

志存高远，汽车电子龙头待腾飞

首次覆盖报告

杨华超(分析师)

杨铎(联系人)

石林(联系人)

yanghuachao@xsdzq.cn

yangduo@xsdzq.cn

shilin@xsdzq.cn

证书编号: S0280517090002

证书编号: S0280117110013

证书编号: S0280117110009

● 外延并购整合全球资源，专注布局高端零部件领域：

成立于2004年的均胜电子前身是一家以汽车功能件为主业的零部件企业。2011年至今，公司先后收购了汽车电子公司德国PREH、德国机器人公司IMA(现已剥离)、德国QUIN、汽车安全系统全球供应商美国KSS、国际智能车联技术专家德国TS(现更名为PCC)以及日本高田资产(PSAN业务除外)。通过企业创新升级和多次国际并购，公司实现了全球化和转型升级的战略目标。

● 三地研发齐发力-主动安全系统引领者在前行：

公司持续加大ADAS研发投入，目前拥有环视系统、前视系统和内视系统三大摄像头类ADAS产品，按产品类别在韩国、中国和美国形成三大研发中心。公司通过进一步的市场拓展，在原有全球客户的基础上，实现了吉利、蔚来等本土品牌的量产。

● 里程碑式突破-被动安全三足鼎立之势已形成：

在完成高田资产交割后，均胜电子将一跃成为全球第二大汽车安全产品生产厂商，均胜安全及均胜电子其他业务也将成功进入到较为封闭的日本市场，从而补齐客户结构的短板。资源、客户、业务全球分布更加均衡，面对全球宏观和行业波动时的抗风险能力得到进一步增强。

● 普瑞、PCC双剑合璧，剑指智能车联高地

未来的驾驶舱电子中HMI, Infotainment, telematics, connectivity几大功能的融合趋势越来越明显，成为各大厂商争夺的热点。PCC在该领域作为大众集团的核心供应商，正好是对均胜电子该业务的有效补充。不论是在车联网，还是在车载信息领域，都能与公司原有的HMI业务形成协同效应。通过融合普瑞和PCC的技术，均胜电子的智能车联技术层面能为实现自动驾驶和智能交通铺平道路。

● 看好公司未来业绩增长潜力，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年净利润分别为9.08、10.95、13.16亿元，对应EPS分别为0.96、1.15和1.39元。对应最新收盘价PE分别为28、23和19倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：宏观经济运行不及预期；汽车行业景气度不及预期；并购高田资产收益不及预期等

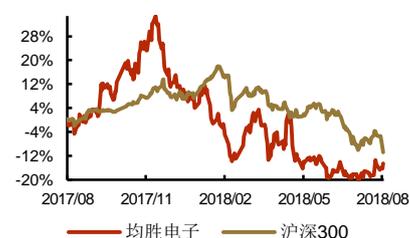
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,552	26,606	49,282	58,975	64,737
增长率(%)	129.5	43.4	85.2	19.7	9.8
净利润(百万元)	454	396	908	1,095	1,316
增长率(%)	13.5	-12.7	129.3	20.6	20.2
毛利率(%)	18.8	16.4	16.9	17.1	17.3
净利率(%)	2.4	1.5	1.8	1.9	2.0
ROE(%)	4.9	5.4	10.3	11.4	12.0
EPS(摊薄/元)	0.48	0.42	0.96	1.15	1.39
P/E(倍)	56.1	64.2	28.0	23.2	19.3
P/B(倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6

推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.08.03
收盘价(元):	26.79
一年最低/最高(元):	24.31/43.41
总股本(亿股):	9.49
总市值(亿元):	254.31
流通股本(亿股):	9.49
流通市值(亿元):	254.31
近3月换手率:	31.62%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.27	6.78	-6.45
绝对	2.18	-3.65	-16.82

相关报告

目 录

1、 外延并购整合全球资源，专注布局高端零部件领域.....	4
2、 登高莫问顶 均胜安全开启新征程.....	10
2.1、 三地研发齐发力-主动安全系统引领者在前行.....	13
2.2、 里程碑式突破-被动安全三足鼎立之势形成.....	15
2.3、 引入战略投资者，助力均胜安全各业务全面发展.....	18
3、 不断进取-均胜汽车电子业务日新月异.....	19
3.1、 推陈出新，HMI 人机交互业务稳步发展.....	19
3.2、 普瑞、PCC 双剑合璧，剑指智能车联高地.....	20
3.3、 并购北欧新能源企业，强化新能源领域布局.....	23
4、 汽车豪华智能内饰领导者.....	25
5、 均创之力，胜在未来.....	26
6、 盈利预测与投资建议.....	28
7、 风险提示.....	28
附： 财务预测摘要.....	29

图表目录

图 1: 公司发展历史.....	4
图 2: 公司业务架构.....	5
图 3: 公司核心业务概况.....	5
图 4: 公司主要客户.....	6
图 5: 公司股权结构.....	6
图 6: 公司历年营业收入.....	7
图 7: 公司历年净利润.....	7
图 8: 公司单季营业收入.....	7
图 9: 公司单季净利润.....	7
图 10: 2017 年公司各主营业务占比.....	8
图 11: 2017 年公司主要子公司营收占比.....	8
图 12: 公司历年毛利率与净利率.....	8
图 13: 公司单季毛利率与净利率.....	8
图 14: 公司历年费用.....	9
图 15: 公司历年费用率.....	9
图 16: 公司研发投入及占比.....	9
图 17: 汽车安全事业部-汽车安全产品.....	10
图 18: 汽车安全事业部客户.....	10
图 19: 汽车安全示意图.....	11
图 20: KSS 营收及毛利率.....	13
图 21: 主动安全 (ADAS) 事业部分布图.....	13
图 22: 全球汽车主动安全系统市场规模.....	14
图 23: ADAS 普及率提升推动的主动安全市场规模.....	14
图 24: 2017 年全球汽车主动安全价值 (美元/辆).....	15
图 25: 汽车主动安全价值未来增量 (美元/辆).....	15
图 26: 被动安全市场份额占比.....	16
图 27: 全球汽车被动安全系统市场规模 (十亿美元).....	16
图 28: 2017 年全球汽车被动安全价值 (美元/辆).....	17

图 29: 汽车被动安全价值未来增量 (美元/辆)	17
图 30: 欧洲、北美汽车被动安全单车价值提升量	17
图 31: 2017 年高端车与普通车被动安全单车价值差	18
图 32: 发达市场汽车被动安全单车价值趋势	18
图 33: 增资前后股权结构	18
图 34: 人机交互产品发展史	19
图 35: PREH 历年营收及增速	20
图 36: 人机交互产品历年营收及毛利率	20
图 37: PCC 全球研发及生产基地分布情况	21
图 38: PCC 生产基地	21
图 39: 智能车联业务营业收入及毛利率	21
图 40: PCC 产品	21
图 41: PCC 为整车厂提供完整的车联网解决方案	22
图 42: 根据区域全球车载信息系统市场规模	22
图 43: 根据部件全球车载信息系统市场规模	22
图 44: 为整车厂商提供稳定的电池管理系统	23
图 45: 电池管理系统工作示意图	23
图 46: 新能源汽车电子营收 (亿元) 及毛利率	24
图 47: 新能源汽车市场规模	24
图 48: 国内与全球 BMS 市场规模 (亿元)	24
图 49: 动力电池成本构成	24
图 50: 新能源车 BMS 市场规模 (亿元)	24
图 51: 均胜电子功能件和内饰产品	25
图 52: 功能件营收 (亿元) 及毛利率	25
图 53: 均胜电子产品的发展方向	26
图 54: 人使用汽车入口的解决方案	27
图 55: 均胜电子技术发展方向	27
表 1: 汽车主动安全产品及功能介绍	11
表 2: 汽车被动安全产品及功能介绍	12

1、外延并购整合全球资源，专注布局高端零部件领域

宁波均胜电子股份有限公司是一家全球化的汽车零部件优秀供应商，成立于2004年的均胜电子前身是一家以汽车功能件为主业的零部件企业。2011年至今，公司先后收购了汽车电子公司德国 PREH、德国机器人公司 IMA（现已剥离）、德国 QUIN、汽车安全系统全球供应商美国 KSS、国际智能车联技术专家德国 TS（现更名为 PCC）以及日本高田资产（PSAN 业务除外）。通过企业创新升级和多次国际并购，公司实现了全球化和转型升级的战略目标。

图1：公司发展历史



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

均胜电子是一家年轻的、志存高远的高科技公司，在全球 30 个国家拥有员工超过 70000 人。目前，拥有汽车安全、汽车电子和汽车功能件三大事业部，主要致力于汽车安全系统、智能驾驶系统、新能源汽车动力管理系统以及高端汽车功能件总成等的研发与制造。

公司的业务一直专注于国内外优秀汽车主机厂，已成为细分市场领袖及优秀供应链管理者。到现在，公司的产品已经分布各中、高端汽车品牌。凭借先进的创新设计、生产制造、品质管理及优秀服务，均胜电子已成为宝马、奔驰、奥迪、大众、通用、福特、本田和丰田等全球汽车制造商的长期合作伙伴，并屡获保时捷、大众、通用等汽车制造商优秀供应商奖。均胜电子的宗旨是成为全球优秀汽车生产商可信赖的合作伙伴，在细分市场上推动驾驶行为的变革，汽车安全和智能驾驶领域的创新者与引领者。以中国、德国、美国和日本为中心，为优秀汽车生产厂商提供，技术创新、品质优异、价格合理、物超所值的汽车零部件产品与服务。

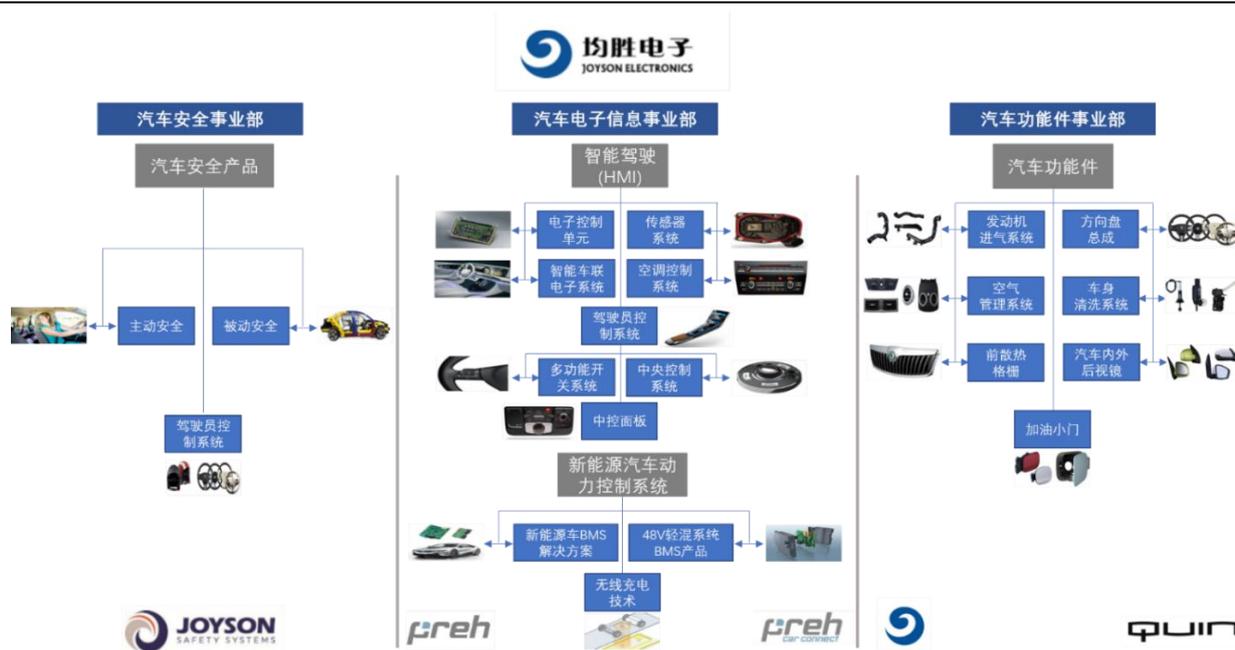
图2: 公司业务架构



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

均胜电子现营核心业务有汽车安全产品(主动安全、被动安全、驾驶员控制系统)、智能驾驶(HMI)、新能源汽车动力控制系统和汽车功能件等。多年来公司紧紧抓住汽车行业高速增长的机会, 聚焦汽车电子领域, 沿更安全、更智能、更环保的汽车电子发展主题进行持续的战略布局资源优化配置, 形成了在高端汽车电子领域的核心竞争力, 在汽车安全电子、驾驶控制电子和新能源汽车电子领域达到全球领先的水平。

图3: 公司核心业务概况



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

公司与主要整车厂商客户已形成稳固伙伴关系，积累了庞大的优质客户资源，主要客户已涵盖宝马、戴姆勒、大众、奥迪、通用、福特等全球整车厂商与国内一线自主品牌；并通过购买高田主要资产，成功进入丰田，本田等日系品牌供应体系。

公司拥有强大的垂直一体的制造能力和全球化配套体系保证，能够对客户需求做出快速反应；在全球范围内拥有 45 个主要生产基地，遍及亚洲，北美，欧洲，已实现全球化；公司在中国市场有较强的优势，能够将全球的技术水平与中国实际情况结合，更加灵活务实，有众多优秀的本土合作伙伴。

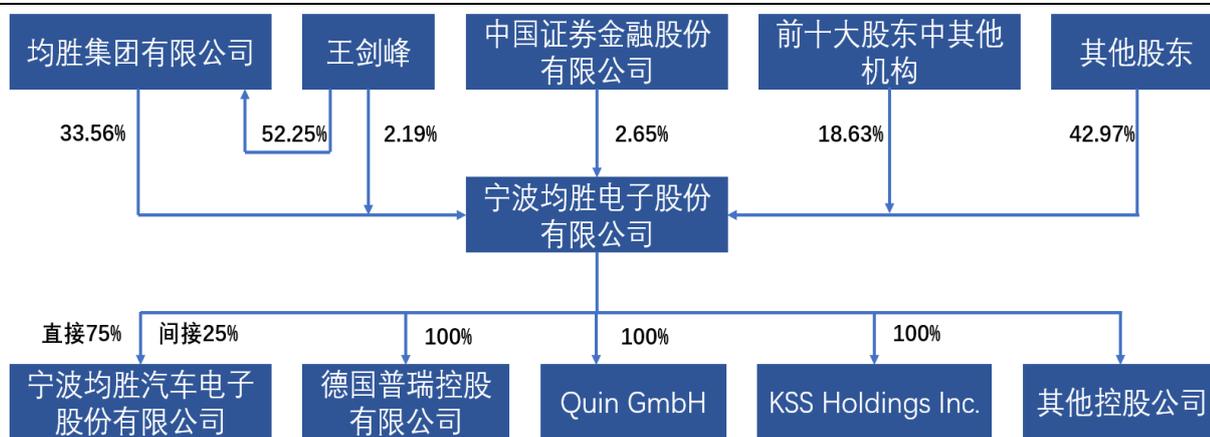
图4: 公司主要客户



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

截止 2018Q1，公司前十大股东合计持股占比 57.03%，其中，公司实际控制人为王剑峰，直接持有均胜电子 2.19% 股权，通过均胜集团间接持有均胜投资 17.26% 股权，总计持股 19.81%。公司旗下包括普瑞、Quin、JSS 等多家子公司。

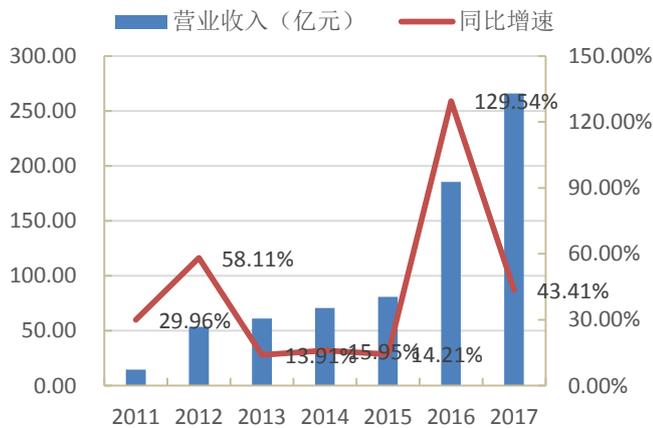
图5: 公司股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

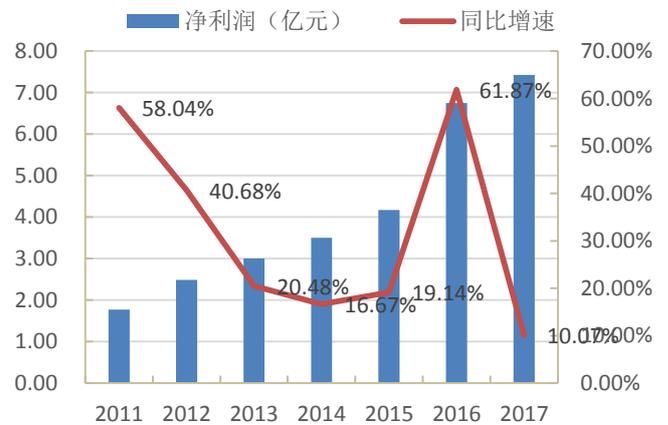
营收方面，按年度来看，受益于公司业务持续发展和 KSS 及 PCC 并表，公司 2017 年营业收入大幅增长，整体营收突破 40 亿美元。但是，2017 年公司净利润出现一定波动，主要影响因素包括：因客户年降要求对各业务的毛利率均有一定影响；安全业务（KSS）因新项目量产爬坡过程中毛利率较正常水平有所降低，影响全年毛利约 1.96 亿元。2017 年公司研发支出为 19.8 亿，同比增加 8.2 亿元，其中费用化的研发支出增加 3.3 亿元；因高田资产收购项目专门发生的各类中介服务费用约 1.11 亿元；墨西哥工厂的整合带来的一次性影响约 1.27 亿元；美国政府税改对利润一次性影响约 0.65 亿元；因 PIA 转让、政府补助和闲置资金管理产生的非经收益合计约 4.4 亿元。

图6： 公司历年营业收入



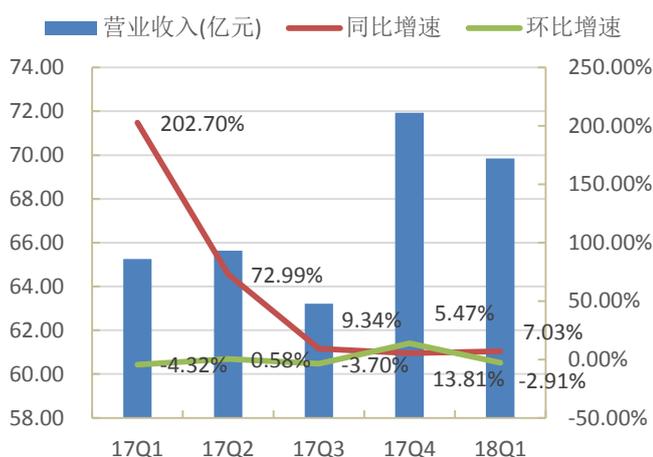
资料来源：wind，新时代证券研究所

图7： 公司历年净利润



资料来源：wind，新时代证券研究所

图8： 公司单季营业收入



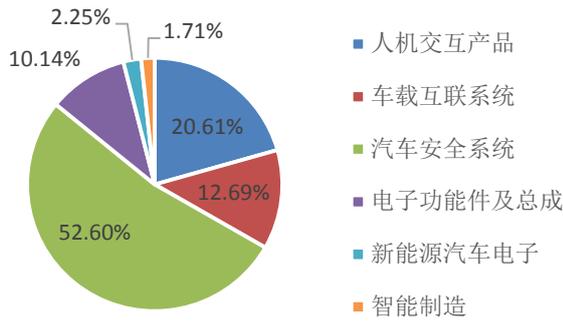
资料来源：wind，新时代证券研究所

图9： 公司单季净利润



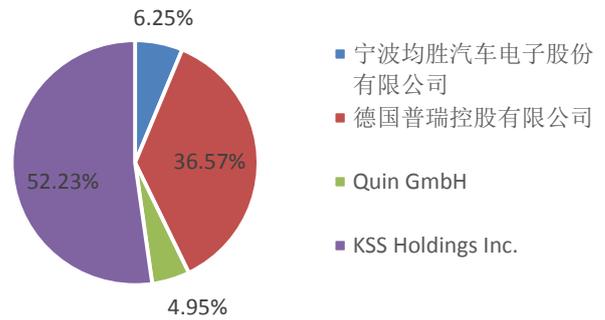
资料来源：wind，新时代证券研究所

图10: 2017年公司各主营业务占比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图11: 2017年公司主要子公司营收占比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

按季度来看, 2017Q4 公司利润出现较大幅度波动, 主要影响因素包括: 美国政府税改对净利润一次性影响约 0.65 亿元; 高田资产收购项目专门发生的一次性中介服务费用约 1.11 亿元; 四季度, KSS 因新产品的量产爬坡毛利率相对较低, 同时为新产品量产发生额外的费用和支出合计影响约 2.45 亿元; 墨西哥工厂的整合造成的一次性影响约 1.27 亿元; KSS 其他减值准备和存货核销约 0.47 亿元; 研发支出使同比管理费用增加较大。公司管理层认为: 从 2017Q3、Q4 到 2018Q1, 均胜电子经历了阶段性的低点后, 正处于一个上升的通道上。毛利率方面, 2018Q1 的毛利率在回升, 环比增长 3%, 且安全业务毛利率环比回升 2.3%, 毛利率继续回升的趋势也会保持。2018Q2 随着高田的整合效益的发挥, 均胜电子也开始慢慢走出拐点, 预计公司上半年归母口径来看, 净利润约 4-5 亿元。

图12: 公司历年毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图13: 公司单季毛利率与净利率

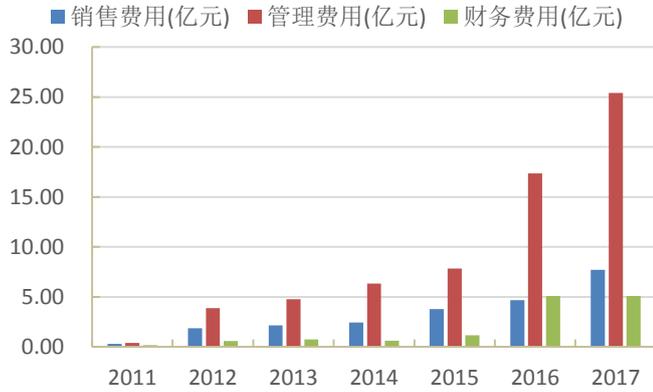


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

费用率方面, 销售费用: 除因 KSS 及 PCC 并表因素外, 2017 年公司因加大业务拓展力度获得较多新订单和新产品集中量产使销售费用有较大增长。管理费用:

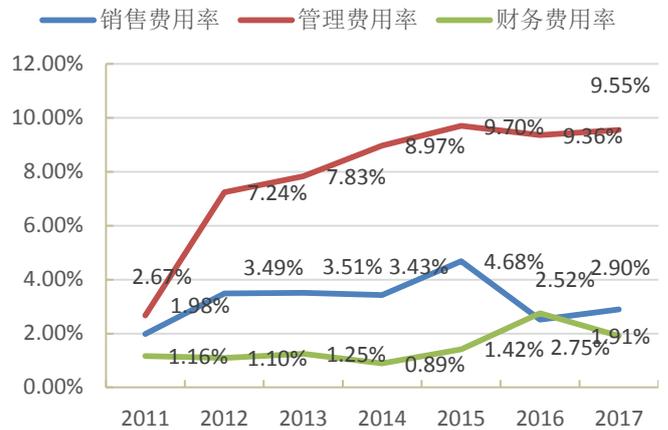
除因 KSS 及 PCC 并表因素外，2017 年公司加大研发投入，另外因高田资产收购项目有一次性费用发生，使管理费用有一定增长。财务费用：2016 年年底公司完成非公开发行募集资金归还了部分银行贷款，使公司财务费用和去年基本持平，费用率较去年同期有明显下降。

图14： 公司历年费用



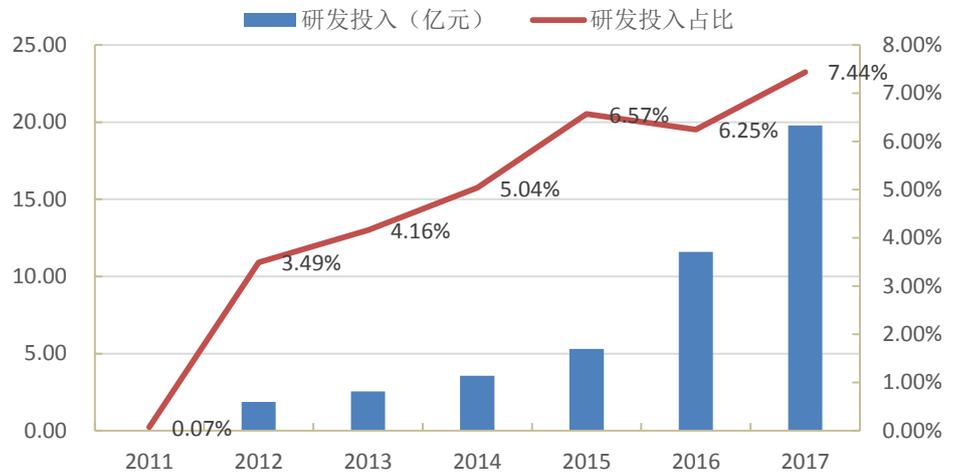
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图15： 公司历年费用率



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图16： 公司研发投入及占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

研发方面，2017 年均胜电子总和研发支出 19.8 亿，增长 8.2 亿，从结果上看，研发支出费用化的影响还是比较大。直接研发人员的数量从 2017 年年初的 2000 人增加到 2017 年年末的 3000 人。研发的提升直接支撑了 2017 年 380 亿元订单的获得。目前，公司研发投入主要针对在短期内可以看到盈利且擅长的项目，集中在 HMI, BMS 以及 ADAS。未来随着营收的增加，研发支出有望进一步增长。

2、登高莫问顶 均胜安全开启新征程

均胜电子子公司-均胜安全系统（KSS 和高田业务合并成立）是全球汽车安全系统的顶级供应商，全球总部设在美国底特律奥本山，共有中国、德国、日本和美国四个区域经营总部，其 98 个销售、工程和生产分支机构遍布全球。公司致力于为汽车市场及非汽车市场提供关键性安全组件、系统和技术。尤其在 ADAS、安全气囊、安全带和方向盘等汽车安全系统及其关键零部件的设计、开发及制造，均胜电子走在全球该领域的前沿，产品已广泛用于全球 60 多个客户的超过 300 种轿车车型。

图17: 汽车安全事业部-汽车安全产品

主动安全	被动安全	特殊产品
 <ul style="list-style-type: none"> ● 高级驾驶辅助系统(ADAS): 前视摄像头、环视摄像头、内部监控系统 ● 车辆碰撞防护: 车身防碰撞、车辆火灾保护、快速断电装置 ● 无人驾驶技术 	 <ul style="list-style-type: none"> ● 安全气囊: 驾驶员、乘客、帘式、侧面 ● 安全带: 安全带预紧器、智能安全带预紧器、安全带、气囊式安全带 ● 方向盘: 加热型、木质、触感、多功能型 ● 气体发生器: 火药型、高压气体型、混合型 	 <ul style="list-style-type: none"> ● 高端定制产品: 阿斯顿马丁/法拉利/玛莎拉蒂豪华品牌方向盘, 碳纤维内饰、定制方向盘等 ● 小众市场安全产品: 航空用、工业车辆用气囊、安全带等 ● 消费者保护装置: 新型充气式安全头盔、防摔倒保护气囊

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图18: 汽车安全事业部客户



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

目前，汽车安全系统主要分为两大类：主动安全与被动安全。主动安全就是在事故将要发生时操控制动或者转向系统避免事故的发生；主动安全产品包括：ABS、EBD、牵引力控制系统、电子稳定控制系统等。被动安全则是在事故发生以后，保护车内车外人员安全，将损失降到最低；被动安全产品包括：安全气囊、安全带、电子设备、方向盘等。有这两大安全系统的保护，可以让行车安全更加有保障。

图19： 汽车安全示意图



资料来源：百度图库，新时代证券研究所

表1： 汽车主动安全产品及功能介绍

主动安全系统	功能
防抱死制动系统 (ABS)	在汽车制动时，自动控制制动器制动力的的大小，使车轮不被抱死，处于边滚边滑（滑移率在 20%左右）的状态，以保证车轮与地面的附着力在最大值。
电子制动力分配 (EBD)	在汽车制动的瞬间，高速计算出四个轮胎由于附着不同而导致的摩擦力数值，然后调整制动装置，使其按照设定的程序在运动中高速调整，达到制动力与摩擦力(牵引力)的匹配，以保证车辆的平稳和安全。
牵引力控制系统 (TCS/ASR/TRC)	在汽车起步、加速的时候，TCS 能对驱动轮进行控制，它既能控制制动，同时也能控制发动机输出。防止驱动轮出现打滑现象，以维持车辆行驶方向的稳定性。
紧急制动辅助系统 (EBA)	在遇到突发情况需要紧急制动的时候,EBA 通过驾驶员踩刹车踏板的速度来分析驾驶员刹车意图,当 EBA 察觉驾驶员踩制动踏板的制动压力过于惊慌,EBA 则会在几毫秒的时间内迅速给刹车施加最大的制动力。
上坡辅助系统 (HAC)	当车辆在坡路停车后重新起步时，系统会自动控制制动器几秒的时间，防止车辆下滑，从而提升坡路起步时的行驶安全性。
车身电子稳定系统 (ESP)	ESP 综合了 TCS、ABS、EBD 系统，还加装了横摆角度传感器、轮速传感器、侧向加速度传感器、转向角度传感器等，在行驶过程中，传感器不断给 ECU 发送信号，当 ECU 分析到车辆出现侧滑情况时，会迅速根据需要，对油门和制动系统进行控制和修正，使车辆可以正常行驶。
车道偏离预警系统 (LDWS)	通过状态感知模块知道路和车辆状态，然后由车道偏离评价算法对车道偏离的可能性进行评价。当驾驶员没有打转向灯，并且时速超过一定时速的时候，车轮触碰或跨越任意一侧车道线时，系统将发出同侧警示声音，并亮起同侧警示灯以提醒驾驶员。

主动安全系统	功能
前碰撞预警系统 (FCW)	通过雷达系统来时刻监测前方车辆,判断本车于前车之间的距离、方位及相对速度,当存在潜在碰撞危险是对驾驶者进行警告。FCW 系统本身不会采取任何制动措施去避免碰撞或控制车辆。
碰撞缓解系统 (CMB)	当危险出现的时候,系统首先会发出警示讯号提醒驾驶员,如果驾驶员没有采取操作的话,系统将会主动介入控制车辆,根据情况自动刹车。
自适应巡航 (ACC)	在车辆行驶过程中,安装在车辆前部的车距传感器(雷达)持续扫描车辆前方道路,同时轮速传感器采集车速信号。当与前车之间的距离过小时,ACC 控制单元可以通过与制动防抱死系统、发动机控制系统协调动作,使车轮适当制动,并使发动机的输出功率下降,以使车辆与前方车辆始终保持安全距离。
自动制动系统 (AEB)	采用雷达测出与前车或者障碍物的距离,然后利用数据分析模块将测出的距离与警报距离、安全距离进行比较,小于警报距离时就进行警报提示,而小于安全距离时即使在驾驶员没有来得及踩制动踏板的情况下,AEB 系统也会启动,使汽车自动制动,从而为安全出行保驾护航。
并线辅助系统 (LCA)	并线辅助系统也称盲区监测,通过安装的电子控制系统,在左右两个后视镜内或者其他地方提醒驾驶者后方安全范围内有无障碍物或来车。从而消除视线盲区,提高行车安全,对初学驾驶者帮助很大。

资料来源:太平洋汽车网,腾讯汽车,新时代证券研究所

表2: 汽车被动安全产品及功能介绍

被动安全系统	功能
安全带	固定乘员身体以避免发生碰撞。
预紧式安全带	当汽车发生碰撞事故的一瞬间,乘员尚未向前移动时它会首先拉紧织带,立即将乘员紧紧地绑在座椅上,然后锁止织带防止乘员身体前倾,有效保护乘员的安全。
安全气囊	当车辆前端发生了强烈的碰撞,安全气囊就会瞬间“蹦”出来,垫在方向盘与驾驶者之间,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	当侧门受到撞击时,坚固的防撞杆能大大减轻侧门的变形程度,从而能减少汽车撞击对车内乘员的伤害。
安全玻璃	主要分为钢化玻璃和夹层玻璃,钢化玻璃的好处就是强度高,即便受到撞击碎裂,也会形成无棱角碎玻璃。夹层玻璃有三层,在中间采用硬度较高的可粘合玻璃,在受到撞击的时候,能粘合住里外两层,碎渣不会到处跑。

资料来源:百度文库,搜狐汽车,新时代证券研究所

近年来,均胜电子发展迅猛,在汽车安全领域拥有强大的核心竞争力。公司是全球少数几家具备主动、被动安全技术整合能力的公司,从上世纪起开始涉足汽车安全产品市场,经过多年的发展,已建立了非常丰富和完整的数据库,储备了大量专利,为后续产品和系统研发奠定良好基础。公司目前拥有的专利覆盖主被动安全的各个领域。这些都是公司在汽车安全领域强劲的创新优势。

2017 年 KSS 安全业务全年营业收入达 138 亿元,并获得 22 亿美元新增订单,总的在手订单量超过 100 亿美元。公司通过签署收购高田除 PSAN 气体发生器以外的全球主要资产协议,获取原高田客户集团提供的约 210 亿美金订单,其中 2018 年预计订单量不少于 50 亿美元。

因在 2017 年下半年,有大量新项目开始试投产,新产品尚处于量产爬坡阶段,使成本增加,毛利率受到一定影响;预计到半年报,毛利润率将会恢复到 16-18% 的行业平均水平。同时新产品的研发投入同比也有较大幅增长,使净利也受到一定影响。另外,因美国政府税改影响,KSS 一次性计提海外子公司利润汇回税,对利润也有影响。

图20: KSS 营收及毛利率

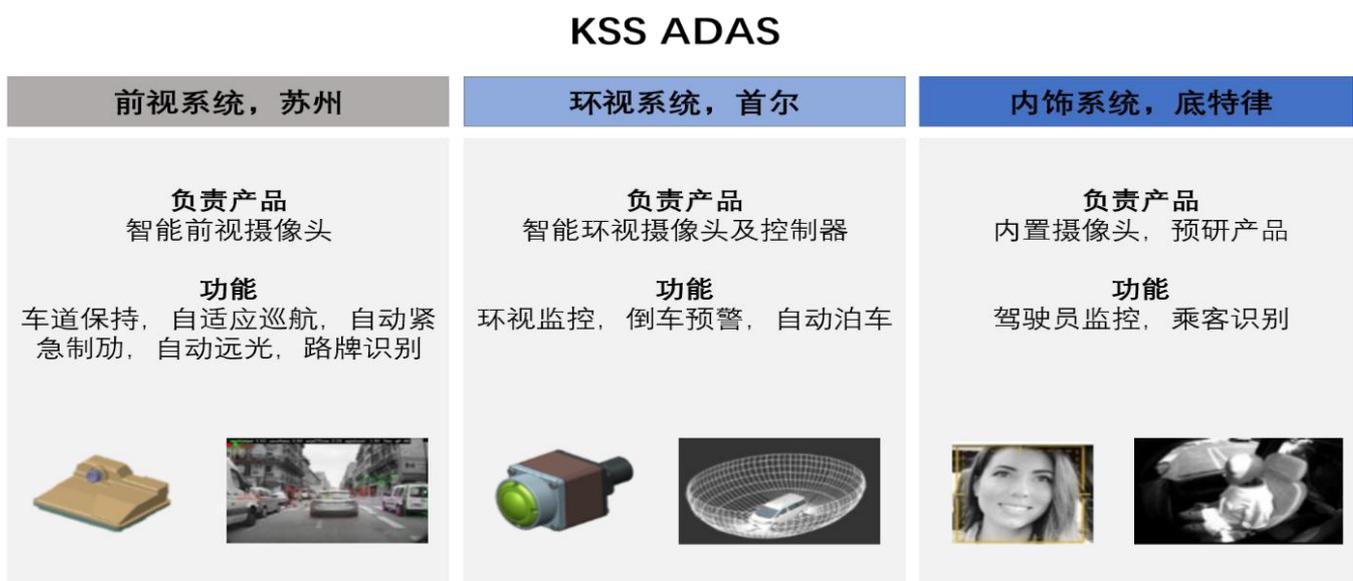


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2.1、三地研发齐发力-主动安全系统引领者在前行

主动安全系统主要是利用各种电子感应控制系统和机械系统, 将汽车的行驶状态监控在行车电脑中, 当发生碰撞或是出现行驶危险时, 主动安全系统会预估碰撞系数, 然后提醒驾驶员谨慎行驶, 在紧急情况下还会主动介入行驶控制。简单来说, 主动安全系统就是行驶安全的第一道屏障, 防患于未然, 避免危险情况和事故的发生。提供最大的安全保护乃至拯救生命的意义远比传统的被动安全保护要大。均胜电子旗下的 JSS 公司一直走在主动安全领域前沿, 公司为驾乘者以及他们周边的人提供主动安全产品, 例如高级自动驾驶辅助、事故预防和整合的主被动安全产品等。

图21: 主动安全 (ADAS) 事业部分布图



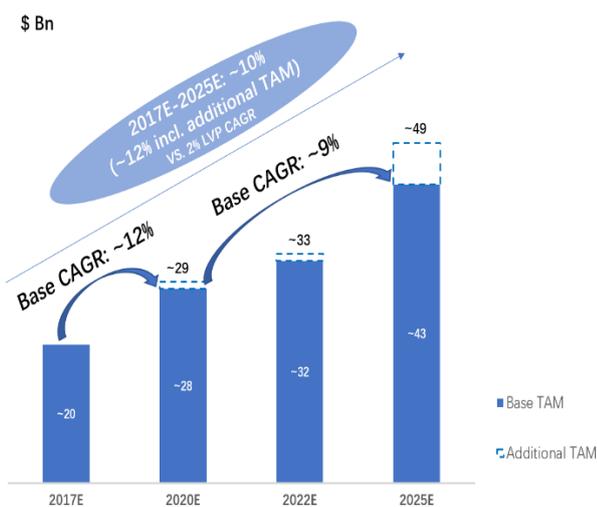
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2017年，JSS主动安全产品保持较快增长，年内获得新增订单超过1亿美元，在手订单总量超过2.4亿美元。公司持续加大研发投入，目前拥有环视系统、前视系统和内视系统三大摄像头类ADAS产品，按产品类别在韩国、中国和美国形成三大研发中心。公司通过进一步的市场拓展，在原有全球客户的基础上，实现了吉利、蔚来等本土品牌的量产。

消费者对安全性、舒适性、方便性提升的需求日益增长；主机厂品牌的差异化竞争；日益严格的监管及高安全等级的要求；辅助驾驶向自动驾驶的进化以及更高等级的自动驾驶带来显著的单车价值量的提升等因素都推动着主动安全系统市场规模不断扩大。Veoneer数据显示，全球汽车主动安全系统市场规模将从2017年的200亿美元增长至2020年的280亿美元，年复合增长率为12%，预计到2025年全球市场规模将达到430亿美元。由ADAS普及率提升推动的主动安全市场规模将从2017年的50亿美元增长至2020年的110亿美元，年复合增长率为33%，预计到2025年全球市场规模将达到240亿美元。

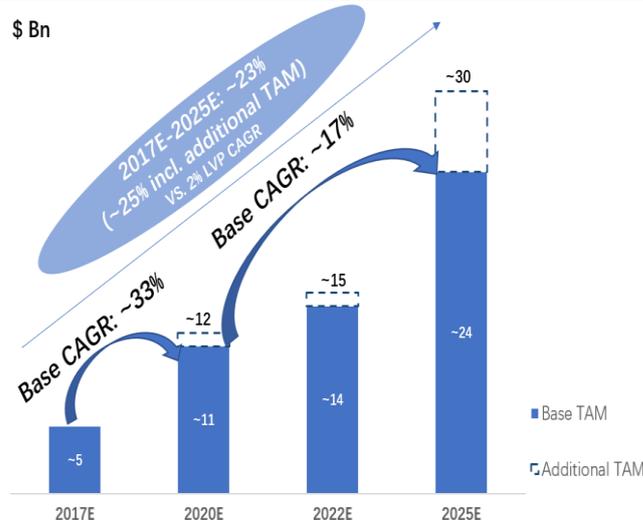
单车价值角度来看，2017年全球汽车主动安全平均价值为50美元/辆。到2025年，全球汽车主动安全平均价值将突破220美元/辆。目前，发展中国家的主动安全单车价值与日本、北美、欧盟等相比，还存在较大的差距，未来市场潜力无限。

图22: 全球汽车主动安全系统市场规模



资料来源: Veoneer 预测, 新时代证券研究所

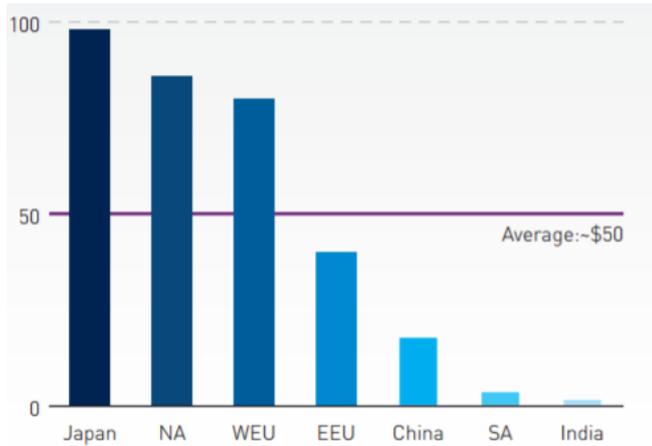
图23: ADAS普及率提升推动的主动安全市场规模



资料来源: Veoneer 预测, 新时代证券研究所

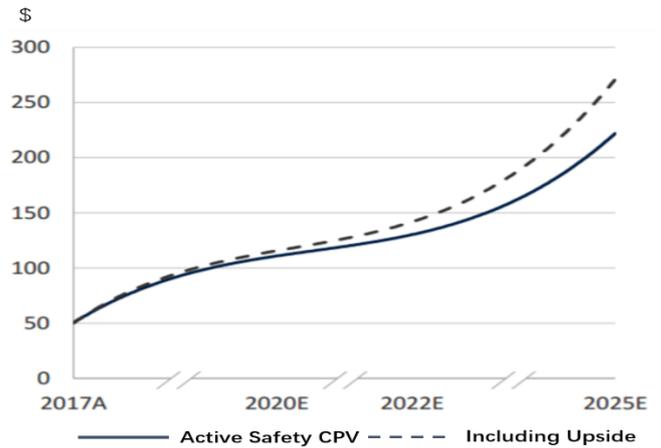
(1) TAM (Total Addressable Market); Active Safety Market includes Radar (Front/Side/Rear), Forward looking Cameras (Mono/Stereo/Night Vision), ADAS ECU and LiDAR (2) Includes additional Active Safety Market TAM from Driver Monitoring, Digital Mapping, Connectivity System-V2V

图24: 2017年全球汽车主动安全价值(美元/辆)



资料来源: Veoneer, 新时代证券研究所

图25: 汽车主动安全价值未来增量(美元/辆)



资料来源: Veoneer 预测, 新时代证券研究所

(3) Active Safety Market CPV includes Radar (Front/Side/Rear), Forward looking Cameras (Mono/Stereo/Night Vision), ADAS ECU and LiDAR (4) Includes additional Active Safety Market CPV from Driver Monitoring, Digital Mapping and Connectivity System-V2V

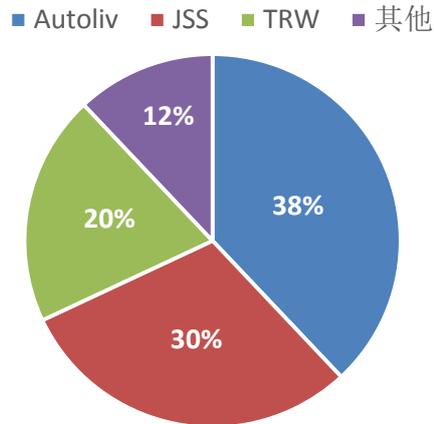
2.2、里程碑式突破-被动安全三足鼎立之势形成

JSS 的被动安全技术是保障各个年龄层的驾乘者的最基本的保护。从安全气囊模块和碰撞传感器,到集成式张力传感器和充气式安全带,还有重要的混合式充气装置, JSS 始终在最新的碰撞保护技术保持着引领者的地位。

2017 年,均胜电子抓住汽车安全市场格局变化的机遇,签署了收购高田除 PSAN 气体发生器以外的全球主要资产协议。高田是一家全球领先的汽车安全系统制造商,成立于 1933 年,其主要产品包括汽车安全带、安全气囊系统、方向盘、主动安全电子产品及其他非汽车类安全产品。高田从 1960 年开始进入汽车安全领域生产汽车安全带,并逐渐将业务扩大到其他汽车安全类产品,如安全气囊,方向盘等。高田通过全球领先的平台为客户提供整套的汽车安全产品,与日本、北美和欧洲所有主要的汽车 OEM 厂商如宝马、奔驰、大众、福特、通用、丰田、本田和尼桑等都有长期稳定的合作关系。高田目前在全球 20 个国家拥有 56 个生产基地,全球员工约 46000 名。2016 财年,高田的营收达到 64 亿美元。在完成高田资产交割后,均胜电子将一跃成为全球第二大汽车安全产品生产厂商,均胜安全及均胜电子其他业务也将成功进入到较为封闭的日本市场,从而补齐客户结构的短板。资源、客户、业务全球分布更加均衡,面对全球宏观和行业波动时的抗风险能力得到进一步增强。

作为行车安全保障的最后防线,被动安全产品的安全性与稳定性至关重要。因此行业壁垒较高,很少有其他竞争对手能进入,市场相对稳定。在完成对高田资产收购后,市场基本形成三足鼎立的态势。

图26: 被动安全市场份额占比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

受益于新兴市场人均 GDP 的增长, 更严格的安全评级和规定, 消费者对道路安全的需求, 安全气囊数量的增加以及安全气囊新的布置方法(如膝部安全气囊), 全球汽车被动安全系统市场规模将从 2017 年的 210 亿美元增长至 2020 年的 230 亿美元, 年复合增长率为 3%, 预计到 2025 年全球市场规模将达到 260 亿美元。

图27: 全球汽车被动安全系统市场规模 (十亿美元)

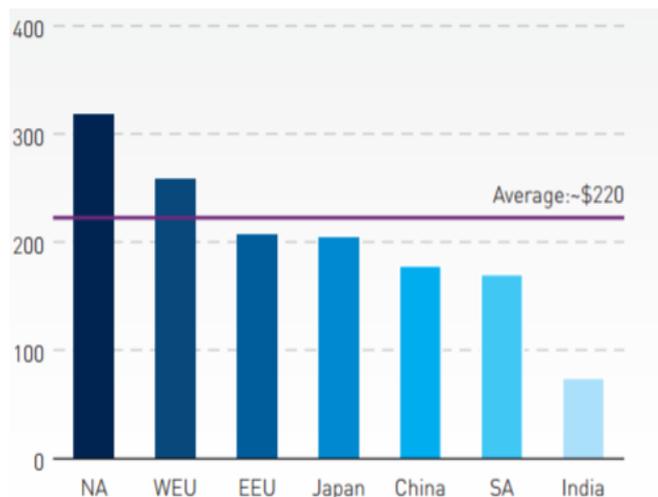


资料来源: Autoliv 预测, 新时代证券研究所

(1) Company market estimates include seatbelts, airbags, steering wheels, based on IHS LVP data from April, 2018

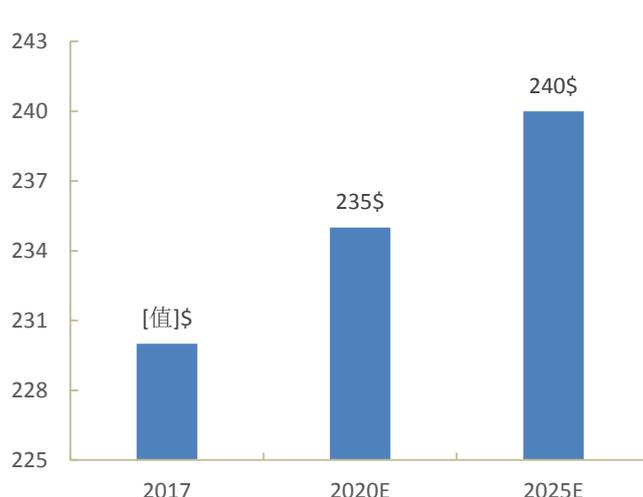
(2) Developed Markets: North America, Western Europe, Japan and South Korea

图28: 2017 年全球汽车被动安全价值 (美元/辆)



资料来源: Autoliv, 新时代证券研究所

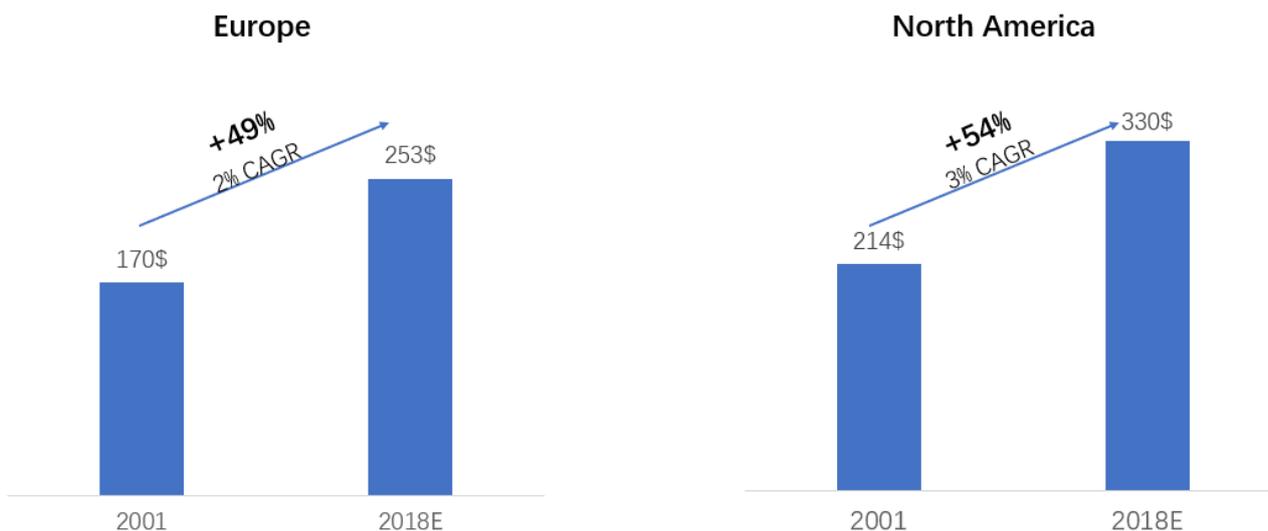
图29: 汽车被动安全价值未来增量 (美元/辆)



资料来源: Autoliv 预测, 新时代证券研究所

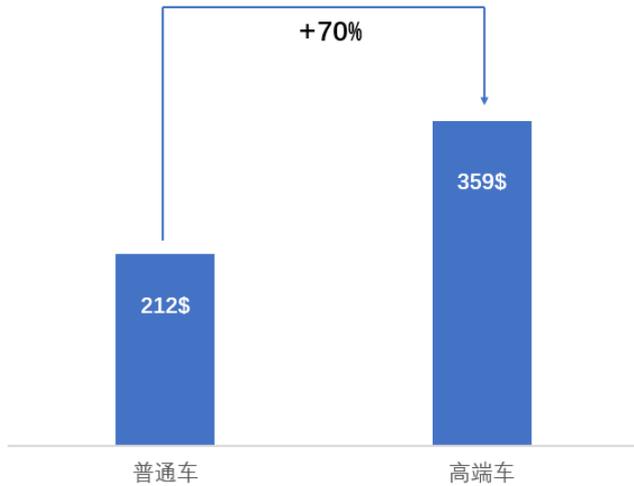
单车价值角度来看,2017 年全球汽车被动安全平均价值为 220 美元/辆。到 2025 年,全球汽车主动安全平均价值将突破 240 美元/辆。目前,东欧、日本、中国等的被动安全单车价值与北美、西欧等相比,还存在较大的差距,参考西方发达国家被动安全单车价值提升量,新兴市场未来将推动单车价值的提升。此外,消费升级-高端车消费趋势也将推动汽车被动安全单车价值的提升。Autoliv 数据显示,高端车被动安全价值比普通车高 70%,且价值差会逐步缩小,未来单车价值增量可期。

图30: 欧洲、北美汽车被动安全单车价值提升量



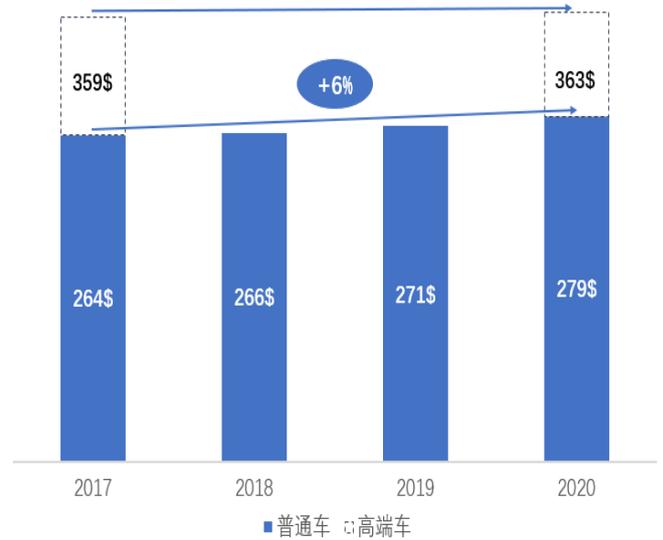
资料来源: Autoliv 预测, 新时代证券研究所

图31: 2017年高端车与普通车被动安全单车价值差



资料来源: Autoliv, 新时代证券研究所

图32: 发达市场汽车被动安全单车价值趋势

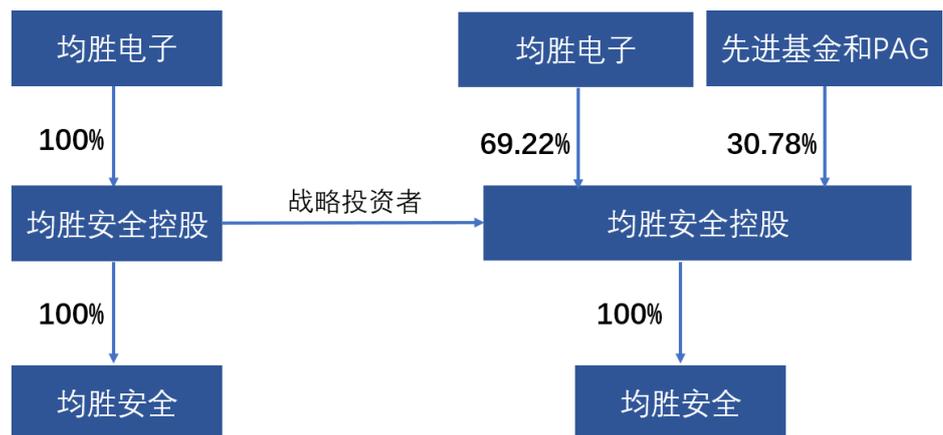


资料来源: Autoliv 预测, 新时代证券研究所

2.3、引入战略投资者，助力均胜安全各业务全面发展

为满足公司全球管理、业务全球整合及资产购买资金需求，公司先后引入国投创新投资管理有限公司管理的先进制造产业投资基金和 PAGAC Tea Holdings I Ltd. 两家战略投资者。本次均胜安全控股引入战略投资者后，PAG 和国投创新管理的先进基金合计持有均胜安全控股 30.78% 股权，公司持有均胜安全控股 69.22% 股权，均胜安全控股仍为公司控股子公司。

图33: 增资前后股权结构



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

先进基金是经国务院批准, 由国家发展改革委、财政部、工业和信息化部牵头, 中央财政资金与社会资本共同出资设立的国家级产业投资基金。基金首期规模 200 亿, 实行市场化运作、专业化管理, 主要投资于高端医疗器械和药品、智能制造、工业机器人、新能源汽车、新材料、轨道交通装备、现代农业机械、高端船舶和海洋工程装备等领域。国投创新作为该基金的普通合伙人负责基金的投资运营管理。

PAG 集团为亚洲领先的多元化投资管理公司，管理私人股权投资、房地产及绝对回报策略等多种基金。PAG 集团总部位于香港，通过其全球性平台以及其位于亚洲及全球的十个办公地点具有丰富经验的本地化专业团队所搭建的顶级本地化网络为投资人和被投资项目创造价值。PAG 集团旗下管理的基金资本金逾 200 亿美元，投资者包括全球最大的私人及机构投资者。

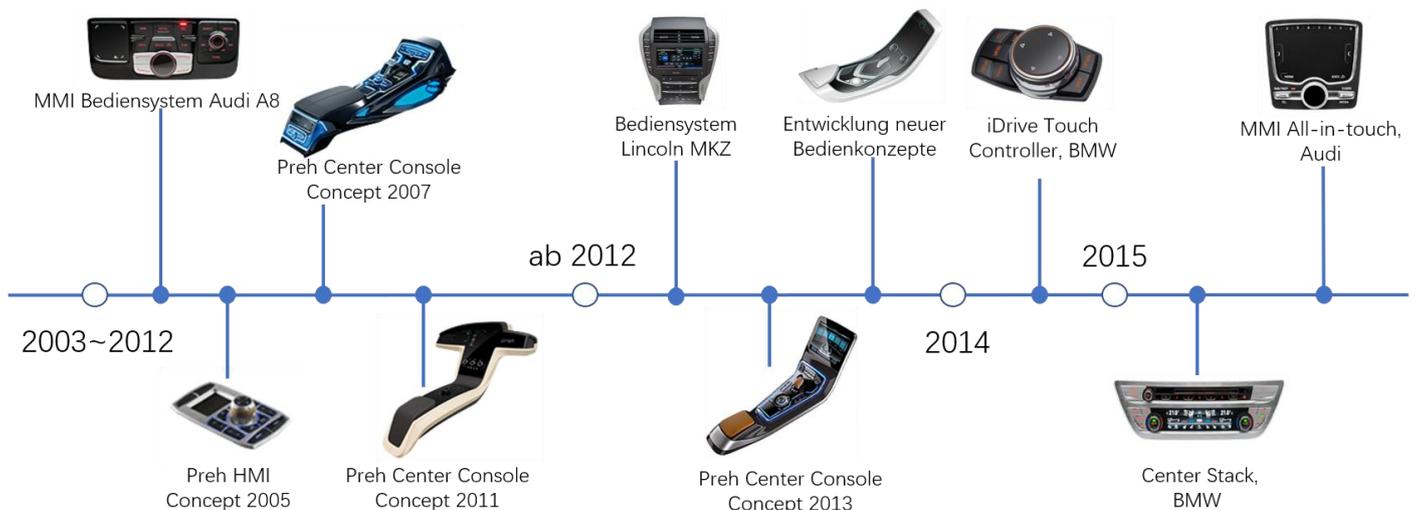
本次公司对子公司均胜安全控股引进战略投资者是为满足公司汽车安全业务发展、全球资产整合和补充流动资金的需要，同时国投创新在先进制造业领域的积累和 PAG 在投资领域的成功经验也将有助于公司各业务的进一步发展。

3、不断进取-均胜汽车电子业务日新月异

3.1、推陈出新，HMI 人机交互业务稳步发展

均胜电子致力于构建新型的智能人机交互 HMI 系统商业生态，在自动驾驶、智能车联和新能源汽车等方面革新技术，推动驾驶世界向前发展；HMI 与汽车安全产品的结合，能为客户提供深度的主动驾驶一体化安全解决方案。现营产品系有智能驾驶员控制系统、新能源汽车动力管理系统、汽车信息系统、汽车网络连接及数据服务、汽车驾驶辅助及导航、空调控制系统、传感器系统、电子控制单元及汽车软件等。公司的主要客户包括：宝马，奔驰，大众，奥迪，福特和通用等。

图34：人机交互产品发展史



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

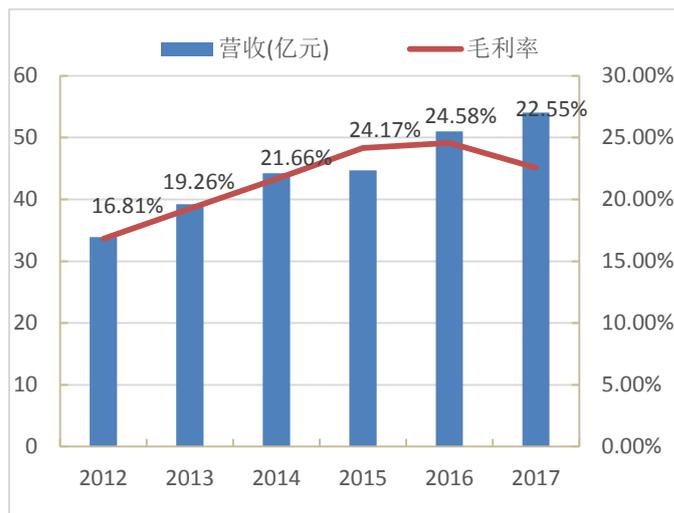
2017 年公司在人机交互产品实现全年营收 54 亿元，同比增长 5.76%，毛利率 22.55%，虽同比略有下降，但与 17 年上半年相比毛利率环比已有所回升。2017 年，受主要客户增速放缓影响，公司 HMI 业务增速受到一定影响，但公司继续保持积极扩张的态势，保持在此细分行业的竞争力和领先性。新增订单 126 亿元，继续保持强劲态势。均胜电子（PREH）在 HMI 领域一直处于行业领先地位，代表产品有为 BMW 开发的 iDrive 和 AUDI 开发的 MMI 系统。从产品形态看，人机交互中控系统未来将逐渐由按钮、旋钮式转变为屏幕触控式，从而实现单品价值的提升，PREH 领先的触控反馈技术已率先在奥迪 Q7、A6、A8 等车型上实现量产。

图35: PREH 历年营收及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图36: 人机交互产品历年营收及毛利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.2、普瑞、PCC 双剑合璧，剑指智能车联高地

未来的驾驶舱电子中 HMI, Infotainment, telematics, connectivity 几大功能的融合趋势越来越明显, 成为各大厂商争夺的热点。均胜电子 (PREH) 一直希望能够延生到车联网和车载信息系统领域, TS 在该领域作为大众集团的核心供应商, 正好是对均胜电子该业务的有效补充。不论是在车联网, 还是在车载信息领域, 都能与均胜电子原有的 HMI 业务形成协同效应。TS 汽车信息板块业务始于 1997 年, 一直致力于车载信息系统、导航与辅助驾驶和智能车联系统的开发和服务, 从最初的车载无线电系统和影音娱乐系统, 到面向前、后装市场的导航设备、数据安全和延伸服务, 再到以大众 MIB 模块和奔驰等车机系统为代表的车载模块化软硬一体信息服务和数据安全系统, TS 一直活跃在车载信息系统领域的前沿, 拥有多项车用信息和数据安全等领域的专利储备。随着自动驾驶的发展, TS 已经在导航辅助驾驶、智能车联和数据服务、信息娱乐方面进行布局 and 探索。

交割完成后, 均胜电子依托 PREH 对 TS 开始了大范围的整合, 包括人事、产能、业务、财务和 IT 系统等方面, 将其并入 PREH 成为其全资子公司 PCC; TS 之前的采购体系主要在欧洲地区, 受汇率波动影响较大, 将其整合入均胜电子和 PREH 后将会有较大改善; 公司增加投入在中国设立子公司 JPCC (Joyson-PCC) 专注于中国市场, 并且已开始本地化研发、生产规划和客户拓展。已获得的大众集团的 MIB3 项目, 处于前期开发阶段, 投入较大; 新客户的开拓也产生了一些前期费用。均胜电子和 PREH 的一系列努力也获得客户的积极反馈, 客户对 HMI 和车联系统的融合方案产品非常感兴趣, 在欧洲 PCC 对宝马和奔驰的拓展在进行中, 已经取得了宝马摩托车的订单; 在国内与吉利、宝沃等国内品牌的合作也在顺利推进中。

公司在 2017 年 4 月份上海车展上演示了一系列代表最前沿技术的人机交互类产品。其中, 最新中控台概念产品, 融合了 PREH 和 PCC 的技术, 采用模块化解决方案, 能实现在许多不同车型和品牌上的使用。另外, 这款产品配备智能手机无线充电功能, 与无线设备联合从根本上实现人机交互灵活性。

图37: PCC 全球研发及生产基地分布情况



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

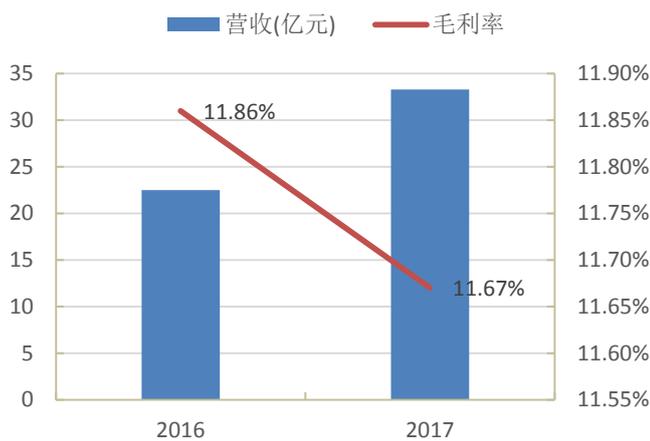
图38: PCC 生产基地



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

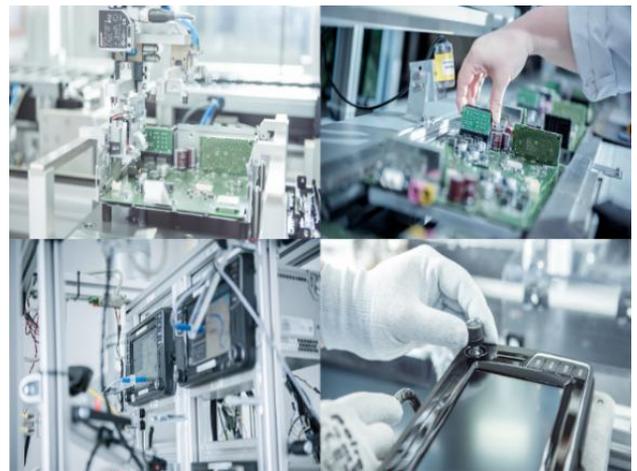
智能车联业务方面, 2017 年全年实现营业收入 33 亿元, 保持强劲增长。目前, 公司除了奥迪、大众、斯柯达、宝马、奔驰等项目外, 还获得为全球著名车联网厂商提供地图引擎和搭建相关导航服务的订单, 再次证明公司在车载软件领域的实力。与此同时, 国内团队也快速组建完成, 并积极开拓国内市场。目前, 已获得上汽大众, 一汽大众下一代 MQB 量产车型产品 CNS3.0 订单共计 40 亿, 预计从 2019 年开始量产。而与国内其他整车厂商及自主品牌的合作也在积极推进中。除已经投入大规模商用的车联网服务外, 公司研发的车内手机无线充电技术和 V2X(车和车、车和路) 通信系统都已成熟可以投入商用, 都充分体现了公司在车辆网络连接技术领域的深厚实力。

图39: 智能车联业务营业收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图40: PCC 产品



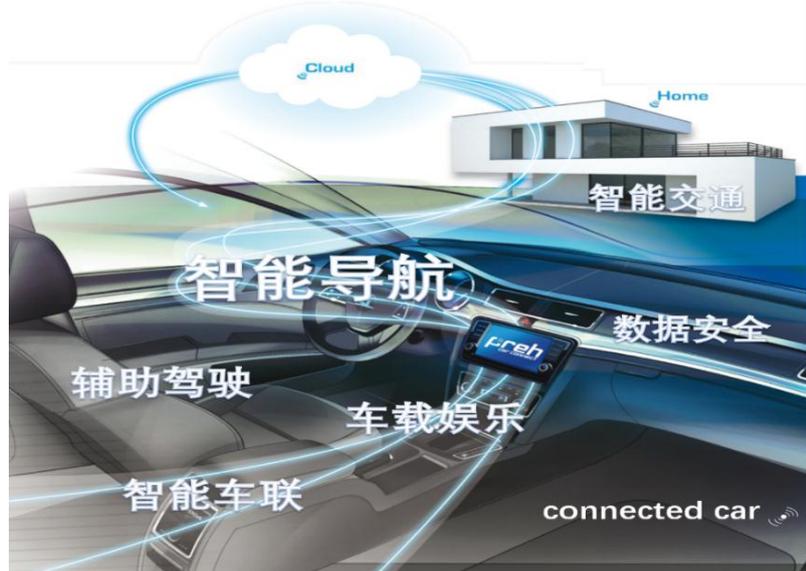
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

特别是 V2X 技术, 均胜电子智能车联能实现诸如实时交通、天气、导航、实时定位等基础服务及其在线更新, 和车内信息加密和身份认证; 同时, 通过手机用户端, 驾乘者能移动操作无匙进入、个人问候、无匙启动、停车及通行费支付、共享汽车、所有权转让、私人数据收集等。出行服务技术还远不止这些, 最重要的是

V2X 技术能实现与有关车辆或单位的后台联通、数据交换，比如实现系列实时预警，包括信号设备识别、突发事件预警、堵车预告、危险位置报备、违章提醒、道路施工预告、弯道预警、变道预警、碰撞预警、绿灯通行时速提示和排队提示等。当然，这些功能联接电子控制单元离不开 GPS、无线、云端、蓝牙等基础的技术通讯服务。

通过融合 PCC 和普瑞的技术，均胜电子的智能车联技术层面能为实现自动驾驶和智能交通铺平道路。凭借德国 PCC 的软件、算法技术的优势，均胜电子智能车联技术部门（JPCC 公司）也已于 2017 年初在宁波正式运作。

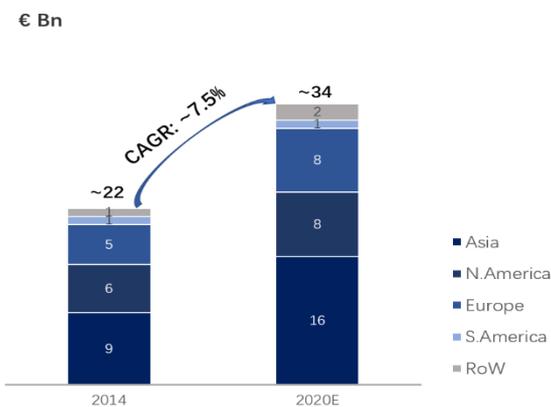
图41: PCC 为整车厂提供完整的车联网解决方案



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

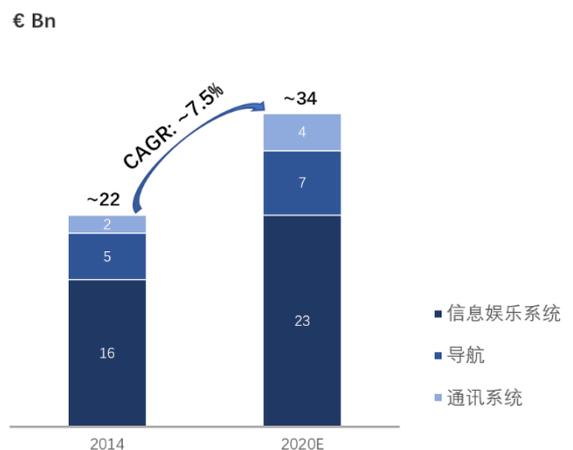
根据罗兰贝格预测，至 2020 年全球车载信息系统市场规模达 340 亿欧元，年复合增长率为 7.5%。公司有望通过普瑞与 PCC 的整合，分享产业发展红利。

图42: 根据区域全球车载信息系统市场规模



资料来源: 罗兰贝格预测, 新时代证券研究所

图43: 根据部件全球车载信息系统市场规模



资料来源: 罗兰贝格预测, 新时代证券研究所

3.3、并购北欧新能源企业，强化新能源领域布局

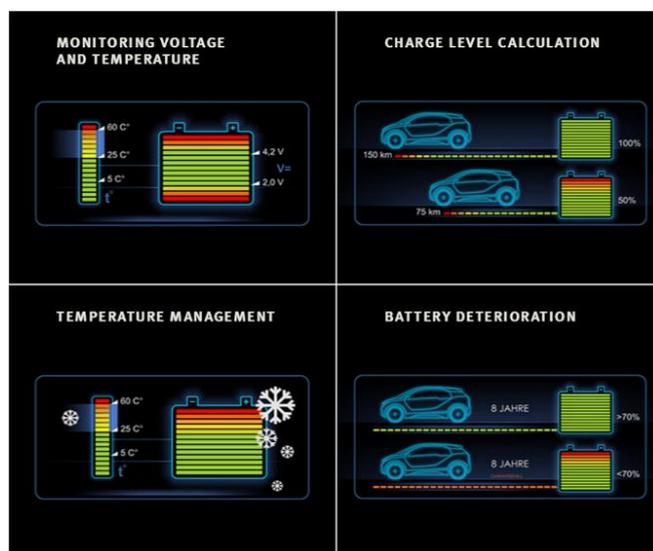
作为新能源汽车的核心技术，电池管理系统是新能源车质量的保证，宝马公司选择了均胜电子作为电池管理系统的唯一供货商。公司提供的电池管理系统由电池管理单元和电芯监控传感单元两个部分组成。目前，普瑞提供的 48V 系统 BMS 解决方案，已成功应用于奔驰旗下全系列 48V 系统乘用车。此外，普瑞将在 BMS 等产品组合中嵌入无线电动车充电技术，专注于插电式混合动力 PHEV 和电动车 EV 的无线充电系统商业化。

图44： 为整车厂商提供稳定的电池管理系统



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

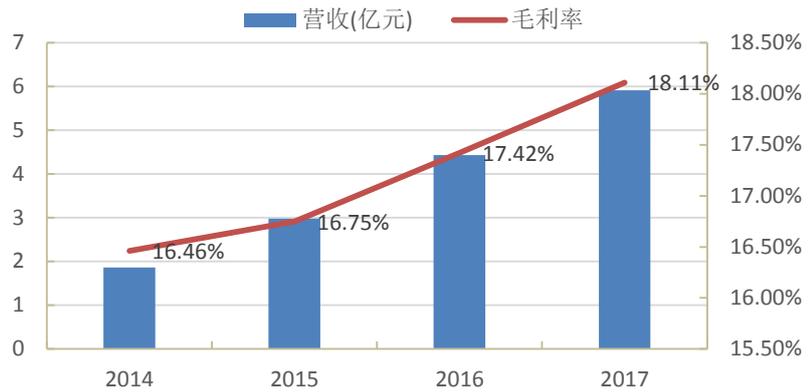
图45： 电池管理系统工作示意图



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2017 年，新能源汽车电子业务实现营业收入 5.9 亿，同比大幅增长 33.5%，毛利率也有所提升，新增订单约 12 亿元。公司作为宝马新能源汽车 BMS 独家供应商，伴随着宝马新能源车在全球范围内的火爆销售，BMS 销量实现大幅增长。2017 年年内新技术的研发又取得了突破性进展。公司和奔驰合作，开发的 48V 混合动力系统于 2017 年第三季度量产供货，在节能减排、提高燃油经济性、提高性能、降低成本等方面较纯电动车更具明显优势，此联合供电方案不仅是公司在双电压电气系统架构上的创新，也是在 BMS 软件方面所取得的重大成就，巩固了公司在电动汽车电池管理领域上的领先地位。除国际知名品牌外，公司实现为奇瑞、吉利等自主品牌的量产供货，并获得国内南北大众 MQB 平台新能源车 BMS 订单。此外，公司采用高通芯片开发的无线充电系统，目前已完成了其在保时捷 Mission E 上的研发。截至 2017 年年报披露日，均胜电子已完成对挪威康斯博格集团旗下的电力电子系统公司 ePower 的收购。ePower 将成为普瑞公司 BMS 业务的一部分，能力从电池管理扩展到充电 OBC 领域的的能力，成为沃尔沃和吉利在该领域的供应商之一。

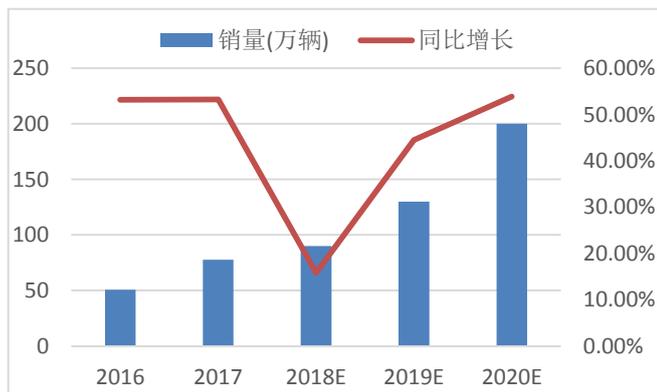
图46: 新能源汽车电子营收(亿元)及毛利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

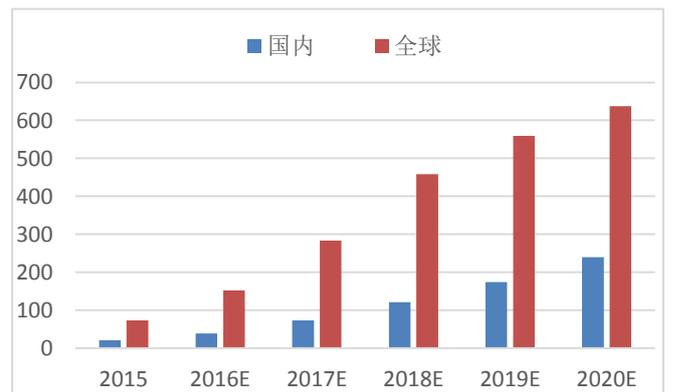
BMS 作为动力电池中重要的一环, 其成本在动力电池中的占比约为 11%。随着全球新能源汽车产业的快速发展, BMS 也将迎来广阔的市场空间。均胜电子有望凭借优良的技术和客户关系, 分享新能源汽车行业发展的红利。

图47: 新能源汽车市场规模



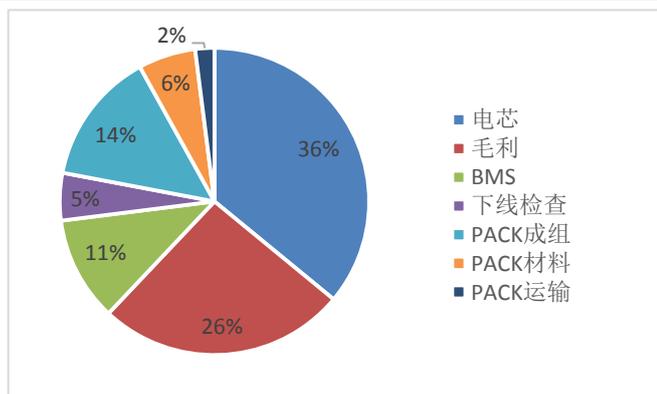
资料来源: 智研咨询预测, 新时代证券研究所

图48: 国内与全球 BMS 市场规模(亿元)



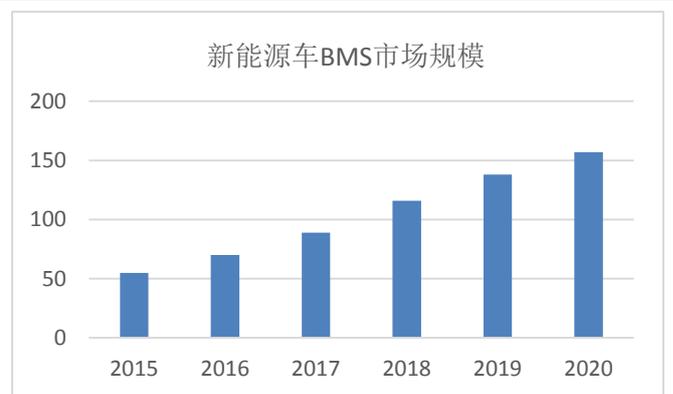
资料来源: 中国产业信息网预测, 新时代证券研究所

图49: 动力电池成本构成



资料来源: 中投顾问产业研究中心, 新时代证券研究所

图50: 新能源车 BMS 市场规模(亿元)



资料来源: 盖世汽车研究院预测, 新时代证券研究所

4、汽车豪华智能内饰领导者

均胜电子致力于设计和生产环保、舒适、创新的高端功能件产品。均胜电子并购德国群英公司后，将其纳入功能件事业部整合运营管理。事业部产品系有涡轮增压进排气系统、高端方向盘、车身清洗系统、空气管理系统及其他高端内饰件等，大部分产品市场占有率均位居中国市场前茅。同时，事业部也与汽车电子事业部和汽车安全事业部协同发展，扮演驾驶舱内舒适方案供应商的角色。

功能件事业部在德国、中国设有产品开发中心。研发的领域包括产品先期模拟、产品设计开发、模具设计开发、工装设备设计开发、工艺技术开发、软硬件开发、电子信息开发等。具备与国内外客户同步开发项目的能力。

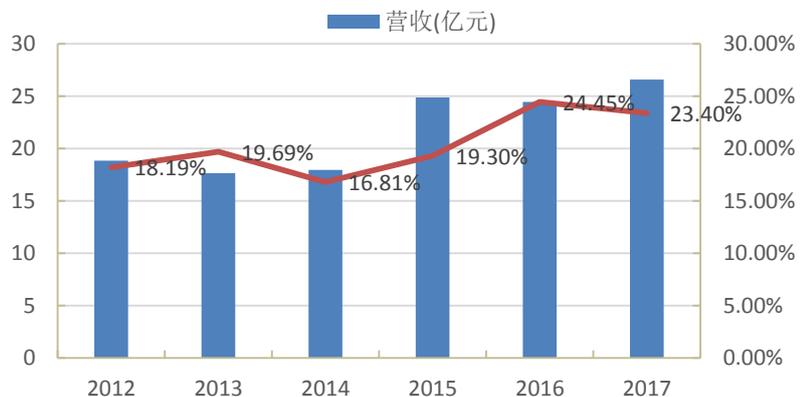
图51: 均胜电子功能件和内饰产品



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2017年功能件业务全年实现营业收入26.6亿元，同比增长8.7%，持续为公司贡献稳定现金流。2017年新增订单约59亿元，保持强劲增长。子公司Quin新客户开拓顺利推进，获得较多新订单，保证未来的稳步增长。此外，公司也对Quin原有研发中心和厂房进行改造升级，在墨西哥新建工厂，保证其未来增长的可持续性。目前，公司已完成对Quin剩余25%股权的收购。

图52: 功能件营收(亿元)及毛利率

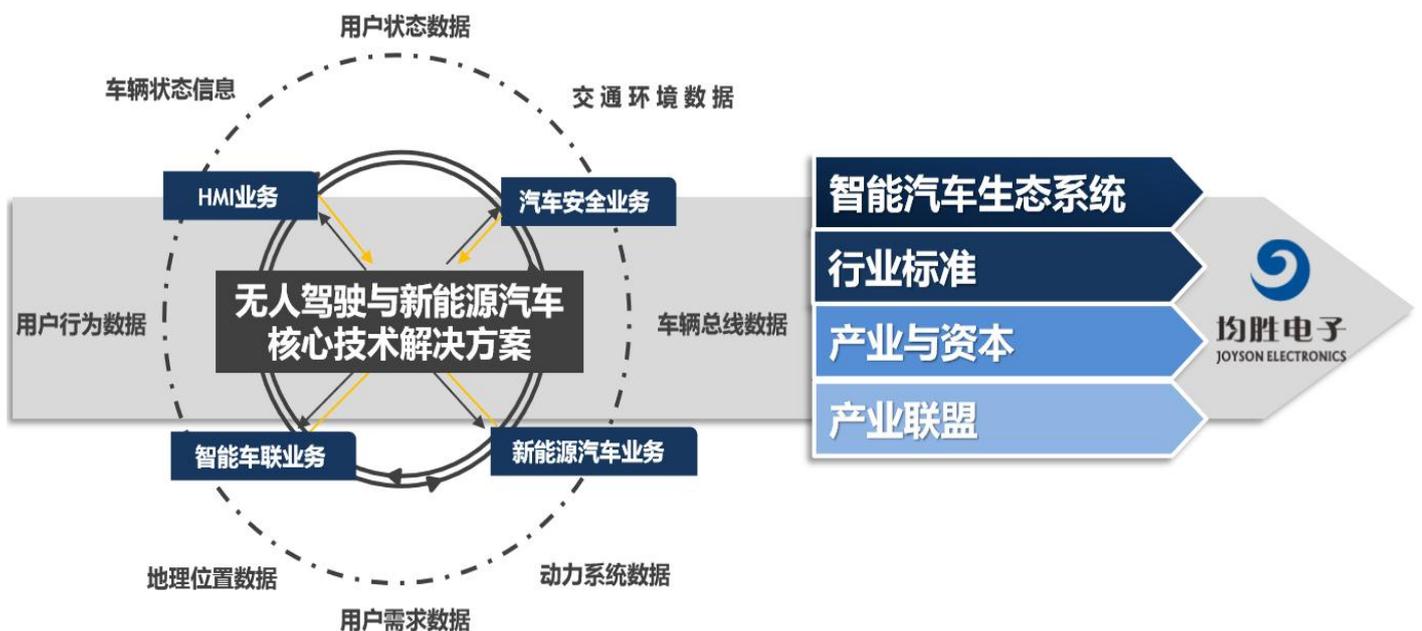


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、均创之力，胜在未来

均胜电子的战略目标旨在成为提供更完整解决方案的技术提供商和服务商，在完善自动驾驶领域的产品布局的基础上，公司将进行进一步升级，为客户和合作伙伴提供更完整的智能驾驶解决方案和创新性技术平台，即将从产品和设备提供商逐步升级为技术驱动的平台服务商，围绕“人/驾驶者”的技术平台和商业生态，其中包含以下几个重要方面或应用场景：（1）为整车制造商提供完整的汽车驾驶控制和行驶安全平台和一站式解决方案；（2）通过情景数据采集分析，为内容提供商提供应用接口。作为开放技术平台，与产业链上下游企业广泛合作，有效联接整车厂商和内容提供者；（3）利用强大的全球客户网络和团队背景，向产业链合作机构提供智能交通及互联相关领域的战略投资，向其提供平台输出接口、数据和整车厂商资源，对有关项目提供咨询、客户开拓和实施的的服务；（4）面向终端消费者构建智能汽车的“大脑”，成为“人”在智能交通体系中的入口，使汽车在安全、舒适、智能、环保基础上真正变成智能交通中的信息节点。

图53： 均胜电子产品的发展方向



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

在单独模块和子系统智能化的基础上，均胜电子将强调软件和数据分析处理，提供更高集成度的整体解决方案和系统级平台。智能化汽车和自动驾驶的基础是通过数据搜集、分析对驾驶行为进行有效评估、判断和决策。传统汽车和汽车信息系统，各个模块之间数据并无很好的流转，很难实现驾驶者、车辆、环境和地图数据的有效分析和利用。为此，公司将突破各个业务部门之间的界限，在各个子业务全面升级的基础上，成立战略协调委员会，促进跨部门跨业务线之间的共同研发和数据共享，努力促使产品的融合和升级，打造统一的智能汽车平台级系统，为整车厂商提供一体化系统完整的智能汽车驾驶解决方案，推动全球汽车行业的前进。

图54: 人使用汽车入口的解决方案



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

融合和前瞻性业务: 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。未来, 汽车行业产业链将更多地围绕芯片/关键零部件、系统、整车这三个环节来发展, 其中像 BOSCH、大陆、均胜电子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, 均胜电子将朝着集硬件、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, 以实现从零部件企业向技术提供商的升级。

图55: 均胜电子技术发展方向

阶段	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU	ECU
现状	INFO. ↑ preh Hardware Software	HMI ↑ preh Hardware Software	SAFETY ↑ JOYSON Hardware Software	ADAS ↑ JOYSON Hardware Software	转向	刹车	动力	电池	...	独立
	现状: ADAS, 电子方向盘等普及度不高 各ECU之间独立, 协同较少				转向	刹车	动力	电池	...	
不久的将来	INFO.+HMI ↑ preh Hardware		SAFETY+ADAS ↑ JOYSON Hardware		转向	刹车	动力	电池	...	融合
	不久的将来: ECU数量减少, ECU之间融合成为趋势				转向	刹车	动力	电池	...	
未来	INFO.+HMI+SAFETY+ADAS ↑ 均胜电子 JOYSON ELECTRONICS Software				转向	刹车	动力	电池	...	系统
	软件融合				软件拓展					

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

6、盈利预测与投资建议

关键假设:

- 1) 在完成高田资产交割后，均胜电子将一跃成为全球第二大汽车安全产品生产厂商，均胜安全及均胜电子其他业务也将成功进入到较为封闭的日本市场，从而补齐客户结构的短板。资源、客户、业务全球分布更加均衡。汽车安全业务毛利率也将稳步提升。
- 2) 公司订单饱满保障其长远发展，2017年，公司新获订单约380亿元，其中HMI获得126亿元，车载互联获得40亿元，安全获得22亿美金（约139亿元），功能件获得59亿元，新能源汽车电子12亿元。

基于上述假设，我们预计公司2018-2020年净利润分别为9.08、10.95、13.16亿元，对应EPS分别为0.96、1.15和1.39元。对应最新收盘价PE分别为28、23和19倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

7、风险提示

- 1) 宏观经济运行不及预期;
- 2) 汽车行业景气度不及预期;
- 3) 并购高田资产收益不及预期;

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	18767	15204	31717	24317	37383	营业收入	18552	26606	49282	58975	64737
现金	9191	4185	5590	6689	7343	营业成本	15056	22245	40963	48873	53525
应收账款	4402	4358	11867	7549	13764	营业税金及附加	27	54	75	92	106
其他应收款	501	601	1440	1003	1679	营业费用	468	771	1424	1681	1832
预付账款	284	164	666	327	763	管理费用	1737	2540	4425	5272	5781
存货	3004	3788	8718	6203	10138	财务费用	510	509	579	811	831
其他流动资产	1386	2108	3436	2546	3696	资产减值损失	13	161	0	0	0
非流动资产	18466	20152	26953	28563	28475	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	117	163	208	252	296	投资净收益	19	691	196	245	288
固定资产	5578	6284	12350	13921	13997	营业利润	760	1048	2011	2491	2950
无形资产	2895	3506	3381	3257	3145	营业外收入	58	8	39	39	36
其他非流动资产	9875	10198	11015	11133	11037	营业外支出	8	59	20	23	28
资产总计	37233	35355	58670	52880	65858	利润总额	809	996	2030	2506	2958
流动负债	11945	13056	34831	28507	41090	所得税	134	254	463	565	646
短期借款	3625	4597	17264	15180	21100	净利润	675	743	1567	1941	2312
应付账款	4304	5128	12240	8482	14212	少数股东损益	222	347	659	847	996
其他流动负债	4015	3330	5327	4845	5777	归属母公司净利润	454	396	908	1095	1316
非流动负债	11443	8597	8664	7353	5533	EBITDA	2431	3219	4605	6074	7008
长期借款	9513	6665	6733	5422	3601	EPS(元)	0.48	0.42	0.96	1.15	1.39
其他非流动负债	1930	1931	1931	1931	1931						
负债合计	23388	21652	43495	35860	46622						
少数股东权益	1141	1013	1672	2519	3515	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	949	949	949	949	949	成长能力					
资本公积	10112	9997	9997	9997	9997	营业收入(%)	129.5	43.4	85.2	19.7	9.8
留存收益	1789	1974	3204	4722	6403	营业利润(%)	47.3	37.9	92.0	23.9	18.4
归属母公司股东权益	12703	12690	13503	14501	15721	归属于母公司净利润(%)	13.5	-12.7	129.3	20.6	20.2
负债和股东权益	37233	35355	58670	52880	65858	获利能力					
						毛利率(%)	18.8	16.4	16.9	17.1	17.3
						净利率(%)	2.4	1.5	1.8	1.9	2.0
						ROE(%)	4.9	5.4	10.3	11.4	12.0
						ROIC(%)	4.2	4.6	5.3	7.1	7.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	62.8	61.2	74.1	67.8	70.8
						净负债比率(%)	33.6	58.0	132.4	92.2	99.5
						流动比率	1.6	1.2	0.9	0.9	0.9
						速动比率	1.3	0.9	0.7	0.6	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	1.0	1.1	1.1
						应收账款周转率	6.7	6.1	6.1	6.1	6.1
						应付账款周转率	5.7	4.7	4.7	4.7	4.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.48	0.42	0.96	1.15	1.39
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.36	1.10	-3.19	9.74	0.12
						每股净资产(最新摊薄)	13.38	13.37	14.22	15.28	16.56
						估值比率					
						P/E	56.1	64.2	28.0	23.2	19.3
						P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
						EV/EBITDA	13.3	11.0	10.5	7.4	7.0

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	674	1901	-3026	9243	117
净利润	675	743	1567	1941	2312
折旧摊销	1049	1630	1838	2568	3012
财务费用	510	509	579	811	831
投资损失	-19	-691	-196	-245	-288
营运资金变动	-1295	-273	-6814	4167	-5750
其他经营现金流	-248	-16	0	0	0
投资活动现金流	-9023	-2987	-8444	-3933	-2637
资本支出	2012	3082	6757	1565	-131
长期投资	-157	-248	-45	-43	-44
其他投资现金流	-7168	-153	-1732	-2411	-2812
筹资活动现金流	14022	-4095	208	-2126	-2747
短期借款	1853	972	0	0	0
长期借款	8540	-2848	67	-1311	-1821
普通股增加	260	0	0	0	0
资本公积增加	7859	-115	0	0	0
其他筹资现金流	-4489	-2104	141	-815	-926
现金净增加额	5706	-5222	-11262	3183	-5267

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

杨华超，上海交通大学供应链管理博士研究生、工商管理硕士和工学学士。曾在多家世界五百强公司工作，如德尔福、英格索兰和上汽。对企业运营和企业改善有着多年的管理经验，在汽车行业有着多年的从业经验。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>