

均胜电子

电动车推广可能提速，公司远期盈利能力有望加强

四部委联合发通知表示延长并提高新能源汽车补贴

近期，财政、科技、工信部和发改委联合发布《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》，对新能源汽车补贴标准进行调整：14/15年在13年标准基础上分别下降5%/10%，幅度低于去年的10%/20%。调整后补助较原计划有所增加。此外，现行补贴推广政策已明确执行到15年底。为保持政策连续性和支持力度，补贴推广政策到期后，中央财政将继续实施补贴政策。

特斯拉在华定价低于市场预期，CEO表示中国可能成为全球第二大市场

近期，特斯拉正式公布了Model S中国市场定价，起售价为73.4万人民币，低于市场此前100万的预期。CEO Elon Musk表示，未来中国可能成为仅次于美国的全球第二大市场。公司接受媒体采访时透露，14年将在华开设10~12家专卖店。我们预计特斯拉在华若成功将推动新能源汽车在中国的推广。

电动车在华推广提速应将有有利于远期公司汽车电子产品的销量增长

我们预计汽车电子占成本40%~50%的电动车在华推广加速将有利于公司相关汽车电子产品销量增长，如：中控台、电子控制单元格等。我们认为特斯拉在华推广将使中国消费者对外资电动车接受度提升。我们预计公司有可能成为宝马i系列电动车电池管理系统唯一供应商。

估值：上调目标价至32.5元，维持“买入”

由于政策出台，我们上调2016年以后中国新能源汽车销量预测，并相应上调公司相关汽车电子产品销量预测。公司未来盈利能力有望充分受益，我们因此上调远期盈利预测。基于瑞银VCAM贴现现金流模型(WACC10%)，得出目标价32.5元(原22.5元)。在新能源汽车投资主题中，我们认为公司为最为受益的投资标的之一，同时也是A股唯一一家汽车电子为主业的公司，维持“买入”的评级。

Equities				
中国				
汽车零部件业				
12个月评级	买入			
	保持不变			
12个月目标价	Rmb32.50			
	之前: Rmb22.50			
股价	Rmb27.14			
路透代码: 600699.SS 彭博代码 600699 CH				
交易数据和主要指标				
52周股价波动范围	Rmb27.14-9.02			
市值	Rmb17.3十亿/US\$2.85十亿			
已发行股本	636百万(ORDA)			
流通股比例	28%			
日均成交量(千股)	5,876			
日均成交额(Rmb百万)	Rmb102.6			
普通股股东权益(12/13E)	Rmb2.04十亿			
市净率(12/13E)	8.5x			
净债务/EBITDA	2.4x			
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)				
	从	到	%	市场预测
12/13E	0.48	0.48	0.00	0.47
12/14E	0.68	0.68	0.00	0.68
12/15E	0.90	0.90	0.00	0.94

陈实
 分析师
 S1460511070002
 shi.chen@ubssecurities.com
 +86-213-866 8854

邹天龙
 分析师
 S1460512070001
 tianlong.zou@ubssecurities.com
 +86-105-832 8775

重要数据 (Rmb 百万)	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	-	1,462	5,358	6,113	7,263	8,621	10,271	12,099
息税前利润(UBS)	-	227	358	493	758	894	1,182	1,479
净利润(UBS)	-	152	207	306	434	573	791	1,021
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	-	0.74	0.36	0.48	0.68	0.90	1.24	1.61
每股股息 (Rmb)	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净债务/(现金)	-	(31)	(872)	(1,853)	1,024	1,880	3,151	4,806
盈利能力和估值	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	-	15.5	6.7	8.1	10.4	10.4	11.5	12.2
ROIC (EBIT) (%)	-	-	21.4	14.7	26.7	59.3	100.5	215.8
EV/EBITDA(core)x	-	7.6	6.2	24.5	15.5	12.9	9.5	7.0
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	-	13.5	25.0	56.4	39.8	30.1	21.8	16.9
权益FCF(UBS)收益率%	-	4.6	0.7	(5.7)	17.4	5.3	7.5	9.5
净股息收益率(%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2014年02月10日19时26分的股价(Rmb27.14)得出；

投资主题

均胜电子

投资理由

我们给予“买入”评级，目标价 32.5 元。主要原因为：
 1) 开源：公司借助普瑞在海外的客户基础和声誉，更容易地打入国内的外资整车厂。普瑞海外优质客户诸如宝马、奥迪将会是公司在国内的市场的潜在客户，公司有望受益于它们在中国的销售；2) 节流：德国普瑞通过中外整合优化了中德之间的供应链，降低原材料、采购成本；部分生产、研发转移到中国也大幅降低了成本和费用，另外普瑞在中国业务的扩张可以受益于中国较低的税率；3) 估值提升：公司将有望为宝马 i 系列电动车进行电池管理系统配套，如果今年上半年在华上市的宝马 i3 电动车的前景良好，公司作为其核心零部件的供应商，估值将有望提升。公司着手在中国对其创新自动化（机器人）业务的布局，未来有望充分受益于我国智能制造装备产业的发展。我们预测公司 2013/14/15 年的 EPS 分别为 0.48/0.68/0.90 元，目标价对应公司 2014 年的 PE 为 48X。

乐观情景

在乐观情境下，德国普瑞对中国供应链整合效果超预期，使得采购成本有效地降低；海外部分业务转移到中国进行制造将进一步地降低公司的制造成本，将有效地提高汽车电子业务的毛利率。公司汽车电子产品打入国内 OEM 整车厂进度超预期，使得电子产品销售增速超预期。

乐观情景下，我们假设公司 2014 年汽车电子业务的毛利率提升到 23%，汽车电子业务销售收入增速提升到 20%，则对应 2014 年 EPS 为 0.8 元，对应每股估值为 38.4 元。

悲观情景

若进入 2014 年，公司整合进度因为磨合期过长，效果不理想，汽车电子业务并未能受益于供应链的优化，相反过长的磨合期给企业运作造成了不利的影响；另一方面，公司汽车电子在华业务受阻，未能及时打入整车厂 OEM 体系，导致销售增速放缓。悲观情景下，我们假设公司汽车电子毛利率降至 19%，而销售增速仅为 7%，对应 2014 年 EPS 为 0.57 元，每股估值为 27.4 元。

近期催化剂

环保因素有望倒逼新能源汽车产业加速发展，以及宝马 i3 电动车进入中国市场或引发对电动车概念的追捧；

政府对新能源汽车产业以及智能制造装备产业的扶持力度或加大。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb32.50

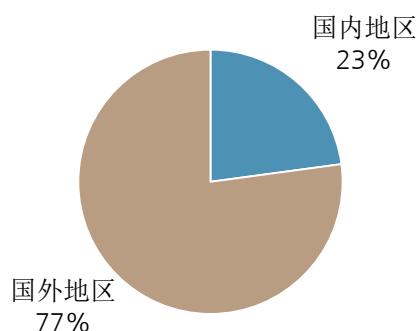
公司简介

均胜电子是国内少数 OEM 汽车电子零部件的供应商，2012 年对德国普瑞的收购使得公司未来有望进入世界顶级汽车电子厂商行列之中。同时德国普瑞强大的研发实力和现有的机械设备将为公司未来电子产品的研发注入动力、缩短其产品开发周期，从而进一步加快其高端电子产品的产业化步伐。目前公司主营业务有汽车电子、创新自动化、内外饰件和功能件四类产品。

行业展望

2012 年中国汽车电子总销售额为 2637 亿元，我们预计未来 2 年，行业整体将有望实现复合增速 20%，远高于汽车整体行业。主要原因有：1) 汽车电子产品在汽车生产中有望呈现高端低配的趋势，今后原本只会出现在高端车上的电子零部件将会逐渐在相对低端的汽车上配置；2) 目前我国高端车的销售增速远远高于汽车整体行业，高端车的汽车电子含量高于普通汽车；3) 电子化程度最高的新能源汽车，尤其是电动车的发展将推动汽车电子行业。

图片 1: 均胜电子分地区收入 (2013H1)



来源: 公司公告、瑞银证券估算

图片 2: 均胜电子分产品毛利润及预测 (百万元)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
汽车电子类	241	569	682	874	1,096	1,412
创新自动化 (PIA)	17	32	41	53	69	88
内外饰件类	154	183	220	267	327	374
功能件类	136	160	183	255	344	430
内部抵消	1	11	70	72	75	80
其他业务	46	-8	-9	-10	-11	-12
合计	595	947	1,186	1,512	1,901	2,371

来源: 公司公告、瑞银证券估算

陈实, 分析师, S1460511070002, shi.chen@ubssecurities.com, +86-213-866 8854

均胜电子是高增长的汽车电子行业中，最具潜力的公司之一

未来销售复合增速有望继续高于整车行业，14、15 年行业复合增速有望达到 20%

我们认为，今后我国汽车行业的发展有望步入由量转质阶段，汽车电子未来销售复合增速将继续高于整车行业，14-15 年行业复合增速有望达到 20%。

具体来看，我们预计：

- 1) 汽车电子将会呈现高端低配的趋势，汽车电子产品的逐渐普及使得汽车电子会不断从高端车向中低端所渗透；
- 2) 汽车电子含量较高的高级车销量增速将高于整体汽车行业；
- 3) 汽车电子含量较高的新能源汽车将有望高速发展。

均胜电子作为中国动力对接海外资源的典型，有望使公司未来两年实现盈利复合增速 37%

从业绩方面来看，我们认为未来公司将从收购、开源和节流 3 方面充分受益。具体来看：

- 1) 收购：均胜集团通过收购德国普瑞，取得稀缺的制造技术和客户资源；
- 2) 开源：普瑞均胜积极拓展国内外资车企。公司具有成本优势，并且可以利用海外优质客户建立的良好关系迅速打入国内 OEM 供应链；
- 3) 节流：在协同效应的推动下德国普瑞盈利能力有望提升。通过整合均胜国内资源，德国普瑞的采购体系有望得到优化，部分业务转入国内使成本和研发费用减少，同时在华的利润也有望受益于中国相对较低的税率。

均胜电子股票具有曝光度、存在市场分歧、近期有催化剂

从公司股价方面来看，我们认为公司股价将从曝光度、市场分歧和催化剂 3 方面受益。具体来看：

- 1) 曝光度：近期卖方覆盖数量加大，调研次数增多；
- 2) 市场有分歧：之前市场一直担心集团董事长只是善于资本运作，但是通过我们多方求证以及赴德国实地调研发现，公司战略清晰，未来将自己定位成中国汽车电子和汽车安全相关产品的一流制造企业；
- 3) 近期有催化剂：1，美国消费电子展引发市场对汽车电子化的追捧；2，特斯拉 Q4 销量超预期，公司提高 2014 年销售目标；3，14 年中国新能源

汽车将有望高速增长；4，四部委下达联合发通知表示延长并提高新能源汽车补贴。

近期新能源汽车得到政策层面上的进一步支持

四部委联合发通知表示延长并提高新能源汽车补贴。1月28日，财政部、科技部、工信部、发改委四部门联合发布《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》，对新能源汽车补贴标准进行调整：2014年和2015年在2013年标准基础上分别下降5%和10%。而去年的通知则是分别下降10%和20%。调整后的补助将较原计划有所增加。《通知》还指出，按原文件规定，现行补贴推广政策已明确执行到2015年12月31日。为保持政策连续性，加大支持力度，上述补贴推广政策到期后，中央财政将继续实施补贴政策。

图片 1: 关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）、科技厅（局、科委）、工业和信息化部、发展改革委：为加快新能源汽车产业发展，推进节能减排，促进大气污染治理，经国务院批准，2013年，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委启动了新能源汽车推广应用工作。从实施情况看，各项工作进展顺利，推广数量快速增加，市场规模不断拓展，政策效果已逐步显现。为进一步做好相关工作，现将有关事项通知如下：
一、按照《财政部 科技部 工业和信息化部 发展改革委关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》（财建〔2013〕551号，以下简称《通知》）规定，纯电动乘用车、插电式混合动力（含增程式）乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车2014和2015年度的补助标准将在2013年标准基础上下降10%和20%。现将上述车型的补贴标准调整为：2014年在2013年标准基础上下降5%，2015年在2013年标准基础上下降10%，从2014年1月1日起开始执行。
二、按照相关文件规定，现行补贴推广政策已明确执行到2015年12月31日。为保持政策连续性，加大支持力度，上述补贴推广政策到期后，中央财政将继续实施补贴政策。具体办法另行公布。
三、按现行办法规定，补助资金按季预拨、年度清算。请各生产企业于每年4月底、7月底和10月底前将上一季度的新能源汽车销售情况及相关材料，通过注册所在地财政、科技部门，逐级上报至财政部、科技部，财政部、科技部将根据企业销售情况预拨补助资金。每年1月底前，按上述程序提交上年度的清算报告及产品销售、运营情况，包括销售发票、产品技术参数和牌照信息等，财政部等四部委组织专家审核清算。各级财政等部门要做好中央财政预拨资金申请及年度清算工作，并按照财政国库管理制度规定及时拨付补助资金。

来源: 财政部, 科技部, 工业和信息化部, 发展改革委

特斯拉在华售价低于市场预期，我们预计特斯拉若成功将推动新能源汽车发展

我们预计特斯拉在华若成功将推动新能源汽车在中国的推广。1月22日，特斯拉（TESLA Motors）正式公布了Model S中国市场定价，起售价为73.4万人民币，低于市场此前100万的预期。此后，CEO Elon Musk表示，未来中国可能成为仅此于美国的全球第二大市场。其中国区副总裁在接受媒体采访时透露，2014年公司将在华开设10~12家专卖店。我们认为未来特斯拉在华若成功，也将推动新能源汽车在中国的推广。

图片 2: Model S 中国区售价分析

	价格分析	币种
Model S 美国售价	81,070	美元
运输与装卸	3,600	美元
关税及其他税	19,000	美元
增值税	17,700	美元
Model S 中国售价	121,370	美元
Model S 中国售价	734,289	人民币

来源:特斯拉官方网站, 美元兑换人民币汇率按照 6.05 计算

图片 3: 宝马 i3 vs 特斯拉 Model S 汽车参数比较

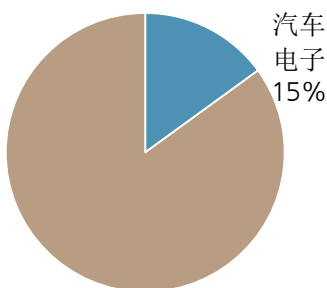
	宝马 i3	特斯拉 Model S
车长 (mm)	3999	4,978
车宽 (mm)	1775	2,189
车高 (mm)	1597	1,435
轴距 (mm)	2570	2,959
最大功率 (Kw)	125	310
最大扭矩 (nm)	250	430-600
最高速度 (Km/h)	150	193-208
百公里加速时间 (s)	7.2	4.4-5.9
续航里程 (Km)	300	335-480
指导价	3.49 万欧元	73.4-98.9 万元
质保政策	8 年或 10 万公里	4 年或 8 万公里 (电池 8 年或 16 万公里)

来源:汽车之家

电动车在华推广提速应将有有利于远期公司汽车电子产品的销量增长

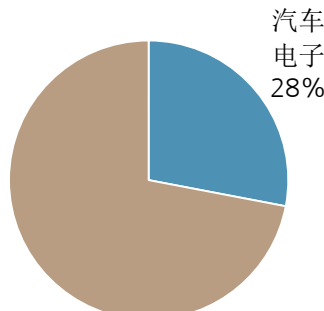
目前电动车内汽车电子的含量最高, 大约占到总体成本的 40%~50%。电动车在华的推广加速应将有有利于公司相关汽车电子产品的销量增长, 如: 中控台、电子控制单元格等。我们认为特斯拉在华推广将使中国消费者对于外资电动车接受度提升。目前公司提供的电子管理系统已经得到了宝马的认可, 我们预计公司将有望成为宝马 i 系列电动车电池管理系统的唯一供应商。

图片 4: 紧凑型车汽车电子成本占比



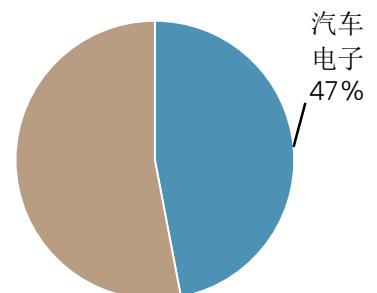
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图片 5: 高级轿车汽车电子成本占比



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图片 6: 新能源车汽车电子成本占比



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

我们预计公司远期盈利有所加强，调整 16/17 年汽车电子业务的盈利预测

图片 7: 2011~17 年公司各业务收入、成本以及毛利率预测

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
汽车电子类业务收入	3388	3659	4135	4672	5467	6451
YOY%	98%	8%	13%	13%	17%	18%
创新自动化(PIA)业务收入	188	226	282	353	441	529
YOY%	83%	20%	25%	25%	25%	20%
内外饰件类业务收入	1114	1393	1755	2176	2611	3003
YOY%	22%	25%	26%	24%	20%	15%
功能键类业务收入	769	969	1270	1664	2079	2537
YOY%	20%	26%	31%	31%	25%	22%
内部抵消	-370	-437	-521	-621	-742	-876
YOY%	91%	17%	22%	22%	19%	18%
其他业务收入	268	303	342	377	414	456
营业收入合计	5358	6113	7263	8621	10271	12099
汽车电子类业务成本	2819	2977	3261	3576	4055	4703
创新自动化(PIA)业务成本	157	185	229	284	353	423
内外饰件类业务成本	931	1173	1488	1849	2237	2573
功能键类业务成本	610	787	1015	1319	1649	2012
内部抵消	-381	-507	-593	-695	-821	-961
其他业务成本	276	312	353	388	427	470
营业成本合计	4411	4927	5752	6720	7899	9219
汽车电子类业务毛利率	17%	18%	21%	23%	26%	27%
创新自动化(PIA)业务毛利率	17%	18%	19%	19%	20%	20%
内外饰件类业务毛利率	16%	16%	15%	15%	14%	14%
功能键类业务毛利率	21%	19%	20%	21%	21%	21%
综合毛利率	17.70%	19.40%	20.80%	22.00%	23.00%	24.00%
汽车电子类业务毛利润	569	682	874	1096	1412	1747
YOY%	136%	20%	28%	25%	29%	24%
创新自动化(PIA)业务毛利润	31	41	53	69	88	106
YOY%	82%	32%	29%	30%	28%	20%
内外饰件类业务毛利润	183	220	267	327	374	430
YOY%	20%	20%	21%	22%	14%	15%
功能键类业务毛利润	159	182	255	345	430	525
YOY%	17%	14%	40%	35%	25%	22%

来源: 公司数据、瑞银证券估算

均胜电子 (600699.SS)

	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E	
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,462	5,358	6,113	14.1	7,263	18.8	8,621	10,271	12,099	
毛利	295	941	1,174	24.7	1,497	27.5	1,858	2,320	2,820	
息税折旧摊销前利润(UBS)	270	731	785	7.4	1,060	35.0	1,213	1,516	1,822	
折旧和摊销	(43)	(373)	(292)	-21.8	(302)	3.6	(320)	(334)	(343)	
息税前利润(UBS)	227	358	493	37.7	758	53.5	894	1,182	1,479	
联营及投资收益	1	0	0	-	0	-	0	0	0	
其他非营业利润	3	12	8	-33.5	8	0.0	8	8	8	
净利息	(17)	(59)	(73)	-23.7	(157)	-116.9	(100)	(83)	(57)	
例外项目(包括商誉)	0	0	0	-	0	-	0	0	0	
税前利润	214	312	429	37.5	608	41.8	802	1,107	1,429	
税项	(37)	(63)	(100)	-59.0	(142)	-41.8	(187)	(258)	(333)	
税后利润	177	249	329	32.1	466	41.8	615	849	1,096	
优先股股息及少数股权	(25)	(42)	(22)	46.6	(32)	-41.8	(42)	(58)	(75)	
非常项目	0	0	0	-	0	-	0	0	0	
净利润(本地 GAAP)	152	207	306	48.1	434	41.8	573	791	1,021	
净利润(UBS)	152	207	306	48.1	434	41.8	573	791	1,021	
税率(%)	17.3	20.2	23.3	15.6	23.3	0.0	23.3	23.3	23.3	
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.74	0.36	0.48	34.8	0.68	41.8	0.90	1.24	1.61	
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.74	0.36	0.48	34.8	0.68	41.8	0.90	1.24	1.61	
EPS(UBS, 基本)	0.74	0.36	0.48	34.8	0.68	41.8	0.90	1.24	1.61	
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00	
每股账面价值	1.44	2.90	3.21	10.7	3.89	21.3	4.79	6.03	7.64	
平均股数(稀释后)	204.92	579.05	636.14	9.9	636.14	0.0	636.14	636.14	636.14	
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	168	525	1,173	123.4	4,050	245.2	4,907	6,178	7,833	
其他流动资产	612	1,526	5,032	229.8	3,113	-38.1	3,643	4,289	5,011	
流动资产总额	780	2,051	6,205	202.5	7,163	15.4	8,550	10,467	12,844	
有形固定资产净值	376	1,991	1,962	-1.5	2,022	3.1	2,040	1,967	1,798	
无形固定资产净值	78	825	836	1.2	788	-5.6	741	694	647	
投资/其他资产	134	299	644	115.7	749	16.4	723	648	560	
总资产	1,369	5,166	9,646	86.7	10,723	11.2	12,055	13,776	15,848	
应付账款和其他短期负债	478	1,251	3,715	197.1	4,326	16.4	5,043	5,916	6,892	
短期债务	199	1,174	2,804	138.75	2,804	0.0	2,804	2,804	2,804	
流动负债总额	676	2,425	6,519	168.8	7,130	9.4	7,847	8,719	9,696	
长期债务	0	223	223	0.0	223	0.0	223	223	223	
其它长期负债	25	718	718	0.0	718	0.0	718	718	718	
优先股	0	0	0	-	0	-	0	0	0	
总负债(包括优先股)	702	3,366	7,460	121.6	8,070	8.2	8,787	9,660	10,636	
普通股股东权益	565	1,677	2,041	21.7	2,475	21.3	3,048	3,839	4,860	
少数股东权益	102	124	146	18.1	178	21.8	220	278	352	
负债和权益总计	1,369	5,166	9,646	86.7	10,723	11.2	12,055	13,776	15,848	
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	152	207	306	48.1	434	41.8	573	791	1,021	
折旧和摊销	43	373	292	-21.8	302	3.6	320	334	343	
营运资本变动净值	(25)	(33)	(1,037)	-3042.4	2,524	-	179	218	244	
其他营业性现金流	14	17	68	313.2	163	139.0	107	91	67	
经营性现金流	184	563	(371)	-	3,424	-	1,179	1,435	1,676	
有形资本支出	(95)	(539)	(617)	-14.5	(421)	31.8	(264)	(139)	(39)	
无形资本支出	0	0	0	-	0	-	0	0	0	
净(收购)/处置	(74)	5	0	-	0	-	0	0	0	
其他投资性现金流	0	(10)	22	-	32	-	42	58	75	
投资性现金流	(169)	(544)	(595)	-9.4	(389)	34.5	(222)	(81)	36	
已付股息	0	0	0	-	0	-	0	0	0	
股份发行/回购	1	0	0	-	0	-	0	0	0	
其他融资性现金流	(20)	(42)	0	-	(157)	-	(100)	(83)	(57)	
债务及优先股变化	(1)	99	1,614	1,534.72	0	-	0	0	0	
融资性现金流	(20)	57	1,614	2734.1	(157)	-	(100)	(83)	(57)	
现金流量中现金的增加/(减少)	(5)	76	648	750.1	2,877	344.1	857	1,271	1,655	
外汇/非现金项目	-	281	0	-	0	-	0	0	0	
资产负债表现金增加/(减少)	-	357	648	81.3	2,877	344.1	857	1,271	1,655	

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

均胜电子 (600699.SS)

估值(x)	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	13.5	25.0	56.4	39.8	30.1	21.8	16.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	13.5	25.0	56.4	39.8	30.1	21.8	16.9
股价/每股现金收益	-	10.5	8.9	28.9	23.4	19.3	15.3	12.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	-	4.6	0.7	(5.7)	17.4	5.3	7.5	9.5
净股息收益率(%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	6.9	3.1	8.5	7.0	5.7	4.5	3.6
企业价值/营业收入(核心)	-	1.4	0.9	3.2	2.3	1.8	1.4	1.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	7.6	6.2	24.5	15.5	12.9	9.5	7.0
企业价值/息税前利润(核心)	-	9.0	12.7	NM	21.7	17.5	12.2	8.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	8.3	7.4	NM	11.1	13.0	9.4	6.9
企业价值/运营投入资本	-	-	2.7	5.7	5.8	NM	NM	NM
企业价值 (Rmb 百万)	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	-	1,933	3,562	17,265	17,265	17,265	17,265	17,265
净债务 (现金)	-	31	872	1,853	(1,024)	(1,880)	(3,151)	(4,806)
少数股东权益	-	102	124	146	178	220	278	352
养老金拨备/其他	-	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	-	2,065	4,557	19,264	16,419	15,604	14,391	12,811
- 非核心资产	-	(24)	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	-	2,042	4,557	19,264	16,419	15,604	14,391	12,811
增长率(%)	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	-	-	NM	14.1	18.8	18.7	19.1	17.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	-	-	171.0	7.4	35.0	14.5	24.9	20.2
息税前利润(UBS)	-	-	58.0	37.7	53.5	18.0	32.3	25.1
每股收益(UBS 稀释后)	-	-	-51.7	34.8	41.8	31.9	38.1	29.1
每股股息净值	-	-	-	-	-	-	-	-
利润率与盈利能力(%)	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	-	20.2	17.6	19.2	20.6	21.5	22.6	23.3
息税折旧摊销前利润率	-	18.5	13.6	12.8	14.6	14.1	14.8	15.1
息税前利润率	-	15.5	6.7	8.1	10.4	10.4	11.5	12.2
净利 (UBS) 率	-	10.4	3.9	5.0	6.0	6.6	7.7	8.4
ROIC (EBIT)	-	-	21.4	14.7	26.7	59.3	100.5	215.8
税后投资资本回报率	-	-	17.1	11.3	20.5	45.4	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	-	-	18.4	16.5	19.2	20.7	23.0	23.5
资本结构与覆盖率	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	-	0.1	1.2	2.4	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	-	4.6	48.4	84.8	(38.6)	(57.5)	(76.6)	(92.2)
净债务/(净债务 + 权益)	-	4.4	32.6	45.9	(62.8)	NM	NM	NM
净债务/企业价值	-	1.5	19.1	9.6	(6.2)	(12.0)	(21.9)	(37.5)
资本支出 / 折旧 %	-	NM	NM	NM	165.2	96.9	48.4	13.0
资本支出/营业收入(%)	-	6.5	10.1	10.1	5.8	3.1	1.4	0.3
息税前利润/净利息	-	13.4	6.1	6.8	4.8	9.0	14.3	25.8
股息保障倍数 (UBS)	-	-	-	-	-	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	-	-	-	-	-	-	-	-
分部门收入 (Rmb 百万)	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	-	1,462	5,358	6,113	7,263	8,621	10,271	12,099
总计	-	1,462	5,358	6,113	7,263	8,621	10,271	12,099
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	-	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	-	227	358	493	758	894	1,182	1,479
总计	-	227	358	493	758	894	1,182	1,479

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+19.7%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+19.7%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+10.1%

风险声明

宝马 i3 电动车市场反响不达预期，中国汽车行业整体销量下滑幅度较大；公司产业链整合不达预期，将影响公司毛利率以及期间费用率；中国原材料和人工成本上涨将显著削弱公司汽车电子业务的利润。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）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直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：陈实；邹天龙。

涉及报告中提及的公司的披露

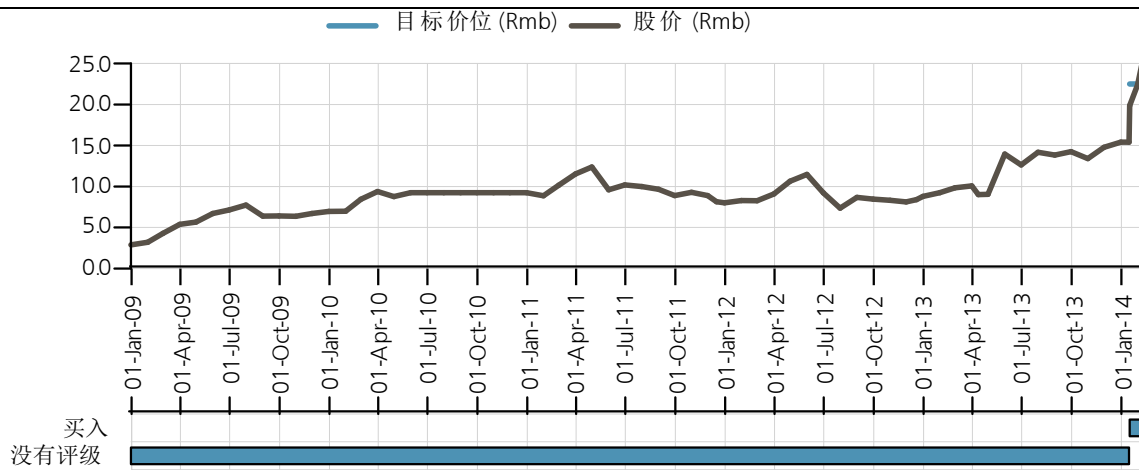
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
均胜电子	600699.SS	买入	不适用	Rmb24.67	2014 年 02 月 07 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

均胜电子 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 2 月 7 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在下述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的

的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件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。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能进行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和/或服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

南非: 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西:** 除非具体说明,否则由UBS Brasil CCTVM S.A.分发给居住在巴西的有资格投资者,包括:(i)金融机构,(ii)保险公司和投资资本公司,(iii)补充性养老金实体;(iv)金融投资额高于\$300,000.00雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者;(v)投资基金;(vi)由Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问;(vii)联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 107/09/2013 and Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd, 新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行, 新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布人。由UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。**澳大利亚:** 1) 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件(包括任何产品披露声明)。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议,因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。

韩国: 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

