

2013年12月15日

均胜电子 (600699.SH)

## 汽车电子行业的探路者

■ **汽车电子行业的龙头企业。**均胜电子是我国优秀的高速成长型汽车电子供应商之一，目前立足于中国和德国两大基地，实现全球资源配置。主要产品包括两大板块：汽车电子类（驾驶员控制系统、空调控制系统、传感器系统、电子控制单元、创新自动化生产线）和汽车功能件类（发动机进气系统、空气管理系统，车身清洗系统，后视镜总成）等，主要客户为宝马、奔驰、大众、福特等。

■ **为宝马配备BMS系统，业绩估值双升。**根据我们估算，2015年全球电动车BMS(电池管理系统)市场规模将达到400亿元，空间巨大。宝马i3、i8采取碳纤维车身，凭借靓丽外观及品牌影响力，预计全球年销量将达到3-5万辆。公司为宝马i3、i8供应BMS系统，预计为公司贡献EPS为0.05元-0.16元，占2012年EPS的14%-44%。

■ **德国普瑞收入稳定增长，成本控制加速盈利提升。**目前汽车电子占整车成本25%-30%，我们预计2016年其占比将提升至40%左右。2012-2016年，全球汽车电子4年复合增长率约为9.8%，远高于全球约3%的汽车年均销量增速。德国普瑞受益于汽车电子、智能化大发展、普瑞均胜弥补亚洲市场空白、采购成本降低等因素，盈利能力增长较快。

■ **协同效应显现，功能件业务客户快速拓展。**内外饰件和功能件良性发展，积极发挥并购的协同效应，实现业务的全球化和规模化；为大众EA888发动机配套的涡轮增压管业务快速上量；客户结构由低端向中高端发展，部分产品已进入国内宝马和奥迪等厂商供应体系，营收将迎来高速增长。

■ **投资建议：**首次给予公司“买入-A”投资评级，12个月目标价20.15元。依托全球汽车电子化大发展及电动车对BMS巨大需求，公司盈利能力将大幅提升。我们预计2013-2015年营业收入分别为60.61亿元、74.33亿元和87.74亿元，增速分别为13.1%、22.6%和18%。2013-2015年归属母公司净利润为2.86亿元、4.13亿元和5.64亿元，增速分别为38.3%、44.6%和36.5%。EPS(摊薄后)分别为0.45元、0.65元和0.89元。公司未来三年归属母公司净利润复合增长率高达35%，且为宝马电动车提供BMS系统有望提升公司估值水平。故首次给予“买入-A”投资评级，12个月目标价为20.15元，对应2014年PE为31倍。

■ **风险提示：**汽车销量大幅下滑；宝马电动车销量不达预期；原材料价格大幅上升

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,462.2	5,358.5	6,060.6	7,432.7	8,774.3
净利润	151.6	206.8	286.0	413.5	564.4
每股收益(元)	0.24	0.33	0.45	0.65	0.89
每股净资产(元)	0.89	2.64	3.42	4.07	4.96

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	62.0	45.4	32.9	22.7	16.6
市净率(倍)	16.6	5.6	4.3	3.6	3.0
净利润率	10.4%	3.9%	4.7%	5.6%	6.4%
净资产收益率	26.5%	13.8%	14.6%	17.4%	19.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-12,416.7	41.6%	14.8%	22.0%	21.7%

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

汽车

投资评级

买入-A

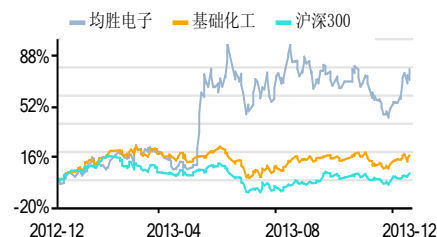
首次评级

12个月目标价 **20.15元**  
股价(2013-12-13) **14.77元**

### 交易数据

总市值(百万元)	9,516.73
流通市值(百万元)	2,778.43
总股本(百万股)	636.14
流通股本(百万股)	185.72
12个月价格区间	8.11/16.64元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	11.33	-3.54	73.17
绝对收益	15.52	0.47	84.46

刘洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512070001  
liuyang@essence.com.cn  
021-68765917

报告联系人

刘洋

021-68765917

liuyang@essence.com.cn

林帆

021-68765916

linfan@essence.com.cn

### 相关报告

## 目录

1. 公司基本情况 .....	5
1.1. 产品和产业 .....	5
1.2. 股权结构 .....	6
2. 汽车电子化势如破竹 .....	6
3. 新能源汽车方兴未艾, BMS 系统空间广阔 .....	9
3.1. BMS 是电动车中最为核心的技术 .....	10
4. 公司经营情况 .....	12
4.1. 主营业务 .....	12
4.2. 汽车电子业务 .....	13
4.2.1. 普瑞均胜将填补德国普瑞亚洲市场空白, 协同效应已经显现 .....	17
4.2.2. 研发能力持续增加 .....	18
4.2.3. 为宝马配套 BMS 系统, 未来拓展空间巨大 .....	18
4.3. 汽车功能件业务 .....	21
5. 盈利能力分析 .....	22
6. 盈利预测与投资建议 .....	23
6.1. 盈利预测 .....	23
6.2. 估值及投资建议 .....	24
7. 主要风险点 .....	25
7.1. 汽车销量大幅下滑的风险 .....	25
7.2. 宝马电动车销量不达预期 .....	25
7.3. 原材料价格大幅波动的风险 .....	25

## 图目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司 1H 2013 年主营业务收入占比.....	5
图 3: 公司 1H 2013 年主营业务毛利占比.....	5
图 4: 公司股权结构.....	6
图 5: 全球汽车电子发展规模及趋势.....	6
图 6: 历年全球汽车产量及增速.....	7
图 7: 汽车电子市场规模.....	7
图 8: 乘用车中电子化产品成本占比.....	7
图 9: 目前我国汽车成本中电子化占比 (估算) .....	8
图 10: 2015 年我国汽车成本中电子化占比 (估算) .....	8
图 11: 汽车电子示意图.....	8
图 12: 我国汽车电子应用结构比例 .....	8
图 13: 我国汽车电子占比 (细分) .....	8
图 14: 汽车电子行业竞争力分析.....	9
图 15: 全球电动车销量预测.....	10
图 16: 电池组寿命困境.....	10
图 17: BMS 功能.....	11
图 18: BMS 均衡系统分类框架.....	11
图 19: 公司近年主营业务收入及增速.....	13
图 20: 公司近年主营产品收入占比(估算).....	13
图 21: 2012 年公司各业务板块净利率估算 (单体报表数据) .....	13
图 22: 公司近两年主营产品收入占比 (细分) .....	13
图 23: 公司近两年主营产品毛利占比 (细分) .....	13
图 24: 德国普瑞收入及增速.....	14
图 25: 德国普瑞各业务历年占比.....	14
图 26: 德国普瑞净利率估算 (单体报表数据) .....	14
图 27: 电子控制单元和仪表 (BMS 为宝马配货) .....	15
图 28: 空调控制系统 (全球第 5, 北美第 2) .....	15
图 29: 宝马 Idrive 系统.....	15
图 30: 奥迪 MMI 系统.....	15
图 31: 中控台历史演变.....	15
图 32: 公司 2013 年全新概念中控台.....	16
图 33: 普瑞为 2013 福特 Fusion 开发和制造了集成式中控台 .....	16
图 34: 传感器系统.....	17
图 35: 创新自动化生产线.....	17
图 36: 2011 年德国普瑞主要客户 .....	17
图 37: 2011 年德国普瑞销售区域占比和主要客户销售区域占比.....	18
图 38: 宝马 I3.....	18
图 39: 宝马 I8.....	18
图 40: 宝马 I8.....	19
图 41: 特斯拉 S.....	19
图 42: 宝马 I8 内饰.....	20
图 43: 特斯拉 S 内饰.....	20
图 44: 2012 年各主要电动车销量.....	20
图 45: 公司产品成本拆分.....	22
图 46: 公司主营业务毛利率.....	22
图 47: 公司各项业务毛利率.....	22
图 48: 公司近两年期间费用率情况 .....	23
图 49: 近两年综合毛利率、期间费率和净利率情况 .....	23

## 表目录

表 1: 世界主要汽车市场新能源车产销规划.....	9
表 2: BMS 系统四大模块三大功能.....	11
表 3: BMS 系统的层次和对应采用车型.....	12
表 4: 公司主要产品简介.....	12
表 5: 宝马 I3、日产 Leaf 和雪佛兰 Volt 电动车性能参数对比 .....	19
表 6: 宝马 I8 和特斯拉 S 性能参数对比.....	20
表 7: BMS 销量、净利率变化为公司贡献 EPS 的敏感性分析 .....	21
表 8: 公司主要财务指标预测 (百万) .....	24
表 9: 可比公司估值情况 .....	24

## 1. 公司基本情况

### 1.1. 产品和产业

均胜电子是中国优秀的高速成长型汽车电子供应商之一，目前立足于中国和德国两大基地，实现全球资源配置。主要产品包括两大板块：汽车电子类（驾驶员控制系统、空调控制系统、传感器系统、电子控制单元、创新自动化生产线）和汽车功能件类（发动机进气系统、空气管理系统，车身清洗系统，后视镜总成）等。

公司 2004 年成立，2006 年开始为大众、通用、福特等供货。2008 年晋级为大众 A 级供应商，成为通用全球供应商。2010 年与德国普瑞合作，成立宁波普瑞均胜汽车有限公司。2011 年 6 月成功并购德国普瑞 75% 的股权，实现全球资源配置。2011 年底通过借壳 ST 得亨上市，注入均胜股份、长春均胜、华德塑料和华德奔源等资产，其经营范围变更为汽车零部件业务。主要经营汽车内外饰件、洗涤系统、汽车电子三大项业务。2012 年 12 月公司通过定增的方式从集团手中购入德国普瑞控股和德国普瑞，成为上市公司的全资子公司。德国普瑞主要从事汽车电子业务，主要有空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元、工业自动化五类业务，主要客户为宝马、奔驰、德国大众、通用、福特等汽车公司。

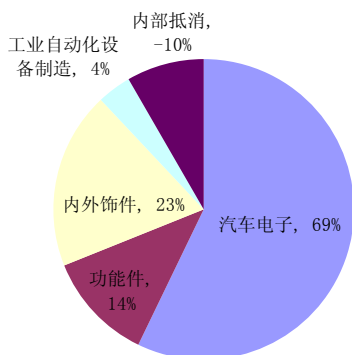
图 1：公司发展历程



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

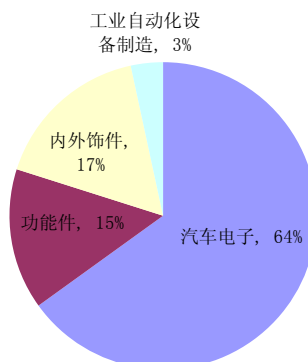
2013 年上半年公司收入构成为：汽车电子 69%、内外饰件 14%、功能件 23%、工业自动化设备制造 4%及内部抵消-10%。毛利构成为：汽车电子 64%、内外饰件 17%、功能件 15%及工业自动化设备制造 3%。汽车电子业务已成为公司第一大业务。

图 2：公司 1H 2013 年主营业务收入占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：公司 1H 2013 年主营业务毛利占比

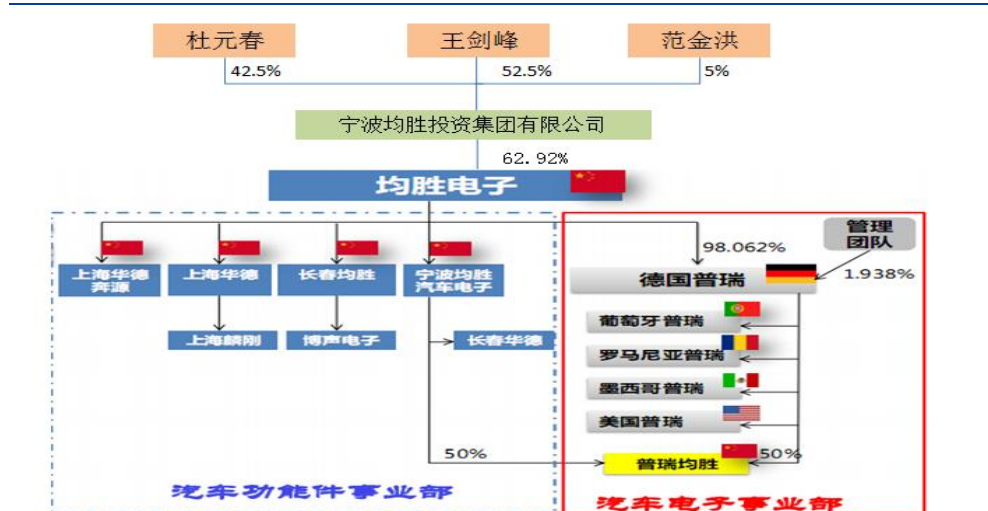


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1.2. 股权结构

均胜电子大股东为宁波均胜投资集团有限公司，持有公司 62.92%的股权。王剑峰持有宁波均胜投资集团有限公司 52.5%的股权，王剑峰为公司的实际控制人。

图 4：公司股权结构



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

## 2. 汽车电子化势如破竹

汽车轻量化、小型化、智能化和电动化是未来发展大趋势，美国、欧洲等国家通过了提高汽车的安全性能和排放性能的强制法规，消费电子的兴起将促使消费者对汽车的通讯娱乐功能的要求逐步增高，因此未来安全控制系统和通讯娱乐电子系统的增速将大大提升，该领域也将成为各大汽车厂商作为差异化竞争的重点领域。根据德勤测算，2016 年全球汽车电子规模将达到 2348 亿美元，2012-2016 年复合增长率达到 9.8%，其中通信娱乐、安全控制、动力控制及其他复合增长率分别为 10.8%、10.2%、8.8%和 8.9%，远高于未来汽车行业 3%-5%的增长水平。

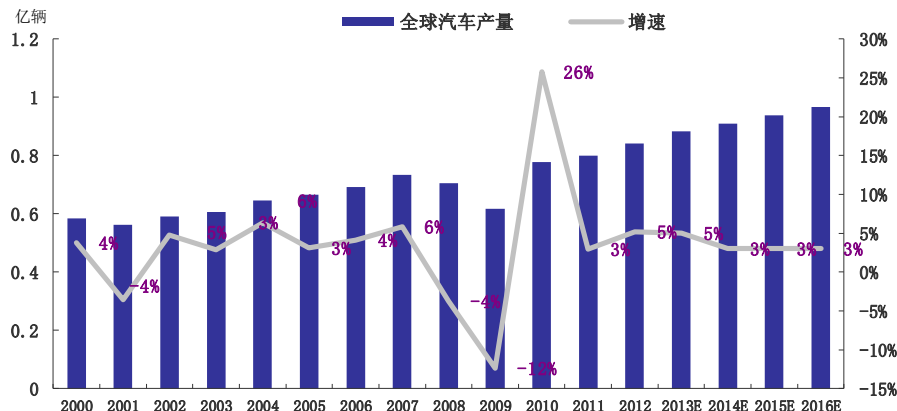
图 5：全球汽车电子发展规模及趋势



数据来源：德勤，安信证券研究中心



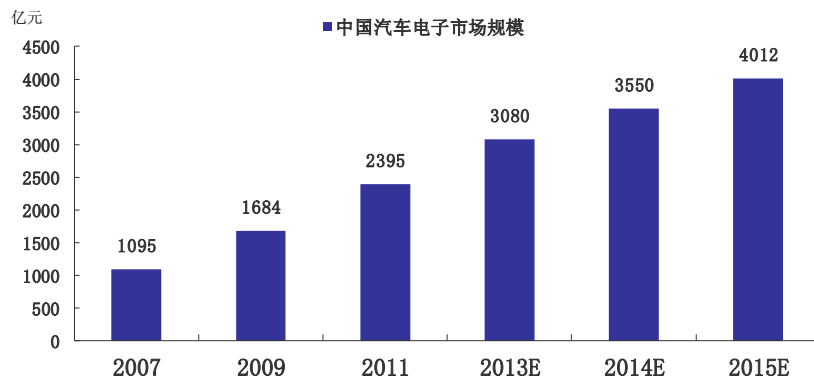
图 6：历年全球汽车产量及增速



数据来源：WIND，安信证券研究中心

我国现已成为世界上第一汽车产销大国，赛迪顾问预测 2013 年汽车电子产业规模将达到 3000 亿元。我们预计 2015 年我国汽车电子市场规模将达到 4000 亿元。从 2007-2015 年，8 年间其复合增长率达到 17%。目前从总体来看，汽车上的电子系统成本占汽车整车成本的 25%-30%，预计到 2016 年，车载电子部件将占整车成本的 40%。目前从细分市场来看，紧凑车型中汽车电子占比约为 15%，高级轿车汽车电子占比约为 28%，新能源车汽车电子占比为 47%。系统化、一体化集成和智能化是汽车电子技术发展的必然方向。

图 7：汽车电子市场规模



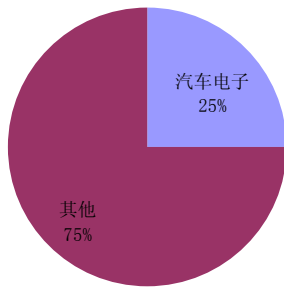
数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图 8：乘用车中电子化产品成本占比



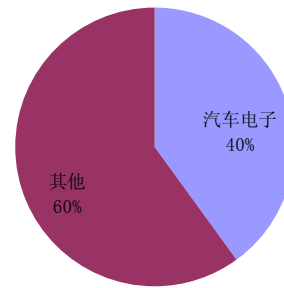
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 9：目前我国汽车成本中电子化占比（估算）



数据来源：安信证券研究中心

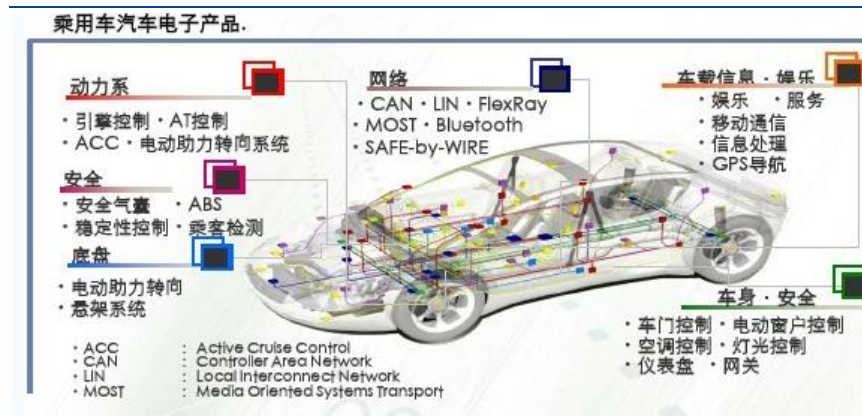
图 10：2015 年我国汽车成本中电子化占比（估算）



数据来源：安信证券研究中心

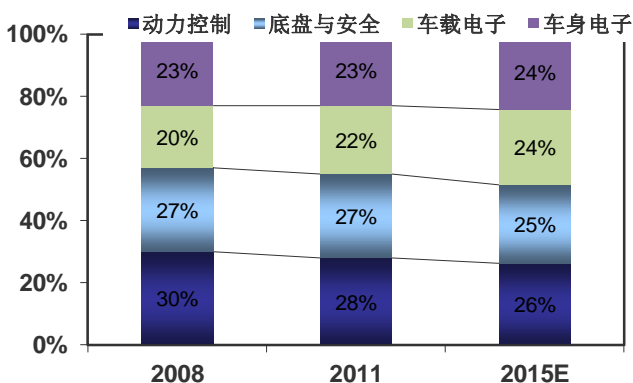
未来汽车技术的发展主要集中在汽车安全系统、动力系统、舒适便捷这三大领域进行，对应的汽车电子应用也可分为：1.底盘控制与安全系统。2.动力控制系统。3.车载电子、车身电子这三个方面。底盘控制与安全系统：ABS 防抱死系统、TPMS 胎压检测系统、安全气囊；动力系统：手动/自自一体变速箱、EMS 发动机管理系统；车身电子：空调、汽车防盗系统、中控锁；车载电子：车载音响、车载电视、GPS 等；从技术成熟的来看，动力系统和车身系统技术较为完善，随着客户对车辆的安全性、舒适便捷性等需求提升，汽车安全系统、车载电子近期增长较快，未来可能在车辆装配上迅速普及。

图 11：汽车电子示意图



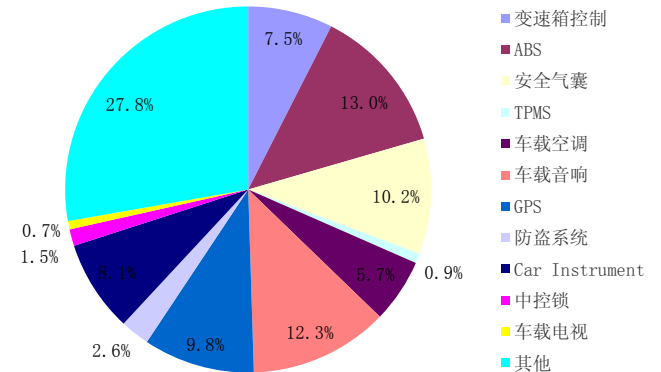
数据来源：百度图片、安信证券研究中心

图 12：我国汽车电子应用结构比例



数据来源：《我国汽车电子行业发展模式分析》，安信证券研究中心

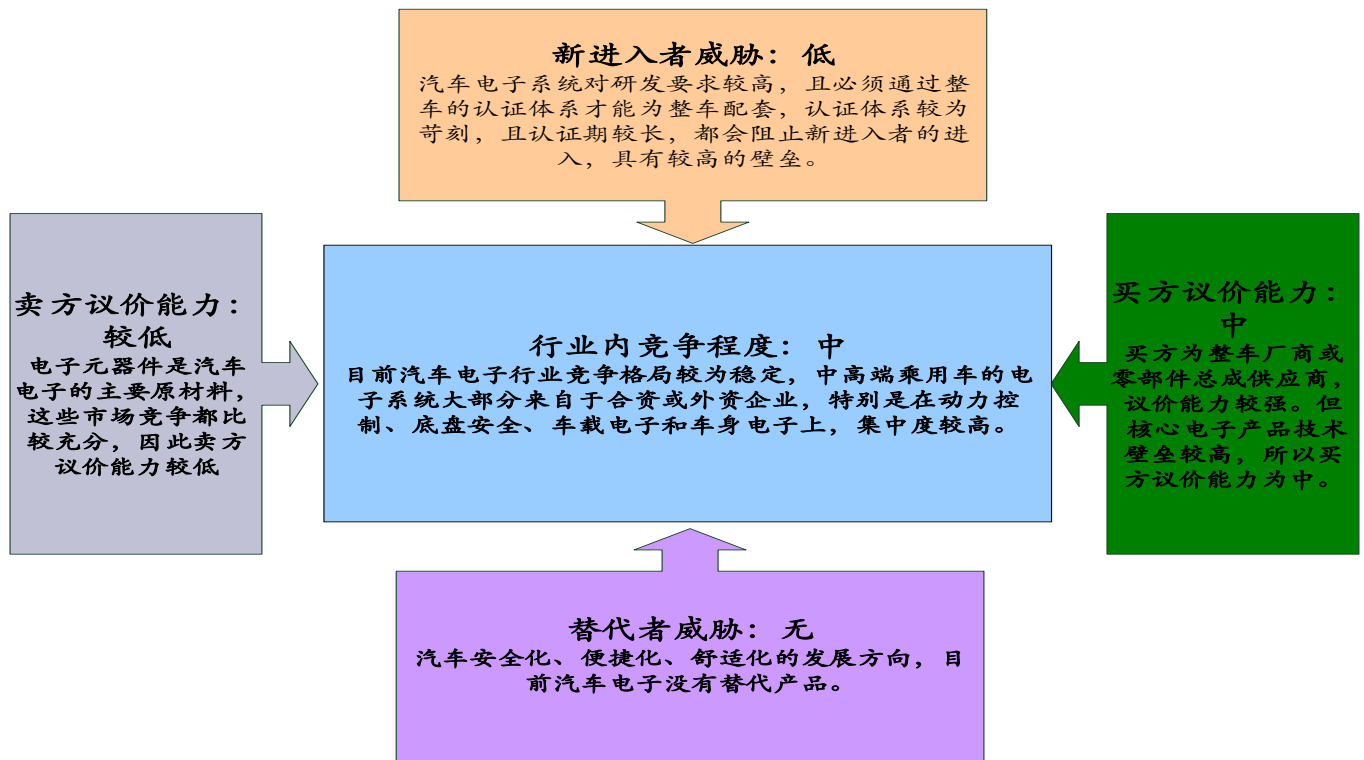
图 13：我国汽车电子占比（细分）



数据来源：《我国汽车电子行业发展模式分析》，安信证券研究中心



图 14: 汽车电子行业竞争力分析



资料来源: 安信证券研究中心

### 3. 新能源汽车方兴未艾, BMS 系统空间广阔

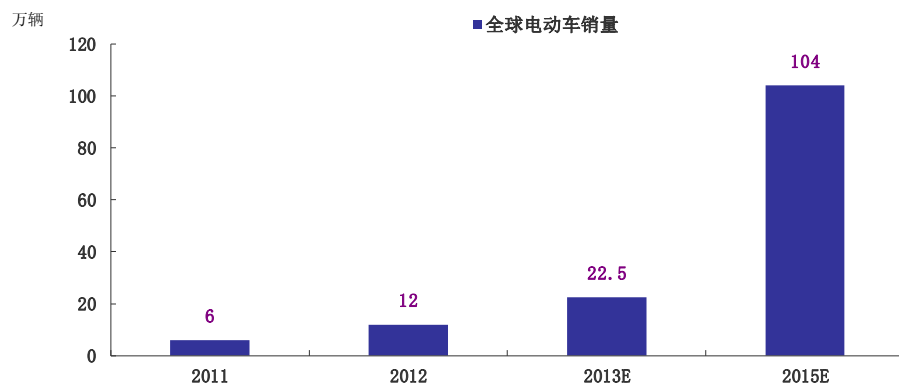
无论是减轻环境压力解决能源安全, 大力发展新能源汽车已成为各国共识, 世界主要国家如美国、中国、日本、德国、韩国、英国等都纷纷建立了自己宏伟的新能源汽车产业规划, 根据我们估算, 到 2015 年全球电动车 (指纯电动和插电式混动, 下同) 年销量将突破 100 万辆, BMS 系统市场规模将达到约 200 亿元, 如果考虑到混合动力汽车, BMS 系统总的市场规模有望达到 400 亿元, BMS 系统空间广阔。

表 1: 世界主要汽车市场新能源车产销规划

国家	规划时限	新能源车产销目标	新能源车类型
美国	2015 年	100 万辆 (保有量)	插电式混合动力、增程型电动车、纯电动车
中国	2015 年	50 万辆 (产销总量)	插电式混合动力、纯电动
	2020 年	500 万辆 (产销总量)	插电式混合动力汽车、纯电动汽车
日本	2020 年	200 万辆 (年销量)	电动车 (80 万)、混合动力 (120 万)
	2030 年	年销量 70%	不详
德国	2020 年	100 万辆 (保有量)	电动车
	2030 年	500 万辆 (保有量)	电动车
英国	2015 年	24 万辆 (保有量)	电动车
法国	2020 年前	200 万辆 (累计产量)	清洁能源汽车
韩国	2015 年	120 万辆 (产量, 10% 世界电动车市场)	电动车
	2020 年	小型电动车普及率 10%	电动车

数据来源: 盖世汽车网, 安信证券研究中心

图 15: 全球电动车销量预测



数据来源: BNEF、安信证券研究中心

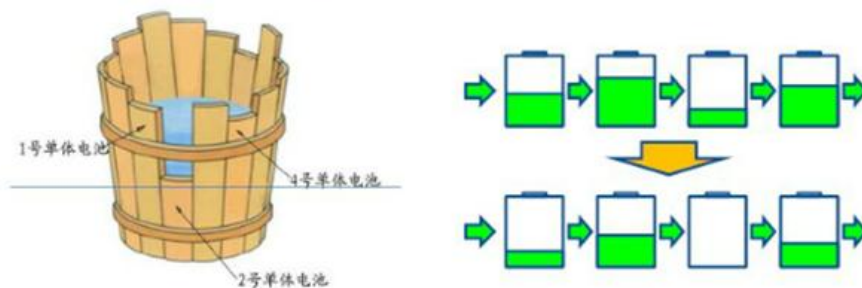
### 3.1. BMS 是电动车中最为核心的技术

电动车中的三大核心技术: 电池、电机、电控。BMS 通常被称为电动汽车动力电池系统的“大脑”，它是衔接电池组和整车系统、充电机的重要纽带，包括化学电池管理技术、自动控制技术、电力电子技术和通信总线技术等，高性能、高可靠性的电池管理系统能够准确地监测到单体锂电池芯的工作温度和电量，并自动采取措施均衡单体锂电池芯的充放电电流和防止过温现象发生。能使电动汽车动力电池在各种工作条件下获得最佳的性能、最长的使用寿命，是发展电动汽车的关键技术之一。

电池组受到各个电池的温度、自放电程度、通风条件、电解液密度等差别的影响，使得电池组中各电池之间产生电压、电阻和容量不一致。电池在成组以后的寿命远远低于单体电池的寿命，主要是因为：1.由于电池间的个体差异，导致充电时，容量最小的电池容易过充；放电时，容量最小的电池又容易过放。由于容量最小的电池受损，容量变得更小，进入恶性循环。2.单体电池性能的优劣直接影响到整组电池的充放电特性，电池组容量降低。

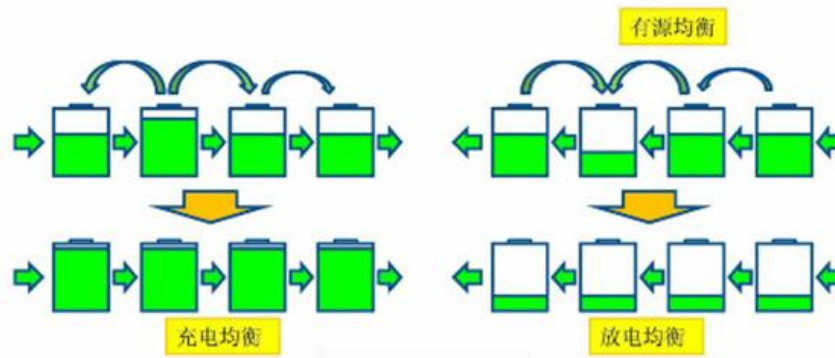
图 16: 电池组寿命困境

### 电池组寿命困境



数据来源: 安信证券研究中心

图 17: BMS 功能



数据来源: 安信证券研究中心

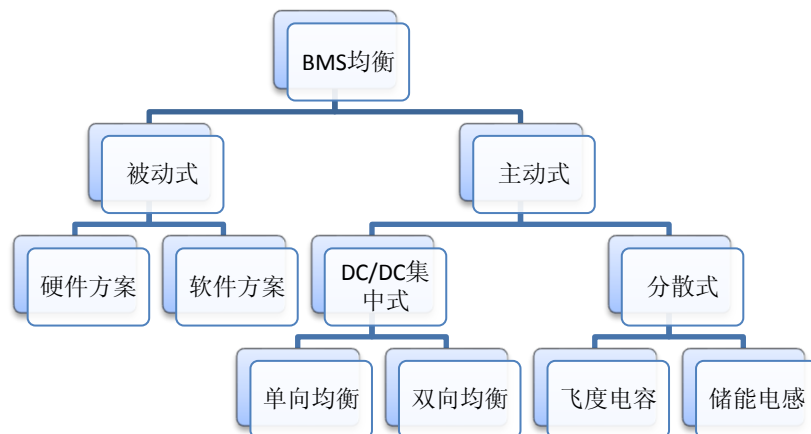
表 2: BMS 系统四大模块三大功能

部件名称	部件构成构成	三大功能	功能注释
信号采集模块	采用隔离处理的方式, 对电池组电压, 充电电流, 放电电流, 单体电压, 电池温度等参数进行采集	电池工作状态监控	主要指在电池的工作过程中, 对电池的电压, 温度, 工作电流, 电池电, 绝缘阻抗, 继电器状态等系列电池相关参数进行实时监测或计算, 并根据这些参数判断目前电池的状态, 以进行相应的操作, 防止电池的过充或过放
电池保护电路模块	采用软件控制一些外部器件。如通过信号控制继电器的通断来允许或禁止充放电设备或电池的工作以实现电池保护	电池充放电管理	在电池的充电或放电的过程中, 根据环境状态, 电池状态等相关参数对电池的充电或放电进行管理, 设置电池的最佳放电或放电曲线 (如充电电流, 充电上限电压值, 放点下限电压值等), 实现电池过充, 过放, 过温, 过流, 短路等保护
均衡电路模块	对电池组单体电压的采集, 并进行单体间的均衡充电, 使组中各电池达到均衡一致的状态	单体电池间均衡	即为单体电池均衡充电, 使电池组中各个电池都达到均衡一致的状态。均衡器是电池管理系统的核心部件
下位机模块	包括信号处理, 控制, 通讯	综合操控	综合操控

数据来源: 安信证券研究中心

所以使电池组中各个电池都达到均衡状态的均衡电路模块是 BMS 系统的核心。目前存在的 BMS 技术参差不齐, 现状如下:

图 18: BMS 均衡系统分类框架



数据来源: 安信证券研究中心

目前国外盛行的 BMS 产品多采用主动式均衡功能设计，价格和技术含量较高，属于未来发展趋势，全球主流电动车大都采用主动均衡模式。而国内基本采用被动式均衡功能和不带均衡功能的 BMS 产品，价格低、功能简单。主动式均衡 BMS 的优势在于：1.是无损均衡。2.能量利用率高。主动式均衡 BMS 代表电动车未来的发展方向。特斯拉之所以取得巨大成功，正是因为其起着至关重要作用的 BMS 系统采用的是主动式均衡模式。

**表 3: BMS 系统的层次和对应采用车型**

BMS 系统	均衡分类	特点	注释	价格 (元/套)	对应车型
高端	主动式均衡	无损均衡 能量利用率高 能量转移式 (能量在整个电池组均衡) 实现充放电均衡	将单体能量高的转移到单体能量低的，或用整组能量补充到单体最低电池，在实施过程中需要一个储能环节，好让能量通过这个环节重新进行分配	20000-30000	宝马 MiniE 日产聆风 特斯拉 ModelS
中端	被动式均衡	有损均衡 能量利用率低 电阻消耗式 (电压对单个电池均衡) 实现充电均衡	在每一颗单体电池并联一个电阻分流，耗能均衡就是将容量多的电池中多余的能量消耗掉，实现整组电池电压的均衡	2000-3000	江淮同悦电动汽车 奇瑞 qq 纯电 长安杰勋 HEV
低端	不带均衡	无均衡	-	1000	国内低速电动车

数据来源：中国电池网、安信证券研究中心

## 4. 公司经营情况

### 4.1. 主营业务

公司主营业务为汽车电子和功能件业务，汽车电子类业务主要包括电子控制单元、驾驶控制系统、空调控制系统、传感器系统、创新自动化生产线。功能件类业务主要包括车载娱乐系统、发动机系统和内外饰功能件。根据我们估算，2013 年上半年汽车电子类和功能件类收入占比大约为 73%和 27%。

**表 4: 公司主要产品简介**

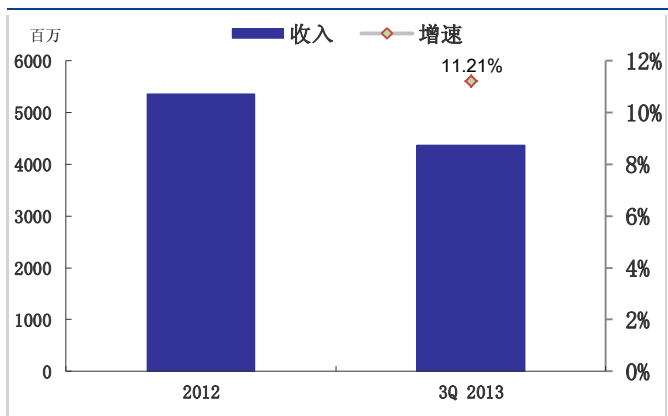
产品分类	产品细分	主要产品	生产企业
汽车电子类	电子控制单元	小型行车电脑主控模块、电子燃油泵控制、主动式转向控制、后轮转向角度控制	德国普瑞
	驾驶控制系统	iDrive/MMI 系统、中控面板总成、仪表总成、方向盘按键控制器	德国普瑞
	空调控制系统	空调控制器、空调控制器单元 (市占率全球第五、北美第二)	德国普瑞
	传感器系统	刹车片磨损感应、变速箱档位感应、自动大灯感应器、节流阀位置感应、电容式风窗结雾感应器、电容式雨量传感器	德国普瑞
	创新自动化生产线	自动化生产机器人和制造设备	德国普瑞
汽车功能件类	车载娱乐系统	车载 DVD	博声电子
	发动机系统	加油小门(国内第一)、发动机罩盖/涡轮增压管总成、进气管总成、洗涤系统(国内第一)	均胜股份
	内外饰功能件	顶棚拉手、空气管理系统(国内第一)、中央通道、外门拉手、后盖拉手及倒车视觉集成产品、格栅	华德塑料

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

从主营收入构成来看，2013 年上半年汽车电子类、内外饰件类、功能件类、工业自动化设备制造及内部抵消占比分别为 69%、14%、23%、4%和-10%。从毛利占比来看，2013 年上半年汽车电子类、内外饰件类、功能件类和工业自动化设备制造占比分别为 64%、

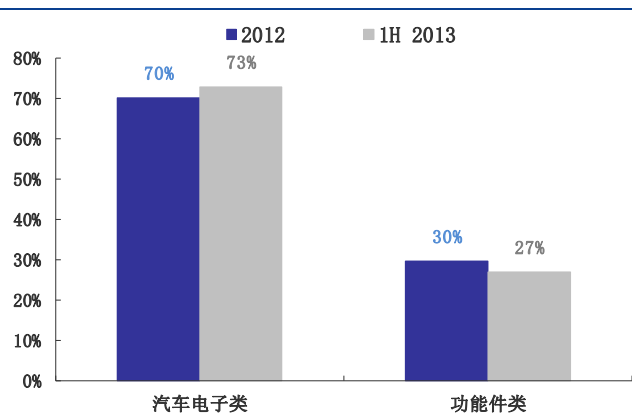
17%、15%和3%。到目前为止，内外饰件和汽车电子是公司利润的主要贡献来源，且汽车电子类贡献占比呈现上升趋势。

图 19: 公司近年主营业务收入及增速



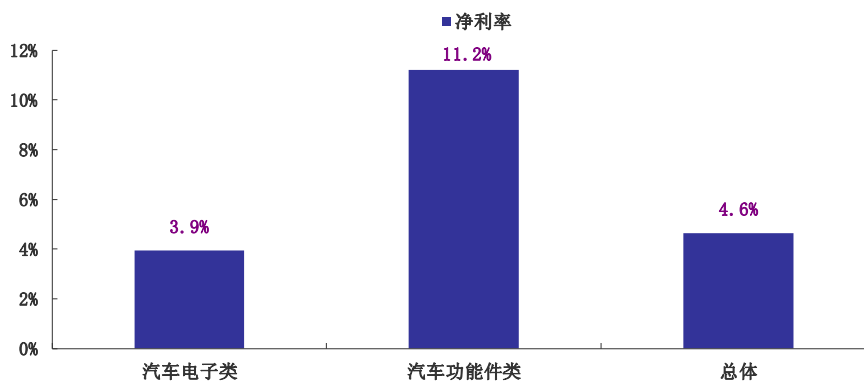
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 20: 公司近年主营产品收入占比(估算)



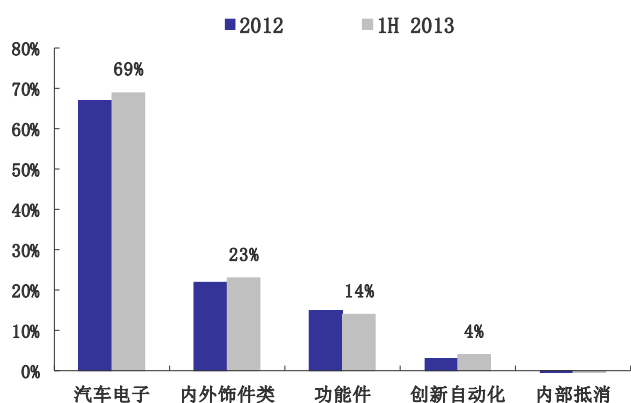
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 21: 2012 年公司各业务板块净利率估算 (单体报表数据)



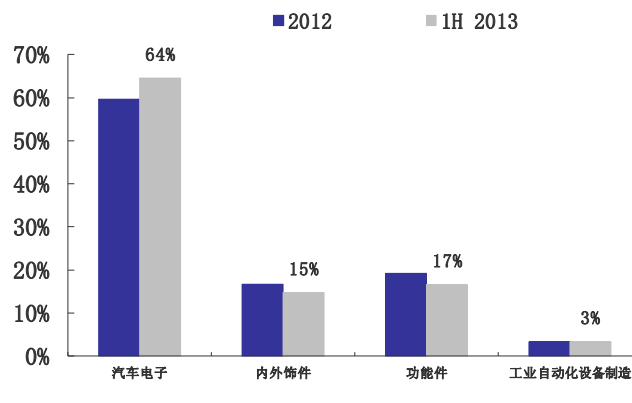
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 22: 公司近两年主营产品收入占比 (细分)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 23: 公司近两年主营产品毛利占比 (细分)



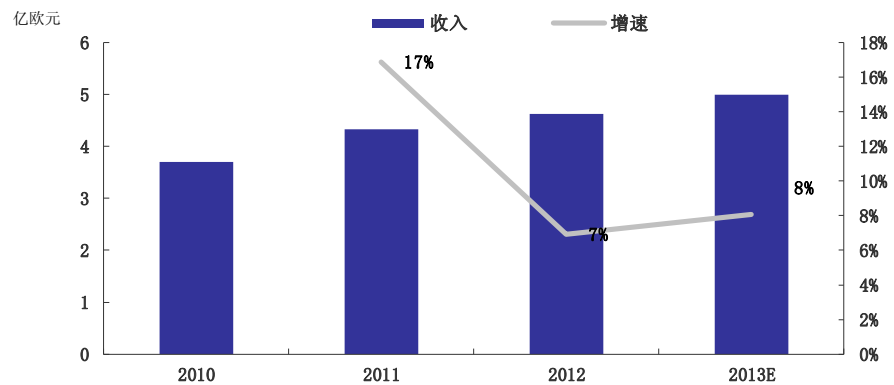
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 4.2. 汽车电子业务

德国普瑞主要从事汽车电子业务,主要有空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元、工业自动化五类业务。2011年空调控制系统和驾驶控制系统所占比例最高,均为

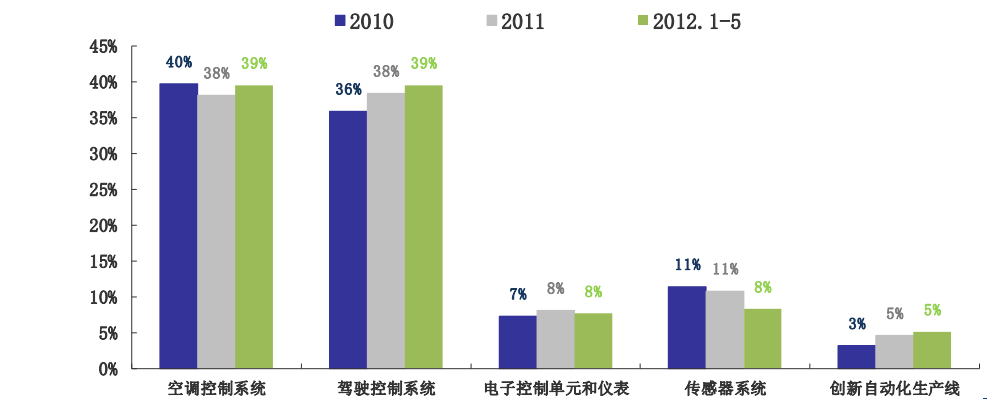
38%，电控单元及创新自动化生产线，特别是电控单元中的电池管理系统 BMS 未来发展空间巨大。

图 24：德国普瑞收入及增速



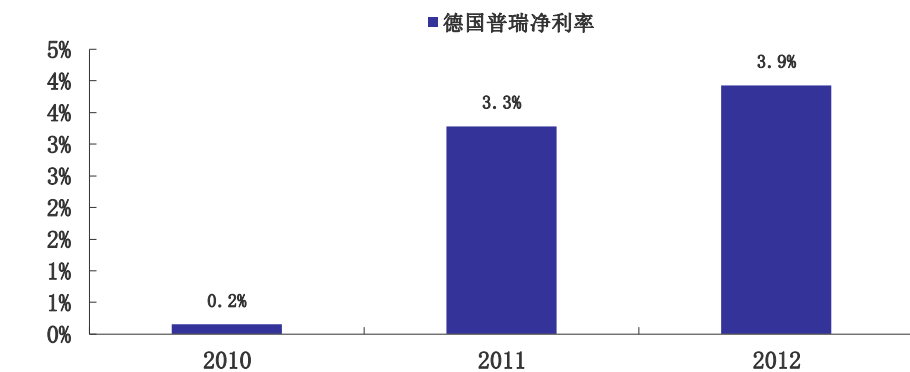
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 25：德国普瑞各业务历年占比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 26：德国普瑞净利率估算（单体报表数据）

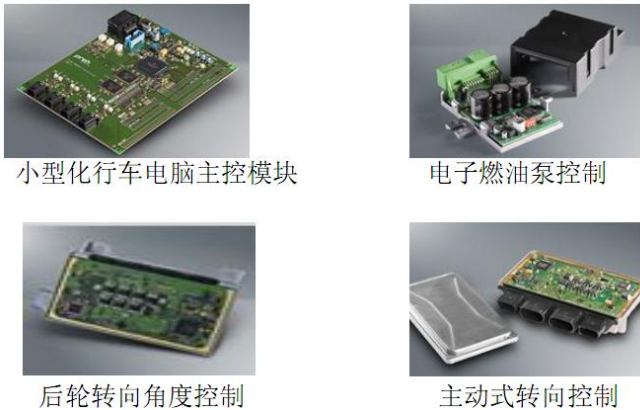


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

空调系统其主要配套保时捷、宝马、福特、大众（奥迪 A1、捷达、golf 等）。其全球市场占有率约为 5%，排名第五名。驾驶系统主要包括智能驾驶控制系统如为宝马配套的 idrive（宝马 7 系、5 系、X 系全配，3 系和 1 系部分配置）和奥迪的 MMI 系统，方向盘按钮控制器（全球市场份额高达 10%）和中控面板总成等。



图 27: 电子控制单元和仪表 (BMS 为宝马配货)



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 29: 宝马 Idrive 系统



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 28: 空调控制系统 (全球第 5, 北美第 2)



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 30: 奥迪 MMI 系统



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

汽车中控台正在从功能化向智能化演变, 从桑塔纳 2000 密密麻麻的众多功能按键过渡到途观的简洁大方, 中控台开始从功能化向美观、简洁转变。未来中控台的发展将会沿着一体化、智能化 (触摸、声控、手势等) 转变, 而德国普瑞正式这一领域的领军者。

图 31: 中控台历史演变



数据来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

在法兰克福车展, 公司为保时捷 918 Spyder 概念车设计的中控台震惊四座, 该中控台主要特点是: 电子化、集成化、触摸化。在驾驶中引入智能手机操作模式; 集成多种输入系统; 触觉、听觉反馈保证用户最佳需求; 简化功能选择, 通过高度灵敏的触觉和表面设计实现空间和造型的完美结合。我们认为公司研发的中控台有望代表未来的发展趋势。

图 32: 公司 2013 年全新概念中控台



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

德国普瑞已为 2013 福特 Fusion 开发和制造了集成式中控台，获得的项目包括适用于 Fusion 型号 S、SE 和 Titanium 的三种版本的集成式中控台。三种版本的中控台，包括通过传统按钮操作的基础版本、带有触控面板的中端版本以及同样带有触控面板的高端版本。此外，所有中控台均集成了文娱功能和 HVAC 功能，每种中控台均提供有多种变体和各种与文娱有关的附加选件，并可以在单区或双区电子环境控制之间进行选择。我们预计普瑞北美业务未来将会有较快发展。

图 33: 普瑞为 2013 福特 Fusion 开发和制造了集成式中控台



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

另外，德国普瑞还生产传感器系统和创新自动化生产线。传感器包括刹车片传磨损感应、变速箱档位感应、节流阀位置感应、电容式雨量传感器、电容式风窗洁雾感应器、自动大灯感应器等。创新自动化主要是向内外客户提供创新的自动化方案，即自动化生产机器和设备制造，优化汽车电子部件的生产工艺、提供生产效率。目前德国普瑞创新自动化生产线外部客户已覆盖 TRW、Ixtic、Brose、Takata、SDIMOLAN、LEAR 和 ZF 等国际知名汽车零部件供应商。



图 34: 传感器系统



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

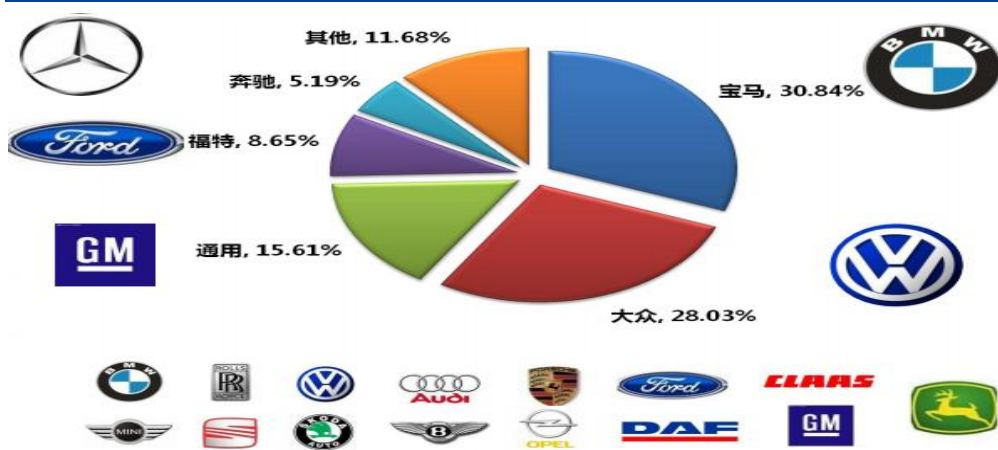
图 35: 创新自动化生产线



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

2011 年德国普瑞前五名客户占公司收入的比重高达 88.33%，其中宝马、大众、通用、福特、奔驰分别为 30.84%、28.03%、15.61%、8.65%和 5.19%。宝马、大众是公司的前两大客户，客户结构高端化明显。

图 36: 2011 年德国普瑞主要客户

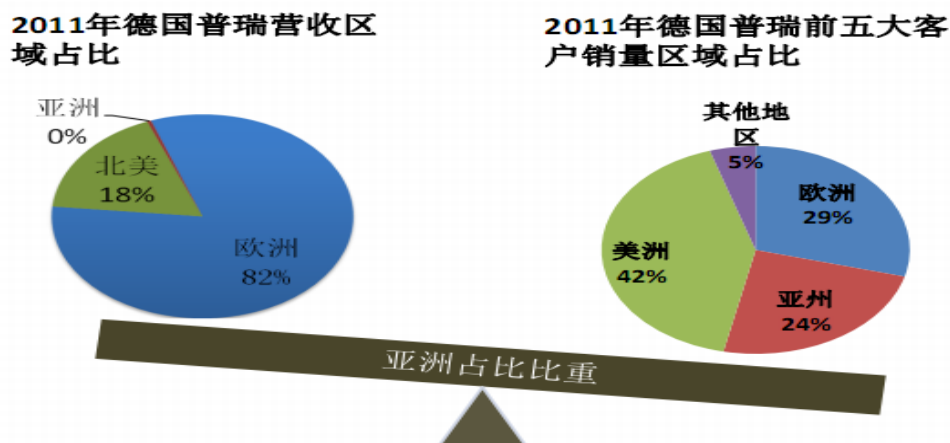


数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4.2.1. 普瑞均胜将填补德国普瑞亚洲市场空白，协同效应已经显现

德国普瑞被并购前，主要集中在欧洲和北美，亚洲业务体量非常小。而德国普瑞前五大客户销售区域占比中，亚洲区域占其销量的 24%。巨大的亚洲市场和其微乎其微的渗透率为普瑞均胜的发展提供了巨大空间。德国普瑞 2013 年预计收入为 43 亿元，按照其客户在亚洲市场 24% 的占比，那么留给普瑞均胜的市场空间将会达到 10 亿。2010 年均胜与德国普瑞成立普瑞均胜合资公司，将填补普瑞均胜亚洲市场空白，2013 年普瑞均胜预计收入规模将在 2-3 亿元，发展空间较大。

图 37：2011 年德国普瑞销售区域占比和主要客户销售区域占比



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

#### 4.2.2. 研发能力持续增加

德国普瑞拥有完整的研发体系，包括结构设计、电子设计、软件设计及测试集成等研发功能，并建立标准化研发流程。注重技术创新是普瑞研发的主攻方向，设有预研部门专门从事新技术的研究和产品创新设计，积极与整车厂客户展开创新合作，共同推进和领导技术创新。近3年公司对研发的投入占年销售收入比例平均为8%。公司拥有超过500人的研发团队，且已在中国建立研发中心，具备了从软件、电子到PIA工装部门的全部研发技术，配合德国普瑞来争取大众、通用、福特和宝马新车型的全球订单。

#### 4.2.3. 为宝马配套 BMS 系统，未来拓展空间巨大

根据我们的调研，公司为宝马电动车供应 BMS 系统。宝马 i3、i8 是宝马汽车最新推出的两款新能源电动汽车。

图 38：宝马 i3



数据来源：百度图片，安信证券研究中心

图 39：宝马 i8



数据来源：百度图片，安信证券研究中心

i3 已于 2013 年 11 月 16 日在欧洲上市，在德国售价 3.5 万欧元（折合人民币 28 万元）。并将于 2014 年引入中国(预计 2014 年初)、美国和韩国。宝马 i3 采用碳纤维车身、铝制材料底盘及后轮驱动。共有 2 款车型：纯电动和增程式。

纯电动版：动力搭载一台电动机及 22kW 锂离子电池组，最大功率 125kW，峰值扭矩 250Nm。百公里加速为 7.2 秒。续航里程方面，i3 在纯电动条件下大约可行驶 160km，而在 ECO PRO+模式下的最大续航里程则可达 200km。增程版：另外安装了一台 2 缸 0.6L 发动机，

当电池没电时，可直接为其充电，最大里程为 340 公里。我们认为宝马 i3 在加速性能、外观、内饰、品牌等方面，强于竞争对手。

表 5: 宝马 i3、日产 Leaf 和雪佛兰 Volt 电动车性能参数对比

	宝马 i3	日产聆风 (Leaf)	雪佛兰沃兰达 (Volt)
北美售价(万人民币)	25/27	17-21	24
类型	纯电动/增程	纯电动	增程
长×宽×高(mm)	3999*1775*1597	4450*1770*1550	4498*1787*1439
轴距(mm)	2570	2700	2685
电机			
最大功率(KW/H)	125	80	111
峰值扭矩(N.M)	250	280	370
电池			
容量(KW/H)	22	24	16
质量(KG)	230	250	181
0-100 公里/秒	7.2	11.5	8.5
续航里程 (满电) (KM)	160/340	160-200	80(纯电动模式)/490

数据来源: yahoo, BMW, 安信证券研究中心

i8 混合动力预计在 2014 年 7 月在海外上市，售价为 98 万（人民币）起售。宝马 i8 搭载三缸的 1.5L 双涡轮增压发动机和电动机组成的混合动力系统，其中 1.5T 发动机的最大功率为 170kW，后轮驱动，电动机的最大功率为 96Kw/H，前轮驱动。在整体系统驱动下，宝马 i8 的百公里加速时间只用时 4.5 秒，最高时速达到 250km/h。在纯电动模式下，宝马 i8 最高时速达到 120 公里/小时，最大续航里程为 35 公里。在混动模式下，最大里程可达到 500 公里。宝马 I8 在外观、内饰、续航里程、品牌等方面要好于特斯拉 S。

图 40: 宝马 I8



数据来源: 百度图片, 安信证券研究中心

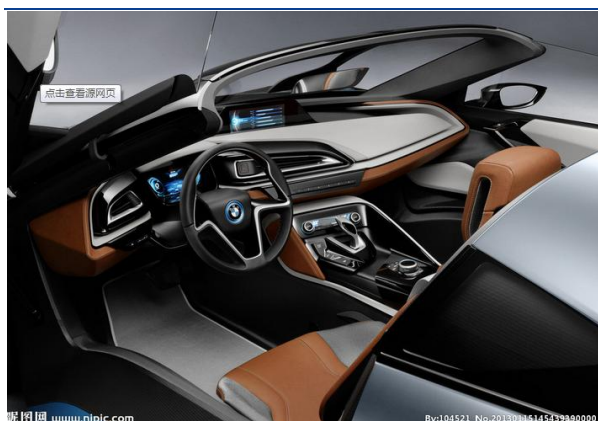
图 41: 特斯拉 S



数据来源: 百度图片, 安信证券研究中心



图 42: 宝马 i8 内饰



数据来源: 百度图片, 安信证券研究中心

图 43: 特斯拉 S 内饰



数据来源: 百度图片, 安信证券研究中心

表 6: 宝马 i8 和特斯拉 S 性能参数对比

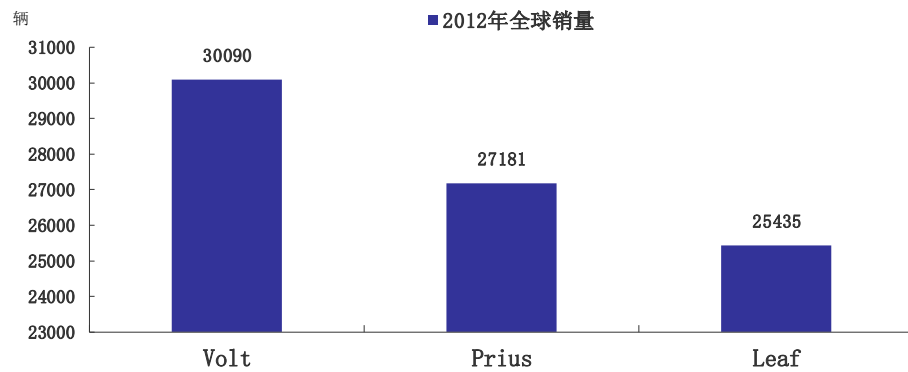
	宝马 i8	特斯拉 Model S
海外售价(万人民币)	98	53.6(高配)
长×宽×高(mm)	4694*1950*1280	4976*1963*1435
轴距(mm)	2800	2959
发动机		
最大功率(KW)	170	-
峰值扭矩(N.m)	320	-
发电机		
最大功率(KW)	96	310
峰值扭矩(N.m)	250	600
电池		
电池容量	7.1	85
续航里程 (KM)	35	480
动力系统		
最大功率(KW)	266	310
峰值扭矩(N.m)	570	600
续航里程 (KM)	500	480
百公里加速 (S)	4.4	4.4

数据来源: yahoo,BWM,安信证券研究中心

2012 年全球前三大电动车品牌为 Volt (沃蓝达)、Prius (普锐斯) 和 Leaf (聆风), 其销量分别为 30090 辆、27181 辆和 25435 辆。2013 年 1-10 月, 特斯拉 S 在北美市场销量达到 15550 辆, 去年同期仅销售 820 辆, 增长异常凶猛。因此, 我们有理由相信凭借宝马的品牌影响力, 2014 年宝马 i3、i8 总销量在 3-5 万辆左右。

图 44: 2012 年各主要电动车销量





数据来源: BNEF、安信证券研究中心

日产聆风等电动车的主动式 BMS 价格在 2 万左右, 我们估计宝马 i3、i8 的 BMS 总体均价也在 2 万左右。据此, 计算得出 BMS 销量和净利润率变化对公司贡献 EPS 的敏感性分析。预计公司 2014 年 BMS 销量在 3-5 万套、净利率在 5%-10% 左右, 那么公司为宝马 i3、i8 配套业务将贡献 EPS 0.05 元-0.16 元左右, 占 2012 年 EPS 的 14%-44% 左右。

表 7: BMS 销量、净利率变化为公司贡献 EPS 的敏感性分析

BMS 敏感性分析		销量 (万)						
		1	2	3	4	5	8	10
净利率	5%	0.02	0.03	0.05	0.06	0.08	0.13	0.16
	10%	0.03	0.06	0.09	0.13	0.16	0.25	0.31
	15%	0.05	0.09	0.14	0.19	0.24	0.38	0.47
	20%	0.06	0.13	0.19	0.25	0.31	0.50	0.63
	25%	0.08	0.16	0.24	0.31	0.39	0.63	0.79

数据来源: 安信证券研究中心

据我们调研得知, 公司的 BMS 系统国产化工作正在进行中。目前均胜新能源汽车研究院项目全面启动, 宁波普瑞均胜汽车电子有限公司将在现有的研发团队的基础上, 组建均胜新能源汽车研究院, 研发人员规模将超过 300 人, 拥有较强的汽车新能源电池管理系统的开发能力, 力争通过三年努力, 研究开发出混合动力和纯电动车型的电池管理系统, 为国内外汽车厂商及电池制造厂提供技术服务。我们预计到 2015 年我国电动车产销在 15-20 万之间, 估计一套 BMS 系统售价约为 1.5-2 万元, 我国电动车 BMS 市场规模达到 22.5-40 亿, 如果公司在国内市场占有率能达到 10%, 其国内 BMS 业务也将贡献 2.25-4 亿的收入。

### 4.3. 汽车功能件业务

汽车功能件业务分为塑料功能件 (发动机零部件、内外饰件和洗涤系统) 和机电产品 (汽车电子及内外饰件电子产品)。本部传统业务的公司子公司有均胜股份 (100%)、长春均胜 (100%)、华德塑料 (95%) 和华德奔源 (100%)。

均胜股份主要生产风窗洗涤系统、出风口系列、发动机进气管系列、风道、内饰等。主要客户为一汽大众、上海大众、通用全球等整车厂商, 也有延峰伟世通、佛吉亚中国等大型零部件厂商。发动机进气管公司全国市场占有率第一。2013 年公司涡轮增压器管发展迅速, 主要为大众 EA888 供应, 配套途观、迈腾、帕萨特、昊锐等车型, 预计 2013

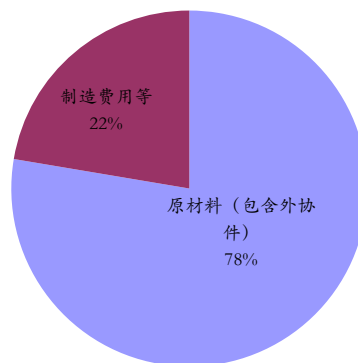
年销售 30 万套，2014 年产能将扩大到 100 万套。我们认为涡轮增压管业务快速发展，将成为功能件板块中发展较为迅速的业务。

博声电子主要从事车载娱乐系统（以海外多功能车载 DVD 为主）和倒车雷达系统。长春均胜主要产品为洗涤器、连接管、内饰件等，主要承接均胜股份和华德塑料研发产品的生产。华德塑料主要生产内、外饰件和功能件。外饰件有格栅模块、尾门拉手模块、外门把手模块、风窗饰件模块。内饰件有饰柱模块、中央通道模块、顶棚模块。功能件有加油小门模块、发动机零件模块、前后端功能模块。现在华德塑料向总成转变，特别是电子化方向。华德塑料有一家子公司上海麟刚汽车后视镜公司，主要生产汽车后视镜，是上海大众的 A 级供应商。

## 5. 盈利能力分析

公司产品成本拆分为：原材料（包含外协件）占比 78%，制造费用等为 22%，其中原材料主要包括电子元器件、工程塑料、印刷电路板及其他化工产品。

图 45：公司产品成本拆分



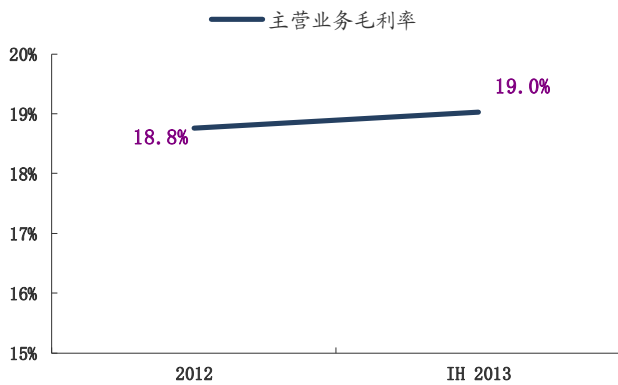
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司主营业务毛利率水平处于逐步上升趋势，主要是因为：1.汽车电子产品线除继续锁定原有高端客户外，还进一步加深了同大众、福特、通用等主流整车厂商全球范围多车型平台的合作，在主要市场之一的欧洲市场整体低迷的情况下，营收仍保持了较快增长。2.通过优化供应链等措施，营业成本得到有效控制。3.公司摆脱了单一产品线，多条线产品良性，并购的协同效应，实现业务的全球化和规模化，带动客户结构升级，由中低端向高端发展，部分产品已进入国内宝马和奥迪等厂商供应体系。

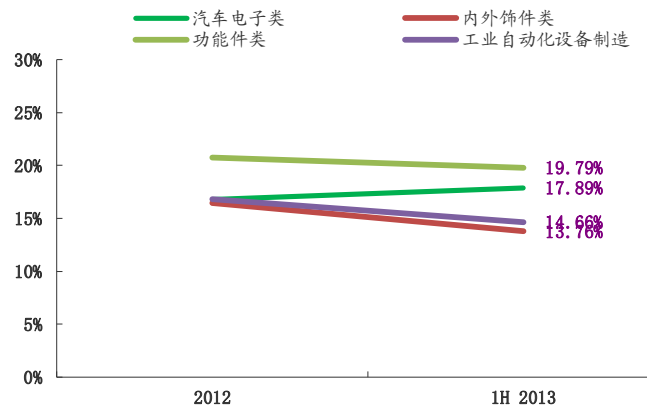
汽车电子业务毛利率水平呈现稳中上升趋势，2012 年毛利率为 16.81%，2013 年上半年毛利率为 17.89%。毛利率上升主要来自：1.德国普瑞优化供应链平台，降低材料成本。2.电子集成化比例提升以及高毛利率产品推出。我们认为汽车电子业务毛利率水平仍有较大上升空间，因为目前德国普瑞约 60%的原材料和生产装备如模具等是在德国本土采购，并且有大量电子元器件从亚洲特别是中国采购。由于德国采购成本高居不下，且在亚洲缺乏人力对供应链实施有效整合和管理，造成采购成本较高，拉低了公司的毛利率水平。此次并购后，公司将发挥熟悉国内采购渠道的优势，结合德国普瑞成熟的供应商审核、管理经验等，使得德国普瑞的采购成本大幅降低。另外，公司产品模块化供应增加及 BMS 等高精尖产品推出都将提升公司整体毛利率水平。

图 46：公司主营业务毛利率

图 47：公司各项业务毛利率



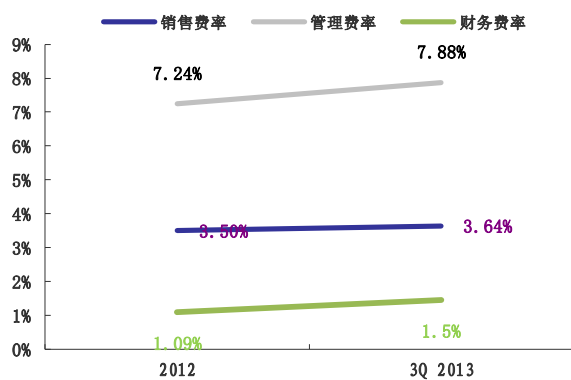
数据来源：公司公告，安信证券研究中心



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

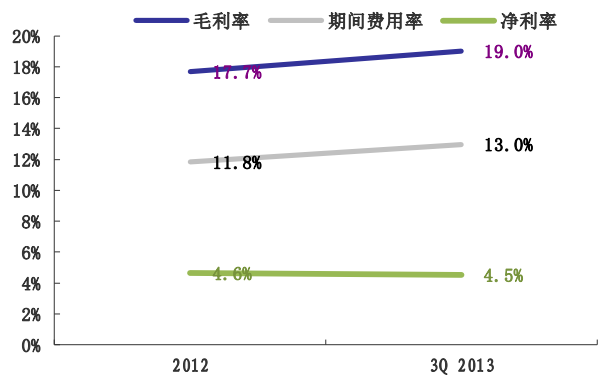
公司期间费率基本稳定，其中管理费上升较大，主要是公司研发支出较大所致。我们认为作为研发型企业，公司期间费用率压缩空间较小，净利率提升主要体现在毛利率水平提升上。

图 48：公司近两年期间费用率情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 49：近两年综合毛利率、期间费用和净利率情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测

我们认为未来公司盈利增长主要受益于以下几点：1.为宝马配备 BMS 系统，业绩估值双升。2.德国普瑞收入稳定增长，成本控制加速盈利增长。3.协同效应显现，功能件业务客户快速拓展。

我们基于对市场的理解以及对公司自身经营实力的了解，预测未来公司盈利能力的增长主要来自于：

- **为宝马配备 BMS 系统，业绩估值双升。**根据我们估算，2015 年全球电动车 BMS 市场规模将达到 400 亿元，市场空间巨大。宝马 i3、i8 采取碳纤维车身，凭借靓丽外观及品牌影响力，我们认为全球年销量将达到 3-5 万辆。公司为宝马 i3、i8 供应 BMS 系统，我们预计为公司贡献 EPS 为 0.05 元-0.16 元左右，占 2012 年 EPS 的 14%-44%。

- **德国普瑞收入稳定增长,成本控制加速盈利提升。**目前汽车电子占整车成本 25%-30%, 预计到 2016 年占比将提升至 40%。2012-2016 年, 全球汽车电子 4 年复合增长率约为 9.8%, 远高于 3% 的年销量增速。德国普瑞受益于汽车电子化、智能化大发展、普瑞均胜弥补亚洲市场空白、采购成本降低等因素, 盈利能力增长较快。
- **协同效应显现, 功能件业务客户快速拓展。**内外饰件和功能件良性发展, 积极发挥并购的协同效应, 实现业务的全球化和规模化; 为大众 EA888 发动机配套的涡轮增压管业务快速上量; 客户结构由低端向高端发展, 部分产品已进入国内宝马和奥迪等厂商供应体系, 营收同比将高速增长。

综合以上假设, 我们预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 60.61 亿元、74.33 亿元和 87.74 亿元, 增速分别为 13.1%、22.6% 和 18%。2013-2015 年归属母公司净利润为 2.86 亿元、4.13 亿元和 5.64 亿元, 增速分别为 38.3%、44.6% 和 36.5%。全面摊薄后 EPS 分别为 0.45 元、0.65 元和 0.89 元。

表 8: 公司主要财务指标预测 (百万)

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,358	6,061	7,433	8,774
增速	266.5%	13.1%	22.6%	18.0%
归属母公司净利润	207	286	413	564
增速	36.4%	38.3%	44.6%	36.5%
毛利率	18.4%	19.0%	20.3%	21.4%
销售费用率	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%
管理费用率	7.5%	7.8%	7.8%	7.8%
财务费用率	1.1%	1.0%	0.7%	0.5%
净利率	3.9%	4.7%	5.6%	6.4%
ROE	13.8%	14.6%	17.4%	19.2%
EPS(摊薄后)	0.33	0.45	0.65	0.89

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 6.2. 估值及投资建议

均胜电子是国内生产汽车电子行业的龙头企业, 因此我们选取了以下 3 家业务较为相近的汽车类公司进行估值比较: 比亚迪、云意电气和宁波华翔。这些可比公司 2014 年 PE 的均值为 31 倍。

表 9: 可比公司估值情况

股票代码	证券简介	收盘价 (元)					EPS (元)					PE				
		(2013.12.13)	2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E		
002594.SZ	比亚迪	38.34	0.03	0.46	0.82	1.20	1109	83	47	32						
300304.SZ	云意电气	44.00	0.91	1.04	1.19	1.19	48	42	37	37						
002048.SZ	宁波华翔	8.30	0.47	0.59	0.82	1.03	18	14	10	8						
均值							298	38	31	21						

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

公司作为国内汽车电子行业的龙头企业, 未来受益于: 1. 为宝马配套 BMS 系统, 业绩估

值双升。2. 德国普瑞收入稳定增长，成本控制加速盈利提升。3. 协同效应显现，功能件业务客户快速拓展。根据上述可比公司平均估值情况，我们首次给予“买入-A”的投资评级，目标价为 20.15 元，对应 2014 年 31 倍的 PE。

## 7. 主要风险点

### 7.1. 汽车销量大幅下滑的风险

公司主要产品是汽车电子产品和功能件，下游汽车整车的生产、销售规模直接影响公司主要产品的市场状况。汽车行业与宏观经济波动的相关性明显，倘若宏观经济环境恶化，汽车销量大幅下滑，将造成公司产品订单减少、销售困难、存货积压等状况，因此公司存在受汽车销量大幅下滑影响的风险。

### 7.2. 宝马电动车销量不达预期

电动车在全球来说，仍算新兴事物。相关技术成熟度并未达到传统燃料汽车的水平，如再加上消费者使用不当等原因，导致车辆自燃，将会影响消费者的购车热情，因此存在销量不达预期的风险。

### 7.3. 原材料价格大幅波动的风险

公司主要原材料包括电子元器件、工程塑料、印刷电路板及其他化工产品，原材料成本占产品成本较高。原材料价格的大幅波动增加了公司控制成本的难度，将会直接影响公司的盈利能力。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年12月15日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>1,462.2</b>	<b>5,358.5</b>	<b>6,060.6</b>	<b>7,432.7</b>	<b>8,774.3</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,161.7	4,411.2	4,906.9	5,921.8	6,900.4	营业收入增长率	847.6%	266.5%	13.1%	22.6%	18.0%
营业税费	5.4	6.1	6.1	7.4	8.8	营业利润增长率	-414.9%	44.0%	40.2%	43.7%	35.2%
销售费用	28.6	187.3	212.1	267.6	315.9	净利润增长率	35.2%	36.4%	38.3%	44.6%	36.5%
管理费用	39.4	387.9	454.5	579.8	684.4	EBITDA 增长率	-981.2%	173.2%	5.6%	25.0%	25.8%
财务费用	16.9	58.7	58.5	48.6	39.6	EBIT 增长率	-612.2%	59.2%	33.6%	36.3%	31.2%
资产减值损失	0.3	7.5	3.0	4.0	10.0	NOPLAT 增长率	-523.6%	53.7%	33.8%	38.0%	34.4%
加:公允价值变动收益	-1.6	0.3	1.2	1.0	2.0	投资资本增长率	-46,024.	276.8%	-7.4%	36.5%	-3.1%
投资和汇兑收益	0.1	0.1	-	-	-	净资产增长率	-44,575.	169.8%	31.1%	21.1%	23.7%
<b>营业利润</b>	<b>208.4</b>	<b>300.1</b>	<b>420.7</b>	<b>604.5</b>	<b>817.3</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	5.5	11.6	9.0	9.0	-	毛利率	20.5%	17.7%	19.0%	20.3%	21.4%
<b>利润总额</b>	<b>213.9</b>	<b>311.7</b>	<b>429.7</b>	<b>613.5</b>	<b>817.3</b>	营业利润率	14.3%	5.6%	6.9%	8.1%	9.3%
减:所得税	37.0	62.9	85.9	116.6	138.9	净利润率	10.4%	3.9%	4.7%	5.6%	6.4%
<b>净利润</b>	<b>151.6</b>	<b>206.8</b>	<b>286.0</b>	<b>413.5</b>	<b>564.4</b>	EBITDA/营业收入	18.2%	13.6%	12.7%	12.9%	13.8%
						EBIT/营业收入	15.4%	6.7%	7.9%	8.8%	9.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	46	80	121	105	101
货币资金	157.4	519.5	484.9	594.6	701.9	流动营业资本周转天数	16	14	-1	-1	1
交易性金融资产	10.5	5.8	7.0	8.0	10.0	流动资产周转天数	96	95	99	84	85
应收账款	382.2	730.2	218.9	318.0	267.0	应收账款周转天数	47	37	28	13	12
应收票据	28.8	46.1	55.0	234.1	155.9	存货周转天数	20	28	32	32	31
预付账款	37.9	43.7	92.6	137.7	168.9	总资产周转天数	169	220	292	258	248
存货	161.3	682.2	408.2	907.7	625.7	投资资本周转天数	85	110	148	138	133
其他流动资产	2.1	23.7	0.5	8.8	11.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	26.5%	13.8%	14.6%	17.4%	19.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.9%	4.8%	7.4%	8.3%	11.2%
长期股权投资	23.6	-	-	-	-	ROIC	-12,416.	41.6%	14.8%	22.0%	21.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	375.9	1,991.1	2,076.7	2,255.7	2,651.9	销售费用率	2.0%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%
在建工程	101.9	166.5	573.2	1,018.5	1,203.0	管理费用率	2.7%	7.2%	7.5%	7.8%	7.8%
无形资产	65.0	839.5	607.6	375.7	143.8	财务费用率	1.2%	1.1%	1.0%	0.7%	0.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.8%	11.8%	12.0%	12.1%	11.9%
<b>资产总额</b>	<b>1,368.9</b>	<b>5,166.3</b>	<b>4,667.4</b>	<b>6,004.2</b>	<b>6,065.0</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	178.6	1,159.7	595.3	640.1	425.3	资产负债率	51.2%	65.1%	49.4%	52.4%	41.7%
应付账款	397.3	751.2	552.3	958.3	763.4	负债权益比	105.1%	186.9%	97.8%	110.2%	71.6%
应付票据	23.6	41.9	39.9	58.8	132.9	流动比率	1.15	0.85	0.76	1.09	1.04
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.92	0.56	0.51	0.64	0.71
长期借款	-	222.6	30.0	475.0	-	利息保障倍数	13.35	6.12	8.19	13.43	21.62
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>701.6</b>	<b>3,365.5</b>	<b>2,307.5</b>	<b>3,147.3</b>	<b>2,529.8</b>	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	101.9	123.5	181.3	264.8	378.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	392.0	579.0	636.1	636.1	636.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	173.4	1,256.5	1,542.5	1,956.0	2,520.4						
<b>股东权益</b>	<b>667.4</b>	<b>1,800.7</b>	<b>2,359.9</b>	<b>2,856.9</b>	<b>3,535.2</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	EPS(元)	0.24	0.33	0.45	0.65	0.89
净利润	176.9	248.9	286.0	413.5	564.4	BVPS(元)	0.89	2.64	3.42	4.07	4.96
加:折旧和摊销	43.0	372.8	289.6	307.5	351.3	PE(X)	62.0	45.4	32.9	22.7	16.6
资产减值准备	0.3	7.5	-	-	-	PB(X)	16.6	5.6	4.3	3.6	3.0
公允价值变动损失	1.6	-0.3	1.2	1.0	2.0	P/FCF	-27.6	-18.7	-33.4	318.4	-391.4
财务费用	12.1	53.5	58.5	48.6	39.6	P/S	6.4	1.8	1.6	1.3	1.1
投资损失	-0.1	-0.1	-	-	-	EV/EBITDA	12.2	8.3	12.5	10.5	7.8
少数股东损益	25.2	42.0	57.8	83.5	114.0	CAGR(%)	41.1%	39.7%	45.2%	41.1%	39.7%
营运资金的变动	50.4	847.1	428.0	-487.3	471.0	PEG	1.5	1.1	0.7	0.6	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>209.2</b>	<b>605.2</b>	<b>1,121.1</b>	<b>366.7</b>	<b>1,542.3</b>	ROIC/WACC	-1,165.9	3.9	1.4	2.1	2.0
投资活动产生现金流量	-168.8	-544.0	-552.5	-702.0	-704.0	REP	-	0.6	2.9	1.5	1.5
融资活动产生现金流量	-20.9	56.9	-603.3	445.0	-730.9						

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘洋声明, 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	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

