

座舱电子及智能车联持续获得订单，安全业务盈利有望改善



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **聚焦智能汽车及新能源汽车业务。**2019 年公司业务包括安全业务、汽车电子、智能车联及高端功能件及总成业务，2020 年进行业务重组，进一步聚焦，2020 年 12 月将功能件业务出售。将业务重新拆分为汽车安全、汽车电子智能座舱、智能车联及汽车电子新能源业务，收入占比分别为 69.2%、12.6%、5.5%、3.3%。
- **汽车电子：向智能座舱产品升级，新能源业务持续获得新订单。**HMI 产品卡位智能座舱系统，新型智能座舱系统集成了座舱电子、智能车联电子、主动安全、车载信息娱乐、出行服务软件等领域的先进技术。公司与大众联合开发了 CNS3.0 车机系统。2020 年 HMI 业务新获订单约 116 亿元，预计 2021 年 HMI 业务有望保持较高增长。电子新能源主要布局：电池管理系统 BMS、电压转换模块、无线充电、车载充电器、充电桩等，为大众 MEB 平台中国区独家供应 BMS 产品。2019 年电子新能源新增订单超过 132 亿元，预计产品将在 2021 年左右逐步放量，未来收入有望进一步提升。
- **智能车联：V2X 是增长点，布局激光雷达。**整合成立均联智行拓展智能车联业务，在智能车联业务中，V2X 技术是公司优势领域。加快布局 5G-V2X，率先实现量产车型搭载。华人运通旗下高合 HiPhi X 以及蔚来 ET7 将搭载均联智行集成式 5G-V2X 车载终端设备，预计将在 2021-2022 年正式量产。携手图达通，布局激光雷达，将为蔚来 ET7 供应超远距离高精度激光雷达。产品迭代及成本控制，智能车联业务毛利率持续改善。
- **汽车安全：盈利能力有望出现改善拐点。**公司汽车安全市占率为 30% 左右，仅次于奥托立夫。预计均胜安全的盈利能力提升将通过三条路径：整合和精简全球工厂及相关人员、新老订单的更替、整合逐步完成收入提升形成规模效应，盈利能力有望出现改善拐点。

财务预测与投资建议：略调整收入及毛利率，预测公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.68、0.93、1.20 元（原为 0.80、1.00、1.22 元），可比公司为汽车电子及零部件相关公司，可比公司 21 年 PE 平均估值 51 倍，给予公司 21 年 51 倍估值，对应目标价为 34.68 元，维持买入评级。

风险提示：汽车电子及智能车联配套量低于预期、汽车安全配套量低于预期、盈利改善低于预期、海外疫情不确定性及芯片供给影响下游车企配套量。

公司主要财务信息

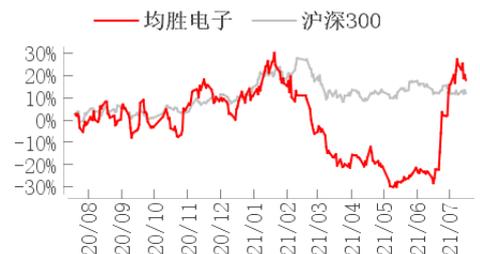
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	61,699	47,890	50,476	56,459	62,399
同比增长(%)	9.8%	-22.4%	5.4%	11.9%	10.5%
营业利润(百万元)	1,539	487	1,566	2,271	2,916
同比增长(%)	79.9%	-68.4%	221.5%	45.0%	28.4%
归属母公司净利润(百万元)	940	616	935	1,274	1,635
同比增长(%)	-28.7%	-34.5%	51.7%	36.3%	28.3%
每股收益(元)	0.69	0.45	0.68	0.93	1.20
毛利率(%)	16.0%	13.3%	15.1%	15.7%	16.4%
净利率(%)	1.5%	1.3%	1.9%	2.3%	2.6%
净资产收益率(%)	7.5%	4.4%	5.8%	7.3%	8.7%
市盈率	39.0	59.5	39.2	28.7	22.4
市净率	2.9	2.4	2.2	2.0	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月16日)	26.78元
目标价格	34.68元
52周最高价/最低价	30.32/15.64元
总股本/流通A股(万股)	136,808/136,808
A股市值(百万元)	36,637
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021年07月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.5	59.51	42.1	17.95
相对表现	-7.91	61.45	45.43	6.33
沪深300	2.41	-1.94	-3.33	11.62



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

业绩符合预期，预计整合效应将逐步体现	2021-04-30
业绩符合预期，新客户及新订单将保障盈利增长	2021-04-04
4季度盈利略低于预期，预计汽车电子业务有望快速增长	2021-01-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 聚焦智能汽车及新能源汽车业务	4
2 汽车电子：向智能座舱产品升级，新能源业务持续获得新订单	4
2.1 HMI 产品实现向智能座舱系统升级	4
2.1.1 HMI 产品卡位智能座舱系统	5
2.1.2 预计 HMI 业务有望快速增长	8
2.2 汽车电子新能源：拓展客户持续获得新订单	9
3 智能车联：V2X 是增长点，布局激光雷达	12
3.1 整合成立均联智行拓展智能车联业务	12
3.2 V2X 是增长点，持续获得新订单	12
3.3 公司携手图达通，布局激光雷达	14
3.4 持续推进产品迭代及成本控制，毛利率大幅改善	14
4 汽车安全：盈利能力有望出现改善拐点	15
4.1 客户覆盖全球	15
4.2 全球整合逐步推进，盈利能力有望改善	17
4.3 预计盈利能力改善对公司业绩弹性较大	20
5 盈利预测及估值	22
6 主要风险	23

图表目录

图 1: 2019-2020 年均胜电子的业务变化及各项业务收入占营业收入比重	4
图 2: 智能座舱产业链	6
图 3: 公司 HMI 业务主要产品	7
图 4: 公司 HMI 业务主要产品构成情况	7
图 5: 公司智能座舱概念图	7
图 6: 公司 HMI 业务主要客户情况	8
图 7: 公司 HMI 收入及增速预测	9
图 8: 均胜电子在汽车电子新能源业务领域相关产品及布局	10
图 9: 均联智行发展历程	12
图 10: 均联智行股权结构	12
图 11: 图达通高精度激光雷达主要参数	14
图 12: 公司智能车联业务毛利率	15
图 13: 均胜电子在汽车安全业务领域相关产品	16
图 14: 均胜电子在汽车安全业务领域的客户结构	17
图 15: 2020 年全球汽车安全行业市场份额占比	17
图 16: 均胜安全和奥托立夫的毛利率对比	18
图 17: 均胜安全提升盈利能力的路径	18
图 18: 均胜电子历年员工总人数	19
图 19: 均胜电子历年生产人员人数	19
图 20: 均胜电子在全球的工厂布局情况	20
图 21: 均胜电子在汽车安全业务领域历年新增订单	21
图 22: 均胜安全营业收入及同比增速	21
图 23: 均胜安全营业收入占均胜电子营收比重	21
表 1: 传统座舱与智能座舱比较	5
表 2: 公司在汽车电子新能源业务方面的产品及合作进展	10
表 3: 公司在汽车电子新能源业务领域获得的相关订单情况	11
表 4: 公司 V2X 领域布局	13
表 5: 公司智能车联业务订单	13
表 6: 收入分类预测表	22
表 7: 可比公司估值比较	23

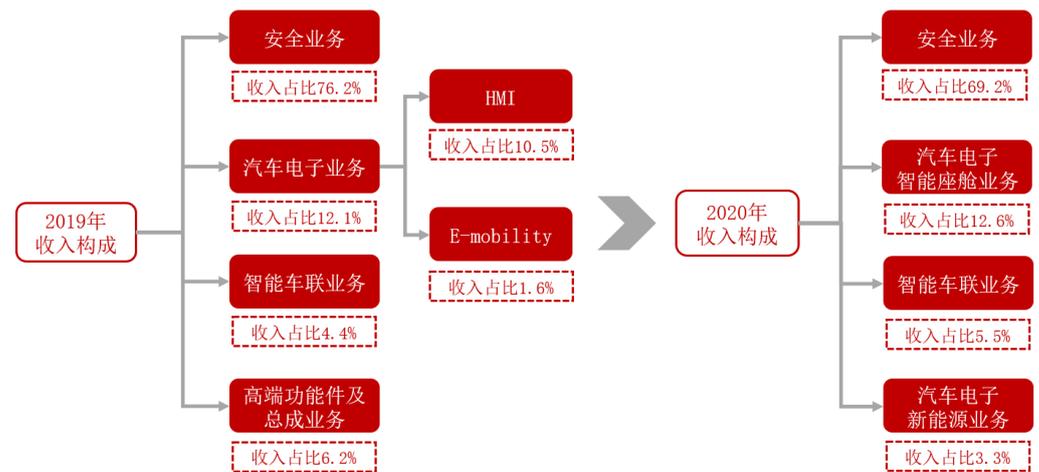
1 聚焦智能汽车及新能源汽车业务

2019 年均胜电子的业务收入来源包括安全业务、汽车电子业务、智能车联业务及高端功能件及总成业务，其中汽车电子业务又可分为 HMI 业务及 E-mobility 业务。从各业务的收入占比看，安全业务在营业收入中占比最高，为 76.2%，其次是汽车电子业务，占比达 12.1%，汽车电子业务的收入来源以 HMI 业务为主，占比 10.5%，E-mobility 业务的收入占比仅 1.6%；高端功能件及总成业务和智能车联业务相对收入占比较低，分别为 6.2%和 4.4%。

2020 年公司进行业务重组，进一步聚焦于安全、智能化和新能源领域。根据公司年报披露，在安全业务方面，公司完成了大部分的整合工作；均胜智能车联业务重组为新公司均联智行，并引入外部投资者，致力于发展为更高端平台；针对中国新能源汽车、智能汽车市场快速发展，均胜电子开始逐步筹建新的总部级研究院，努力实现关键技术自主可控；2020 年 12 月公司将功能件业务进行出售。

针对上述在汽车领域的新趋势和新变化，2020 年均胜电子将业务重新拆分为汽车安全业务、汽车电子智能座舱业务、智能车联业务及汽车电子新能源业务四部分，将 E-mobility 业务单独拆分成汽车电子新能源业务，将 HMI 业务整合为汽车电子智能座舱业务。从收入占比看，安全业务收入占比达 69.2%，汽车电子智能座舱业务收入占比 12.6%，智能车联业务收入占比 5.5%，新能源业务占比为 3.3%。

图 1：2019-2020 年均胜电子的业务变化及各项业务收入占营业收入比重



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2 汽车电子：向智能座舱产品升级，新能源业务持续获得新订单

2.1 HMI 产品实现向智能座舱系统升级

2.1.1 HMI 产品卡位智能座舱系统

智能座舱是指搭载了智能化、网联化的车载设备和服务，能够实现人-车-路-云全方位智能交互的汽车座舱。从升级路径看，传统座舱以机械仪表、物理按键、小尺寸中控屏为主，仅能实现简单的导航、影音功能，安全度、集成度、智能化程度低；智能座舱与传统座舱相比，以液晶仪表盘和大尺寸中控屏代替机械仪表盘和传统中控屏，以触控交互代替物理按键，信息娱乐功能更丰富，安全度、集成度与智能化程度明显提升，单车价值量也从 2000 元以下大幅上升至 6800 元以上。

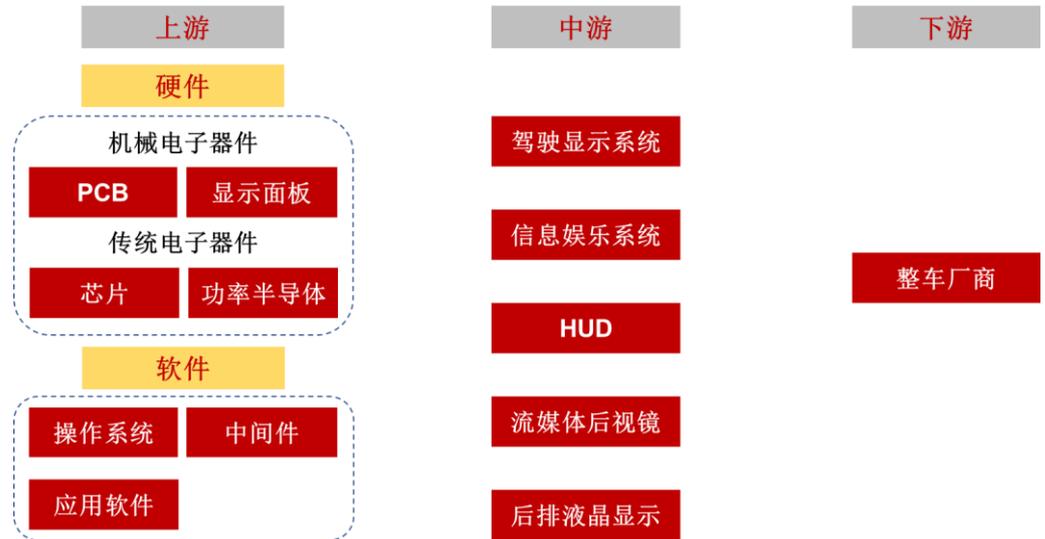
表 1：传统座舱与智能座舱比较

	传统座舱	智能座舱
仪表盘	机械仪表盘	液晶仪表盘
交互方式	按钮交互	触控交互
中控屏尺寸	小	大
实现功能	简单的导航、影音功能	丰富的信息娱乐功能
安全度	低	高
集成度	低	高
智能化程度	低	高
单车价值量	2000 元以下	6800 元以上

资料来源：搜狐汽车、东方证券研究所

智能座舱全产业链可分为上、中、下游。智能座舱上游是指用于智能座舱产品的各类软硬件，由 Tier 2 向 Tier 1 提供。硬件层面主要包括 PCB、显示面板等机械电子器件以及芯片、功率半导体等传统电子器件，软件层面主要包括 Linux、QNX、Andriod 等底层操作系统，导航和位置服务框架、语音接口框架、CAN 总线通信机制等连接硬件底层与应用软件的中间件，以及车载地图、车载语音、信息娱乐等上层应用软件。

智能座舱中游是智能座舱的整体系统及零部件，通常由 Tier 1 整合上游各类软硬件，组装成完整的智能座舱产品向下游整车厂商供应。中游包括搭载全液晶仪表盘的驾驶显示系统、搭载大尺寸中控液晶屏的信息娱乐系统，以及 HUD、流媒体后视镜、后排液晶显示等其他显示器件。智能座舱下游主要指的是整车厂商。

图 2：智能座舱产业链


资料来源：搜狐网、eepw、东方证券研究所

在智能座舱的发展中，人机交互（HMI）的优化能有效地为用户带来科技感、满足感，因此 HMI 是智能座舱最重要的着力点之一，例如 HUD、中控液晶屏、流媒体后视镜等均能为驾驶者提供高效、直观的 HMI 体验。公司作为 HMI 行业领军者，积极推动 HMI 产品的智能化升级。

公司 HMI 产品主要包括驾驶员控制系统、空调控制系统、电子控制单元及传感器系统。驾驶员控制系统包括中央控制系统、中控面板和方向盘控制系统，是汽车重要的品牌标识。公司致力于开发个性化、高品质的产品以满足国内外客户的需要，并不断实现技术突破，包括休眠面板、金属表面背光的中控系统以及多功能方向盘开关系统。

在空调控制系统上，均胜-普瑞持续为客户研发及生产空调控制系统软硬件超过 20 年。公司顺应当前技术趋势，不断推动空调控制系统触控化、精简化、平台化。此外，公司还为整车厂商开发和生产用于主动转向系统及电池管理系统等的电子控制单元（ECU），以及位置传感器、除雾传感器等汽车传感器。

近年来，公司不断发挥技术优势和创新能力，将手势识别和语音控制等新技术融入到 HMI 产品中。公司为奔驰 AMG 车型提供的方向盘触控技术中，集成了主动反馈、语音控制等先进技术，能够高效地控制车载导航、巡航、信息通讯和多媒体等功能。公司为宝马 i 品牌提供的智能驾驶控制模块中，融入了触觉主动力反馈、磁触感旋钮和手写输入等智能驾驶技术，并提供语音命令等操控功能。

图 3：公司 HMI 业务主要产品

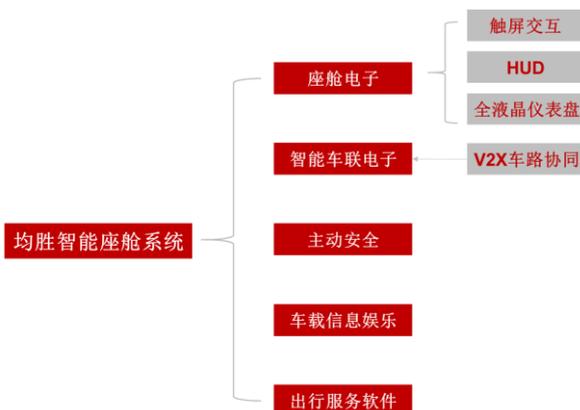


资料来源：公司官网、东方证券研究所

公司在 HMI 智能化的基础上，通过多年的技术积累，已经具备为客户提供一体化智能座舱解决方案的能力。公司的新型智能座舱系统，集成了座舱电子、智能车联电子、主动安全、车载信息娱乐、出行服务软件等领域的先进技术，将传统的按钮式、旋钮式的 HMI 系统升级为具备触屏交互、HUD、全液晶仪表盘、智能网联、V2X 车路协同等特性的新式座舱系统，未来有望与自动驾驶结合形成完整的智能驾驶生态。

产品落地方面，公司与大众联合开发了 CNS3.0 车机系统，该系统使用了原生 Linux 和 Android 双系统的形式，并提供触控、手势和语音等多种控制方式，能够帮助用户快速适应车机系统，大幅提高人机交互体验，目前已在大众新迈腾、新帕萨特、ID.4 等车型上搭载。预计公司智能座舱整体解决方案将进入更多整车厂商，单车价值量有望持续提升。

图 4：公司 HMI 业务主要产品构成情况



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：公司智能座舱概念图



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.1.2 预计 HMI 业务有望快速增长

均胜-普瑞拥有成熟的 HMI 产品系列，主要客户为大众、宝马、戴姆勒、奥迪、通用、福特、保时捷等国际知名整车厂商。在国内市场，公司与普瑞的合资公司——宁波普瑞于 2011 年成立，成为公司开拓国内市场的基点。经过 10 年的发展，公司已成功打入一汽大众、上汽大众、上汽通用、长安福特、特斯拉中国等国内合资品牌的供应链，国内市场成为公司 HMI 业务潜力最大、增速最快的市场。

2020-2021 年，公司凭借出色的创新能力及良好的产品质量，成为奥迪 MMI 系统、宝马 iDrive 系统以及保时捷中控系统的主要供应商，并为大众 id.4 X、福特野马 Mach-E、特斯拉中国 Model 3 和 Model Y 等车型提供 HMI 产品。

在 2020 年疫情的冲击下，公司仍然凭借自身的技术实力和行业领先地位稳定获取新订单，2020 年公司 HMI 业务新获订单约 116 亿元。随着智能座舱的发展以及疫情、缺芯等不利因素在下半年逐渐改善，预计 2021 年公司 HMI 业务有望保持较高增长。

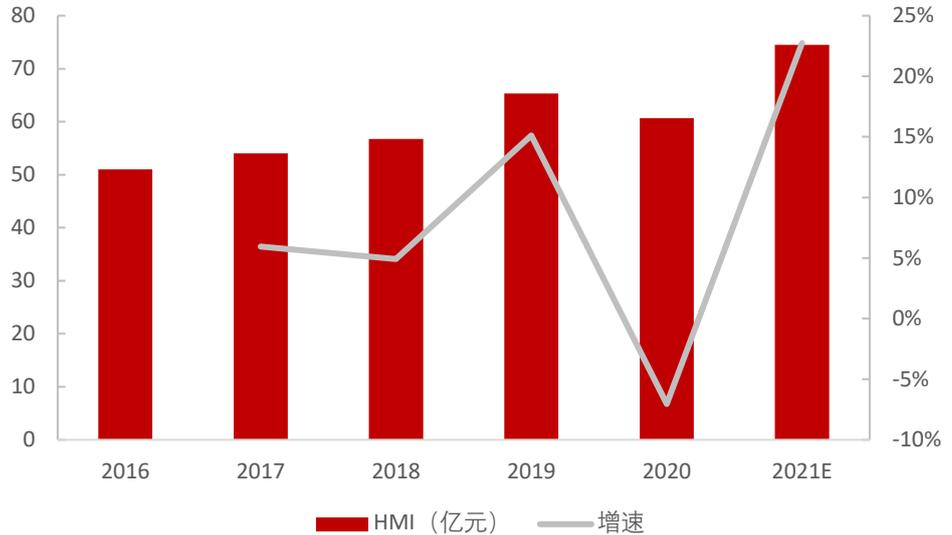
图 6：公司 HMI 业务主要客户情况



资料来源：公司公告、公司官网、搜狐汽车、东方证券研究所

公司 HMI 业务 2019 年前持续获得国内外新客户、新订单，营收保持稳定增长。2020 年疫情影响下，公司海内外工厂相继经历停工停产，同时公司积极助力抗疫物资生产，均对 HMI 业务造成了一定影响，营收同比下降 7.0%。2021 年公司恢复正常生产，产销水平有望大幅改善。2019 年公司 HMI 业务新获订单超过 137 亿元，预计部分将在 2021 年正式创收，预计 21 年 HMI 业务收入将增长 22.7% 左右。

图 7：公司 HMI 收入及增速预测



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.2 汽车电子新能源：拓展客户持续获得新订单

公司电子新能源主要布局几类产品，分别是新能源汽车的电池管理系统 BMS (Battery Management System)、电压转换模块、无线充电、车载充电器、充电桩等。

BMS 由电池管理单元、电芯控制单元、电压电流检测传感器等部件组成，其作用在于协调高压电池均匀充放电的过程，同时在电池的日常生活中对电池单体的电流、电压、温度等进行实时监控，确保电池处于最佳状态，延长电池的使用寿命。均胜电子 BMS 由旗下普瑞公司提供，针对纯电动汽车、混合动力汽车、48V 轻混汽车等均有产品研发及配套。

在电压转换模块领域，均胜电子依托旗下普瑞公司，研发供应全球首款高压直流电压转换模块，该模块的主要作用是改变直流电路输出端电压，适配不同的整车电压应用需求，通过升压能够将充电时间大幅缩短至 15 分钟左右，目前该模块已经实现配套车型量产。

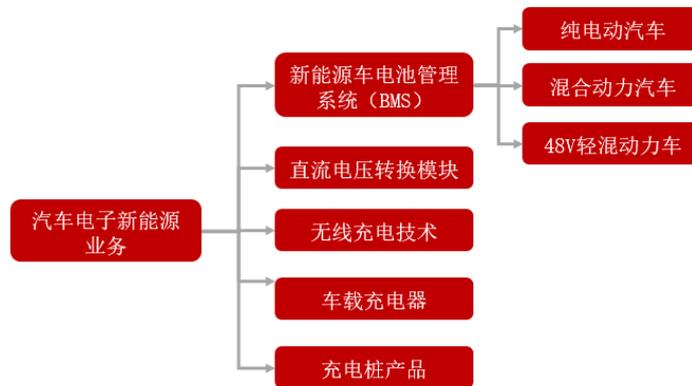
在无线充电技术领域，均胜电子旗下普瑞公司在原有 BMS 产品基础上研发无线充电技术，2017 年采用高通芯片开发的无线充电系统完成了在保时捷概念车型上的研发，2019 年无线充电产品处于产能爬坡期，2020 年开始提供无线充电产品。

在车载充电器领域，2017 年公司完成对挪威康斯博格集团旗下电力电子系统公司 ePower 收购，ePower 成为普瑞公司的一部分，汽车电子新能源业务从 BMS 新增至车载充电器领域，开始供应相关产品。

在充电桩领域，2018 年均胜电子旗下子公司均胜群英启动充电桩的研发制造，公司研发的产品不仅包括分布式充电桩，同时支持充电站的管理，通过人机互动和移动互联接入云端，该产品同样实现量产配套。

公司在 BMS、充配电系统和汽车无线充电等领域进行广泛布局，具备为车企和动力电池厂商提供充配电一体化方案的能力。

图 8：均胜电子在汽车电子新能源业务领域相关产品及布局



资料来源：公司官网、公司公告、东方证券研究所

公司在汽车电子新能源领域产品众多，为外资及自主车型进行配套。

电池管理系统 BMS 是当前合作车企最多的产品。合作的外资车企中，均胜电子为宝马的 i3、i8、3 系、5 系、7 系等多款车型配套 BMS 产品，为奔驰全系微混车型、MFA2 平台提供 BMS 产品，同时供应大众 MQB 及 MEB 平台 BMS 产品，是 MEB 平台中国区独家供应商，当前 BMS 产品已经应用于 ID.4 等，为福特、日产等配套的 BMS 进入量产阶段；在自主车企中，均胜电子主要为吉利、奇瑞、上汽通用五菱提供产品，均已经实现量产，其中吉利混动平台中约 6 款车型用到均胜电子的 BMS 系统。

直流电压转换模块、无线充电技术主要与高端车企保时捷合作。电压转换模块还能够将高压转换为低压，用于不同部件的充电。根据公司官网，普瑞公司研发的三合一解决方案能够为保时捷提供使高压转换为低压的模块，800 伏直流电压能够转换为 400 伏输出用于空调等部件，转换为 48 伏用于车辆动态悬架，转换为 12 伏用于车载控制系统。直流电压转换模块应用于保时捷纯电动车型 Taycan 上，在 2019 年实现商用；根据公司公告，2020 年公司开始向保时捷提供无线充电产品。

车载充电器领域，2017 年公司成为吉利和沃尔沃的供应商之一，2018 年年报显示公司获得了吉利、沃尔沃、法拉利等全球整车厂的多项订单。

充电桩处于起步阶段，在 2020 年底实现产品的配套量产，目前接到较多订单，但配套实现量产的车企主要是大众，向大众 ID.4 提供随车充电墙盒，能够悬挂于墙上进行充电。

表 2：公司在汽车电子新能源业务方面的产品及合作进展

相关产品	合作车企	合作车型	具体进展
电池管理系统	宝马	宝马 i3、i8、3 系、5 系、7	2014 年起成为核心供应商

系等			
奔驰	奔驰全系 48V 微混合动力车型、MFA2 平台		2017 年起开始提供
大众	MQB 平台、MEB 平台 ID 系列车型		独家供应并实现量产
奇瑞	艾瑞泽 7 插混版		已量产
吉利	部分混动车型		已量产
日产	-		进入量产阶段
福特	-		进入量产阶段
上汽通用五菱	-		进入量产阶段
直流电压转换模块	保时捷	纯电动车型 Taycan	2019 年实现商用
无线充电技术	保时捷	-	实现产品配套
	吉利	-	2018 年获得订单
	沃尔沃	-	2018 年获得订单
车载充电器	法拉利	-	2018 年获得订单
	大众	ID 系列车型	已量产

资料来源：搜狐汽车、汽车之家、OFweek 锂电网、财经头条、公司官网、公司公告、东方证券研究所

根据公司公告，2017 年公司新增订单约 12 亿元，公司持续进行新客户的开拓，2019 年直流电压转换模块产品顺利实现商用，同时公司为宝马、吉利、奔驰等持续提供 BMS 产品，2019 年新增订单超过 132 亿元，2020 年获得新订单全生命后期约 25 亿元。公司 2019 年左右的新获订单将经过 2 年左右时间为整车实现配套并量产，预计产品将在 2021 年左右逐步放量，未来收入有望进一步提升。

公司为大众 MEB 平台中国区独家供应 BMS 产品，当前配套 ID.4，国内大众 ID.6 X、ID.6 CROZZ 也已上市，即将交付，大众还将在国内推出 ID.4 GTX、ID.2、ID.3 等多款 ID 系列车型，根据公司公告披露，至 2023 年大众 ID 系列车型在中国的阵容或将扩充至 8 款，至 2020 年，均胜电子仅 BMS 产品累计已从大众获得订单超过 100 亿元，ID 系列新车型推出将为公司带来更多订单，为业绩提供支撑。

表 3：公司在汽车电子新能源业务领域获得的相关订单情况

时间	具体订单情况
2017 年	新增订单约 12 亿元
2019 年	新增订单超 132 亿元
2020 年	获得新订单全生命后期约 25 亿元，仅 BMS 产品累计从大众获得订单超过 100 亿元

资料来源：公司公告、东方证券研究所

3 智能车联：V2X 是增长点，布局激光雷达

3.1 整合成立均联智行拓展智能车联业务

公司的智能车联业务源于 2016 年对德国 TS 汽车信息板块业务（TS 德累斯顿）的并购，公司将其并入普瑞成为全资子公司 PCC（Preh Car Connect），同时在宁波设立子公司 JPCC（Joyson Preh Car Connect）。2019 年 12 月，公司宣布将智能车联业务板块重组，将 PCC 和 JPCC 整合为一个智能车联事业部。2020 年 3 月，事业部的运营主体 JPCC 更名为宁波均联智行科技有限公司，“均联智行”品牌正式成立。

为满足 5G-V2X、智能驾驶、智能云等智能车联相关业务的发展需要，均联智行通过母公司增资及引进战略投资者等方式募集资金。2020 年 7 月，公司宣布将对均联智行增资 1.92 亿欧元，同时与国投招商等签订增资协议。根据协议，国投招商管理的先进基金二期将增资 3 亿元，其他外部投资者将合计增资不超过 5 亿元。2020 年 9 月，均联智行宣布完成总额 7.2 亿元的融资，除国投招商外，其余参与方包括宁波高发、方广二期创业、凯辉汽车基金、保腾电力等。

2020 年 12 月，均联智行改制为股份制公司，同时建立宁波均赢和宁波均行两个股权激励平台向均联智行增资，进一步增强资本实力、提高管理效率，加速智能车联业务发展。目前均联智行的股权结构中，公司及子公司普瑞合共持股 75.0%，外部投资者持股 21.4%，宁波均赢和宁波均行分别持股 2.6%和 1.0%。

图 9：均联智行发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

图 10：均联智行股权结构



资料来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

3.2 V2X 是增长点，持续获得新订单

在智能车联业务中，V2X 技术是公司的优势领域，也是未来公司的主要发力点。

V2X (Vehicle to Everything) 是车联网的关键技术，即汽车借助传感器、移动通信网络、云计算等技术，与 X (人、车、路、网等) 实现“通信”，感知路况、驾驶员状态等信息并进行分析、决策，实现安全、舒适、高效行驶，最终实现完全自动驾驶。

2018年，公司加入IMT-2020(5G)推进组C-V2X工作组和中国智能网联汽车产业创新联盟，同时成为车联网行业标准制定工作小组成员，积极参与V2X标准及场景制定。2018年5月，公司与大唐集团旗下的辰芯科技签署战略合作协议，双方将在汽车智能网联和V2X领域展开深入合作，打造新一代TBOX和V2X车用电子产品。2019年4月，公司邀集奇瑞雄狮、华人运通、中国信科、Savari、星云互联、同济大学和上海智能网联汽车创新中心，共同成立V2X生态圈战略联盟，旨在推进V2X产业健康发展，加快V2X商业化落地。2019年10月，公司参加C-V2X“跨芯片模组、跨终端、跨整车和跨安全平台”活动，向业界展示自研V2X车载信息模组和系统。

5G网络拥有的大带宽、低延迟、高可靠等特性，将进一步提升车辆对环境的感知、决策和执行能力，与V2X技术的融合是未来主流的发展方向。均联智行近年来加快布局5G-V2X，积极推进其商业化落地进程，率先实现量产车型搭载。华人运通旗下高合HiPhi X以及蔚来ET7将搭载均联智行集成式5G-V2X车载终端设备，预计将在2021-2022年正式量产，成为全球首批5G-V2X量产车型。未来随着5G网络的普及以及V2X技术的成熟，5G-V2X的商业化应用将有望提速，预计公司订单量将稳步提升。

表 4：公司 V2X 领域布局

时间	事件
2018年	公司加入IMT-2020(5G)推进组C-V2X工作组和中国智能网联汽车产业创新联盟，同时成为车联网行业标准制定工作小组成员
2018年5月	公司与大唐集团旗下的辰芯科技签署战略合作协议，在汽车智能网联和V2X领域展开深入合作
2019年4月	公司邀集奇瑞雄狮、华人运通、中国信科、Savari、星云互联、同济大学和上海智能网联汽车创新中心，共同成立V2X生态圈战略联盟
2019年10月	公司参加C-V2X“跨芯片模组、跨终端、跨整车和跨安全平台”活动
2021-2022年	华人运通旗下的高合HiPhi X以及蔚来ET7预计量产，两款车型将搭载均联智行集成式5G-V2X车载终端设备，成为全球首批5G-V2X量产车型

资料来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

公司智能车联业务涵盖V2X、智能云、智能驾驶及软件增值服务等领域，是国内少数能为国际整车企业提供整体智能车联系统的供应商。公司与大众开展长期深度合作，在欧洲为大众、奥迪供应的基于Android Auto的车载信息系统在2020年进入量产阶段，在国内获得一汽大众和上汽大众MQB和全新电动MEB平台车载信息系统定点，以Linux和Android双系统形式为南北大众提供车载互联解决方案，订单总量约80亿元，已于2019年12月开始量产。除大众外，公司积极开拓新客户，成为长安福特以及蔚来、华人运通等造车新势力的智能车联供应商。公司2018年自主研发的第一代5G-V2X终端产品获得华人运通旗下高合HiPhi X车型定点，2021年5月正式交付。2020年公司新获6.6亿元蔚来汽车5G-V2X项目订单，将为蔚来ET7供应5G-TBOX和5G-VBOX等产品，预计将在2022年一季度正式交付。

表 5：公司智能车联业务订单

客户	产品	量产时间	订单量
大众、奥迪	基于Android Auto的车载信息系统	2020年	——
一汽大众、上汽大众	MQB和MEB平台车载信息系统	2019年12月	约80亿元

华人运通	车载 5G-V2X 终端产品	2021 年 5 月	——
蔚来汽车	5G-TBOX 和 5G-VBOX 等 5G-V2X 产品	2022 年一季度	6.6 亿元

资料来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

3.3 公司携手图达通，布局激光雷达

2021 年 1 月 11 日，公司完成对激光雷达制造商图达通（Innovusion）的战略投资，并将通过均联智行与其展开合作。图达通成立于 2016 年，致力于打造用于自动驾驶的高清激光雷达系统，2018 年 11 月推出第一款图像级激光雷达。公司与图达通将在激光雷达感知融合、V2X 数据融合、自动驾驶域控制器决策算法等领域深度合作。

在这次合作中，双方宣布将携手为蔚来 ET7 供应超远距离高精度激光雷达，该激光雷达拥有 120 度的超广视角、500 米的最远探测距离以及等效 300 线的超高分辨率等超强参数，另外该雷达采用 1550 纳米激光，避开了人眼敏感的 900 纳米波长，安全性进一步提升。均联智行与图达通将不断探索传感器融合技术，实现激光雷达、摄像头、毫米波雷达等多传感器的数据融合，进一步开发更先进的多传感器融合算法，为实现车路协同乃至完全自动驾驶夯实基础，此次在蔚来 ET7 上的合作将是良好的开端。

图 11：图达通高精度激光雷达主要参数



资料来源：图达通官网、东方证券研究所

3.4 持续推进产品迭代及成本控制，毛利率大幅改善

2018 年公司加大对制造成本的控制力度，毛利率达 16.30%，较 2017 年上升 4.63 个百分点。2019 年公司新一代车载信息娱乐系统处于产能爬坡阶段，成本相对较高，毛利率同比下滑 2.74 个百分点。2020 年公司新一代智能车联产品开始全面量产，同时持续加强成本控制，毛利率大幅提升 6.11 个百分点，达 19.67%。2021 年公司 5G-V2X 车载终端设备等高附加值产品将正式量产，智能车联业务毛利率有望维持上升态势。

图 12：公司智能车联业务毛利率


资料来源：公司公告、东方证券研究所

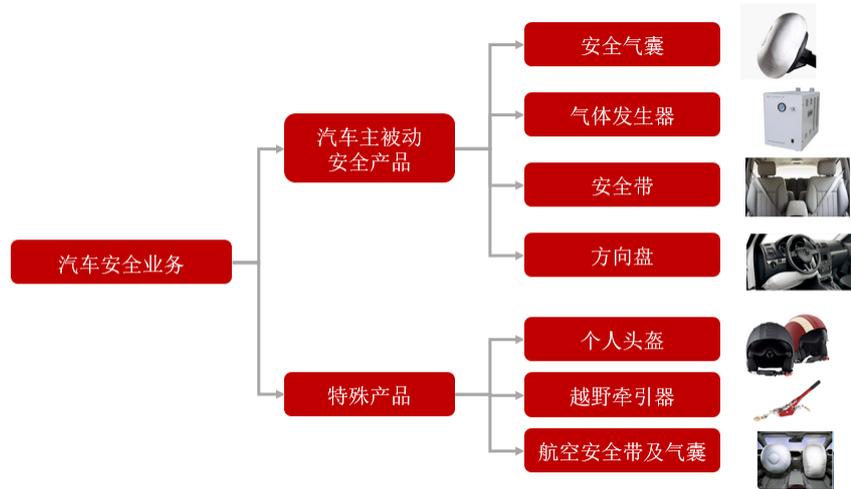
4 汽车安全：盈利能力有望出现改善拐点

4.1 客户覆盖全球

公司在 2016 年、2018 年相继并购美国汽车安全供应商 KSS、日本汽车安全系统制造商高田，由此切入汽车安全领域，均胜电子依托旗下子公司均胜安全系统不断推进全球资源整合，逐步建立起较为完善的汽车安全业务产品，当前均胜安全拥有位于美国密歇根州的全球总部和中国、德国、日本、美国四大区域经营总部，逐步发展成为全球知名安全系统供应商。

公司的汽车安全业务产品主要包括主被动安全产品及特殊产品两类，主被动安全产品以安全气囊、气体发生器、安全带、方向盘为主，其中气体发生器主要配置于安全气囊中，在碰撞时气体发生器将使安全气囊充气，保护乘客安全；特殊产品更多应用于航空、工业、个人保护等领域，例如个人头盔、越野牵引器、航空安全气囊及安全带等。

图 13：均胜电子在汽车安全业务领域相关产品



资料来源：公司官网、公司公告、搜狐汽车、东方证券研究所

当前均胜安全主要客户结构可分为欧美企业、日本企业和自主企业三类。均胜安全获得的客户一方面源于收购 KSS 和高田过程中直接获得，另一方面在不断推进全球资源整合的过程中，凭借汽车安全领域产品布局获得新客户定点。

在日系客户中，均胜电子在日本设有安全业务的经营总部，能够更好地实现为相关车企配套。根据每日经济新闻，日本均胜是日本国内最大的安全带供应商，市场占有率接近四成，同时有包括丰田、日产、本田、马自达在内的近 10 家日本车企均使用了日本均胜的安全相关产品。

在欧美客户中，均胜安全的合作车企包括大众、通用、福特、奔驰、沃尔沃、宝马、特斯拉等，均为全球知名品牌车企，根据公司公告，均胜临港工厂于 2020 年 2 月正式获得特斯拉中国定点，均胜安全成功切入特斯拉产业链，为国产 Model 3 和 Model Y 供应安全气囊、安全带、方向盘等多项安全产品，目前特斯拉的全生命周期产品订单达到 100 亿元。

均胜安全合作的自主客户包括较多一线自主品牌，在传统车领域，均胜安全与上汽、广汽、北汽、长城、长安、吉利等已达成合作，近年来由于电动化浪潮加快发展，公司逐步开始为新能源车企和造车新势力配套相关安全产品，已经和蔚来、理想达成安全产品配套合作。

图 14：均胜电子在汽车安全业务领域的客户结构

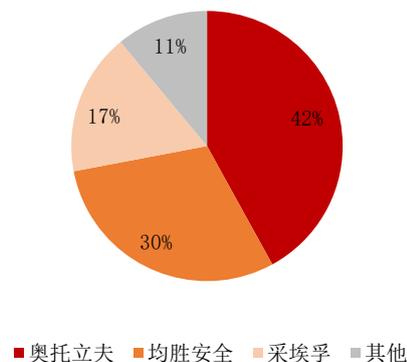


资料来源：搜狐汽车、新浪汽车、每日经济新闻、看准网、公司公告、东方证券研究所

4.2 全球整合逐步推进，盈利能力有望改善

2020 年全球汽车安全业务市场份额中，头部三家企业分别为奥托立夫、均胜安全和采埃孚，市占率分别为 42%、30%、17%，市场集中度高，除头部前三家企业外其他企业市占率加总仅 11% 左右。由于高田原本为全球汽车安全业务市占率第二，占到 20% 以上市场份额，均胜安全通过收购高田并获得其市场份额及客户，快速跻身为全球安全业务知名企业，根据盖世汽车网，均胜安全的市占率约 30% 达到第二位，仅次于全球龙头企业奥托立夫。

图 15：2020 年全球汽车安全行业市场份额占比

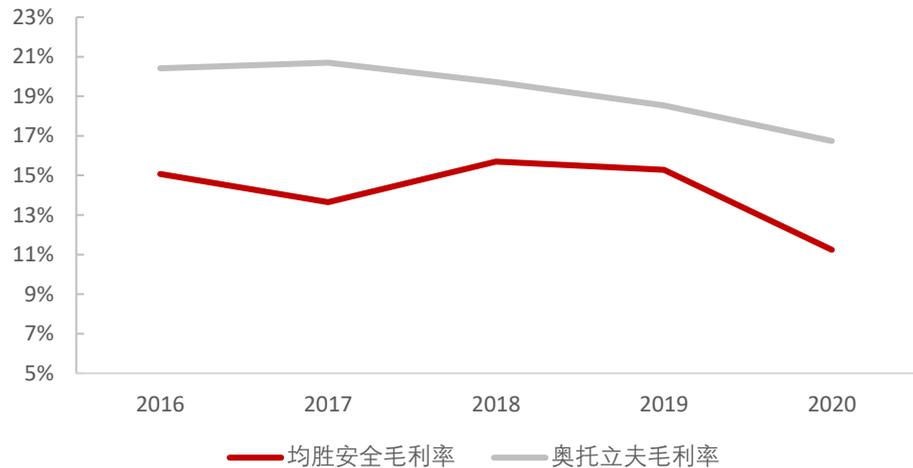


资料来源：中国产业信息网、公司公告、盖世汽车网、东方证券研究所

全球汽车销量在 2017 年后逐步下滑，2020 年疫情对全球汽车行业产生巨大冲击，因此有更为明显的销量下滑，销量下滑导致汽车安全产品的需求逐年下降，因此均胜安全和奥托立夫的毛利率在 2017 年后整体呈现下滑态势。具体来看，由于均胜安全在收购高田后尚处于整合过程中，部分业

务仍未整合完毕，因此整体盈利能力不及奥托立夫，2020 年均胜安全的毛利率为 11.24%，奥托立夫的毛利率为 16.74%，均胜安全的毛利率比奥托立夫低 5 个百分点。

图 16：均胜安全和奥托立夫的毛利率对比



资料来源：Wind、东方证券研究所

均胜安全的盈利能力提升将主要通过三条路径：

- （1）整合全球工厂及相关人员，通过精简工厂或员工的数量、推进现代化工厂及产线建设，减少历年的管理费用及员工工资等开支，提高运营管理效率，从而在成本端使盈利能力改善；
- （2）新老订单的更替，由于订单从获得到量产有大概 2 年左右时间，订单结构的变化也是逐步替换的过程，过去的老订单毛利率更低，而获得的新订单具备更高的毛利率，因此随着新订单逐步替换老订单，公司的盈利能力将有所改善；
- （3）整合逐步完成收入提升并形成规模效应，在整合完成后，均胜安全业务的综合实力增强，同时收购外资企业也能够获得更为丰富的配套量产经验，更快切入外资企业产业链，因此将促进收入的快速提升，从而形成安全业务更强的规模效应，改善盈利能力。

图 17：均胜安全提升盈利能力的路径



资料来源：搜狐汽车、新浪汽车、东方证券研究所

均胜安全的营业收入占据均胜电子的大部分份额,是均胜电子最重要的子公司,根据均胜安全官网,均胜安全的员工总人数达 50000 人,而均胜电子全部员工人数在 50000-60000 区间内,均胜安全员工人数占到 90%以上,均胜电子的员工人数变化很大程度上是对均胜安全的员工人数的反映。

根据公司公告,近年来公司逐步对均胜安全的员工进行精简,通过对重复产能深度优化、提高自动化生产比例等方式进行优化,因此均胜安全的员工人数持续下降。从均胜电子员工总人数看,已经从 2018 年的 5.9 万人已经下降至 2020 年的 5.3 万人;从员工结构看,人数下降主要是生产人员的下降,自动化的部分生产流程代替了人工生产,均胜电子的生产人员从 2018 年的 5.1 万下降至 2020 年的 4.5 万,而技术人员、财务人员、行政人员人数有所提升。总体员工人数下降及人员结构的优化将减少人员相关费用和开支,在成本端改善均胜安全的整体盈利能力,带动毛利率提升。

图 18: 均胜电子历年员工总人数

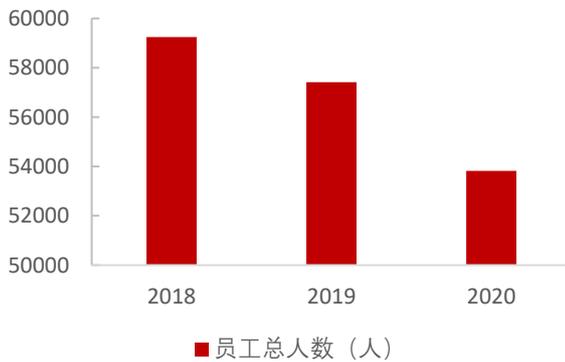


图 19: 均胜电子历年生产人员人数



资料来源: Wind、东方证券研究所

资料来源: Wind、东方证券研究所

2019 年均胜安全投入 1 亿欧元用于匈牙利和罗马尼亚子公司的技术升级和设备改造,经过改造,匈牙利米什科尔茨工厂成为欧洲技术先进、装备一流的“超级工厂”;2020 年均胜安全宁波“超级工厂”通过相关体系和客户认证,成为公司国内最先进的汽车安全系统产品生产基地。目前均胜安全在全球 25 个国家拥有 76 个,其中在美国 21 个,欧洲、中东及非洲地区 24 个,中国 9 个,日本和亚洲其他国家 22 个,随着自动化生产工厂建设推进,公司整体的生产效率将提升,运营管理费用进一步下降,自动化工厂及产线的建设将促进盈利能力提升。

图 20：均胜电子在全球的工厂布局情况

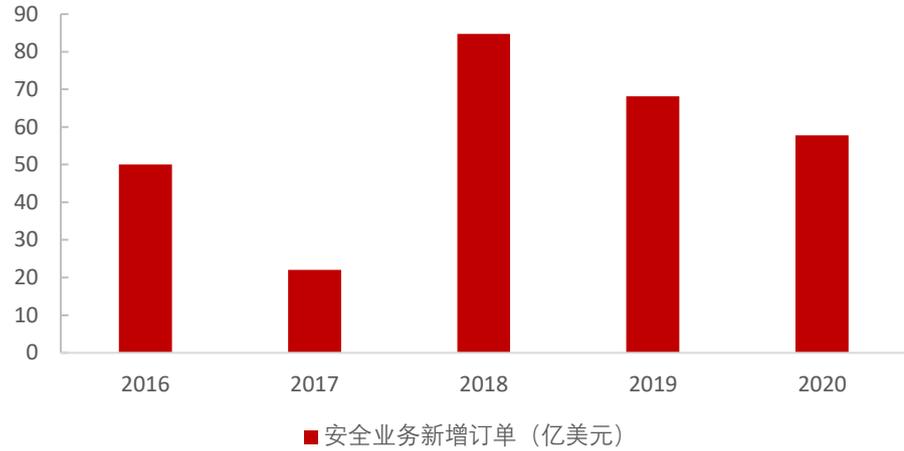


资料来源：公司官网、东方证券研究所

4.3 预计盈利能力改善对公司业绩弹性较大

从订单总价值看，2017 年均胜电子收购 KSS 后尚未完全整合完毕，当年订单总价值下降至 22 亿美金，2018 年订单价值出现一定提升，一方面源于收购 KSS 后整合业务并获得新客户订单，同时 2018 年完成收购高田资产，获得部分高田原有订单，2018-2020 年历年新增订单价值均超过 55 亿美金，相较 2016-2017 年水平有较大程度提升。

订单从获得到实际配套量产需要 2 年左右时间，2018-2020 年均胜安全每年的新增订单较多，新订单逐步替换原有的老订单，新订单将在 2020 年后逐步开始兑现，同时新订单的产品毛利率要比老订单更高，订单结构改善与新订单的逐步兑现将带动公司整体毛利率提升；另一方面，根据公司公告，均胜安全在 2020 年基本完成了全球范围内的资源优化与整合工作，仅 2020 年第四季度均胜安全就新增订单 130 多亿元，预计随着均胜安全对高田的汽车安全业务逐步整合完毕，汽车安全业务的新增订单价值量有望进一步提升，有望获得更多订单，从而带动市场份额扩张。

图 21：均胜电子在汽车安全业务领域历年新增订单


资料来源：公司公告、东方证券研究所（注：按照 1 美元=6.4885 元人民币换算）

2016-2019 年均胜安全营业收入持续提升，不断的整合并购使安全业务不断扩张至全球各地，营业收入从 72.70 亿元提升至 470.71 亿元，2020 年均胜安全营业收入下滑至 331.32 亿元，营收下降系受到新冠疫情影响，中国地区营业收入在一季度受到较大冲击，二季度后快速恢复，同时海外地区同样受疫情影响，二季度后整车客户停工停产等影响全年营业收入。整体看营业收入保持增长态势，2016-2019 年复合增长率达到 46.11%。

随着全球化整合并购，安全业务逐步成为均胜电子重要的业务之一，营业收入的占比逐年提升至 70% 左右水平。随着新车订单的量产及整合成本下降，预计均胜安全业务盈利能力有望改善，其盈利能力提升将对公司盈利增长提供支撑。

图 22：均胜安全营业收入及同比增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 23：均胜安全营业收入占均胜电子营收比重


资料来源：Wind、东方证券研究所

5 盈利预测及估值

随着公司智能车联、新能源汽车电子拓展新客户，获得新订单，汽车安全系统产品盈利能力改善，预计，公司未来盈利有望稳定增长。

(1) 预测公司汽车电子业务 2021-2023 年收入分别增长 33.6%、24.2%、18.1%，毛利率分别为 18.4%、19.2%、19.8%；

(2) 预测汽车安全系统 2021-2023 年收入分别增长 8.1%、7.1%、7.1%，毛利率分别为 14.0%、14.5%、15.0%；

(3) 预测公司其它产品 2021-2023 年收入分别增长 15%、12%、12%，毛利率分别为 5%左右。

在可比公司估值上，因公司产品主要是汽车电子、车联网及零部件行业，主要选取了相关公司，如德赛西威、捷顺科技、中科创达、千方科技、科博达、道通科技、华阳集团、伯特利等，这些可比公司 21 年平均估值为 51 倍左右，因此给予公司 2021 年 PE 51 倍估值，目标价 34.68 元，维持买入评级。

表 6：收入分类预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
汽车电子系统及智能车联业务					
销售收入（百万元）	10200.66	10322	13786.91	17120.52	20218.61
增长率	10.50%	1.19%	33.57%	24.18%	18.10%
毛利率	17.63%	17.90%	18.44%	19.16%	19.80%
汽车安全系统					
销售收入（百万元）	47008.39	33100	35787.72	38328.65	41049.98
增长率	9.63%	-29.59%	8.12%	7.10%	7.10%
毛利率	15.28%	11.24%	14.00%	14.50%	15.00%
功能件					
销售收入（百万元）	3836.66	3684	0	0	0
增长率	6.96%	-3.98%			
毛利率	23.29%	22.00%			
其它业务					
销售收入（百万元）	653.29	783.95	901.54	1009.73	1130.89
增长率	35.26%	20.00%	15.00%	12.00%	12.00%
毛利率	-0.50%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	61699	47889.95	50476.17	56458.89	62399.48
增长率	9.82%	-22.38%	5.40%	11.85%	10.52%
综合毛利率	16.00%	13.40%	15.05%	15.74%	16.37%

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 7：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2021年7月16日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
德赛西威	002920	103.29	0.94	1.45	1.92	2.47	109.64	71.24	53.81	41.81
伯特利	603596	36.97	1.13	1.45	1.84	2.23	32.73	25.42	20.07	16.59
中科创达	300496	142.98	1.05	1.59	2.25	3.10	136.74	89.76	63.52	46.20
科博达	603786	65.02	1.29	1.65	2.17	2.70	50.54	39.50	29.96	24.08
道通科技	688208	82.26	0.96	1.41	2.00	2.84	85.47	58.29	41.03	29.01
华阳集团	002906	36.61	0.38	0.61	0.88	1.15	95.89	60.22	41.78	31.90
捷顺科技	002609	9.24	0.25	0.34	0.46	0.63	37.24	27.38	19.98	14.78
	调整后平均						75.76	51.33	37.33	28.68

资料来源：WIND、东方证券研究所

6 主要风险

汽车电子及智能车联业务配套量低于预期。预测 2021 年、2022 汽车电子收入分别同比增长 33.6%、24.2%，对盈利影响较大，若配套车企销量低于预期，则会影响公司产品销量，进而影响公司盈利增长。

汽车安全配套量低于预期。我们预测 2021 年、2022 汽车安全产品收入分别同比增长 8.1%、7.1%，若配套车企销量低于预期，则会影响公司产品销量，进而影响公司盈利增长。

汽车安全盈利改善低于预期。汽车安全若盈利改善时间和幅度低于预期，将影响公司盈利增长。

海外疫情时间不确定性及芯片供给不确定性影响下游车企配套量。公司海外收入比重较高，海外疫情控制时间不确定性将影响公司下游车企配套量，芯片供给不确定性也影响下游车企配套量，进而影响公司盈利增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,580	8,650	13,496	13,347	14,126	营业收入	61,699	47,890	50,476	56,459	62,399
应收票据、账款及款项融资	8,875	7,490	8,177	9,146	10,109	营业成本	51,827	41,517	42,879	47,570	52,183
预付账款	375	270	410	373	424	营业税金及附加	152	134	141	158	175
存货	7,287	6,330	6,508	7,054	7,872	营业费用	1,498	901	1,010	1,129	1,248
其他	2,671	3,439	3,255	3,291	3,375	管理费用及研发费用	6,237	5,370	5,048	5,646	6,240
流动资产合计	25,788	26,179	31,847	33,212	35,905	财务费用	1,016	1,073	1,177	1,138	1,149
长期股权投资	873	1,862	937	1,224	1,341	资产、信用减值损失	255	236	201	93	34
固定资产	0	11,464	13,113	14,534	15,787	公允价值变动收益	23	(3)	5	5	5
在建工程	1,948	2,053	2,313	2,205	2,151	投资净收益	726	1,798	1,500	1,500	1,500
无形资产	3,952	3,867	3,094	2,320	1,547	其他	76	32	40	40	40
其他	24,364	10,839	8,323	8,114	8,090	营业利润	1,539	487	1,566	2,271	2,916
非流动资产合计	31,137	30,086	27,779	28,398	28,916	营业外收入	11	19	20	20	20
资产总计	56,925	56,265	59,625	61,610	64,821	营业外支出	38	12	15	15	15
短期借款	6,486	4,613	5,426	5,508	5,182	利润总额	1,511	494	1,571	2,276	2,921
应付票据及应付账款	9,847	8,050	8,489	9,226	10,190	所得税	59	290	236	455	584
其他	5,660	7,861	6,977	6,764	7,206	净利润	1,452	204	1,335	1,821	2,336
流动负债合计	21,993	20,524	20,892	21,499	22,578	少数股东损益	512	(412)	401	546	701
长期借款	11,692	11,866	11,866	11,866	11,866	归属于母公司净利润	940	616	935	1,274	1,635
应付债券	1,558	524	500	550	560	每股收益(元)	0.69	0.45	0.68	0.93	1.20
其他	4,575	3,883	4,749	4,377	4,343						
非流动负债合计	17,825	16,273	17,115	16,792	16,769	主要财务比率					
负债合计	39,818	36,797	38,007	38,291	39,347		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4,529	4,300	4,700	5,246	5,947	成长能力					
实收资本(或股本)	1,237	1,368	1,368	1,368	1,368	营业收入	9.8%	-22.4%	5.4%	11.9%	10.5%
资本公积	7,224	9,771	9,996	9,996	9,996	营业利润	79.9%	-68.4%	221.5%	45.0%	28.4%
留存收益	4,085	4,615	5,454	6,588	8,032	归属于母公司净利润	-28.7%	-34.5%	51.7%	36.3%	28.3%
其他	32	(585)	100	120	130	获利能力					
股东权益合计	17,107	19,469	21,618	23,319	25,474	毛利率	16.0%	13.3%	15.1%	15.7%	16.4%
负债和股东权益总计	56,925	56,265	59,625	61,610	64,821	净利率	1.5%	1.3%	1.9%	2.3%	2.6%
						ROE	7.5%	4.4%	5.8%	7.3%	8.7%
						ROIC	6.6%	1.6%	5.7%	6.4%	7.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	69.9%	65.4%	63.7%	62.2%	60.7%
净利润	1,452	204	1,335	1,821	2,336	净负债率	82.8%	62.0%	28.8%	29.1%	24.0%
折旧摊销	2,494	1,044	1,465	1,579	1,671	流动比率	1.17	1.28	1.52	1.54	1.59
财务费用	1,016	1,073	1,177	1,138	1,149	速动比率	0.82	0.97	1.20	1.20	1.23
投资损失	(726)	(1,798)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	营运能力					
营运资金变动	636	834	(22)	(1,368)	(947)	应收账款周转率	6.7	6.3	7.0	7.0	7.0
其它	(954)	1,765	4,687	(270)	0	存货周转率	6.7	5.9	6.6	6.8	6.7
经营活动现金流	3,919	3,121	7,143	1,399	2,710	总资产周转率	1.1	0.8	0.9	0.9	1.0
资本支出	(3,027)	1,403	(2,572)	(2,097)	(2,097)	每股指标(元)					
长期投资	82	(989)	926	(287)	(117)	每股收益	0.69	0.45	0.68	0.93	1.20
其他	(751)	(3,110)	1,398	1,691	1,530	每股经营现金流	3.17	2.28	5.22	1.02	1.98
投资活动现金流	(3,696)	(2,696)	(249)	(693)	(684)	每股净资产	9.19	11.09	12.37	13.21	14.27
债权融资	784	1,771	(1,815)	341	420	估值比率					
股权融资	(560)	2,678	225	0	0	市盈率	39.0	59.5	39.2	28.7	22.4
其他	(2,027)	(3,530)	(460)	(1,195)	(1,667)	市净率	2.9	2.4	2.2	2.0	1.9
筹资活动现金流	(1,803)	918	(2,049)	(854)	(1,247)	EV/EBITDA	9.2	17.9	11.1	9.4	8.1
汇率变动影响	79	(26)	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.3	29.9	17.0	13.7	11.5
现金净增加额	(1,500)	1,318	4,846	(149)	779						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn