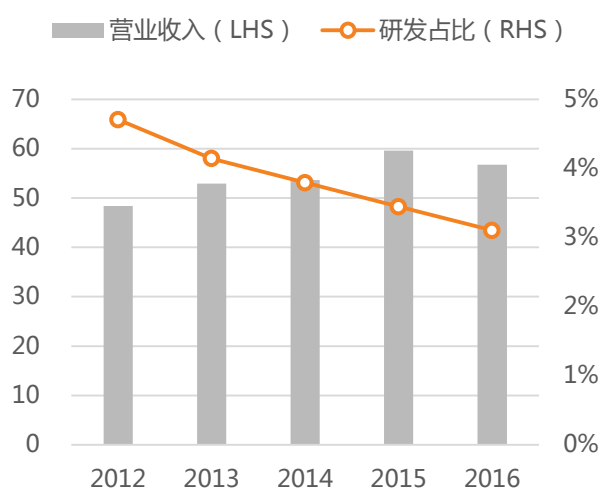
图 50: Autoliv 2012-2016 年营收及研发占比 (亿美元, %)



资料来源: blommberg、天风证券研究所

备注: 博世、大陆、高田 2012-2016 年营收均按照当年 12 月 31 日欧元/日元兑美元汇率调整, 部分年份受汇兑损益影响

图 51: 高田 2012-2016 年营收及研发占比 (亿美元, %)



资料来源: bloomberg、天风证券研究所

4. 内外饰件登堂入室 BMS 业务再上一楼

4.1. 内外饰件走向高端 为智能驾驶添砖加瓦

内外饰件起家+并购 Quin 传统业务高端化。公司创立初期以汽车功能件为主业，2014 年并购德国高端方向盘总成与内饰功能件总成供应商 Quin，进入奔驰、宝马、奥迪等高端整车厂商的全球级供应体系，促进公司汽车功能件业务全球化、高端化。并购完成后，均胜通过对低毛利产品生产线占比的下调（2015 年 12 月转让持有的全部华德塑料股权）以及传统功能件业务部门与 Quin 在客户、技术、产品线上协同效应的显现，公司汽车内外饰功能件盈利水平逐渐提高，2014-2017H1 毛利率分别为 16.8%、19.3%、24.5%、25.5%。

图 52: Quin GmbH 主要产品



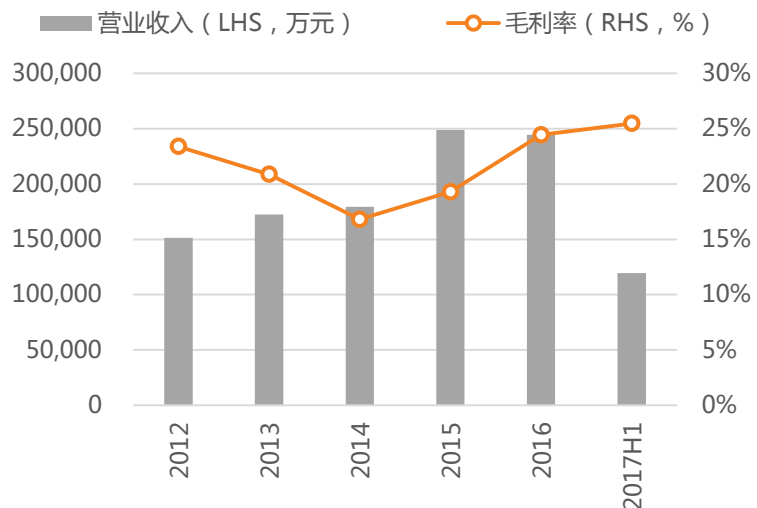
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 53: Quin GmbH 主要客户



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 54: 2012-2017H1 公司内外饰功能件营业收入及毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

发挥协同效应，助力智能驾驶。Quin 的收购整合，在提高内饰件高端化、丰富公司产品系、拓展全球市场的同时，亦有望与 HMI、车联网和 ADAS 等产品形成协同效应，针对性地补充 HMI 有关高端内饰件，从而为客户提供完整的 HMI 解决方案，使得均胜的产品覆盖人车交互各方面，从而具备了为整车厂商提供智能驾舱产品总成的能力。

图 55: Quin、普瑞、PCC、KSS、TAKATA 产品线的协同效应示意图

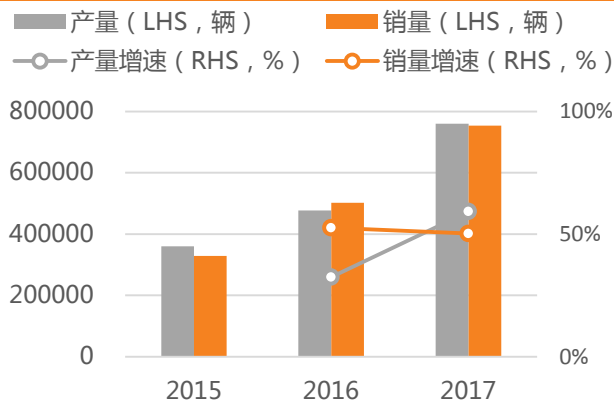


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

4.1. BMS 业务高起点 逐鹿新能源市场

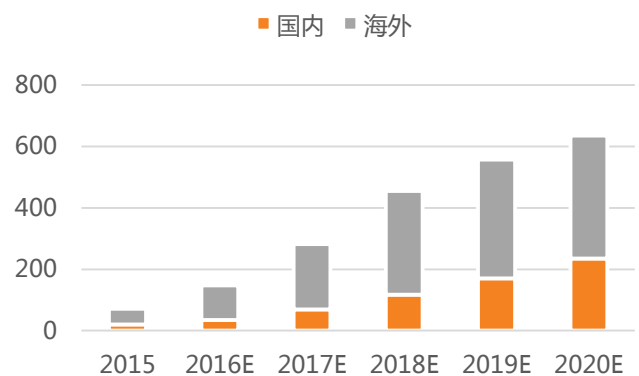
新能源汽车核心技术, BMS 发展前景广阔。BMS 是新能源汽车的核心技术, 负责管理及维护各个电池单元, 防止电池出现过度充放电, 延长电池的使用寿命, 监控电池的状态。2015-2017 年我国新能源汽车产销量高速增长, CAGR 分别达 45.2%和 51.3%, 《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020)》中提出到 2020 年, 我国纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超 500 万辆, 随着新能源汽车产销规模的扩大, BMS 的需求将与日俱增。据智研咨询测算, 2020 年中国 BMS 市场规模将达到 235 亿元, 全球模 635 亿元, 2017-2022 全球年复合增长率达 55%。

图 56: 2015-2017 年我国新能源汽车产销量



资料来源: 中国汽车工业协会、天风证券研究所

图 57: 2015-2020E 海内外 BMS 市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 智研咨询、天风证券研究所

BMS 产品高起点, 获市场、客户广泛认可, 未来可期。均胜旗下的普瑞于 2012 年开始与宝马共同研发 BMS (现独立研发), 且为宝马提供 BMS 产品, 截至 2016 年已累计向宝马提供了超过 15 万套 BMS 产品, 目前主要应用于宝马 i3, i8, 3/5/7 系等 EV/PHEV 等高端

新能源车型。此外，公司 48V 混合动力系统 BMS 产品已成功应用于奔驰旗下全系列 48V 系统乘用车中。国内方面，除奇瑞、吉利、上海大众、中车等客户外，2017 年获国内南、北大众新能源平台车型项目订单。随规模的不断提升，BMS 板块经营状况持续向好。2014-2017H1，营业收入分别为 1.9 亿元、3.0 亿元、4.4 亿元、2.9 亿元；毛利率分别为 16.5%、16.8%、17.4%、19.8%。未来公司有望凭借优良的技术和客户关系，优享新能源汽车行业发展红利。

图 58：搭载均胜 BMS 的宝马 i8



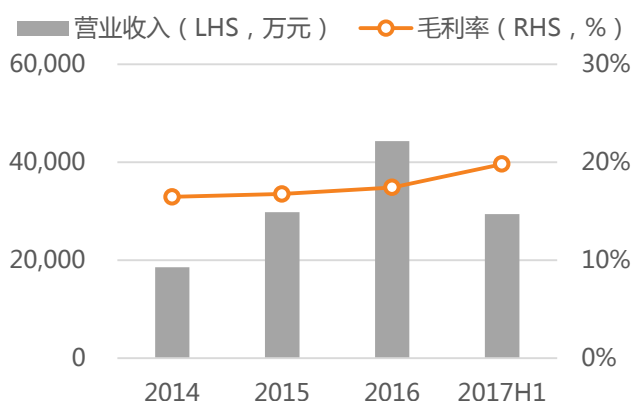
资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 59：48V 混合动力系统 BMS 产品



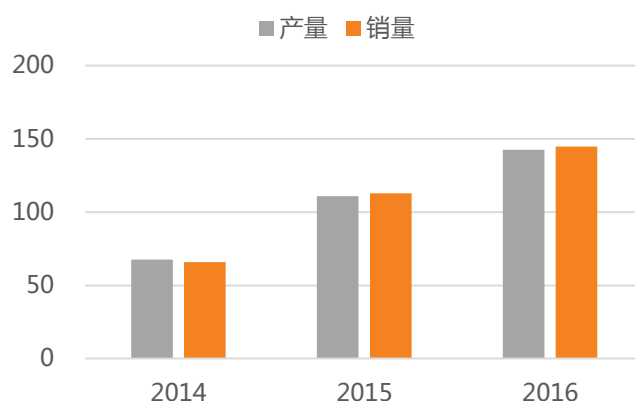
资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 60：2014-2017H1 公司新能源动力系统营业收入及毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 61：2014-2016 年公司新能源动力系统产销量 (单位：万件)



资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 投资建议

收入增长假设：

- 1) **智能汽车电子-汽车安全系统**：全资子公司 KSS 于 2016 年 6 月并表，2017 年将全年贡献利润，预计该板块业务 2017 年同比增长 51%。
- 2) **智能汽车电子-车载互联系统**：全资子公司 PCC 于 2016 年 4 月并表，2017 年将全年贡献利润，预计该板块业务 2017 年同比增长 78%。
- 3) **新能源动力控制系统**：绑定宝马、吉利、上海大众等龙头车企，受益于新能源大潮，BMS 业务将迎高速增长期，预计该板块业务 2017-2019 年保持年均 40%-50% 增长。
- 4) **工业自动化设备制造**：该业务于 2017 年 6 月剥离给母公司均胜集团。

表 5：均胜电子营收预测

业务细分	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入（亿元）	185.5	130.9	278.5	322.3	365.4
同比增长率（%）	130%	120%	50%	16%	13%
毛利率（%）	19%	18%	18%	18%	19%
主营业务收入（亿元）	182.7	128.8	275.5	319.1	361.9
同比增长率（%）	134%	160%	51%	16%	13%
毛利率（%）		19%	18%	18%	18%
智能汽车电子-汽车安全系统（亿元）	72.7	67.4	144.1	168.7	188.9
同比增长率（%）		683%	98%	17%	12%
毛利率（%）		18%	18%	18%	18%
智能汽车电子-人机交互产品（HMI）（亿元）	51.0	24.1	55.0	64.9	72.4
同比增长率（%）	14%	-7%	8%	18%	12%
毛利率（%）	25%	22%	22%	22%	22%
智能汽车电子-车载互联系统（亿元）	22.5	18.1	40.0	47.2	54.8
同比增长率（%）		189%	78%	18%	16%
毛利率（%）	12%	9%	10%	12%	13%
新能源动力控制系统（亿元）	4.4	2.9	6.6	9.8	14.2
同比增长率（%）		42%	49%	49%	50%
毛利率（%）	17%	20%	20%	21%	21%
内外饰功能件（亿元）	24.5	11.9	25.3	28.6	31.7
同比增长率（%）		7%	-2%	3%	13%
毛利率（%）	24%	25%	26%	25%	25%
工业自动化设备制造（亿元）	7.6	4.5	4.5	0.0	0.0
同比增长率（%）	36%	31%	-41%	-	-
毛利率（%）	24%	25%	25%	0%	0%
其他业务收入（亿元）	2.9	2.1	3.0	3.2	3.4
同比增长率（%）	7%	43%	5%	7%	7%
毛利率（%）	9%	16%	16%	14%	13%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：较之前盈利预测略有下调，主要由于考虑到工业自动化设备剥离等因素。

目前业内从事人机交互产品、车载互联系统等业务的公司有德赛西威、华阳集团、索林股份等，该 3 家公司 2018 年 WIND 一致预期市盈率分布于 20.5-27.9 倍之间。公司在不考虑并表高田的情况下，2018 年市盈率约为 21.5 倍。由于公司除上述业务外，仍涉及智能驾驶及 BMS 等前瞻领域，且未来利润率修复空间较大，给予公司一定的估值溢价，给予 18 年 25-30 倍的 PE 区间，对应目标价 34-40 元。

表 6：行业内的各上市公司估值对比（截止至：2018/2/22）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2017E	2018E	2017E	2018E
002920.SZ	德赛西威	200.9	6.1	7.2	32.9	27.9
002906.SZ	华阳集团	93.0	3.2	3.7	29.2	25.3
002766.SZ	索菱股份	52.7	1.7	2.6	30.6	20.5
主要竞争对手均值					30.9	24.5
600699.SH	均胜电子	273.6	12.1	12.8	22.6	21.5

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

全球经济下行，高田并购不及预期，汇率波动、车载互联网及 ADAS 普及不及预期、资金周转困难等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,424.56	9,191.00	6,495.86	5,140.12	4,253.87
应收账款	1,299.34	4,902.46	3,646.12	4,688.37	4,759.18
预付账款	51.73	283.94	280.76	344.47	357.97
存货	1,167.40	3,003.63	3,855.49	4,053.30	4,898.41
其他	1,042.15	1,385.69	628.20	1,688.02	980.26
流动资产合计	6,985.18	18,766.71	14,906.43	15,914.28	15,249.68
长期股权投资	31.29	117.09	117.09	117.09	117.09
固定资产	2,459.68	5,578.17	5,885.38	6,028.27	6,059.57
在建工程	461.58	1,072.10	679.26	455.56	303.33
无形资产	936.17	2,895.44	2,362.20	1,828.95	1,295.71
其他	535.49	8,803.05	8,093.59	8,204.13	8,342.80
非流动资产合计	4,424.21	18,465.86	17,137.52	16,634.01	16,118.50
资产总计	11,409.39	37,232.57	32,043.95	32,548.28	31,368.18
短期借款	1,772.58	3,625.48	1,340.00	360.00	240.00
应付账款	1,083.23	4,737.67	3,326.51	6,084.13	4,805.45
其他	2,718.01	3,581.78	3,281.26	2,978.01	4,040.89
流动负债合计	5,573.83	11,944.92	7,947.77	9,422.14	9,086.34
长期借款	573.74	9,113.49	7,350.00	4,860.00	2,340.00
应付债券	399.18	399.41	266.20	354.93	340.18
其他	886.24	1,930.00	1,218.55	1,344.93	1,497.83
非流动负债合计	1,859.16	11,442.90	8,834.75	6,559.86	4,178.01
负债合计	7,432.99	23,387.82	16,782.52	15,982.00	13,264.35
少数股东权益	182.17	1,141.34	1,445.57	1,736.35	2,057.26
股本	689.37	949.29	949.29	949.29	949.29
资本公积	2,253.31	10,111.84	10,111.84	10,111.84	10,111.84
留存收益	3,610.03	11,901.25	12,866.58	13,880.64	15,097.28
其他	(2,758.48)	(10,258.98)	(10,111.84)	(10,111.84)	(10,111.84)
股东权益合计	3,976.40	13,844.75	15,261.43	16,566.28	18,103.83
负债和股东权益总计	11,409.39	37,232.57	32,043.95	32,548.28	31,368.18

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	417.18	675.36	1,216.89	1,281.03	1,684.79
折旧摊销	535.74	1,049.30	678.87	694.06	704.17
财务费用	132.24	510.74	709.98	458.70	252.95
投资损失	(73.25)	(18.52)	(700.00)	(120.00)	(50.00)
营运资金变动	584.69	(735.80)	(125.95)	18.21	(505.13)
其它	(1,011.45)	(807.39)	306.89	289.01	321.21
经营活动现金流	585.16	673.69	2,086.68	2,621.02	2,407.98
资本支出	1,312.17	12,931.29	771.45	(46.38)	(102.90)
长期投资	26.37	85.80	0.00	0.00	0.00
其他	(3,181.27)	(22,040.31)	(136.77)	89.93	102.30
投资活动现金流	(1,842.73)	(9,023.21)	634.67	43.55	(0.59)
债权融资	2,872.53	13,845.31	9,243.22	5,948.59	3,376.05
股权融资	928.94	7,966.13	(562.85)	(458.70)	(252.95)
其他	345.18	(7,789.15)	(14,096.88)	(9,510.19)	(6,416.74)
筹资活动现金流	4,146.64	14,022.29	(5,416.50)	(4,020.31)	(3,293.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,889.07	5,672.76	(2,695.15)	(1,355.74)	(886.25)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,082.53	18,552.41	27,846.84	32,234.04	36,538.84
营业成本	6,332.88	15,055.79	22,794.01	26,336.83	29,760.39
营业税金及附加	9.79	26.74	37.83	43.10	50.39
营业费用	378.30	468.04	556.94	651.13	741.74
管理费用	784.01	1,736.96	2,645.45	2,997.77	3,398.11
财务费用	115.08	510.35	709.98	458.70	252.95
资产减值损失	20.00	13.35	15.10	16.15	14.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	2.66	(1.78)	0.30
投资净收益	73.25	18.52	700.00	120.00	50.00
其他	(146.49)	(37.03)	(1,405.33)	(236.45)	(100.59)
营业利润	515.72	759.69	1,790.19	1,848.59	2,370.69
营业外收入	50.26	57.57	49.10	52.31	52.99
营业外支出	7.04	7.77	6.62	7.14	7.18
利润总额	558.95	809.49	1,832.67	1,893.76	2,416.51
所得税	141.77	134.13	311.55	321.94	410.81
净利润	417.18	675.36	1,521.12	1,571.82	2,005.70
少数股东损益	17.32	221.66	304.22	290.79	320.91
归属于母公司净利润	399.86	453.69	1,216.89	1,281.03	1,684.79
每股收益(元)	0.42	0.48	1.28	1.35	1.77

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.21%	129.54%	50.10%	15.75%	13.35%
营业利润	21.55%	47.31%	135.65%	3.26%	28.24%
归属于母公司净利润	15.27%	13.46%	168.22%	5.27%	31.52%
获利能力					
毛利率	21.65%	18.85%	18.15%	18.29%	18.55%
净利率	4.95%	2.45%	4.37%	3.97%	4.61%
ROE	10.54%	3.57%	8.81%	8.64%	10.50%
ROIC	15.63%	33.18%	12.09%	11.02%	13.09%
偿债能力					
资产负债率	65.15%	62.82%	52.37%	49.10%	42.29%
净负债率	50.45%	8.20%	2.30%	6.30%	27.03%
流动比率	1.25	1.57	1.88	1.69	1.68
速动比率	1.04	1.32	1.39	1.26	1.14
营运能力					
应收账款周转率	6.64	5.98	6.51	7.74	7.74
存货周转率	7.90	8.90	8.12	8.15	8.16
总资产周转率	0.91	0.76	0.80	1.00	1.14
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.48	1.28	1.35	1.77
每股经营现金流	0.62	0.71	2.20	2.76	2.54
每股净资产	4.00	13.38	14.55	15.62	16.90
估值比率					
市盈率	68.42	60.30	22.48	21.36	16.24
市净率	7.21	2.15	1.98	1.84	1.70
EV/EBITDA	18.21	15.55	9.73	9.72	8.31
EV/EBIT	33.20	28.25	12.37	12.64	10.54

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com