

均胜电子 (600699): 跻身世界顶级汽车电子厂商 ---并购德国普瑞的化学效应

行业分类: 汽车零部件

2012. 4. 4

研究员: 李皓
执业证书编号: S0640511060001
电话: 0755-83689042
Email/Msn: clarkivlee@hotmail.com

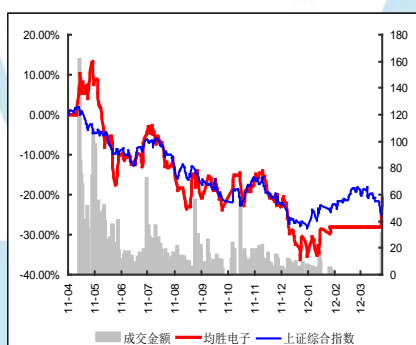
联系人: 成燕
电话: 0755-83689717
Email: chengyan308@163.com

12月目标价	15元
当前股价	9.10元
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2262.79
总市值(亿元)	35.68
流通市值(亿元)	16.9
总股本(百万股)	392
ROE	26.82%
市盈率(TTM)	23.52
市净率	6.31

近一年公司股价表现



近期重要报告:

- 东软载波 (300183): 标准未定、天下已分
- 川大智胜 (002253): 十年积累空管领军装备企业进入收获期

重大事项: ST得亨于2012年3月更名为均胜电子, 并拟以定向增发的形式购买德国普瑞控股100%股权、德国普瑞5.1%股权, 资产价值折合人民币24亿元, 拟向除公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象募集配套现金为不超过本次交易总额的25%, 约合6亿元。

- 均胜电子在细分汽车电子功能件市场具有龙头地位。** 均胜电子是目前汽车电子功能件细分领域具有一级供应商资质的核心厂商, 客户资源包含了一汽大众、上海大众、上海通用三大国内最具成长实力的整车生产企业, 对其销售额接近50%, 出风口、进气管及洗涤壶系列市场占有率第一。公司具备工艺和系统集成开发优势, 功能件电子化和高端汽车电子装置搭配的发展策略决定了公司与传统零部件企业之间已经存在巨大的竞争差异。
- 并购德国普瑞促使公司跻身顶尖高端汽车电子装置厂商。** 德国普瑞是一家具有90多年汽车电子相关生产经验的老牌汽车电子厂商, 客户涵盖了全球最知名的主流汽车厂商, 奥迪 MMI 系统、宝马 IDRIVE 系统就是公司产品的杰作。目前德国普瑞的产品线包括空调控制系统、驾驶员控制系统、ECU 等核心汽车电子产品, 均部署于各厂商的旗舰型车系上, 2011 年公司销售额约 39 亿人民币。其高端领域、高端客户应用的特质决定了均胜电子并购德国普瑞将直接跨入世界顶尖汽车电子制造商的行列。我们认为, 均胜电子在产品结构、管理模式、客户资源、技术研发乃至成长模式上都与传统汽车零部件企业有鲜明的差异, 公司拥有着不可替代性的核心竞争力, 作为 A 股汽车电子第一股实至名归。
- 德国普瑞技术国产化是均胜电子近期最大的看点。** 德国普瑞高端客户和高端应用的特征决定了若其技术国产化将能实现对国内合资企业顶级车型的配套。我们认为当前汽车工业的发展将越来越向中国这类具有制造优势兼具市场空间的区域转移, 品牌车企为保障车型的竞争力亦会将顶级车系的配置逐渐向次级车型辐射, 因此德国普瑞技术国产化极具市场空间。目前德国普瑞与均胜电子已经成立了合资企业普瑞均胜, 对上海大众斯柯达系列形成小规模供货, 让我们看到了这一过程实际上已经在发生, 我们期待着两者在技术、资源上的深度整合, 促使均胜电子成为具有系统及解决方案的核心汽车电子生产厂商。
- 予以买入评级。** 预计 12-14 年公司 EPS 为 0.50、0.70、0.80 元, 对应 PE 为 18、13、11 倍。我们认为均胜电子具有典型的外延及内涵成长双轮驱动特征, 德国普瑞的并入将极大提升公司核心竞争力。公司估值逻辑可倾向于电子企业, 较传统零部件制造企业应存在较大的估值优势, 予以买入评级。

财务预测

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1462	6057	6913	7466
收入同比 (%)	30.0%	314.2%	14.1%	8.0%
归属母公司净利润	152	349	484	552
净利润同比 (%)	40.1%	130.3%	38.7%	13.8%
每股收益 (元)	0.39	0.50	0.70	0.80
市盈率	42	18	13	11

资料来源: 中航证券金融研究所

汽车电子第一股，均胜电子跻身世界顶级汽车电子厂商

● 借壳 ST 得亨，均胜电子作为 A 股汽车电子第一股登陆市场

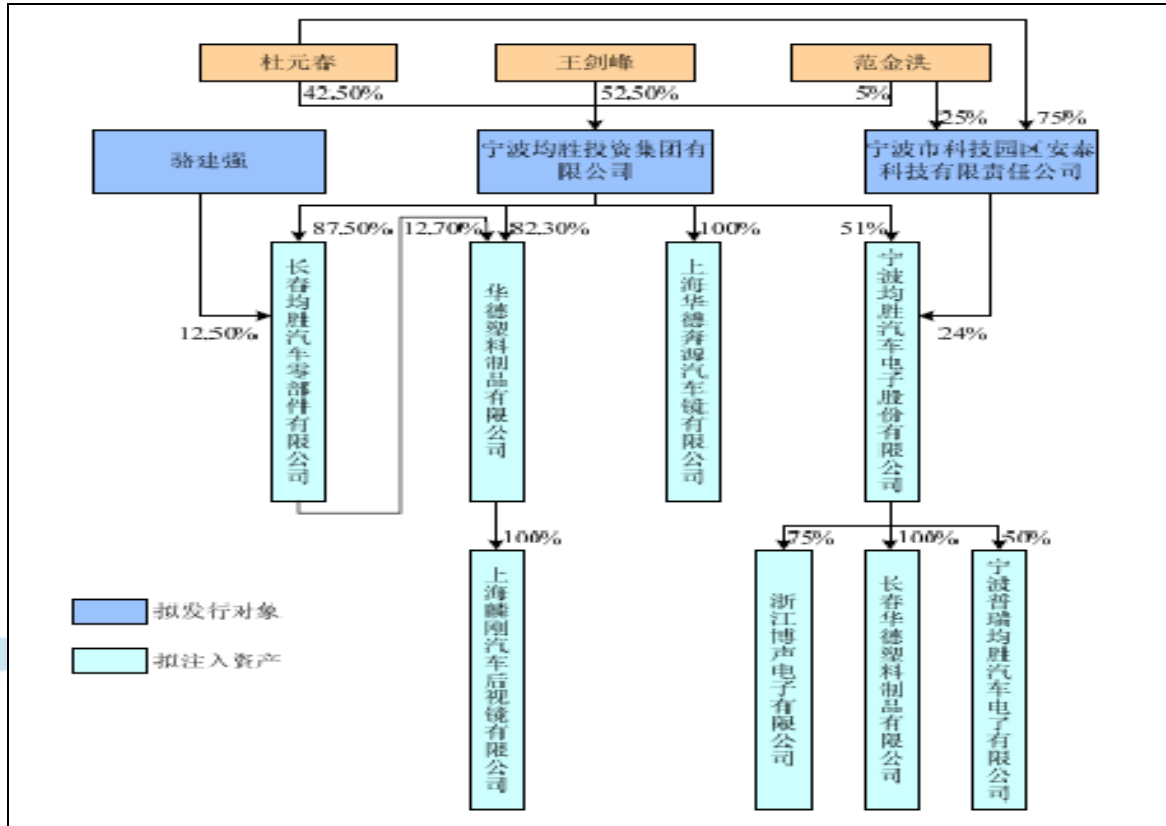
均胜电子是目前 A 股上市公司中第一家真正意义上的汽车电子类产品制造企业，公司横跨汽车电子功能件和高端汽车电子装置的产品结构是当前区别于传统汽车零配件企业的典型特征，而更为关键的因素在于公司未来产品结构的演化将更加倾向于在立足汽车功能件电子化的基础上，大力推进高端汽车电子产品的研发生产，依托集团内外部的资源形成公司新一轮产业升级，在高端汽车电子装置如驾驶员控制系统、空调控制器及发动机控制 ECU 等核心电子装置上占据制高点，因此我们认为均胜电子已经逐步与传统型企业零配件企业间产生实质性的差异，作为 A 股中第一只汽车电子股应值得密切的关注。

均胜电子通过借壳 ST 得亨（辽源得亨）得以登陆 A 股市场，辽源得亨自 05 年以来主营业务连续亏损陷入困境。经引入宁波均胜集团作为重整方，通过注入现金清理债权债务、接受原股东受让股权（约 4055 万股，占当时公司股份数 21.83%）及与集团一致行动人参与认购得亨定向增发股权等方式，向辽源得亨注入 8 亿多元的优质资产，从而实现入主上市公司借壳上市的目的。完成《重整计划》之后，均胜集团成为辽源得亨的第一大股东及实际控制人，占公司股权的 53.4%，均胜集团及其一致行动人持有上市公司股权约 62.97%。

从重组的实施过程来看，均胜集团依托在汽车零配件细分市场的领先地位，将旗下最具盈利能力的子公司：宁波均胜、华德塑料、长春均胜及华德奔源四家企业注入上市公司，标底总价约 8.87 亿。上市公司已通过定向增发形式分别获得宁波均胜 75% 股权、华德塑料 95% 股权、长春均胜 100% 股权、华德奔源 100% 股权，辽源得亨至此也脱胎成为一家专注于汽车零部件制造及高端汽车电子产品研发的汽车电子高科技企业，2012 年 3 月，ST 得亨更名为均胜电子。



图表 1 均胜集团注入资产股权结构图



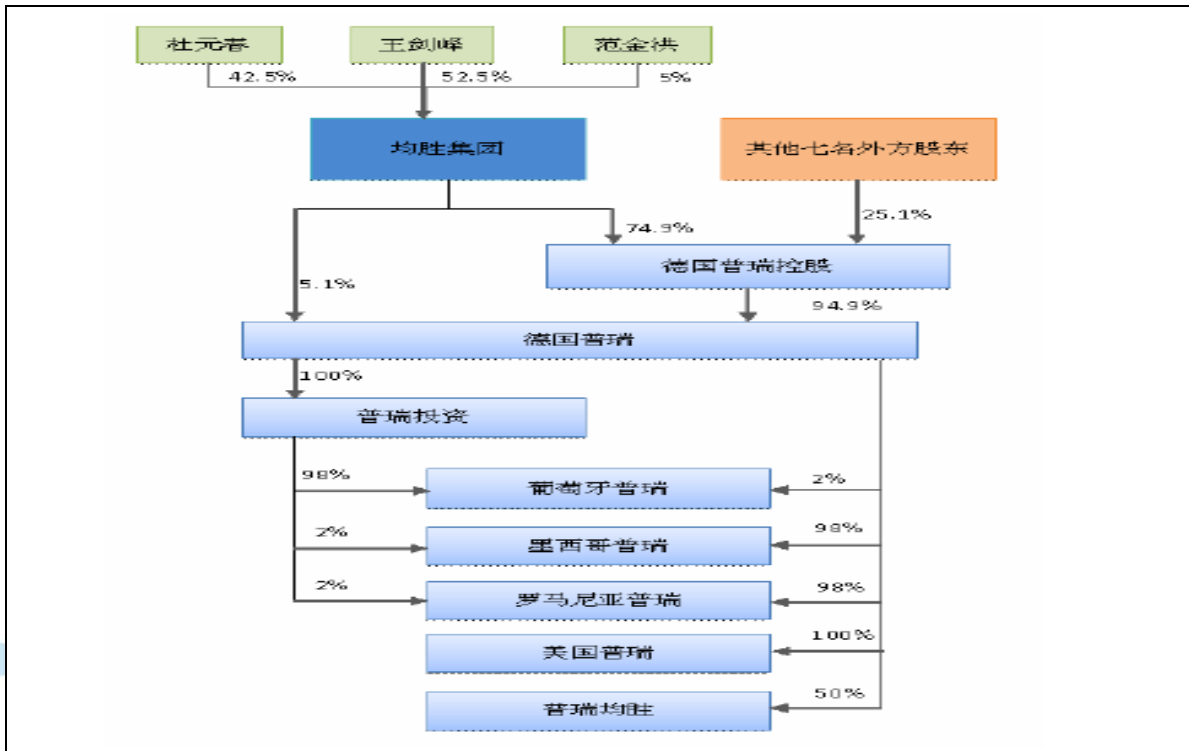
资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

● 收购德国普瑞 100%股权，切实打通汽车电子高端产品线

均胜电子借壳上市之后，资产整合的动作连续不断。于 2012 年 3 月 29 日公司再次刊登公告，拟通过向集团定向增发和对外籍股东直接现金支付相结合的方式收购德国普瑞投资控股 100%股权和德国普瑞 5.1%股权，本次交易资产的价值高达 2.948 亿欧元（按照 2011 年 12 月 31 日汇率折算人民币价值为 24.06 亿元）。

均胜集团早在 2007 年就已经与德国普瑞进行了拜访，2009 年正式对德国普瑞进行谈判合作事宜并于 2010 年成立普瑞均胜公司，厂址位于浙江宁波。2010 年末均胜集团开始对德国普瑞进行净值调查并于 2011 年从德国著名投资公司 Deutsche Beteiligungs AG (DBAG) 手里收购了普瑞 74.9%的股份，并承诺进一步收购剩余 25 名外籍股东所持有的 25.1%股权，本次均胜电子的定向增发正是在这种背景下实施的。

图表 2 德国普瑞股权结构图



资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

在本次交易之前，均胜集团已直接持有德国普瑞 5.1% 股权，通过持有德国普瑞投资控股 74.9% 股权间接持有德国普瑞 94.9% 股权，实质上德国普瑞已经为均胜集团完全控制。为了避免德国普瑞与均胜电子之间存在的潜在同业竞争的问题，均胜集团启动将德国普瑞权益注入上市公司的进程。

本次交易之后，均胜电子将直接持有德国普瑞控股 100% 股权，德国普瑞 5.1% 股权。由于德国普瑞控股已持有德国普瑞股权的 94.9%，实质上均胜电子就已经实现了对德国普瑞的 100% 股权的占有和控制。鉴于德国普瑞是一家年销售额高达 4 亿欧元的国际汽车电子标杆企业，具备各大国际汽车巨头的一级供应商资质，驾驶员控制系统、空调控制器等主力产品占领着豪华旗舰级车型市场，如奥迪 A8 的 MMI 系统、宝马 7 系 IDRIVE 系统等就是公司产品的杰作。因此均胜电子对德国普瑞的控制，实质上就已经打通了公司的高端产品线，跻身于世界顶级汽车电子厂商之一，这势必带来均胜电子现有客户资源进行再一次的深度整合。德国普瑞强大的技术研发和设备工程支撑能力对均胜电子未来产品的发展有莫大的帮助。我们认为未来德国普瑞技术国产化的进程将对公司的业绩产生较大的推动作用，是未来最大的看点之一，目前均胜电子与德国普瑞的合资公司普瑞均胜已在浙江宁波开始小批量生产，为上海大众斯柯达车型进行空调控制相关产品配套，意味着技术国产化进程实际上已经展开，我们对公司未来前景充满着信心。

我们预计本次交易将会为均胜电子在 2012 年带来近 5 亿欧元以上的并表营收,约合人民币 40 亿元以上,是目前公司营业收入的 2 倍以上,贡献净利润将接近 2000 万欧元,约合人民币 1.6 亿,与公司现有净利润相当。均胜电子并购德国普瑞说带来的外延性增长十分显著。

● 汽车电子第一股实至名归,立足功能件电子化市场,实现高端汽车电子的突破

均胜电子作为一家在汽车零配件细分市场具有相当影响力的企业,目前业务板块已经成为了上海大众、一汽大众、上海通用等大型合资厂的一级供应商,在历年的供应商评比中多次获得 A 级供应商的荣誉,由于汽车产业链相对闭合的特性,一级供应商的资质和 A 级供应商的荣誉已经足以证明均胜电子现有业务的技术实力和竞争优势。

在获得德国普瑞的控制权之后,均胜电子实现了高端汽车电子产品线的布局,公司的发展战略随之也作出了相应的调整,将未来产品的发展思路定义为立足已有的汽车功能件电子化市场,大力发展高端汽车电子产品,依托这个思路,均胜电子按照事业部体制对产品线进行二次划分:

(1) 汽车电子功能件,即在传统的汽车零配件领域,公司已经逐步放弃做单一简单制造的零配件产品,着力发展具有系统整合特性,能成为汽车电子装置的相应载体的高附加值零配件产品,该产品具有厂商对企业设计制造工艺要求更高,能实现与整车同步设计研发,结构更为精密复杂性的特性。公司的主力产品发动机进气歧管(涡轮增压管)、车窗洗涤系统(前大灯洗涤系统)、空调出风口等均属于这样一类的产品。并且公司按照既定规划早已着手现有产品的电子化进程,如集成电子感应门锁系统、车载 DVD 系统、倒车雷达系统、加入盖子开启电控马达和 PUSH-PUSH 微动开关的加油小门等产品,该产品都将同一接入汽车 CAN 总线进行统一控制,未来是提升产品附加值实现内涵增长的重要驱动因素。

(2) 高端汽车电子装置,即依托德国普瑞的技术研发,通过合营企业宁波普瑞均胜进行技术国产化后进入国内中高端车型的产品,包括空调控制系统、仪表显示系统、驾驶员控制系统及 ECU 单元的相关产品。德国普瑞高端客户、旗舰车型配套的特征,为均胜电子在承接技术转移之后能迅速打开国内中高端车型配套的资质形成了良好的先机。

图表 3 德国普瑞高端控制类产品展示图



资料来源:公司资料、中航证券金融研究所

这种产品线划分的方式结合公司现有资源的布局,使得均胜电子已经展示出与传统汽车零部件企业完全不同的特质:实现了对 OEM 车厂的更强的绑定粘性,针对厂商的平台车系能够实现更加系统化集成的服务优势,从单纯依赖工艺和制造能力竞争的层次升级到了依靠产品系统性同步研发,实现同平台多车型的技术共享、优化配套的竞争层次,特别是高端电子装置类产品的量产使得公司的竞争实力大大加强,既切合了业已形成的汽车电子化发展趋势,也符合像汽车产业这样一个成熟型的产业强调深层次整体配套服务的特性,因此均胜电子作为 A 股汽车电子第一股我们认为实至名归。,

● 依托均胜集团成熟的企业管理及并购经验,为均胜电子带来内涵外延双轮驱动

从均胜电子过往的发展历程我们不难看出,公司的成长逻辑既包含着产品升级带来的内涵性增长,也包含着通过并购实现的外延式扩张。这与公司实际控制人均胜集团管理层的风格不无关系。均胜集团作为一家集汽车零部件制造、房地产开发和投资并购为一体的集团公司,在企业运作的过程中,十分注重对核心主营业务的培育和壮大,按照过往的经营历程,集团在强调主营业务的核心竞争力的同时,十分注重吸收合并与主业相关的企业和技术,眼光着眼于全球产业链的发展和配置,力争实现对被收购企业的吸收、盘活、壮大、发展。而从集团过往的案例中,无疑这种策略的运作是成功的。

根据了解,在 05-08 年期间,集团的销售收入从 3.5 亿急速增长到了 21 亿,复合增长率达到了 81%,其中并购企业共享的收入增长复合增长率达到 76%,即实现了外延和内涵同步高速增长的良好态势,致使集团利润从 3000 万达到了 1.7 亿。这个数据可以看出均胜集团在投资并购环节确有独到之处,除企业领军人物的眼光而外,我们认为另一个更加重要的因素在于均胜集团企业文化的融合力,“均胜”即“共赢”的理念使得企业并购不仅从自身角度出发,还能从被并购企业出发,通过各项制度与激励机制使得不同企业间融合障碍明显减小,能最大化的实现并购所带来的协同效应,因此企业在短期内实现了真正的跨越式增长。

均胜电子的成长无疑受益于集团这样的发展战略,成熟行业的并购所带来不仅是产品线的扩大,还是获得技术、市场、客户资源等的重要方式。公司的成长方式势必比单纯依赖内涵增长更加迅速。同时我们可以看到均胜集团内游离于上市公司之外的优质资产还有很多,这些未来都将有可能与上市公司进行新一轮整合,因此均胜电子的成长性远非传统汽车配件企业可比,双轮驱动特征十分突出。

功能件电子化进程提升附加值,优质客户+畅销车型是内涵成长的强力保障

● 细分产品业内领先,内涵增长来源于工艺驱动和产品电子化升级

根据均胜电子 2011 年财务报告显示,2011 年公司实现营业收入 14.62 亿元,同比增长约 29.96%,实现归属于母公司所有者净利润 1.52 亿元,同比增长约 40.13%。虽然公司毛利率水平 20.55%处于行业整体

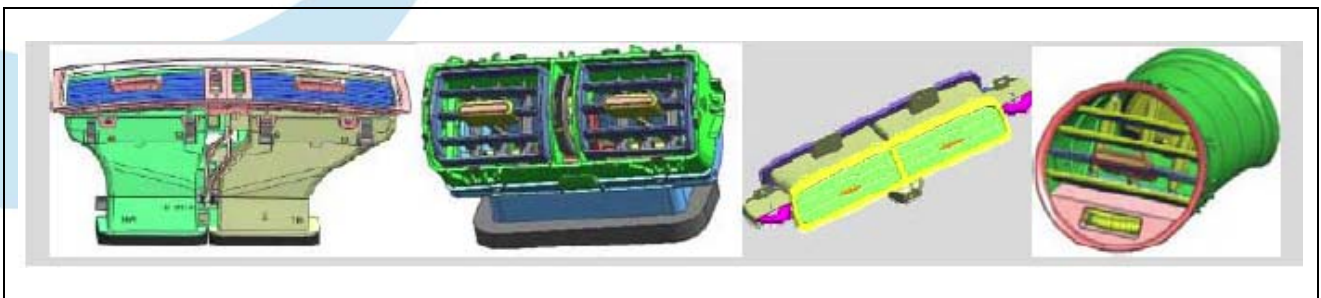
水平，但是依托优良的管理和费用控制能力公司实现了 26.82%的净资产收益率，我们认为公司盈利具有极高的质量。均胜电子现有业务子公司中盈利能力最为突出的分别为宁波均胜和华德塑料，根据我们测算，宁波均胜的销售收入大致在 6.8 亿左右，而华德塑料的销售收入大致在 6.3 亿左右，分别贡献净利润 0.82 亿和 0.7 亿。

宁波均胜的主要产品包括发动机相关系统、洗涤器系统、空气循环系统、内饰系统四大业务板块，其中发动机进气歧管、风窗洗涤系统、出风口总成三大产品在细分市场的出货量国内位列第一，公司具有典型的工艺驱动型特征。

- (1) 发动机进气系统产品（进汽歧管、涡轮增压管）实际上已经属于发动机系统领域核心零部件产品，其设计难度、工艺制造难度均远非普通汽车零部件可比。特别是进气歧管的特性是决定发动机工作效率的重要环节之一，需要制造商有着较高的仿真设计测试能力和厂商同步研发能力，同时也对制造商模具设计、材料质量、检测能力是一个重大考验。而涡轮增压的成功出货实现了国内厂商这一领域的突破，形成了完全的知识产权，产品配套诸多畅销成型如迈腾、奥迪等体现着公司工艺驱动带来的内涵成长动力。
- (2) 风窗洗涤系统和前大灯清洗系统实现了对国内厂商的重大超越，特别是汽车前大灯清洗系统实际上填补了国内厂商在这项领域的技术空白，并被国内高端车系所采用。而风窗洗涤系统在目前国内厂商大多规模小，无系统化生产能力的背景下，宁波均胜早已实现了洗涤壶体、泵体及喷嘴等的整合生产能力，出货量绝大部分满足大众（一汽大众、上海大众）的需求。
- (3) 出风口产品更是与厂商同步研发的应用典范，配套车型既有国内畅销的朗逸、克鲁兹等，甚至还有我们十分熟悉的“大黄蜂”科迈罗，我们认为这块业务与德国普瑞现有空调控制系统业务之间存在着深度整合的机会，德国技术的空调控制系统搭配国内一流的出风口系统及空调电机总成模块的产品组合，对整车厂而言极具整体配套优势。

我们测算，这三大产品合计贡献营业收入将超过 5.5 亿元，宁波均胜公司整体营收约 6.8 亿左右。未来这一块业务随着工艺提升和电子化进程的延续将更多的体现内涵增长的特性。

图表 4 宁波均胜主力产品展示图





资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

上海华德塑料的主要产品包括外饰系统、内饰件系统、功能件系统三大业务板块，华德塑料的发展思路是将零散的零配件产品生产整合成为总成模块，为客户提供更加丰富的产品组合，成为总成系统集成部件供应商，是公司实施战略转型，实现产品电子化的重要载体。目前产品电子化的主要成就包括：

- (1) 集成盖子开启电控马达和 PUSH-PUSH 微动开关的加油小门，目前市场出货量第一；
- (2) 集成无匙进入系统的智能电子感应拉手，是提升整车科技感的重要体现；
- (3) 基于折叠传动机构和自动防眩目内镜技术的一体化后视镜，为行车安全带来良好保障；
- (4) 后盖拉手及集成倒车视觉集成产品，提升用户泊车体验和泊车安全；

图表 5 华德塑料产品电子化成果展示图





轿车尾门拉手
(集成牌照灯和触控开关)

外门及尾门拉手总成

- 同步设计和设计验证能力
- 气辅、涂装、电镀工艺组合



加油小门

- 双色注塑模具设计和制造;
- 成熟的注塑和涂装工艺、工装, 控制变形;
- 配色调整符合OEM最严格的质量检测

资料来源: 公司资料、中航证券金融研究所

这些电子化产品均纳入汽车 CAN 总线统一控制, 体现着公司的科技含量和技术实力。产品电子化进程极大的提升了公司传统功能件产品的附加值, 并依托前上海大众和上海通用等核心大客户实现了较快的内涵性增长, 据统计公司对上海大众和上海通用合计销售营收占比达到了 70%, 一级供应商的特质显露无疑。根据我们测算华德 2011 年贡献营收将超过 6.2 亿。

其他子公司如长春均胜的销售收入约 1.7 亿左右, 贡献净利润 0.2 亿, 华德奔源由于是新近设立的企业, 到 2011 年下半年才逐渐开始小规模生产, 2011 年度盈利贡献较小。考虑到长春均胜二期建设项目已经开始实施, 就近配套一汽大众的区位优势促使未来销售的贡献力度增大应该是大概率事件, 华德奔源的运营状态未来我们将继续跟踪。

我们认为, 公司目前内涵型增长因素是设计工艺制造驱动产品升级, 实现对已有客户群的更多样化和高端化的销售。均胜电子在工艺技术积累和人员配备上均有有较高建树。公司仅在模具设计生产领域的专家就达十多人, 全线设备大多来自德国进口, 注塑、烫印等工艺精湛; 电子化集成方面, 公司在倒车雷达设计、车载娱乐系统上亦有较深厚的技术储备。这对强调设计和工艺的零配件产业来说是较为难得的, 更加应该关注的是, 即将并入企业的德国普瑞公司, 其工业自动化设备的设计制造能力十分优秀, 各大汽车电子巨头包括其竞争对手如 TRW 等均要向其采购关键生产设备, 这一点为均胜在工艺制造环节带来的裨益不言而喻, 公司后续的工艺制造升级能力远非目前同类型企业可比, 因此驱动公司内涵增长的因素将在较长时间内发挥作用。

图表 6 德国普瑞可自主设计制造的高端装备系统展示



资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

● **客户资源为公司提供了极高的竞争壁垒，配对畅销车型实现超行业增长**

汽车产业链中整车配套的产业链呈现着相对闭合的特征，通常零配件厂商不仅要通过 ISO/TS16949:2002 认证而外，还需获得 OEM 厂商的供应商资质认证，通常分为一级供应商、二级供应商等。一级厂商可以直接向 OEM 厂直接供货，二级厂商等通过一级厂商向 OEM 厂供货。也就意味着获得直接向整车厂供货所需要达到的生产规模、质量的稳定性、认证的周期等均有着重重的壁垒，因此汽车零部件企业的发展模式是逐渐朝着规模化、专业化等方向发展，这个时候在特定的市场中客户资源将逐渐被集中，并且随着所专注领域的技术含量提高，呈现出整车厂的利润率逐渐低于零部件厂商的趋势，如国外汽车产业链中就形成了 5（零部件商）：3（整车商）：2（销售商）的利润分配格局，因此对于零部件商来说最为核心的资源莫过于大型的整车制造商，进一步说是具有增长实力的大型整车制造商。

均胜电子的客户资源涵盖了国内外主流的大型汽车品牌商，其中以欧美系车品牌为主，如大众、宝马、通用等。一汽大众、上海大众、上海通用是公司目前最主要的客户群，均获得了这三家企业的一级供应商资质，且在年度评选中多次获得 A 级供应商荣誉。对这三大厂商的销售占据总销售额近 50%。客户资源的优秀性我们可以简单罗列下这三大厂商在国内的销售战绩来展示：

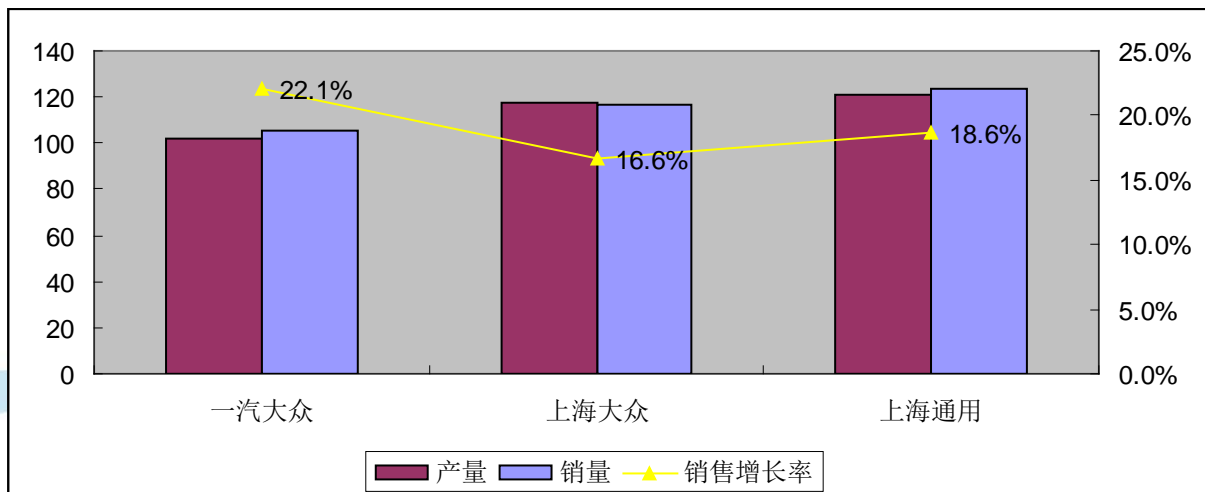
一汽大众：2011 年产量 101.9 万辆、销量 105.8 万辆，产销比 104%，销量增长约 22.1%，畅销车型有 A4、高尔夫、速腾、迈腾、CC 等。

上海大众：2011年产量117.8万辆、销量116.6万辆，产销比99%，销量增长约16.6%，畅销车型有斯柯达明锐、大众帕萨特、途观、朗逸、polo等。

上海通用：2011年产量120.7万辆、销量123.2万辆，产销比102%，销量增长约18.6%，畅销车型有英朗、君威、克鲁兹、凯越等。

图表 7 均胜电子核心客户成长实力展示图

单位:万辆



资料来源：中航证券金融研究所

这三大企业同时也是我国乘用车市场销售额排名长期排列前三的企业，产能利用率都在100%以上，产销率均达到在1左右，2011年销售量增长率均超过15%，而纵观我国2011年汽车产销情况，全年汽车累计产量为1841.89万辆，销售1850.51万辆，同比增长0.8%和2.5%，增长率较2010年分别下降了31.6%和29.9%，是13年来最低增速。

该三大车企的逆势增长无非得益于以下2点：（1）品牌认知度高：欧美车系较日韩车系的质量口碑一直要好，从车身用料还是发动机性能均非日韩可比；（2）车型定位清晰产生明星车型的示范效应：大众旗下的迈腾、CC、途观，通用旗下的英朗、克鲁兹、君威等车型均呈现上市后热卖，一车难求的局面，不仅价格相对坚挺，在后续车型升级过程中亦不断满足着消费者对性价比的期待，牢牢的专注了车型所定位人群的诉求，热卖也在情理之中。因此即使车市受政策经济等因素呈现下滑局面，预计该类车型保持热度应非难事，这对其配套企业来说是值得庆幸的事。

均胜电子为这三家企业配套的车型多为畅销车型，如为速腾、朗逸、帕萨特所配套的出风口、为奥迪、迈腾等配套的进气管和车窗洗涤系统，为别克旗下车系配套集成后视镜功能的尾门等。不仅如此，均胜电子的优质客户还包括福特、日产等大型企业，均被其评为A级供应商，配套车型包括蒙迪欧等。据悉均胜电子80%的产品均是针对整车厂的一级供应，经20%的产品通过其他供应渠道进入整车厂商。优质客户加上

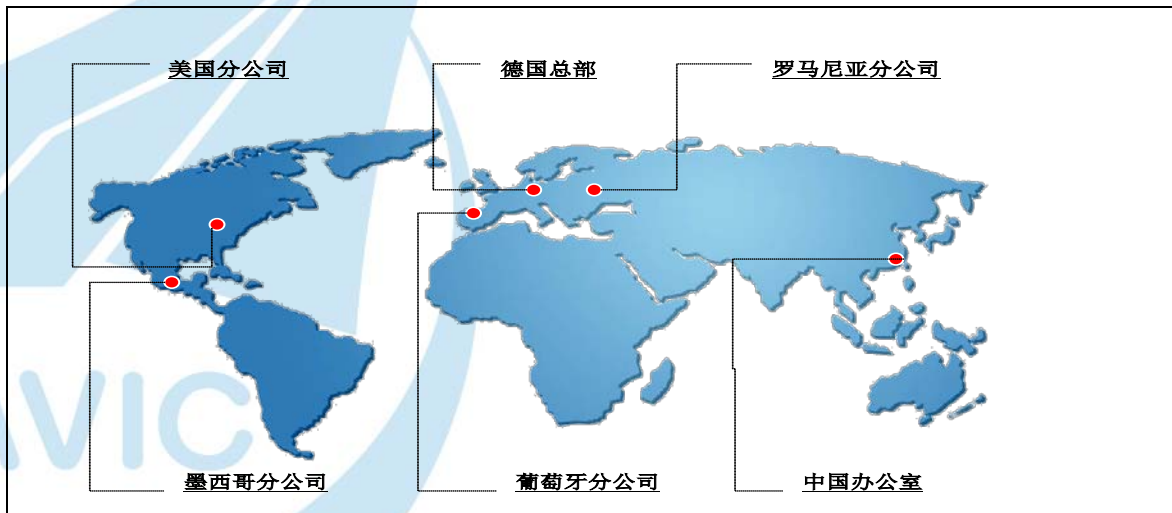
畅销车型保证了均胜电子的销售具有超行业成长的机会，考虑到整车厂商目前所采取的平台化制造理念，即在相同平台上打造多款车型，以保证零配件的通用型和降低整车制造成本，意味着均胜电子实际上可以在平台上获得更多的供应机会，在均胜电子产品逐步升级的过程中，这种机会将会得到展现，因此我们认为均胜电子内涵性增长的方式具备可持续性，公司的成长逻辑与传统零配件企业有较大差异。

并购德国普瑞（PREH）跻身世界一流汽车电子厂商，技术国产化是最大的看点

● 德国普瑞—高端汽车电子控制面板及模块的领先供应商和标杆企业

德国普瑞有限责任公司是一家成立于1919年的老牌德国企业，创业初期就在汽车指示灯、转向信号灯等产品上在汽车市场树立了自己的地位，虽然在发展历程中一度将业务重点转移，但步入80年后普瑞重新将业务重点放在了汽车电子产业上，成为了欧洲汽车制造商的电位传感器和空调控制器的供应商，并于90年代获得了世界顶级车厂的顶级车型的控制系统订单，如宝马7系、迈巴赫、保时捷BOXER等，成功地树立了行业标杆的形象，公司发展到如今全球员工已经超过2000人，全球生产基地达到5个（未包含与均胜合资的企业），各项汽车电子相关的发明专利高达200多项。空调控制器、驾驶员控制系统等产品涵盖全球所有高端车型生产厂商，2010年销售收入达到3.51亿欧元，2011年预计将超过4.5亿欧元。

图表 8 德国普瑞产能分布图



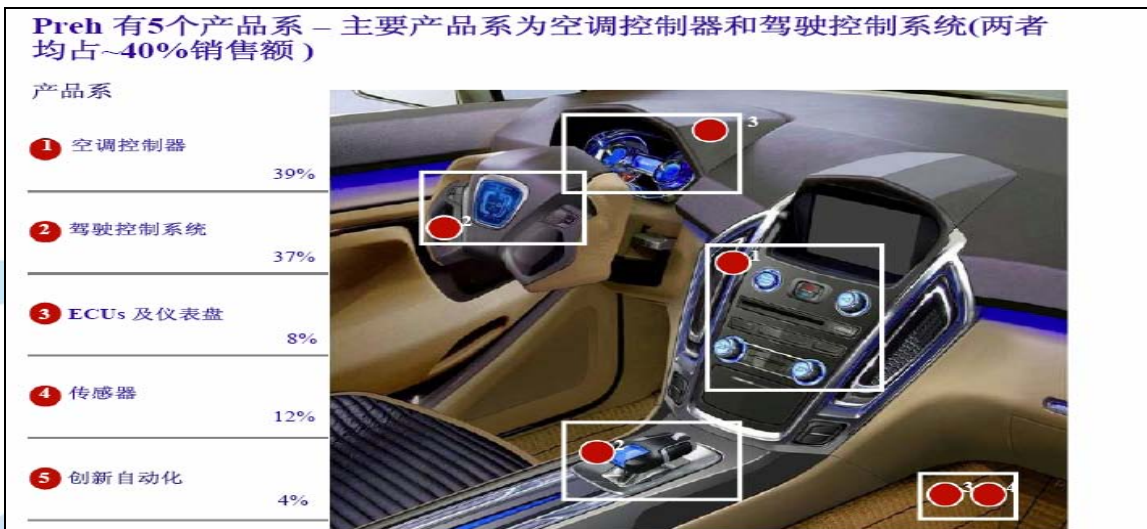
资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

德国普瑞目前的业务结构目前可划分为5个板块，整体销售额中宝马和奥迪销售占比超过50%，90%直接配套整车厂商，并已在低成本地区实现50%的生产比率：

- (1) 空调控制器，占销售收入约39%，09年欧洲市场占有率10%，美洲市场占有率12%；
- (2) 驾驶员控制系统，占销售收入约37%，是欧洲市场第二大供应商；

- (3) ECU 及仪表, 占销售收入约 8%, 具备行车电脑主控模块、电子燃油泵控制、主动式转向控制等高端电子控制模块设计生产能力;
- (4) 传感器, 占销售收入约 12%, 具有近 80 年的设计生产经验, 领先厚膜技术和专利保护的粘贴工艺保障了在极端环境下的可靠性;
- (5) 工业创新自动化设备, 占销售收入约 4%, 高端汽车电子相关设备的供应商, 即使是行业竞争对手亦须从普瑞采购相应设备, 自动化和工艺等级高;

图表 9 德国普瑞产品线总览

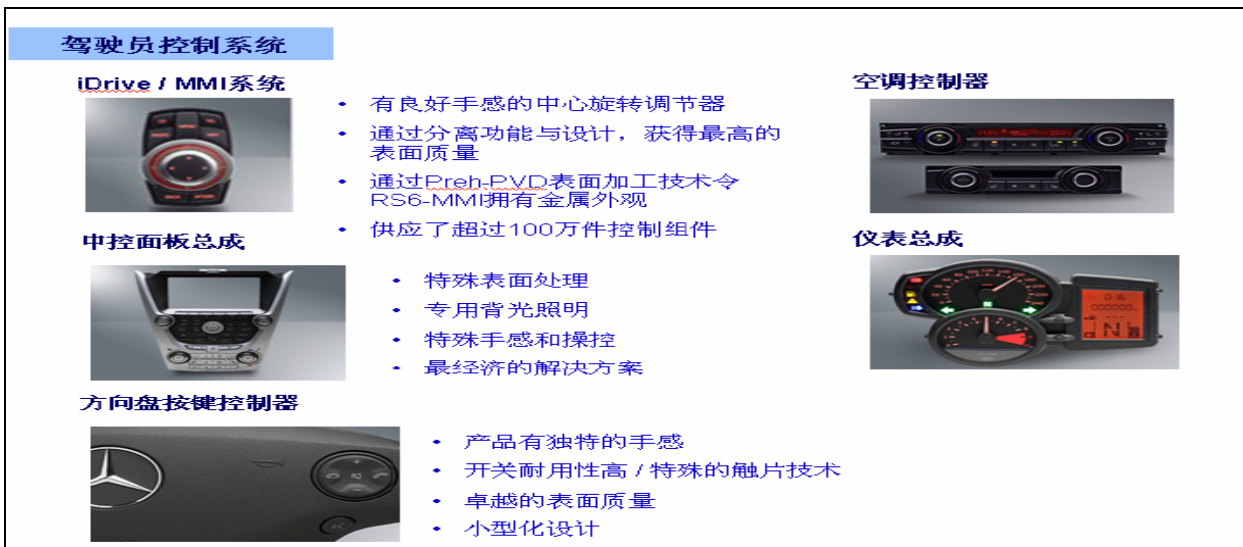


资料来源: 公司资料、中航证券金融研究所

德国普瑞的标杆型企业特质体现在理念、工艺的超前性和强大的系统产品整合能力两个方面:

为打造适应未来自动化信息化的驾驶体验, 德国普瑞致力于先进的驾驶员控制系统的整合研发, 驾驶员可以通过触摸屏或中控台周围的控制系统整合人体工学优化来实现人机互动, 保障更加稳妥的多项输入, 减少驾驶员操作频率提升安全驾驶行为。德国普瑞驾驶员控制系统最典型的产品要数宝马 IDRIVE 系统和奥迪 MMI 系统, 在新款 A8 之中, 新的控制系统中加入了带字符识别功能的集成式触摸屏, 体现了公司吸收消费电子产品的应用对汽车控制理念的创新。

图表 10 德国普瑞驾驶员控制系统展示图



资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

为保证公司标杆企业的特质，导入先进的制造工艺和超前的操作理念是公司制胜的环节，如：

磁性触感设计：采用先进的磁性元器件和 PREH-PVD 制造工艺，保障了用户视觉和触觉的双重质感。

黑屏表面设计：拥有如 IPAD 一样平滑的表面，集成伸缩旋钮和电容开关简化中控设计，提升中控系统整体科技感。

透视显示技术：不同图标可在相同范围显示，减少驾驶仓开关数量，实现便捷操作。

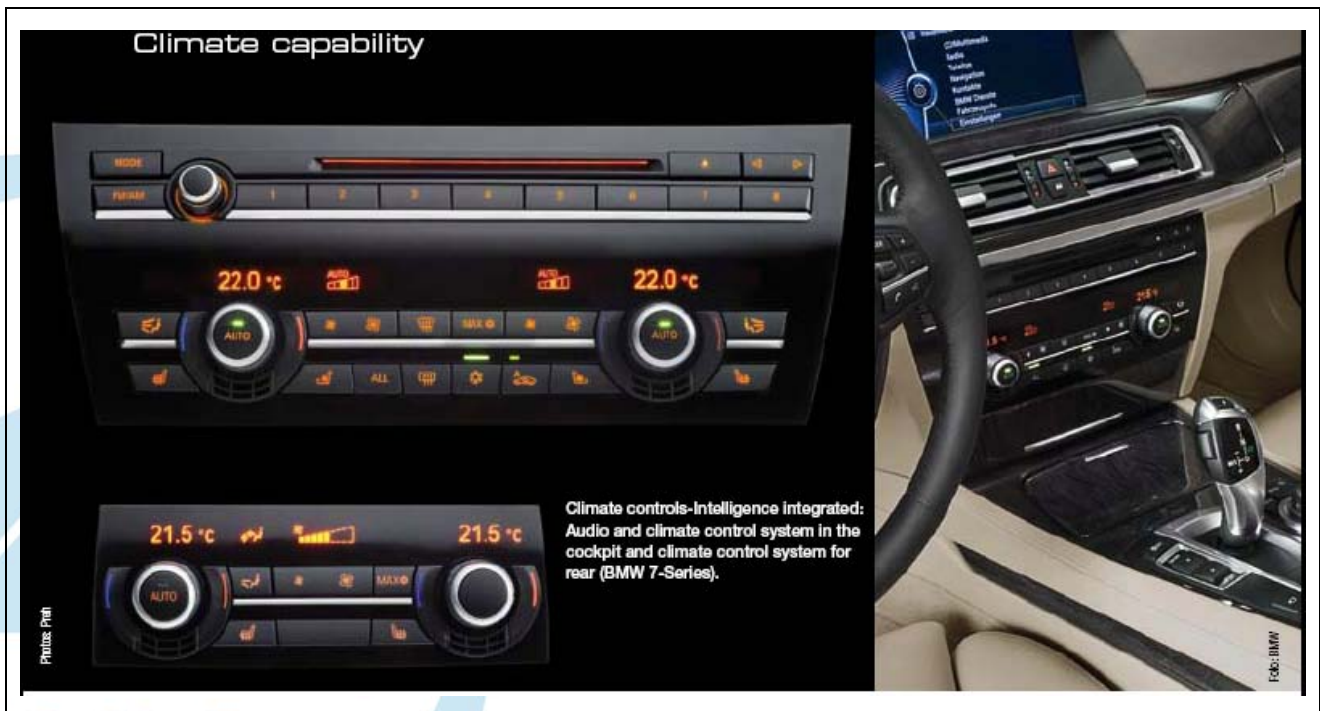
图表 11 德国普瑞创新科技应用成果图



资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

在汽车空调控制器领域，德国普瑞拥有的多年系统研发经验是其最大的竞争壁垒，其原因在于空调控制器所依赖的参数和算法需要厂商拥有较为深厚的数据积累才能模拟出最适宜驾驶员或乘客的温度舒适范围以及做出相应调节的方式，这对顶级车型来说是提升客户体验的最关键环节之一。并且随着车型的丰富对于温区控制的要求也越来越高，如半自动控制、单温区控制、多区全自动控制等等均需要有依赖高质量的空调控制器，德国普瑞的整合性产品方案受到了厂商的青睐，如普瑞即能提供具备电子、软件、触感和光学精密表面的集成空调控制系统，亦能提供独立空调控制器和控制面板，为厂商采购提供了极大的灵活性。据悉公司最新的无风扇温度传感器起将于 2011 年底投产，这又是公司对空调控制领域的一个创新性应用。

图表 12 德国普瑞空调控制器系统在宝马 7 系上应用展示图



资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

德国普瑞在汽车电子行业内已属于顶级品牌，配备的车型均为各家厂商的顶级车系，如奥迪 A8、宝马 7 系、兰博基尼等，据了解德国普瑞当前的订单金额就已经达到了 1.28 亿欧元，超过了往年同期水平，显示出较好的盈利能力。

但是受制于整个欧美市场汽车市场近年来的低迷，以及德国普瑞竞争对手在更早时期就已跟随汽车产业制造环节的转移进入了中国，德国普瑞固守的欧美市场已经不能使其获得更加快速的成长空间，因此引入均胜集团实现普瑞全球化之路已经迫在眉睫。我们认为均胜集团入主普瑞之后，对其带来的最直接的好处就是为进入国内汽车市场打通了渠道，以德国普瑞的技术实力和品牌认知度，加上国内就近配套的便利，

中国市场能为普瑞带来新的生机，而德国普瑞带给均胜电子的则是高端技术，以及强大的工业自动化设备支撑，这一点是支撑均胜电子下一个 10 年新一轮成长的重要环节。

● 均胜电子并表德国普瑞不仅获得外延性增长，普瑞技术国产化将是最大的看点

我们认为，均胜电子并表德国普瑞获得的不仅仅是销售收入和净利润的扩大，更为深层次的因素在于从德国普瑞获得的强大的技术支撑，依托普瑞均胜这一平台将技术国产化是均胜电子国内业务真正意义上跨入汽车电子厂商的重要举措。

当前我们所看到的汽车产业的发展趋势是整车制造环节逐步向中国转移，全球顶级厂商纷纷来华设厂，各类高端车型均逐步在国内实现量产，如奥迪的 A6 系列、Q5 系列、宝马的 5 系。这种豪华车的次顶级系列车型国产化就意味着随之的供应链配套体系的逐步国产化过程，这对国内汽车零部件厂商是一个利好。更进一步来说，大型车厂为保证不同车型的竞争力势必采取的一个策略就是——配置辐射，将顶级车的配置逐步向次级乃至更下级系列的车型辐射，这实际上就留出了两个不同的市场空间：

- (1) 顶级豪车型需要更新颖的技术来维持品牌的高端性及与次级车型有所区分，这种市场仍旧是为德国普瑞这样的企业所预留的，占据这类市场体现着技术的顶尖特性。
- (2) 次级车型接受配置辐射则需要采购更低成本但同等品质的产品，这场的市场空间则可由普瑞均胜这种具有技术来源并依托国产化提升生产效率和制造成本的企业来获得。

因此我们对普瑞均胜的未来前景保持乐观，根据了解近期大众已经前往对普瑞均胜进行了前期的验厂工作，部分产品已经进入 OTS 阶段，预期普瑞均胜获得一级供应商资质应不在话下，惟一需要考虑的就是具体的大规模供货时间。由于大众将推出新一代车型平台 MQB，这将是普瑞均胜甚至整个均胜电子的一个崭新的机会，MQB 平台比起现有大众整车平台的优势在于更加灵活的在同平台上生产不同型号不同用途的车型，并更进一步实现零部件之间的通用性以降低车型的设计周期和生产成本，未来将替代现有大众 PQ25、PQ35 等平台。均胜电子获得这一平台的供货资质的话将极大的受益于该平台车型的制造销售。据悉，未来上海大众的旗舰车型亦将产生于此，普瑞均胜的产品或将有有用武之地。按照我们估算，普瑞均胜仅在空调控制器相关领域若产能提升至 40 万套/年的话，销售额就将会突破 6 亿以上，超过公司现有销售收入的 1/3。

● 重点发展 ECU 和电源管理技术是公司备战未来下一轮竞争的基石

当前汽车工业的发展，为提升汽车的操控性、安全性、舒适性等一系列要求，各种功能各异的电子装置被应用到汽车当中，形成了许许多多嵌入式应用单元，而控制这些功能单元的核心就是各类电子控制单元（ECU）。根据 2009 年一份来自英飞凌的公开资料显示，当前汽车按照功能模块的划分所需要的不同种类的 ECU 将近 80 余个，每个 ECU 与自己的控制区域相连，通过骨干网将所有区域控制连接，可以说现在汽车中 ECU 已经无处不在。发动机控制、安全气囊控制、动力转向控制均需要相应的 ECU 才能发挥作用，

目前仅国内汽车市场 ECU 销售额就超百亿元。虽然未来的趋势将会是更多嵌入式功能模块的整合统一，逐渐减少 ECU 的数量和改变控制方式，但是这一过程将越发的突出 ECU 在当代汽车控制中的核心作用。

图表 13 德国普瑞电子控制单元产品线展示图



资料来源：公司资料、中航证券金融研究所

德国普瑞的现有业务中，ECU 相关的销售收入占比约 8%（尚不包含空调控制器 ECU 产品），德瑞在这一领域所擅长的是系统级的整合方案，在软件设计优化上具有强劲的实力，主要应用领域涉及引擎管理控制系统、主动转向控制系统、电动汽车电池管理单元（BMU）这类核心控制领域，目前宝马 5 系、6 系、7 系整合式主动转向系统的电控单元就是由普瑞所提供。

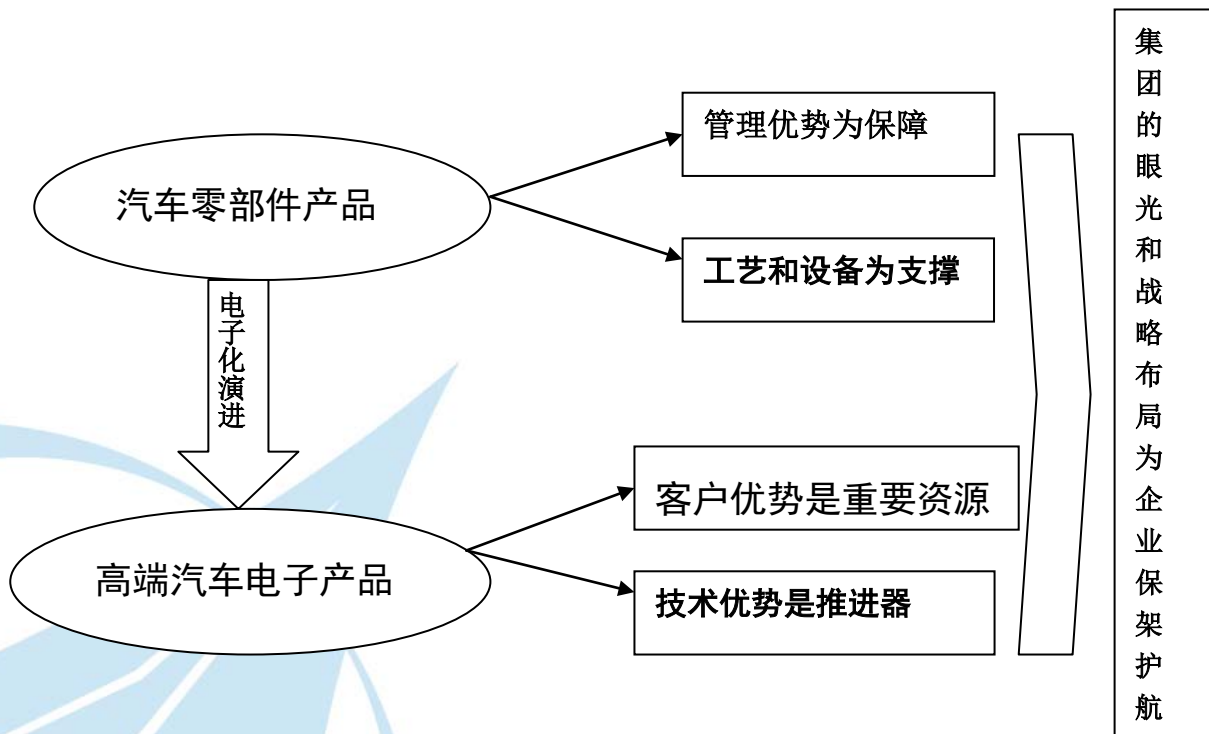
当然公司在汽车空调控制单元的实力已经更为广阔的被客户所认可。在均胜电子入主德国普瑞之后，为进一步将 ECU 产品拓展至汽车核心控制区域，重点发展 ECU 产品线被提到了议事日程。根据了解，均胜集团为支持德国普瑞的研发，未来设定的研发费用高达 3000 万欧元以上，力争未来 ECU 产品的销售占比将进一步提高，目标是在 2015 年 ECU 类产品销售额超过 6000 万欧元。

均胜集团对未来的竞争储备远不仅于此，为备战电动车时代的到来，集团通过与德国伊莎贝尔公司合资成立公司，已经着手向电动车电池管理领域做战略储备。电动车电池管理模块属于电动车的核心控制技术之一，预计将占到电动车整体成本的 30% 以上，因此这一战略布局可以说是均胜为下一个 10 年所作的准备。由于伊莎贝尔是全球电动车电池管理模块最具实力的企业之一，并与德国普瑞之间相互形成上下游关系，因此成立的合资企业不仅能与均胜形成协同效应，也可借助均胜和普瑞的渠道实现更快的量产销售。虽然目前这块资产尚游离于上市公司之外，但我们估计其进入上市公司也只是时间问题。

均胜电子竞争优势分析

我们认为均胜电子的竞争优势分为多个层次，从一个传统的汽车零部件企业向汽车电子企业的发展过程中，公司的竞争优势正在被逐渐展示出来。

图表 14 均胜电子核心竞争力剖视图



资料来源：中航证券金融研究所

在相对传统的汽车零部件制造产业中，均胜电子的竞争优势包含：

- (1) 管理优势是发展的保障体系：根据了解，公司的管理方式与外资企业的模式十分接近，这与公司的控制人有着多年国际汽车电子巨头企业（TRW）高管经历有直接的关系。公司强调运营效率和成本控制，并坚持“均胜，共赢”的理念维系着整个供应链的生态平衡。不仅拥有完善的信息平台与上下游之间信息传递，并且在供应链上乘承价优、严控的方针，既保证供应商的合理利润也在材料品质等环节得到了保障，因此公司在为下游厂商实现零库存的同时也使得自身存货规模得到高效控制，多年来积累的供应商体系更加呈现出稳定可靠的特征。这些反映到公司经营效率数据上就是，无论是期间费用率的控制还是存货的周转状态均要好与可比企业。（如，公司总的期间费用率仅5.81%，其中销售费用率为1.86%，管理费用率2.7%，财务费用率1.15%，可比公司期间费用率大多高达10%以上。而存货周转状态来看，公司年周转7次的频率也属于极佳的水平。因此公司在与同业企业获得相同毛利率水平的条件下，获得了更高的净利润率。2011年公司年报显示其净资产收益率高达26.8%。）



我们认为管理优势对于依赖相对成熟的汽车工业体系的企业来说十分重要，保障了在有限的利润空间下实现更多利润结存，是成熟型行业竞争的必要手段之一。未来均胜电子国际化的道路上管理优秀性将是助力发展的重要保障。

- (2) 工艺和设备优势是发展的支撑体系：汽车零部件产品最核心的品质在于质量的稳定性，这依赖于两个方面，工艺的先进性和原材料的可靠性。公司优秀的供应链管理已经保障了原材料方面的问题，在工艺制造环节，公司巨资引入国外先进设备，并在人员配备上下功夫，模具设计制造、注塑、热烫印等工艺国内领先，在发动机进气系统领域甚至实现了设备的自主设计制造。本次完成对德国普瑞的收购，我们认为其高端制造工艺对均胜电子的制造水平将会是另一次质的提升，普瑞自动化装置部门的设备制造能力更加使得均胜电子在核心设备上完全实现自给化，仅这一点就远非同类企业可比，因此公司工艺和设备的优势是未来发展的重要支撑。

在高端汽车电子装置制造领域，均胜电子的竞争优势又体现在：

- (1) 客户优势是发展重要资源：均胜电子产品线从低端向高端演化进程中，客户资源的优秀性将决定着公司产品的出海口，这一点上均胜已经占据着制高点。仅从均胜电子目前国内客户群分布就可以看到，一汽大众、上海大众、上海通用等整车厂商的一级供应商资格完全保障了其实现超行业增长水平的能力，而德国普瑞对宝马、德国大众等顶级厂商的一级供应商资格更加保证了高端产品的出货规模，并使得均胜电子在吸收德国普瑞的先进技术之后亦能对国产化产品进行更加准确的车型配套，这一点在目前的类似企业中尚无可比性，这也促使我们认为均胜对客户资源的粘性相当强，未来项目成功的概率极大。同时我们也期待着均胜和普瑞之间客户资源的深度整合，进而实现更加优良的资源共享机制。
- (2) 技术优势是未来发展的推进器：德国普瑞作为高端汽车电子产品的老牌厂商，技术实力有目共睹。仅高端汽车电子相关的发明专利就高达200多项，并专属的质量试验室就能满足德国普瑞95%的测试需求，是公司研发的核心支撑体系，均胜的入主并持续扩大的研发费用支持也提升了公司后续技术演进的动力。德国普瑞的加入使得均胜电子在研发能力提升到了新的层次，无论是先进的制造工艺还是前沿的电子控制软件和系统集成能力，均胜电子在这个层级上已经领先国内同业太多。公司未来在空调控制器、发动机控制器、转向控制器、电源管理控制器等各类ECU产品的深化将为公司提供全方位的系统集成优势，加上传统汽车功能件产品的载体支撑，系统方案解决商商业模式或将得以确立，公司的发展动力十分强劲。

最后，如果我们站在集团的高度去观察均胜的发展，更加令人激动的是均胜集团的全球资源布局眼光和整合能力，均胜电子进入资本市场之后，借助资本的力量将会更有实力去实现跨越式发展，外延并购加内涵增长的发展模式推动着均胜电子做大做强，我们认为集团优势将是均胜超过同业者的一个最根本的因素，企业的掌舵者决定企业的未来，也是蕴藏在企业当中最本质的竞争力源泉，我们对

均胜集团未来提升均胜电子的发展十分乐观。

均胜电子的估值逻辑

当前汽车市场的销售由于受到政策刺激因素的退出，部分区域行政性限购的影响呈现出整体销售增幅下滑的局面，加之全球车企库存水位偏高导致车价下滑（特别是进口车型降价因素导致的替代效应）致使行业整体增长被市场所悲观。但是我们认为应针对具体企业特征的不同进行更为深入的去分析。均胜电子所依赖的客户上海大众、一汽大众、上海通用均是国内汽车市场中极为成功的企业，按照现有资料分析，这三家企业在2012年的产能和销量都将有一个新的提升：

上海大众：宁波生产基地30万辆（建设中），仪征基地30万辆（下半年投产）、新疆基地10万辆（审核通过），这三大基地未来3年左右将为上海大众新增产能70万，2012年总产能在120万辆左右，销售目标为128万辆。

一汽大众：成都基地产能35万辆（2011年后期投产），一汽大众总产能首次突破百万辆大关，逐渐摆脱目前产能的制约，2012年一汽大众的销售目标为120万辆。

上海通用：沈阳北盛工厂3期10万辆、烟台东岳工厂3期24万量，2012年总产能增加约34万量，产能亦将突破百万大关。2012年上海通用的销售目标为130万量。

鉴于目前车企都采取平台化制造的理念，不同车型之间零配件通用性更加佳，因此我们认为均胜电子所依托的客户群体能够在本年度带给公司大幅超越行业的成长机会。同时我们也可以从公司外延内涵两个层面的驱动因素做进一步分析：

在外延增长上，德国普瑞的并表将使得公司现有收入规模增加约40亿，净利润约1.3亿。考虑到增发对于股份的摊薄效应，对应的每股收益应有15%以上的增长提升。

而内涵增长上，由于公司产品线已经呈现出高低搭配的特征，随着国内功能件产品电子化的深化，对提升公司销售额有较大帮助，而德国技术的国产化将驱动着高端汽车电子产品的放量，将进一步提升公司国内产品线的盈利水平。

若公司在客户资源整合和技术整合的进程更加迅速的话，公司将会得益于系统性解决方案厂商的商业模式带来的客户深层次绑定效应，依托大众和通用这两家在中国市场极为成功的增长型企业获得超越行业的增长的概率较大，公司的成长模式和估值模式应该与传统汽车零配件企业有所区分。

关键假设：

- 德国普瑞2012年中后期实现并表，全年营业收入增长率在10%左右；
- 宁波普瑞均胜在下半年完成供应资质验证，12年中下旬开始生产高端空调类控制产品；
- 现有产品稳步推进电子化进程

- 原材料价格稳定，不考虑汇兑损益
- 未来股本按照本次定向增发3亿股确定

图表 15 均胜电子销售数据预测表

单位：亿元人民币

子公司业绩预测	2011E (*)	2012E	2013E
宁波均胜	6.80	8.22	9.45
华德塑料	6.36	7.95	9.14
普瑞均胜	0.19	1	3
德国普瑞	(38.8)	42	46
其他子公司	1.27	1.4	1.54
营业收入合计	14.62	60.57	69.13
综合毛利率	20.55%	15% *	16.8% *

资料来源：wind、中航证券金融研究所

注：（1）以德国普瑞毛利率在10%-12%确定综合毛利率，普瑞毛利率偏低与会计准则差异及欧美市场竞争激烈程度相关

（2）汇率按照2011年12月31日确定，不考虑汇兑损益。

我们认为均胜电子在合并德国普瑞之后，能够依托德国普瑞技术国产化以及客户资源的深度整合获得外延和内涵双重增长机会。公司从传统的汽车零部件厂商已经蜕变成一家拥有高端汽车电子研发生产技术、掌握高端客户资源、具备系统级整合能力的综合高端汽车电子产品生产商，即使未来3年无外延增长条件下内涵性驱动因素亦能保障公司未来2年25%以上的净利润增长幅度。按照谨慎的原则预计12-14年营业收入分别为：60.57、66.13、72.74亿元，复合增长率为70%；对应母公司净利润3.49、4.84、5.52亿元，复合增长率达到53%；对应每股收益0.5、0.70、0.80元。对应PE 18、13、11倍。公司估值逻辑可倾向于电子类企业的估值方式，公司较汽车零部件板块应具有一定估值优势，予以买入评级。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	780	3186	3467	3841
现金	157	600	600	700
应收账款	361	1496	1708	1845
其他应收款	21	87	99	107
预付账款	38	168	125	180
存货	161	715	798	862
其他流动资产	41	119	136	147
非流动资产	589	1041	1073	1098
长期投资	24	24	24	24
固定资产	376	936	973	1004
无形资产	65	61	57	53
其他非流动资产	124	21	19	17
资产总计	1369	4227	4539	4939
流动负债	676	2462	2209	1964
短期借款	179	1509	676	574
应付账款	386	855	1432	1289
其他流动负债	112	98	100	101
非流动负债	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	25	25	25	25
负债合计	702	2487	2234	1989
少数股东权益	102	161	241	334
股本	392	692	692	692
资本公积	22	387	387	387
留存收益	152	501	985	1537
归属母公司股东权益	565	1580	2064	2616
负债和股东权益	1369	4227	4539	4939

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	209	-1004	1006	339
净利润	177	408	565	644
折旧摊销	43	47	69	75
财务费用	17	57	71	35
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-25	-1524	299	-416
其他经营现金流	-3	8	1	1
投资活动现金流	-169	-491	-102	-102
资本支出	95	500	100	100
长期投资	-74	0	0	0
其他投资现金流	-148	9	-2	-2
筹资活动现金流	-21	1938	-904	-138
短期借款	179	1330	-833	-102
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	206	300	0	0
资本公积增加	-196	365	0	0
其他筹资现金流	-210	-57	-71	-35
现金净增加额	18	443	0	100

利润表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1462	6057	6913	7466
营业成本	1162	5148	5750	6210
营业税金及附加	5	22	25	27
营业费用	29	151	173	187
管理费用	39	182	207	224
财务费用	17	57	71	35
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	208	496	686	782
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	214	496	686	782
所得税	37	89	121	139
净利润	177	408	565	644
少数股东损益	25	59	81	92
归属母公司净利润	152	349	484	552
EBITDA	268	601	826	893
EPS (元)	0.39	0.50	0.70	0.80

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.0%	314.2%	14.1%	8.0%
营业利润	43.0%	138.1%	38.2%	14.1%
归属于母公司净利润	40.1%	130.3%	38.7%	13.8%
获利能力				
毛利率(%)	20.5%	15.0%	16.8%	16.8%
净利率(%)	10.4%	5.8%	7.0%	7.4%
ROE(%)	26.8%	22.1%	23.5%	21.1%
ROIC(%)	27.2%	17.1%	26.2%	23.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.2%	58.8%	49.2%	40.3%
净负债比率(%)	28.31%	61.47%	31.16%	29.85%
流动比率	1.15	1.29	1.57	1.96
速动比率	0.91	1.00	1.21	1.52
营运能力				
总资产周转率	2.14	2.16	1.58	1.58
应收账款周转率	8	6	4	4
应付账款周转率	6.02	8.30	5.03	4.56
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.50	0.70	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	-1.45	1.45	0.49
每股净资产(最新摊薄)	0.82	2.28	2.98	3.78
估值比率				
P/E	41.53	18.03	13.00	11.42
P/B	11.14	3.99	3.05	2.41
EV/EBITDA	14	6	4	4

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李皓, SAC 执业证书号 S0640511060001, 工学学士、经济学硕士, 2009 年 4 月加入中航证券金融研究所, 从事 TMT 行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)
联系电话: 0755-83692635

公司网址: www.avicsec.com
传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。