

2018年04月24日

均胜电子 (600699.SH)

未来将享受汽车安全与电子产品升级红利

■均胜走的是并购成长的强势崛起之路。均胜电子是汽车零部件企业中并购成长的典范，通过外延并购，2010年公司营收仅1.5亿元，归母净利润仅1.1亿元，6年时间公司通过收购德国普瑞、QUIN、KSS等优质外资企业，在2016年实现营业收入185.5亿元，归母净利润4.5亿元，6年公司营收复合增速为122.2%，归母净利润复合增速为26.3%。

■汽车被动安全是有成长性，消费升级属性的优质零部件赛道，均胜整合KSS和高田资产有望重塑汽车安全行业格局。根据奥托立夫测算，汽车被动安全全球市场空间约200亿美元，中国市场空间约44亿美金，中国平均汽车被动安全单车价值量约160美金，相比发达国家仍有近70%提升空间，中国被动安全市场未来三年复合增速约6.4%。KSS和高田在客户和销售区域上有互补性，并且KSS+高田的营收已经逼近奥托立夫，均胜通过整合KSS和高田资产有望重塑汽车被动安全行业格局。

■主动安全是未来智能驾驶重要组成，未来8年复合增速约23%，是公司长期重点投入方向。据奥托立夫测算，2017年汽车主动安全市场空间44亿美元，未来8年复合增速约23%，在完成KSS并购后，公司对KSS在主动安全领域的资源进行了优化，并与全球智能驾驶算法龙头MOBILEYE建立了长期合作关系，加强了其视觉处理ADAS类产品，我们认为均胜安全未来有望在主动安全领域与奥托立夫一争高下。

■普瑞联手PCC，打造国内汽车电子最强音。普瑞在HMI基础软硬件产品上已有很强技术积累，叠加PCC成熟的车载信息系统软件实力，有望打造国内汽车电子最强音，享受汽车电子化智能化升级红利。

■投资建议：预计公司2017-2019年的EPS分别为1.00元、1.01元、1.37元，对应PE分别为27、27、20倍，我们认为公司是A股市场稀缺的汽车安全及智能驾驶相关标的，首次覆盖给予买入-A评级。

■风险提示：高田经营改善或存在风险；汽车电子业务拓展或低于预期；短期整合费用或压制业绩；汇率波动或有风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	8,082.5	18,552.4	24,959.6	28,007.3	31,595.9
净利润	399.9	453.7	947.3	963.5	1,297.4
每股收益(元)	0.42	0.48	1.00	1.01	1.37
每股净资产(元)	4.00	13.38	14.25	15.07	16.16

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	64.5	56.8	27.2	26.8	19.9
市净率(倍)	6.8	2.0	1.9	1.8	1.7
净利润率	4.9%	2.4%	3.8%	3.4%	4.1%
净资产收益率	10.5%	3.6%	7.0%	6.7%	8.5%
股息收益率	0.0%	0.7%	0.8%	0.8%	1.1%
ROIC	15.6%	33.2%	10.0%	5.1%	10.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

氨纶

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价：35.00元
股价(2018-04-23) 27.17元

交易数据

总市值(百万元)	25,792.18
流通市值(百万元)	25,792.18
总股本(百万股)	949.29
流通股本(百万股)	949.29
12个月价格区间	27.13/42.47元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.32	-0.85	-8.34
绝对收益	-0.37	-14.34	-11.65

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

陈怀逸

报告联系人

chenhy4@essence.com.cn
021-35082998

袁伟

报告联系人

yuanwei2@essence.com.cn
021-35082038

相关报告

内容目录

1. 均胜走的是并购成长的强势崛起之路	4
1.1. 均胜的并购成长之路：从功能件供应商到汽车电子+汽车安全系统供应商	4
1.2. 规模快速提升，业务重心向汽车电子及汽车安全倾斜	5
1.3. 公司股权集中，下属海外多家优质子公司	6
1.4. 均胜未来定位是汽车系统技术提供商	6
2. 如何看待均胜汽车安全部分的成长空间	8
2.1. 被动安全：期待均胜整合 KSS 和高田资产后对行业格局的重塑	8
2.1.1. 汽车被动安全是一个有成长性，消费升级属性的优质零部件赛道	8
2.1.2. 汽车被动安全的市场格局本已较为稳定	9
2.1.3. KSS+高田，汽车被动安全市场格局有望重塑	10
2.1.3.1. 三方产品品类布局均已较为全面	10
2.1.3.2. 整合的第一个看点在于双方整合后市占率的提升	11
2.1.3.3. 整合的第二个看点在于盈利能力的提升	12
2.2. 主动安全：汽车安全未来趋势，KSS 储备充分	13
2.2.1. 主动安全是大势所趋，2025 年将达到 250 亿美金市场空间	13
2.2.2. 均胜安全未来的研发重心在主动安全	14
3. 普瑞联手 PCC，打造国内汽车电子最强音	15
3.1. 普瑞是公司汽车电子业务的基石	15
3.2. 收购 PCC，完善智能网联布局	16
4. 盈利预测与投资建议	18
4.1. 核心业务营收增长预测	18
4.2. 投资建议	19

图表目录

图 1：2010 年到 2016 年公司营业收入翻百倍	5
图 2：2010 年到 2016 年公司归母净利润翻四倍	5
图 3：公司的四大业务板块	5
图 4：2017 年上半年公司营收主要由汽车安全和智能驾驶 HMI 构成	6
图 5：公司股权集中，下属多家海外优质子公司	6
图 6：2017 年上半年公司营收主要由汽车安全和智能驾驶 HMI 构成	7
图 7：Autoliv 对被动安全市场空间测算及预测	9
图 8：中国汽车安全部件单车价值量有极大空间	9
图 9：中国在锁紧器及主动安全带渗透率还有提升空间	9
图 10：中国汽车安全部件单车价值量有极大空间	9
图 11：全球被动安全市场中奥托立夫是绝对龙头	9
图 12：奥托立夫在 4 大核心细分市场中均排名第一	9
图 13：奥托立夫的安全气囊业务占比略高于高田	10
图 14：高田和 KSS 在客户结构上有一定互补性	11
图 15：KSS+高田有望强化北美和亚洲的销售实力	11
图 16：2016 年 KSS+高田营收接近奥托立夫	12
图 17：高田和 KSS 的产品毛利率有提升空间	13
图 18：主动安全市场正处于高速成长期	13
图 19：均胜在主动安全领域的技术布局	14

图 20: 均胜在主动安全领域与 Mobileye 合作开发出包括 360 环视等各类主动安全产品.....	14
图 21: 人机交互集成式车机产品	15
图 22: 新能源汽车快充系统 BMS.....	15
图 23: 普瑞在被均胜收购后营收增速迈上新台阶.....	15
图 24: 2015 年普瑞客户结构.....	16
图 12: 普瑞最新集成化产品	16
图 26: PCC 是德国大众主要车机系统供应商.....	16
图 27: PCC 正在开拓的国内客户	16
图 28: 主动安全市场正处于高速成长期	17
图 29: 普瑞叠加 PCC 未来有望打造智能车联 HMI 解决方案.....	17
表 1: 公司发展重大事件.....	4
表 2: 公司历史上核心并购标的信息.....	4
表 3: 车灯电子化带来价值量提升空间超过 100%.....	8
表 4: KSS 及高田均有主被动安全的全线产品布局	10
表 5: 普瑞产品及对应的竞争对手	16
表 6: 公司分业务营收预测	18

1. 均胜走的是并购成长的强势崛起之路

1.1. 均胜的并购成长之路：从功能件供应商到汽车电子+汽车安全系统供应商

均胜电子是汽车零部件企业中并购成长的典范，梳理均胜的发展我们认为可以分为三个阶段：

2004-2010，以传统功能件业务为基础切入大众、通用核心供应链。均胜电子成立于2004年，最初是以汽车注塑功能件为主业的零部件供应商，产品涉及发动机进气管、洗涤器、空调出风口等。2006年，公司开始为大众、通用、福特供货，并于2008年晋级成为大众的A级供应商，同时成为通用的全球供应商。公司通过不断创新发展，在逐步确立了产品细分市场的领先地位，在国内汽车零部件市场崭露头角

2010-2016，打开全球化并购整合之路，打造4大核心业务板块。2011年公司并购德国普瑞，是公司外延并购的开始，公司借此成功转型为全球领先的国际化汽车电子供应商。2014年公司收购了高端方向盘系统总成供应商QUIN，工业自动化及机器人集成企业IMA，结合公司原有业务，打造了高端汽车内外饰功能件，HMI人机交互系统，工业自动化集成系统，BMS新能源汽车动力控制四大核心业务板块。

2016—至今，整合资源发力优势板块，清晰定位未来汽车电子+汽车安全系统提供商。公司在2016年中报中明确提出要成为全球领先的汽车电子和安全技术提供商，后续的布局均围绕这一目标有序推进。

整合资源：2017年初公司将PrehIMAAutomation剥离，即剥离了公司业务体量较小的工业自动化业务板块。

发力优势板块：2016年公司大手笔并购汽车安全全球龙头KSS，并成立汽车安全事业部，汽车安全成为公司第一大业务板块，近期刚刚完成第二大汽车安全系统供应商高田的相关资产收购，收购成功后公司汽车安全业务体量将接近全球汽车安全龙头企业奥托立夫。同时公司并购德国智能车联技术专家TS道恩，并将之并入均胜汽车电子事业部，大幅提升了均胜汽车电子事业部的软件实力。

表 1：公司发展重大事件

时间	事件
2004	王剑锋先生创办均胜集团，主营汽车注塑功能件
2006	开始为大众、通用、福特供货
2008	晋级成为大众的A级供应商，同时成为通用的全球供应商
2010	与德国普瑞成立合资公司-宁波普瑞均胜
2011	均胜集团并购德国普瑞，均胜电子上市
2012	将普瑞注入上市公司，资源整合，成立汽车电子事业部及汽车功能件事业部
2014	收购德国IMA,在中国设立工业自动化及机器人集成公司，并购高端方向盘系统总成供应商QUIN
2016	并购汽车安全供应商KSS和国际智能车联技术专家德国TS
2017	剥离PrehIMAAutomation
2018	收购高田相关资产

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：公司历史上核心并购标的信息

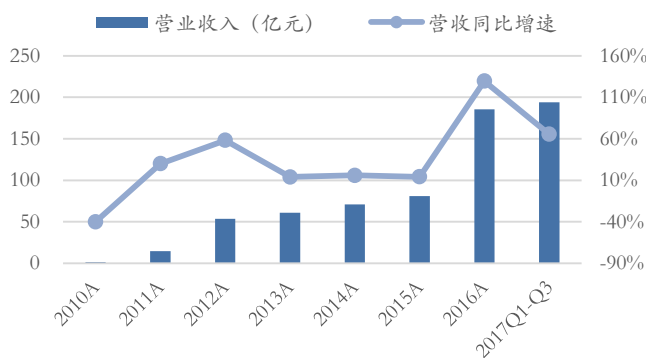
时间	并购标的	收购价格	所属事业部	主营产品	主要客户
2011.05	德国普瑞	1.2亿欧元收购 74.9%股权	汽车电子事业部	人机交互产品（HMI）： 空调控制系统、驾驶员控制系统、 传感器系统、电子控制单元	奔驰、宝马、大众等
2014.06	Preh IMA Automation	1430万欧元	——	工业自动化产品	大陆、博格华纳、科泰、宝洁等
2015.01	Quin	9000万欧元	功能件事业部	方向盘总成，内饰功能件	奔驰、宝马、大众等
2016.01	KSS	9.2亿美元	汽车安全事业部	主动安全产品、被动安全产品、 特殊产品包括保护头盔	大众、福特、通用、 克莱斯勒、现代
2016.01	德国TS（汽车信息板块）	1.8亿欧元	汽车电子事业部	车载娱乐系统、车载导航系统等	大众集团
2016.05	EVANA Automation	1950万美元	——	工业机器人，自动化系统	天合、麦格纳等
2017.06	高田资产（拟收购）	不高于15.88亿美元	汽车安全事业部	主动安全产品、被动安全产品	丰田、本田、日产等

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 规模快速提升，业务重心向汽车电子及汽车安全倾斜

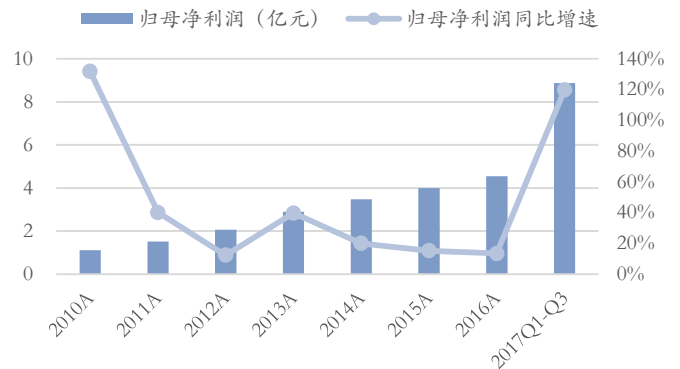
通过外延并购，6年营收规模翻百倍，归母净利润规模翻四倍。2010年公司营收仅1.5亿元，归母净利润仅1.1亿元，6年时间公司通过收购德国普瑞、QUIN、KSS等优质外资企业，在2016年实现营业收入翻百倍达到185.5亿元，归母净利润翻四倍达到4.5亿元，6年公司营收复合增速为122.2%，归母净利润复合增速为26.3%。归母净利润复合增速显著低于营业收入复合增速的原因为：1) 德国普瑞、KSS、TS等大型海外企业的净利率水平明显低于公司原有业务；2) 多次并购带来的一次性费用，以及管理整合的投入拉低了公司近些年的盈利能力。

图 1：2010 年到 2016 年公司营业收入翻百倍



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：2010 年到 2016 年公司归母净利润翻四倍



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

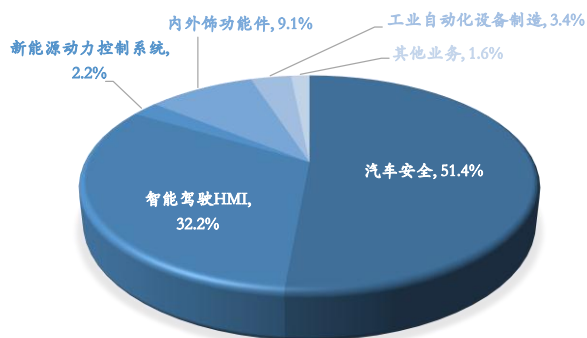
以汽车电子+汽车安全为核心的业务布局。公司在2016年中报中明确提出要成为全球领先的汽车电子和安全技术提供商，在并购了KSS及德国TS后，公司形成了以汽车安全和汽车电子为核心的4大业务板块，包括智能驾驶HMI业务板块（2017H1营收占比32.2%）、汽车安全业务板块（2017H1营收占比51.5%）、汽车功能件业务板块（2017H1营收占比9.1%）以及新能源动力控制业务板（2017H1营收占比2.2%）。

图 3：公司的四大业务板块



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 4：2017 年上半年公司营收主要由汽车安全和智能驾驶 HMI 构成

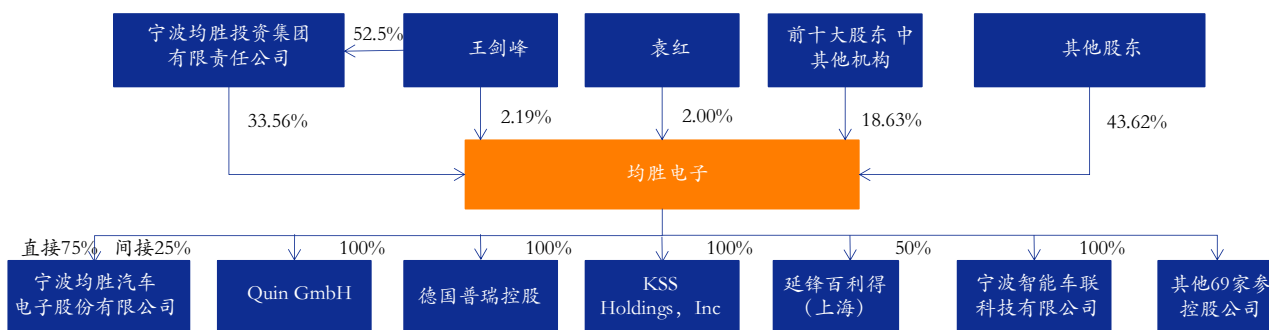


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 公司股权集中，下属海外多家优质子公司

股权结构较为集中，高管国际化管理背景丰富。公司实际控制人为王剑峰先生直接、间接持有公司 19.8% 股份。公司前十大股东持股比例约为 56.38%，股权机构相对集中。截至 2017 年中报，公司参控股公司多达 75 家，其中海外公司 52 家，海外持续扩张助力公司实现全球化和转型升级的战略目标。

图 5：公司股权集中，下属多家海外优质子公司



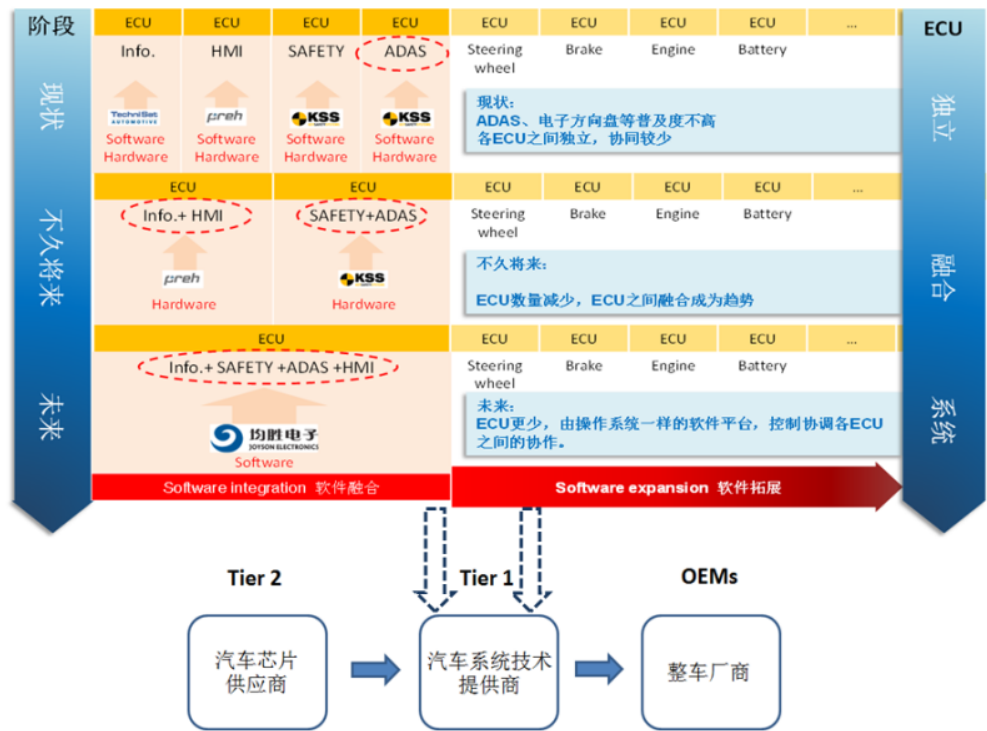
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 均胜未来定位是汽车系统技术提供商

均胜将致力于从零部件企业到技术提供商的转型升级。除各个子系统和业务的单独发展，公司同时也在推进总线层级的多系统（HMI、智能车联、主动安全等）的融合。作为行业领先的系统级供应商，均胜电子正在开发总线层面的域控制系统（Domain Controller）实现驾驶舱内电子系统的融合，为客户提供更优质的解决方案。

公司认为，未来汽车行业产业链将更多地围绕芯片、系统、整车这三个环节来发展，其中像 BOSCH、大陆、均胜这样的一级供应商将会扮演系统集成商这一角色。由于未来驾驶舱电子融合度的不断提高，以及硬件、软件融合一体化的趋势愈发明显，汽车软件及数据不仅依附于硬件，未来将更可能地定义硬件。因此，均胜将朝着集硬件、软件和数据服务为一体的技术供应商的方向不断努力前进，以最终实现从零部件企业向技术提供商的升级。

图 6：2017 年上半年公司营收主要由汽车安全和智能驾驶 HMI 构成



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 如何看待均胜汽车安全部分的成长空间

汽车安全系统主要包括被动安全系统与主动安全系统。被动安全系统是指在发生事故时汽车被动地对车内成员的保护或对被撞车辆或行人的保护的系统，涉及的相关汽车零部件包括安全带、安全气囊、转向管柱等。主动安全系统是指为预防汽车发生事故，避免人员受到伤害的安全系统，涉及的更多是带软件算法的总成系统，包括底盘主动控制系统、安全预警系统、综合安全系统。

2.1. 被动安全：期待均胜整合 KSS 和高田资产后对行业格局的重塑

2.1.1. 汽车被动安全是一个有成长性，消费升级属性的优质零部件赛道

我们仔细梳理了汽车零部件中有价值量提升趋势的几个环节，可以看到**安全气囊是其中价值量提升趋势较明显，并且价值量也较高的一个细分板块。**

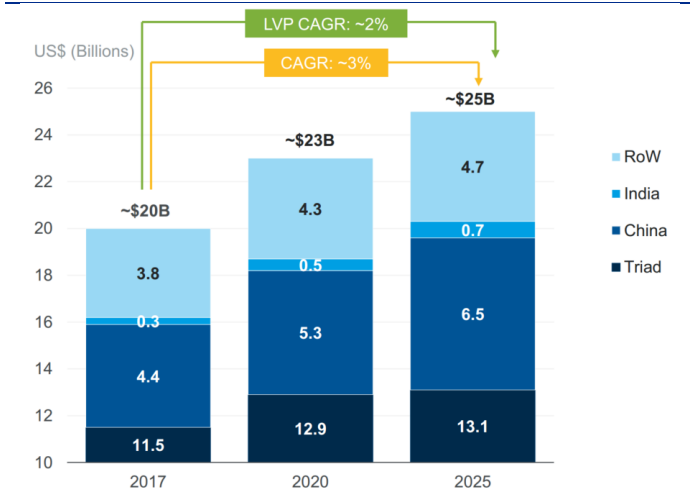
表 3：车灯电子化带来价值量提升空间超过 100%

系统分类		价值量变动	价值量增幅	标的
传动系统	MT → CVT/AT/DCT	2000-10000	400%	万里扬，银亿股份，盛瑞传动
	机械换挡器→电子换挡器	100 - 270	170%	宁波高发
制动系统	ABS→ESP	250 - 1000	300%	亚太股份，万安科技
	机械制动→IBS	-2000	纯增量市场	亚太股份，拓普集团
转向系统	机械液压转向→电子助力转向	1000 - 3000	200%	浙江世宝，耐世特
	机械式座椅→电动座椅	2400 - 3600	50%	天成自控
	被动式头枕→主动式头枕	50 - 100	100%	继峰股份，岱美股份
车身及车 身附件	普通玻璃→功能性玻璃	800 - 1600	100%	福耀玻璃
	日韩式密封条→欧式密封条	600 - 1000	67%	浙江仙通
	氙气大灯→LED 大灯	600 - 1400	133%	星宇股份，嘉利股份
	驾驶气囊→侧气囊、帘式气囊	1000-2000	100%	均胜电子、华懋科技

资料来源：专家调研（注：价值量考虑到车型不同，或有误差，仅供参考），安信证券研究中心

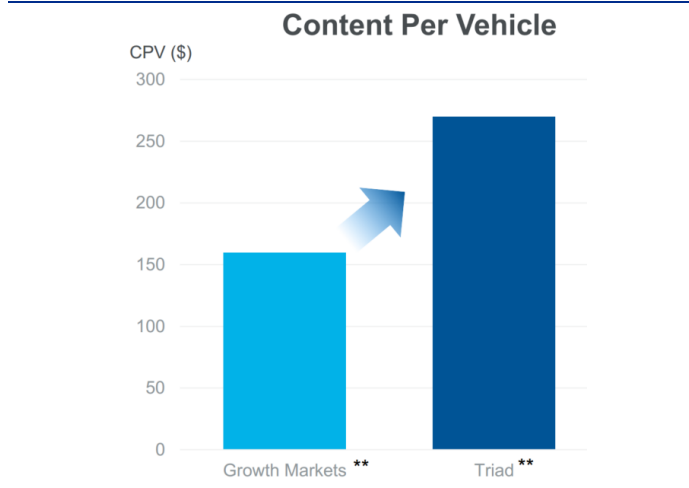
全球市场空间约 200 亿美元，中国市场空间约 44 亿美金，中国市场未来三年复合增速约 6.4%。全球汽车安全龙头奥托立夫在定期报告中对全球汽车被动安全市场空间以及未来的成长性做了测算及预测，根据其测算，2017 年汽车被动安全行业的全球空间约 200 亿美元，其中北美+西欧+日本总市场空间约 115 亿美元，中国区市场空间约 44 亿美元。预计到 2020 年汽车被动安全行业全球空间约 230 亿美元，3 年复合增速约 4.8%，中国区市场空间达到 53 亿美元，3 年复合增速约 6.4%。我们认为随着现在中国汽车消费升级的加速以及人们安全意识的提升，未来中国汽车被动安全市场增速有可能超过 Autoliv 给出的预测。

图 7: Autoliv 对被动安全市场空间测算及预测



资料来源: Autoliv 年报, 安信证券研究中心

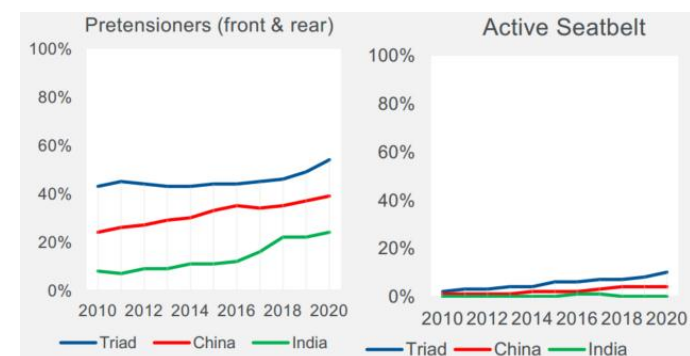
图 8: 中国汽车安全部件单车价值量有极大空间



资料来源: Autoliv 年报, 安信证券研究中心

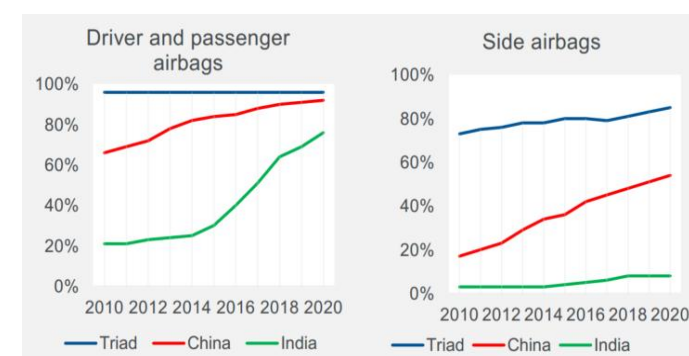
中国平均汽车被动安全部件单车价值量约 160 美金, 相比发达国家仍有近 70%提升空间。可以看到, 目前如东欧, 印度, 中国等发展中国家平均的汽车被动安全部件的单车价值量约 160 美金, 而如北美、西欧、日本等发达国家汽车被动安全件的单车价值量约 270 美金, 中国等发展中国家在侧面气囊, 帘式气囊的渗透率上仍有很大的提升空间。(注: 图 6 中的 Triad 指北美、西欧及日本, 图 7 中的 Growth Markets 指中国、印度等发展中国家。)

图 9: 中国在锁紧器及主动安全带渗透率还有提升空间



资料来源: Autoliv 年报, 安信证券研究中心

图 10: 中国汽车安全部件单车价值量有极大空间



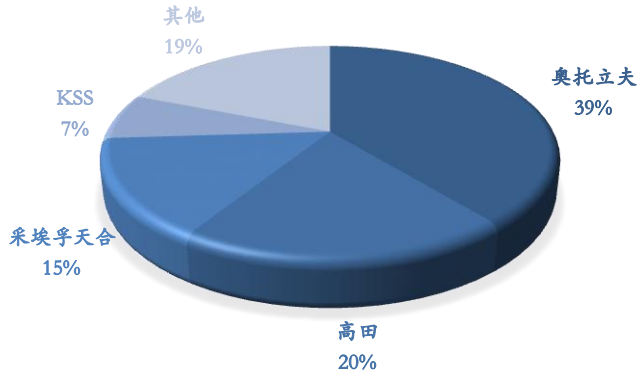
资料来源: Autoliv 年报, 安信证券研究中心

2.1.2. 汽车被动安全的市场格局本已较为稳定

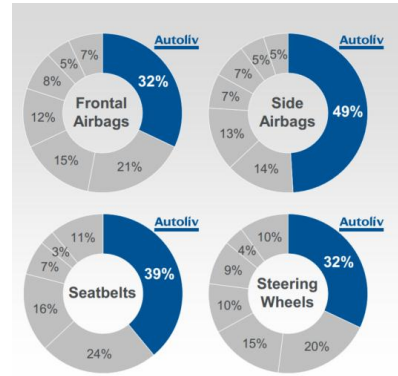
原有的被动安全市场是一个相对成熟竞争的市场, 奥托立夫是行业里的绝对领先者, 全球市占率约 39%, 排名第一。并且在安全气囊, 侧面安全气囊, 安全带, 方向盘防护这 4 大主要细分市场中, 奥托立夫市占率均排名第一。

图 11: 全球被动安全市场中奥托立夫是绝对龙头

图 12: 奥托立夫在 4 大核心细分市场中均排名第一



资料来源: Autoliv 年报, 安信证券研究中心



资料来源: Autoliv 年报, 安信证券研究中心

2.1.3. KSS+高田, 汽车被动安全市场格局有望重塑

2.1.3.1. 三方产品品类布局均已较为全面

KSS 与高田在汽车安全领域布局均已较为全面。全球几大汽车安全系统龙头均有较为全面的产品布局, KSS 和高田也都在安全气囊、气体发生器、安全带、方向盘等被动安全产品以及 ADAS 等主动安全产品上有所布局。

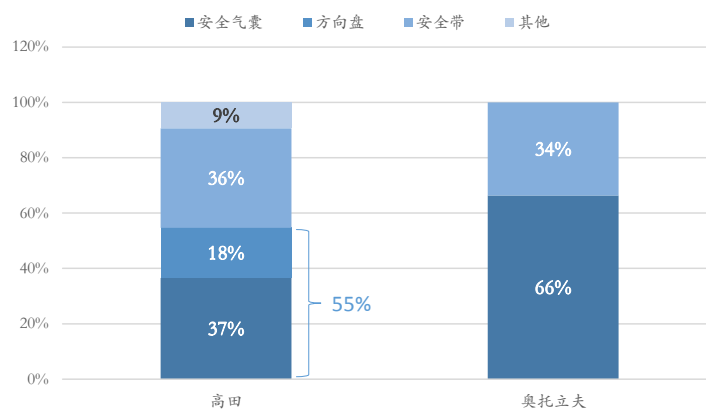
表 4: KSS 及高田均有主被动安全的全线产品布局

安全类型	产品归类	具体产品
被动安全	安全气囊	驾驶座安全气囊、副驾驶座安全气囊、自适应安全气囊、侧面安全气囊、膝部安全气囊、帘式安全气囊、乘客间的安全气囊
	气体发生器	驾驶座气体发生器、副驾驶座气体发生器、低温气体发生器、低温气体帘式气体发生器、侧面及膝部气体发生器
	安全带	搭扣内置型安全带拉力传感器、搭扣、搭扣预紧器、悬梁预紧器、
	方向盘	带加热功能的方向盘、内置安全气囊方向盘、木制/木制贴皮方向盘、集成电动方向盘
主动安全	智能驾驶	面部识别系统、驾驶员注意力监控、环绕视觉系统、智能传感器、ADAS
	事故预防	主动车身面板、消防保护、紧急避让机电设备
	整合的主被动安全	电子安全带, 触感电子方向盘, 信息娱乐

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

高田被动安全业务的产品结构和奥托立夫类似。由于 KSS 并没有详细披露自己的产品结构, 故我们仅讨论高田和奥托立夫的产品结构, 可以看到, 高田的核心产品安全气囊、方向盘、安全带的收入占比分别为 37%、18%和 36%。相比而言奥托立夫的安全气囊(含方向盘业务)、安全带业务收入占比分别为 66%和 34%, 奥托立夫中安全气囊产品占比略高于高田。

图 13: 奥托立夫的安全气囊业务占比略高于高田

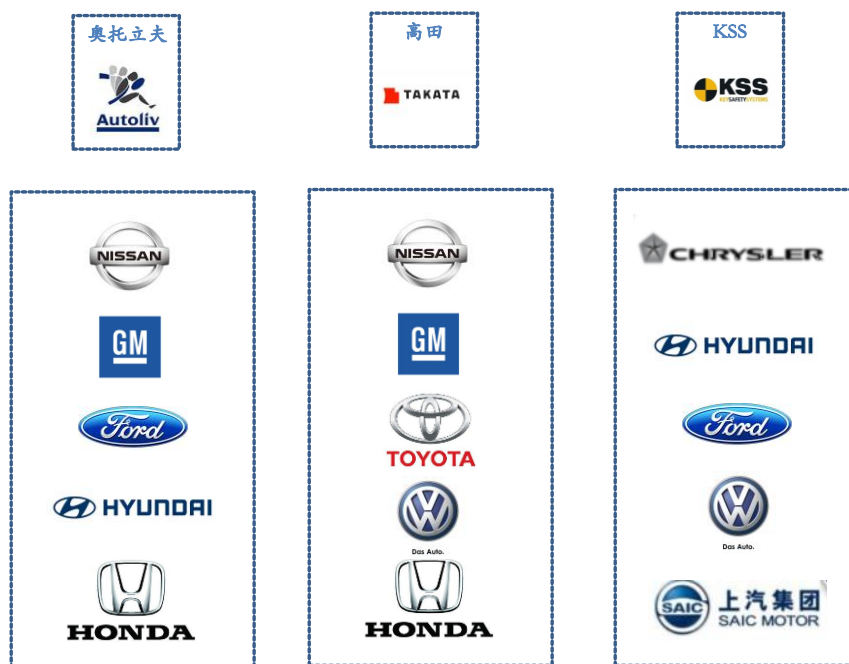


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.1.3.2. 整合的第一个看点在于双方整合后市占率的提升

客户结构上，高田和 KSS 具有一定的互补性。2016 年高田的前五大客户分别为本田、雷诺日产、通用、丰田以及大众，前五大客户营收占比约 52.9%，KSS 的前五大客户分别为大众、福特、克莱斯勒、现代、上汽，两者的客户具有一定的互补性。

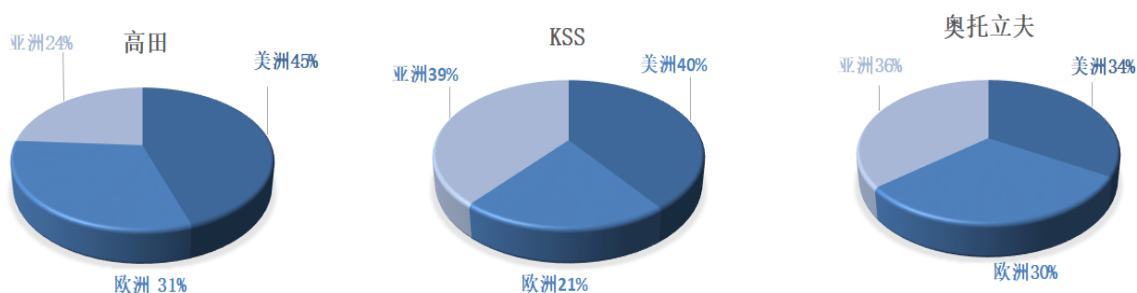
图 14: 高田和 KSS 在客户结构上有一定互补性



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

销售区域上来说，高田+KSS 有望强化北美及亚洲的销售实力。2016 年高田在北美、欧洲和亚洲的销售占比分别为 45%、31%和 24%，北美是高田主力销售区域，KSS 的北美、欧洲和亚洲销售占比分别为 40%、21%和 39%，北美和亚洲是 KSS 主力销售区域。相比而言奥托立夫的区域销售结构较为均衡北美、欧洲和亚洲的销售占比分别为 34%、30%和 36%。

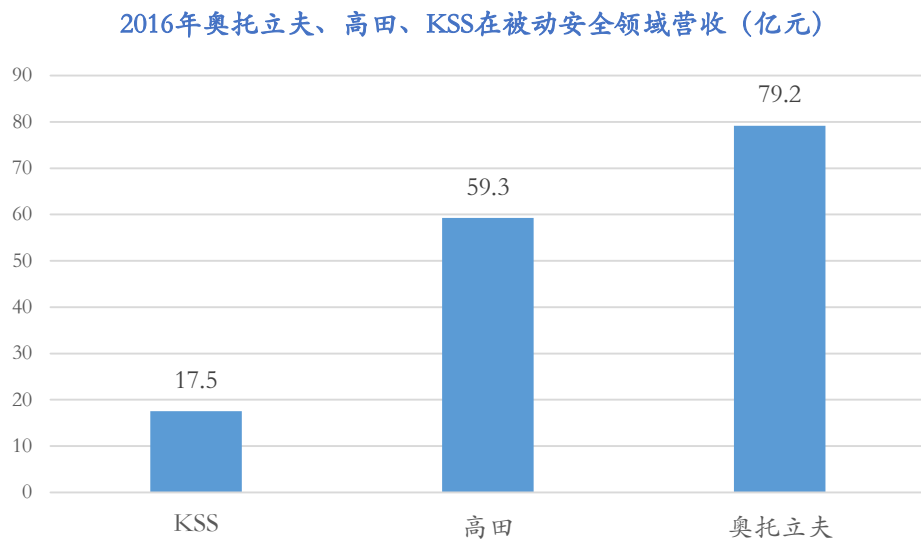
图 15: KSS+高田有望强化北美和亚洲的销售实力



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2016年KSS+高田的营收已经接近奥托立夫，后续有望超越。由于高田和KSS均以被动安全业务为主，所以我们简单将其营收作为其被动安全业务收入，通过相关年报，可以看到2016年高田和KSS的被动安全业务收入为59.3亿美元、17.5亿美元，同期奥托立夫的被动安全营收为79.2亿美元，高田+KSS的总营收已经接近奥托立夫。我们认为均胜收购高田后，随着后续KSS和高田的客户、生产销售资源整合，未来均胜安全在被动安全领域市占率有望超过奥托立夫。

图 16：2016 年 KSS+高田营收接近奥托立夫



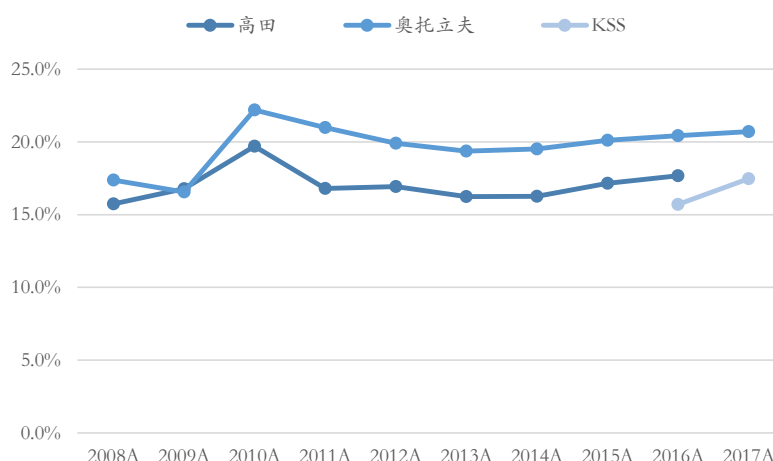
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

高田目前协议订单约 210 亿美元，2018 年预计订单量超过 50 亿美元。2017 年 11 月 21 日，宁波均胜电子股份有限公司子公司均胜安全与高田及其各区域子公司完成资产购买系列协议的签署，收购破产程序中高田除 PSAN 业务以外的资产，均胜安全与全球主要整车厂商完成系列补偿和免责协议及重组支持协议的签署，保证本次资产购买与高田安全气囊召回事件的风险隔离及未来订单的可持续性。根据与客户集团签订的系列协议，客户提供的订单总量约为 210 亿美元，其中 2018 年预计订单量超过 50 亿美元，对公司 2018 年及未来业绩贡献将视资产整合情况而定。

2.1.3.3. 整合的第二个看点在于盈利能力的提升

高田和 KSS 的产品毛利率有提升空间。一直以来除了 2009 年，奥托立夫的产品平均毛利率均高于高田，平均领先高田 3 个百分点。KSS 由于披露数据较少，只能看到 2016 年全年以及 2017 年上半年的毛利率情况，可以看到，KSS 的毛利率还要低于高田的平均水平。不考虑奥托立夫 2017 年的商誉减值情况，2017 年奥托立夫的产品净利率为 5.3%，假设高田+KSS 能达到奥托立夫的正常净利率水平 5.3%，那么 2016 年高田+KSS 可以得到 4.1 亿美金的净利润。

图 17: 高田和 KSS 的产品毛利率有提升空间



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

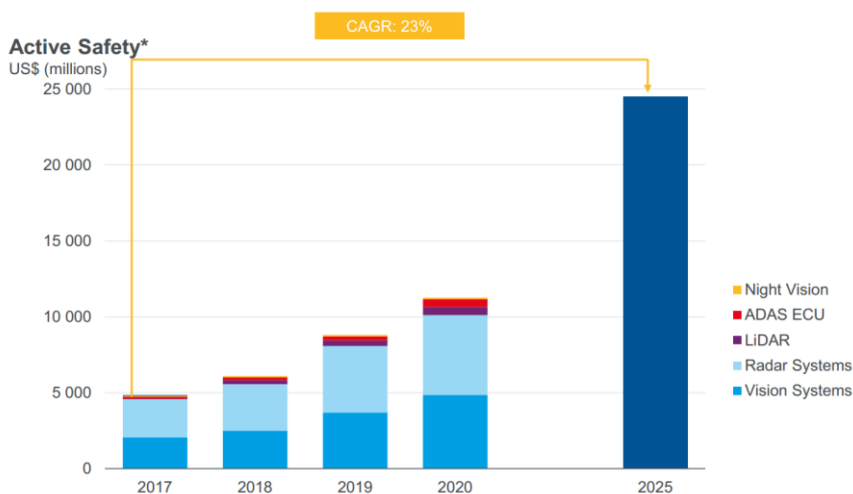
2.2. 主动安全: 汽车安全未来趋势, KSS 储备充分

2.2.1. 主动安全是大势所趋, 2025 年将达到 250 亿美金市场空间

主动安全是一个比被动安全更宽泛的概念, 涉及产品包括传感器, ECU 等。一切能够使汽车主动采取措施, 避免事故发生的安全技术, 都在主动安全的概念范畴内。比如常见的 ESP (车身电子稳定系统)、LDW (车道偏离预警系统) 以及胎压监测、盲区监测等等。主动安全的意义在于, 能够帮助驾驶者最大程度地减少事故发生率。具体到产品, 根据奥托立夫的分类, 主动安全产品主要指包括摄像头、毫米波雷达、激光雷达等传感器系统、ADAS ECU 算法部分以及夜视系统。

2017 年汽车主动安全市场空间 50 亿美元, 未来 8 年复合增速约 23%。相比被动安全行业, 主动安全行业仍处在高速发展期, 根据奥托立夫的测算, 2017 年全球主动安全市场空间约 50 亿美元, 未来到 2025 年主动安全市场空间的 8 年复合增速约为 23%, 远高于被动安全的 3% 的市场复合增速。

图 18: 主动安全市场正处于高速成长期



资料来源: 奥托立夫公告, 安信证券研究中心

2.2.2. 均胜安全未来的研发重心在主动安全

在交割完成后均胜即开始对 KSS 进行大规模整合和投入，具体整合包括对 KSS 进行增资，帮助其进行全球产能扩张，完成了对供应商 IMAGENEXT 的并购和整合，在并购后，公司对 KSS 在主动安全特别是在智能驾驶领域的资源进行了优化，形成美国、中国和韩国三大研发中心，按内部、前部和环视的类产品进行分工协作。

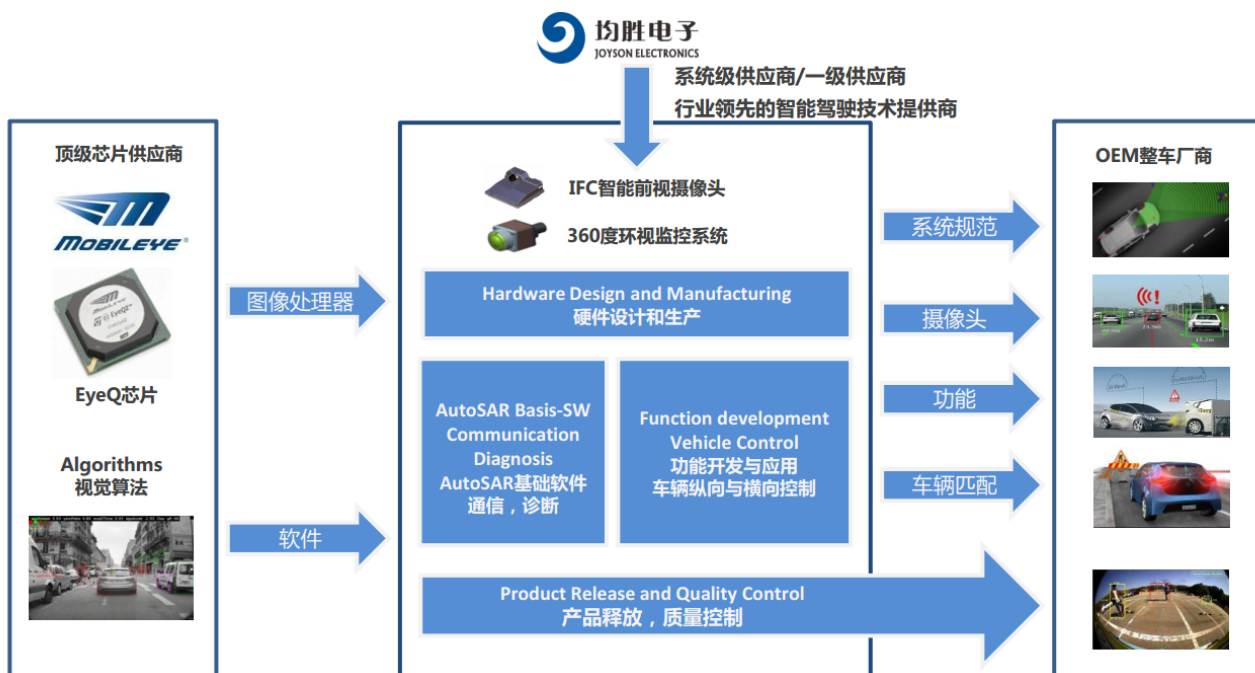
图 19: 均胜在主动安全领域的技术布局



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司又与全球知名智能驾驶算法龙头 MOBILEYE 建立了长期稳定的合作关系, 加强了其基于视觉图像处理的 ADAS 类产品。最新研发的结合 360 环视和盲点监控的技术安全网联车载系统 (OmniDrive) 在 2017 国际消费类电子产品展览会 (CES) 年度创新大奖。

图 20: 均胜在主动安全领域与 Mobileye 合作开发出包括 360 环视等各类主动安全产品



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 普瑞联手 PCC，打造国内汽车电子最强音

汽车电子信息事业部是公司的第二大事业部，汽车电子业务也是公司除汽车安全外的第二大业务板块。公司汽车电子业务的主体是普瑞和 PCC（原 TS 道恩），目前的下属产品主要包括人机交互 HMI（驾驶员控制系统、智能车联电子系统、空调控制系统、电子控制单元、传感器系统）以及新能源汽车动力控制（无线充电系统、快充系统）。

图 21：人机交互集成式车机产品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：新能源汽车快充系统 BMS



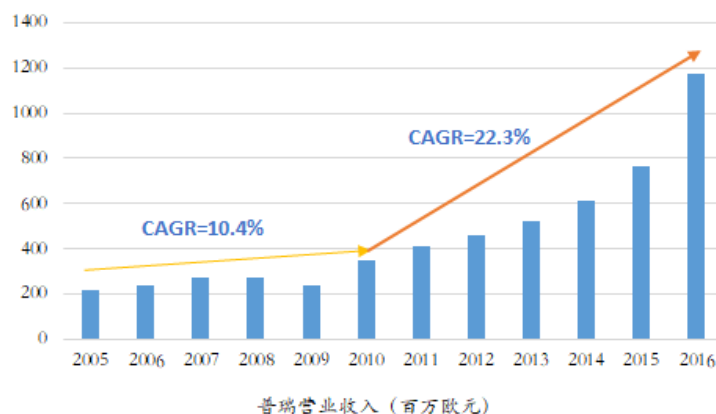
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1. 普瑞是公司汽车电子业务的基石

先合资，再并购，后注入。均胜与普瑞的合作始于 2010 年，均胜与普瑞在宁波成立合资公司宁波普瑞均胜，2011 年均胜上市，同年大股东均胜集团并购德国普瑞，2012 年大股东将普瑞资产注入上市公司，并成立了汽车电子事业部和汽车功能件事业部。

被均胜收购后，普瑞营收增速迈上新台阶。普瑞成立于 1919 年，2011 年被均胜收购，可以看到 2005-2010 在均胜收购普瑞前，普瑞 5 年的营收复合增速为 10.4%，在 2010 年均胜与普瑞开始合作成立合资公司以来，公司 2010-2016 年 6 年的营收复合增速为 22.3%，普瑞在被均胜收购后营收增速迈上新台阶。

图 23：普瑞在被均胜收购后营收增速迈上新台阶



资料来源：普瑞官网，安信证券研究中心

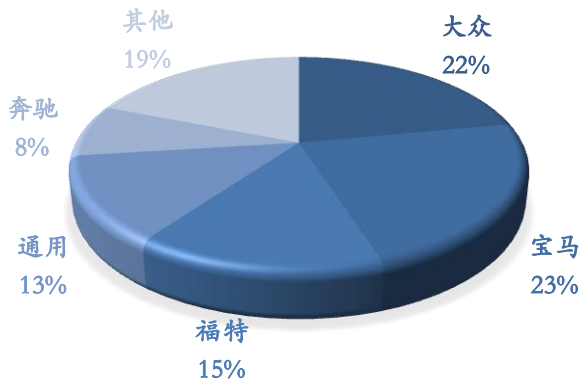
普瑞产品系齐全，客户优质。普瑞的产品分为两大类，普瑞的汽车电子产品分为车内电子系统和新能源电子两大部分，车内电子系统下面又细分出空调控制器、中控、开关等细分的功能模块，涉及多个细分市场 and 不同的竞争格局。普瑞的前五大客户是大众、宝马、福特、通用、奔驰，2015年大众和宝马分别占普瑞营收的22%和23%。

表 5：普瑞产品及对应的竞争对手

产品系	竞争对手
空调控制系统	Valeo、Continental、BHTC、Visteon、TRW
电子控制单元	Bosch、Johnson Controls、Hella
中控系统	Alps、Kostal、Marquardt
多功能开关	Alps、Kostal、Marquardt、Delphi、TRW
传感器系统	Hella、Alps

资料来源：专家调研（注：价值量考虑到车型不同，或有误差，仅供参考），安信证券研究中心

图 24：2015 年普瑞客户结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25：普瑞最新集成化产品

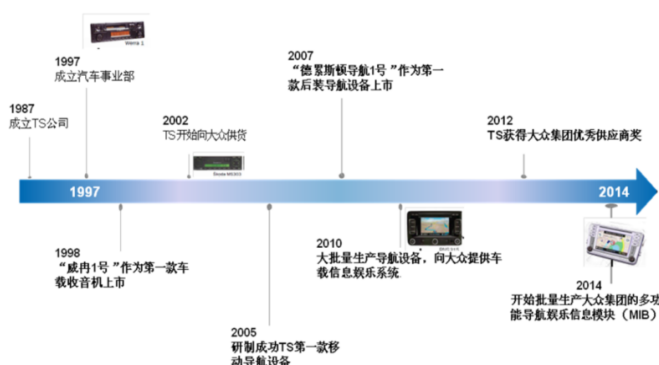


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.2. 收购 PCC，完善智能网联布局

PCC 是德国大众车载信息系统的主要开发和服务商。PCC 成立于 1997 年，致力于车载信息系统的开发和服务，2002 年开始向大众供货，2010 年大批量生产导航设备，向大众提供车载信息娱乐系统，后续又于 2014 年开始向大众提供更为先进的多功能导航娱乐系统 MIB。根据公司公告，目前大众集团几乎占 PCC 出货量 100%，包括大众集团旗下的大众、奥迪、西亚特、斯柯达等品牌供货，同时 PCC 国内团队也在积极开拓国内市场，与国内整车厂商及自主品牌的合作正在积极推进中。

图 26：PCC 是德国大众主要车机系统供应商



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27：PCC 正在开拓的国内客户



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

PCC 在汽车信息系统软件方面技术积累深厚。PCC 在汽车信息系统软件方面包括导航&辅助驾驶、车载影音娱乐、智能车联、数据安全及智能交通方面均有布局，其代表技术包括软件无线电和无线连接技术、触摸等多样化的交互控制技术、导航与驾驶辅助集成平台技术、车辆总线支持和集成技术、在线服务开发与集成技术。

图 28：主动安全市场正处于高速成长期



资料来源：普瑞官网，安信证券研究中心

普瑞叠加 PCC，打造 HMI 完整解决方案。普瑞本身在 HMI 基础软硬件产品上已有很强的技术积累，叠加 PCC 成熟的车载信息系统软件实力，均胜目前已开发出最新 HMI 中控台概念产品，产品已在 2017 年 4 月上海车展上展出，并且未来 PCC 还将可以提供全方位车联网解决方案，打造更为成熟的车网互联 HMI 系统。

图 29：普瑞叠加 PCC 未来有望打造智能车联 HMI 解决方案



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心业务营收增长预测

1) 汽车安全业务:

KSS 部分:2014-2016 年 KSS 的汽车安全部分应收规模是 13.5 亿美元、15.9 亿美元(+17.8% 同比增速)、18.0 亿美元 (+13.2%，汇率有一定误差)。预计 2017-2019 年 KSS 收入增速为 13%，12%，10%，对应营收分别为 20.3 亿美元、22.8 亿美元、25.1 亿美元。

高田部分: 根据公司公告，2018 年高田保守订单约 50 亿美金。保守预计高田 2019 年收入增速为 3%，则高田 2019 年营收为 51.5 亿美元。由于高田部分的盈利能力暂时还较难判断，暂时不考虑高田业务的并表。

2) 智能汽车电子—车载互联业务:

2017H1 营收约 18.1 亿元，预计全年营收在 38 亿元左右。根据公司披露订单，预计 2018 年 PCC 营收增速约 10%，2019 年考虑到 MIB3 量产，预计增速约 20%。

3) 汽车电子 HMI 业务:

2017H1 营收约 24.1 亿元，预计全年营收在 50 亿元左右。根据公司披露订单，预计 2018,2019 年的营收增速分别为 15%，15%。

表 6: 公司分业务营收预测

单位: 万元	2016A	2017E	2018E	2019E
总和				
营业收入	1826614	2457451	2757517	3110841
yoy		34.54%	12.21%	12.81%
营业成本	1479619	2015562	2249179	2515343
毛利率	19.00%	17.98%	18.43%	19.14%
汽车安全				
收入	726979	1308562	1465589	1612148
yoy		80.00%	12.00%	10.00%
成本	617423	1079956	1201783	1313901
毛利率	15.07%	17.47%	18.00%	18.50%
汽车电子类				
收入	510187	474474	545645	627492
yoy		-7.00%	15.00%	15.00%
成本	384783	371988	425603	483169
毛利率	24.58%	21.60%	22.00%	23.00%
新能源动力控制类				
收入	44277	53133	69073	89795
yoy		20.00%	30.00%	30.00%
成本	36564	42607	55258	70938
毛利率	17.42%	19.81%	20.00%	21.00%
车联网互联类				
收入	224822	360000	396000	475200
yoy		10.00%	10.00%	20.00%
成本	198158	326052	356400	418176

毛利率	11.86%	9.43%	10.00%	12.00%
内外饰功能件				
收入	244624	256855	269698	283183
yoy		5.00%	5.00%	5.00%
成本	184813	191408	200925	210971
毛利率	24.45%	25.48%	25.50%	25.50%
工业自动化设备				
收入	75725.4			
yoy				
成本	57877			
毛利率	23.57%			

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 投资建议

预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.01 元、1.37 元，对应 PE 分别为 27、27、20 倍，我们认为公司是 A 股市场稀缺的汽车安全及智能驾驶相关标的，首次覆盖给予买入-A 评级，目标价 35.00 元。

风险提示：高田经营改善或存在风险；汇率波动或有风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,082.5	18,552.4	24,959.6	28,007.3	31,595.9	成长性					
减:营业成本	6,332.9	15,055.8	20,471.5	22,844.3	25,547.6	营业收入增长率	14.2%	129.5%	34.5%	12.2%	12.8%
营业税费	9.8	26.7	244.6	274.5	309.6	营业利润增长率	21.6%	47.3%	86.3%	0.7%	36.2%
销售费用	378.3	468.0	456.8	504.1	568.7	净利润增长率	15.3%	13.5%	108.8%	1.7%	34.7%
管理费用	784.0	1,737.0	2,496.0	2,520.7	2,843.6	EBITDA 增长率	20.9%	100.2%	42.9%	2.9%	19.4%
财务费用	115.1	510.4	661.8	522.8	470.4	EBIT 增长率	30.6%	100.6%	62.9%	-6.3%	23.8%
资产减值损失	20.0	13.3	16.7	15.0	15.8	NOPLAT 增长率	26.8%	125.1%	62.5%	-6.1%	23.8%
加:公允价值变动收益	-	-	2.7	-1.8	0.3	投资资本增长率	6.0%	437.5%	85.9%	-41.4%	66.7%
投资和汇兑收益	73.2	18.5	800.0	100.0	100.0	净资产增长率	61.0%	248.2%	7.8%	6.9%	8.7%
营业利润	515.7	759.7	1,415.0	1,424.2	1,940.3	利润率					
加:营业外净收支	43.2	49.8	42.5	45.2	45.8	毛利率	21.6%	18.8%	18.0%	18.4%	19.1%
利润总额	558.9	809.5	1,457.5	1,469.4	1,986.1	营业利润率	6.4%	4.1%	5.7%	5.1%	6.1%
减:所得税	141.8	134.1	249.2	249.8	337.6	净利润率	4.9%	2.4%	3.8%	3.4%	4.1%
净利润	399.9	453.7	947.3	963.5	1,297.4	EBITDA/营业收入	14.3%	12.5%	13.2%	12.1%	12.8%
						EBIT/营业收入	7.9%	6.9%	8.3%	7.0%	7.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	102	78	79	67	52
货币资金	3,424.6	9,191.0	2,745.6	3,080.8	3,475.6	流动营业资本周转天数	9	18	136	141	136
交易性金融资产	-	-	2.7	0.9	1.2	流动资产周转天数	218	250	322	273	267
应收账款	1,299.3	4,902.5	5,681.7	6,326.9	7,075.2	应收账款周转天数	54	60	76	77	76
应收票据	111.2	752.7	4,705.1	1,535.5	5,490.9	存货周转天数	46	40	96	96	93
预付账款	51.7	283.9	1,818.8	377.7	1,948.2	总资产周转天数	393	472	576	481	440
存货	1,167.4	3,003.6	10,372.5	4,527.1	11,754.4	投资资本周转天数	138	198	354	325	284
其他流动资产	931.0	633.0	530.5	698.2	620.6	投资回报率					
可供出售金融资产	50.0	127.7	59.2	79.0	88.6	ROE	10.5%	3.6%	7.0%	6.7%	8.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	1.8%	2.8%	3.8%	3.7%
长期股权投资	31.3	117.1	117.1	117.1	117.1	ROIC	15.6%	33.2%	10.0%	5.1%	10.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,459.7	5,578.2	5,433.9	4,965.5	4,242.6	销售费用率	4.7%	2.5%	1.8%	1.8%	1.8%
在建工程	461.6	1,072.1	823.3	674.0	584.4	管理费用率	9.7%	9.4%	10.0%	9.0%	9.0%
无形资产	936.2	2,895.4	2,362.2	1,829.0	1,295.7	财务费用率	1.4%	2.8%	2.7%	1.9%	1.5%
其他非流动资产	485.5	8,675.4	7,965.9	8,076.4	8,215.1	三费/营业收入	15.8%	14.6%	14.5%	12.7%	12.3%
资产总额	11,409.4	37,232.6	42,618.5	32,288.0	44,909.5	偿债能力					
短期债务	1,772.6	3,625.5	7,791.8	5,700.2	6,368.9	资产负债率	65.1%	62.8%	65.0%	50.6%	61.4%
应付账款	1,083.2	4,737.7	2,380.9	5,803.0	3,435.3	负债权益比	186.9%	168.9%	185.4%	102.2%	158.9%
应付票据	104.9	116.5	1,982.6	414.3	2,274.7	流动比率	1.25	1.57	1.81	1.14	2.06
其他流动负债	2,613.1	3,465.3	2,105.3	2,645.2	2,688.9	速动比率	1.04	1.32	1.09	0.83	1.26
长期借款	573.7	9,113.5	11,942.5	60.0	10,955.4	利息保障倍数	5.52	2.50	3.14	3.72	5.12
其他非流动负债	1,285.4	2,329.4	1,484.7	1,699.9	1,838.0	分红指标					
负债总额	7,433.0	23,387.8	27,687.9	16,322.6	27,561.2	DPS(元)	-	0.20	0.21	0.22	0.29
少数股东权益	182.2	1,141.3	1,402.3	1,658.4	2,009.6	分红比率	0.0%	41.8%	21.2%	21.2%	21.2%
股本	689.4	949.3	949.3	949.3	949.3	股息收益率	0.0%	0.7%	0.8%	0.8%	1.1%
留存收益	3,610.0	11,901.3	12,579.0	13,357.7	14,389.4						
股东权益	3,976.4	13,844.8	14,930.6	15,965.5	17,348.2						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	417.2	675.4	947.3	963.5	1,297.4	EPS(元)	0.42	0.48	1.00	1.01	1.37
加:折旧和摊销	535.7	1,049.3	1,226.3	1,451.0	1,645.7	BVPS(元)	4.00	13.38	14.25	15.07	16.16
资产减值准备	20.0	13.3	-	-	-	PE(X)	64.5	56.8	27.2	26.8	19.9
公允价值变动损失	-	-	2.7	-1.8	0.3	PB(X)	6.8	2.0	1.9	1.8	1.7
财务费用	132.2	510.7	661.8	522.8	470.4	P/FCF	13.8	-10.1	-3.5	65.7	56.3
投资损失	-73.2	-18.5	-800.0	-100.0	-100.0	P/S	3.2	1.4	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	17.3	221.7	261.0	256.1	351.1	EV/EBITDA	18.1	15.5	13.4	8.9	10.3
营运资金的变动	584.7	-735.8	-14,965.6	11,966.1	-13,955.4	CAGR(%)	43.0%	34.6%	51.2%	43.0%	34.6%
经营活动产生现金流量	585.2	673.7	-12,666.6	15,057.7	-10,290.4	PEG	1.5	1.6	0.5	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-1,842.7	-9,023.2	563.1	-216.2	-210.2	ROIC/WACC	2.1	4.5	1.4	0.7	1.4
融资活动产生现金流量	4,146.6	14,022.3	5,658.0	-14,506.2	10,895.4	REP	3.1	0.5	1.0	2.4	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn	
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034