

# 均胜电子

## 首次覆盖：汽车电子行业里中国动力对接海外资源的典范

### 未来汽车电子行业增速有望高于汽车产业

我们预计未来2年，汽车电子行业销售将有望实现复合增速20%，高于汽车行业，主要由于：1) 汽车电子产品在汽车生产中将呈现高端低配的趋势；2) 目前我国电子化较高的高端车的销售增速远高于汽车整体行业；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。

### 中国动力对接海外资源的战略使得均胜电子盈利有望高速增长

我们预计公司未来2年净利润符合增速有望达到37%，盈利高速增长主要由于：1) 开源：普瑞均胜积极拓展国内外车企。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；2) 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将得到优化，部分业务转入国内使成本和研发费用减少，同时在华的利润也将受益于中国相对较低的税率。

### 资本市场对于公司部分业务的高预期应提升股票估值

我们预计公司将有望为宝马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电动车销售良好，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。

### 估值：公司在A股中享有稀缺性，目标价22.5元

我们预测公司2013-15年EPS为0.48/0.68/0.90元，基于瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC为10%），得出目标价22.5元。公司是A股市场唯一一家汽车电子为主业的公司，享有稀缺性，首次覆盖给予“买入”的评级。

| Equities           |                      |
|--------------------|----------------------|
| 中国                 |                      |
| 汽车零部件业             |                      |
| 12个月评级             | 买入                   |
|                    | 之前：未予评级              |
| 12个月目标价            | Rmb22.50             |
|                    | 之前：-                 |
| 股价                 | Rmb19.44             |
| 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          | Rmb19.44-8.91        |
| 市值                 | Rmb12.4十亿/US\$2.05十亿 |
| 已发行股本              | 636百万 (ORDA)         |
| 流通股比例              | 28%                  |
| 日均成交量(千股)          | 4,924                |
| 日均成交额(Rmb 百万)      | Rmb76.0              |
| 普通股股东权益 (12/13E)   | Rmb2.04十亿            |
| 市净率 (12/13E)       | 6.1x                 |
| 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 - 0.45        |
| 12/14E             | - 0.68 - 0.68        |
| 12/15E             | - 0.90 - 0.97        |

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  | 10,184 | 11,897 |
| 息税前利润(UBS)          | - | 227   | 358   | 493     | 758    | 894    | 1,105  | 1,300  |
| 净利润 (UBS)           | - | 152   | 207   | 306     | 434    | 573    | 736    | 892    |
| 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)  | - | 0.74  | 0.36  | 0.48    | 0.68   | 0.90   | 1.16   | 1.40   |
| 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  | 3,092  | 4,607  |
| 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   | 10.9   | 10.9   |
| ROIC (EBIT) (%)     | - | -     | 21.4  | 14.7    | 26.7   | 59.3   | 93.9   | 189.3  |
| EV/EBITDA(core)x    | - | 7.6   | 6.2   | 18.3    | 10.9   | 8.8    | 6.6    | 4.9    |
| 市盈率 (UBS, 稀释后) (x)  | - | 13.5  | 25.0  | 40.4    | 28.5   | 21.6   | 16.8   | 13.9   |
| 权益自由现金流 (UBS) 收益率 % | - | 4.6   | 0.7   | (8.0)   | 24.3   | 7.4    | 10.0   | 12.2   |
| 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 01 月 15 日 19 时 26 分的股价(Rmb19.44)得出；

## 投资主题

### 均胜电子

#### 投资理由

我们首次覆盖均胜电子，给予“买入”评级，目标价 22.5 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前景；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地降低了成本和费用，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 电动车销售良好，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 2014 年的 PE 为 33X。

#### 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 26.4 元。

#### 悲观情景

进入 2014 年，公司整合进度或因为磨合期过长，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或受阻，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 18.8 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

Rmb22.50

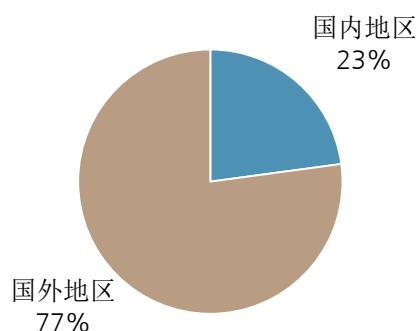
#### 公司简介

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 | 1,319 |
| 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   | 73    | 74    | 80    | 92    |
| 其他业务        | 46   | -8   | -9    | -10   | -11   | -12   |
| 合计          | 595  | 947  | 1,186 | 1,512 | 1,901 | 2,385 |

来源: 公司公告、瑞银证券估算

# 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>投资主题</b> .....                     | <b>4</b>  |
| 关键催化剂.....                            | 5         |
| 风险.....                               | 5         |
| 估值和推导我们目标价的基础.....                    | 5         |
| 瑞银预测对比市场预测.....                       | 7         |
| 敏感性分析.....                            | 7         |
| <b>风险分析</b> .....                     | <b>8</b>  |
| <b>竞争分析</b> .....                     | <b>9</b>  |
| 行业吸引力评估.....                          | 9         |
| 竞争优势分析.....                           | 10        |
| 管理层策略.....                            | 10        |
| <b>中国动力对接海外资源的战略使得均胜盈利有望高增长</b> ..... | <b>11</b> |
| 公司主营业务包括：汽车电子、内外饰件、功能件和创新自动化.....     | 11        |
| 中国动力对接海外资源的战略助力公司未来盈利高增长.....         | 16        |
| 市场对公司部分业务的追捧应有利于公司估值的提升.....          | 21        |
| <b>财务分析</b> .....                     | <b>24</b> |
| 德国普瑞增长良好，海外市场业绩贡献可观.....              | 25        |
| 普瑞均胜对公司业绩贡献逐渐开始显现.....                | 26        |
| 利润表分析.....                            | 26        |
| <b>估值</b> .....                       | <b>30</b> |
| 目标价推导.....                            | 30        |
| 可比公司.....                             | 31        |
| <b>公司背景</b> .....                     | <b>33</b> |

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

## 投资主题

我们首次覆盖均胜电子，给予“买入”评级。我们认为公司将在“开源”处扩大汽车电子产品市场份额，实现收入增速提升；在“节流”处因有效整合使得供应链的优化、制造和研发费用率得到降低；我们预计公司在未来 2 年业绩将得到快速增长，我们预测公司 2013-15 年的 EPS 为 0.48/0.68/0.90，目标价为 22.5 元。

### ▪ 中国汽车行业正进入“由量转质”的发展阶段

在经历 2002-12 十年销量复合增速的 20%后，我们认为未来中国汽车销量增速上行空间有限，预计未来 5 年的销量中枢位 10%左右；目前交通拥堵、能源供应、环境保护都将在中期制约整车市场的发展。我们预测未来几年中国汽车将由过去数量的增长变为质量的提高，未来汽车的绿色环保和技术创新将是引领这一趋势的主要因素。“由量转质”主要表现为：1) 汽车产品的不断创新，尤其在汽车电子领域；2) 高端汽车产品市场份额的提升；2) 新能源汽车产品的推广。

### ▪ 未来汽车电子市场的销售增速有望高于汽车行业

汽车电子为依附于整车的汽车零配件，其行业规模受汽车产销量所影响，在 2002-12 年汽车行业快速发展，销量复合增速达到 20%的情况下，其销售额的复合增速也达到了 28%，这也是过去推动汽车电子高增长的主要原因。然而展望未来，汽车电子很难再随着汽车数量的增长而增长；但随着汽车电子的高端低配，以及我国高端车、新能源汽车的需求的高增速，我们预计我国每车 OEM 中汽车电子占制造成本比将有望从 2013 年的 18%提升到 2015 年的 25%；未来汽车电子的增速仍将高于汽车整体行业，预计 2014-15 年销量的复合增速为 20%。

### ▪ 中国动力对接海外资源的战略使得均胜电子盈利有望高增长

我们预计公司未来 2 年净利润复合增速有望达到 37%，盈利高增长两方面原因：1) 开源：普瑞均胜合资公司积极拓展国内外资车企：同海外竞争对手相比，公司具有成本控制的优势，并且可以通过移植海外优质客户迅速打入国内 OEM 供应链。2) 节流：在协同效应的推动下德国普瑞盈利能力有望提升：整合德国普瑞的供应链得到优化，部分业务转入国内使成本和研发费用减少，同时在华的利润也将受益于中国相对较低的税率。

### ▪ 资本市场对于公司部分业务的高预期应将提升股票估值

我们预计公司将有望为宝马 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 电动车的销售良好，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。

## 关键催化剂

我们认为以下因素在近期可能成为利好股价的催化剂

- 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

## 风险

- 均胜电子和德国普瑞之间产业链整合或不达预期：较长的磨合时间公司的经营效率，未来将有可能存在收入增速不达预期的风险；整合的不达预期同时将使得合资公司普瑞均胜切入国内汽车电子前装市场的难度变大，公司国内的汽车电子业务将受影响；另一方面，公司毛利率以及期间费用率也有可能因为产业链整合失效、磨合期过长而出现不降反升
- 宝马 i3 电动车市场反响若不达预期，中国汽车行业整体销量下滑幅度可能较大
- 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

## 估值和推导我们目标价的基础

目前公司的估值在汽车零部件公司中不算低，按照我们预计公司 2013-15 年 EPS0.48/0.68/0.90 元，以及瑞银 VCAM 推导出的目标价 22.5 元来看，2013/14/15 年的 PE 分别为 47/33/25 倍。

但是公司在资本市场具备稀缺性，部分热点业务应受资本市场青睐。

### 关键假设

汽车电子业务快速增长，2014 年汽车电子业务的收入增速同比增长 13%，毛利率受益于公司整合上升至 21%。

目前 A 股可比公司中纯粹以汽车电子产品为主营业务的公司基本没有。公司的主营业务汽车电子估值介于电子制造和汽车零部件制造行业之间；我们选择了这两个行业中的 A 股上市公司作为估值参考。而和汽车电子行业相近的公司我们选择了得润电子、云意电气和信质电机。

从这些公司的估值角度来看：

- **2014 年电子制造行业平均的动态 PE 约为 28 倍，对应的净利率增速为 45%；**
- **2014 年汽车零部件制造行业平均的动态 PE 为 11 倍，对应的净利率增速为 24%；**
- **2014 年汽车电子行业平均动态 PE 为 27 倍，对应的净利率增速为 29%；**

- 按照我们给予公司目标价 22.5 元计算，2014 年公司的动态 PE 为 33 倍，利润增速为 42%。

目标价对应公司 2014 年的动态 PE33 倍高于汽车零部件制造业的 11 倍，略高于电子制造业的 28 倍。在汽车电子行业中，目标价对应公司的 2014 年 PE 高于汽车电子行业的 27 倍。虽然公司目前 PE 较高，但我们认为其远期盈利的增长将逐渐消化其较高的估值。

我们认为，公司不属于电子制造行业，但其主业汽车电子使其估值更加接近于高估值的电子制造行业。在传统汽车零部件/汽车电子行业中，公司估值高于同行业，其中很大原因是公司 2013-14 年净利润增速预测 42% 远高于行业平均的 24%/29%；此外，公司是唯一一家在 A 股中主营业务为生产、销售汽车电子产品的公司，在市场中享有稀缺性，外加其电动车关键零部件和机器人业务广为受资本市场关注，我们认为公司理应享有高于行业平均的估值。

图片 1: 电子制造行业整体盈利预测和估值

| 行业     | 当前整体市值<br>(亿元) | 整体盈利预测 (亿元) |       | 行业整体 PE |       | 2013-14 年整体盈利增速 |
|--------|----------------|-------------|-------|---------|-------|-----------------|
|        |                | 2013E       | 2014E | 2013E   | 2014E |                 |
| 电子制造行业 | 1807.5         | 45.3        | 65.7  | 40      | 28    | 45%             |

来源: Wind、SW 电子制造行业 (剔除不含盈利预测的公司)，股价截至 2014-01-15，包含的公司有：德赛电池、航天电器、国光电器、得润电子、拓邦股份、中航光电、歌尔声学、卓翼科技、和而泰、立讯精密、春兴精工、安洁科技、共达电声、茂硕电源、劲胜股份、长盈精密、欣旺达、光韵达、和晶科技、汇冠股份、宜安科技、环旭电子

图片 2: 汽车零部件行业整体盈利预测和估值

| 行业      | 当前整体市值<br>(亿元) | 整体盈利预测 (亿元) |       | 行业整体 PE |       | 2013-14 年整体盈利增速 |
|---------|----------------|-------------|-------|---------|-------|-----------------|
|         |                | 2013E       | 2014E | 2013E   | 2014E |                 |
| 汽车零部件行业 | 1966.6         | 147         | 183   | 13      | 11    | 24%             |

来源: Wind、SW 汽车零部件行业 (剔除不含盈利预测的公司)，股价截至 2014-01-15，包含的公司有：潍柴动力、威孚高科、模塑科技、中鼎股份、云内动力、宁波华翔、万丰奥威、银轮股份、成飞集团、天润曲轴、亚太股份、远东传动、万里扬、中原内配、松芝股份、金固股份、西泵股份、南方轴承、京威股份、双林股份、精锻科技、云意电气、风帆股份、贵航股份、福耀玻璃、华域汽车、一汽富维、骆驼股份、星宇股份

图片 3: 汽车电子行业可比公司盈利预测和估值

| 公司   | 股票代码             | 股价 (元) | EPS  |       |       | PE    |       | 增长率%  |       | PB    |       | ROE%  |       |
|------|------------------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |                  |        | 2012 | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E |
| 汽车电子 |                  |        |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 得润电子 | 002055 CH Equity | 11.7   | 0.35 | 0.36  | 0.50  | 32.5  | 23.4  | 3%    | 39%   | 3.7   | 3.3   | 11.4  | 13.4  |
| 云意电气 | 300304 CH Equity | 37.3   | 0.97 | 1.04  | 1.19  | 35.9  | 31.3  | 7%    | 14%   | 4.1   | 3.6   | 11.4  | 11.5  |
| 信质电机 | 002664 CH Equity | 37.9   | 0.84 | 1.14  | 1.52  | 33.2  | 25.0  | 36%   | 33%   | 4.2   | 3.6   | 12.1  | 14.8  |
| 行业平均 |                  |        |      |       |       | 34    | 27    | 15%   | 29%   | 4.0   | 3.5   | 11.6  | 13.2  |

来源: Bloomberg，股价截至 2014-01-15，采用市场一致预期



图片 4: 均胜电子盈利预测和目标价对应估值

| 公司   | 股票代码             | 目标价 (元) | EPS  |       |       | PE    |       | 增长率%  |       | PB    |       | ROE%  |       |
|------|------------------|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |                  |         | 2012 | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E |
| 均胜电子 | 600699 CH Equity | 22.5    | 0.36 | 0.48  | 0.68  | 46.9  | 33.1  | 33%   | 42%   | 5.1   | 4.4   | 16.5  | 19.2  |

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

综合汽车电子行业的情况和均胜电子的业务构成, 我们认为公司作为新能源汽车最受益的公司之一, 理应高于市场的平均估值水平。我们给予公司的目标价是 22.5 元, 相对 2014 年 PE 为 33 倍, 首次覆盖给予“买入”的投资评级。

## 瑞银预测对比市场预测

我们对公司 2013 年的盈利预期比市场高约 6.6%, 2014 年和市场一致, 2015 年 EPS 预测略高于市场 3.4%, 主要基于以下原因:

- 我们比市场更为看好德国普瑞与均胜电子的整合效果;
- 合资公司普瑞均胜的汽车电子产品进入我国汽车电子前装供应链的速度或比市场预期更快。

图片 5: 瑞银预测对比市场一致预测

|                | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|-------|-------|-------|
| 市场一致预期 EPS (元) | 0.45  | 0.68  | 0.87  |
| 瑞银预测 EPS (元)   | 0.48  | 0.68  | 0.90  |
| 瑞银对比市场预期       | 6.6%  | 0%    | 3.4%  |

来源: Wind, 瑞银证券估算, 市场一致预期截至 2014 年 1 月 15 日。

## 敏感性分析

我们认为公司业绩对于汽车电子业务的收入增速和毛利率较为敏感。我们分析的结果显示: 2014 年汽车电子业务收入每增加 3%, EPS 增加约 0.01-0.02 元; 汽车电子业务毛利率每增加 1%, EPS 增加约 0.04 元; 如果相反, 则相应下降同样幅度。

图片 6: 均胜电子 2014 年 EPS 对汽车电子业务收入增速和毛利率的敏感性

|                   |     | 汽车电子业务收入增速 |      |      |      |      |      |      |
|-------------------|-----|------------|------|------|------|------|------|------|
|                   |     | 4%         | 7%   | 10%  | 13%  | 17%  | 20%  | 23%  |
| 汽车电<br>子业务<br>毛利率 | 18% | 0.52       | 0.53 | 0.54 | 0.55 | 0.57 | 0.58 | 0.59 |
|                   | 19% | 0.56       | 0.57 | 0.58 | 0.59 | 0.61 | 0.62 | 0.63 |
|                   | 20% | 0.59       | 0.61 | 0.62 | 0.63 | 0.65 | 0.67 | 0.68 |
|                   | 21% | 0.64       | 0.65 | 0.67 | 0.68 | 0.70 | 0.72 | 0.73 |
|                   | 22% | 0.67       | 0.69 | 0.70 | 0.72 | 0.74 | 0.76 | 0.77 |
|                   | 23% | 0.71       | 0.73 | 0.74 | 0.76 | 0.78 | 0.80 | 0.82 |
|                   | 24% | 0.75       | 0.77 | 0.79 | 0.80 | 0.83 | 0.84 | 0.86 |

来源: 瑞银证券估算

# 风险分析

## 行业风险

我们认为行业面临的潜在风险如下：

- **宏观经济周期波动。**汽车与居民可支配收入的增长。通胀水平、资金供给、利率变动以及消费信贷政策等多种因素的相关性较高。因此宏观经济的周期性波动，将对汽车消费产生较大的影响，从而对汽车零部件企业产生影响。
- **市场竞争加剧风险。**各大汽车零部件厂商都在加大研发投入和生产投入，整车厂也在逐步自主开发汽车零部件的生产，导致市场竞争日益加剧。同时，领先的汽车零部件公司已经占据了市场上整车配套的地位，改变其格局将面临一定挑战。
- **价格下降的风险。**竞争加剧导致汽车整车价格年均降价幅度约 3%~5%，零部件的价格也相应下调。
- **技术更替的风险。**市场需求的不断变化和汽车相关法律法规的更新升级，导致汽车电子零部件行业应用技术日新月异，使得汽车动力性、经济性、可靠性和舒适性提高以及安全、节能和环保品质提升。

## 公司风险

- **均胜本部：**1) 整合风险。虽然均胜电子为进一步强化重组效益，制定并执行市场、运营、人才、技术、财务等一系列计划，但仍不排除收购德国普瑞效果不达预期的风险，这将导致公司经营决策销量降低、人才流失、技术运用出现障碍；2) 主要客户集中风险。2012 年前五大客户营业收入占比 64.57%，若这些客户的需求下降或不能持续获得该客户的订单，将给正常生产经营带来较大的风险。
- **普瑞均胜：**经营风险导致增长不达公司预期。德国普瑞在国外拥有良好的口碑，但在国内影响力相对薄弱，品牌认知度还较低。作为依托国外技术开拓中国市场的合资公司，与整车厂配套生产的磨合时间可能比预期漫长，这将导致公司国内汽车电子业务收入增速缓慢，并在整体上拖累汽车电子业务。
- **德国普瑞：**1) 人才流失风险。德国普瑞拥有经验丰富的管理团队和研发团队，是德国普瑞的竞争力。未来若管理层与股东产生无法预见的较大利益冲突，将可能导致人才流失从而对德国普瑞经营管理造成不利影响。2) 财务杠杆较高带来的潜在风险。2010/2011 年德国普瑞资产负债率分别 88%/82%，财务杠杆使用较多，企业承担的财务成本相对较大；3) 汇率风险。德国普瑞经营地分布于德国、葡萄牙、罗马尼亚、墨西哥、美国和中国。六个国家，五种记账本位币，若人民币汇率波动较大，将对公司合并会计报表的盈利水平产生影响；4) 中德之间供应链整合的不达预期将使得削减成本和费用的计划难以实现，过长的磨合期反而使得公司间产生额外的升本和费用，侵蚀毛利和净利润。



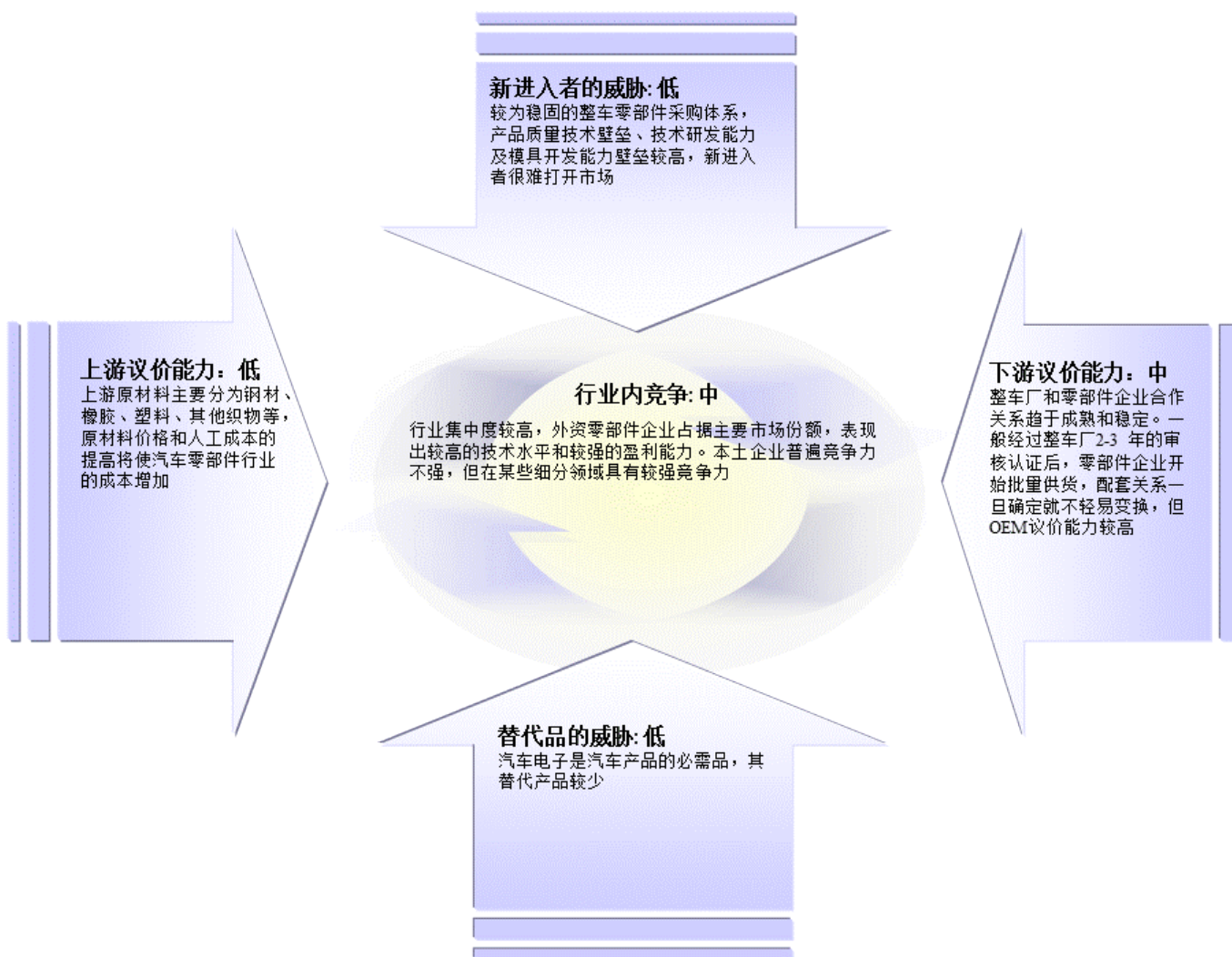
# 竞争分析

## 行业吸引力评估

- 未来汽车电子市场的销售额增速有望远高于汽车行业（更为详细的分析，请参见我们的汽车电子行业报告“预计汽车电子行业增速仍将高于整车行业”）

汽车电子为依附于整车的汽车零配件，其行业规模受汽车产销量所影响，在 2002-12 年汽车行业快速发展，销量复合增速达到 20%的情况下，其销售额的复合增速也达到了 28%，这也是过去推动汽车电子高增长的主要原因。然而展望未来，汽车电子很难再随着汽车数量的增长而增长，但随着汽车电子的高端低配，以及我国高端车、新能源汽车的需求的高增速，我们预计我国每车 OEM 中汽车电子占制造成本比将从 2013 年的 18%提升到 2015 年的 23%；未来汽车电子的增速仍将高于汽车整体行业，预计 2014-15 年销量的复合增速为 20%。

图 1: 汽车电子行业波特五力分析



数据来源: Michael Porter、瑞银证券估算

## 竞争优势分析

均胜电子是中国优秀的高速成长型汽车零部件供应商之一，收购德国普瑞后，公司全球化步伐加快，实现产品、技术和管理的提升，成为为数不多为汽车电子行业前端市场提供车体汽车电子控制装置产品的国内公司，并且开始为全球优秀主机厂提供产品和服务。

我们认为，均胜电子的竞争优势主要体现在以下几个方面：

- **低成本：**公司在风窗洗涤系统、空气管理系统和发动机进气系统等细分市场产量和技术均处于行业领先地位，技术优势帮助企业提高议价能力，产量有助于企业产生规模经济，降低单个成本，提高盈利水平。
- **研发技术：**公司一直注重在研发上的投入，较强的产品研发和制造能力使得企业能够与整车厂商进行同步开发，同步开发有助于零部件厂商能够优先获得整车厂商的订单、提高与整车厂的议价能力以及提升研发能力。
- **协同效应：**收购普瑞均胜，公司全球化迈进一大步。普瑞均胜向公司输出优秀的管理、强大的研发实力和全球营销网络，均胜电子提供较低的人工成本和原材料成本，帮助开拓中国汽车电子市场。

## 管理层策略

- **市场战略：**公司将以现有的产品系为基础上下游延伸，产业链延伸有助于公司增加企业竞争力，提升毛利率的水平；此外，公司还在积极开拓售后配件市场。
- **技术战略：**在确保现有支柱产品技术领先的前提下，推动 ECU 技术，尤其是和新能源汽车相关技术的发展。加大前瞻性研发投入，努力成为新技术的领导者、细分市场的龙头企业。
- **营运战略：**德国普瑞目前约 60% 的原材料和生产装备如模具等是在德国本土采购，由于德国较高采购成本，以及亚洲供应链缺乏有效的管理，导致公司材料成本占总成本比例较高，直接影响毛利率水平。公司将利用其在国内采购渠道优势，整合资源、优化供应链，降低材料成本。
- **财务战略：**公司将致力于帮助德国普瑞调整财务结构，提高抗风险能力，增加净资产水平，促进其业务健康发展。

# 中国动力对接海外资源的战略使得均胜盈利有望高增长

公司主营业务包括：汽车电子、内外饰件、功能件和创新自动化

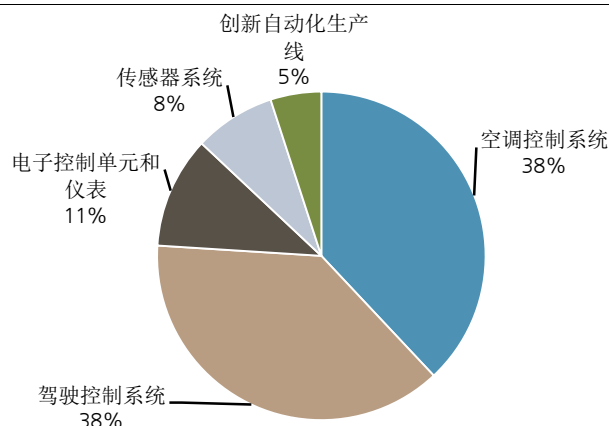
图片 7: 德国普瑞和均胜电子本部的产品构成

| 事业部     | 子业务      |         | 具体产品          |
|---------|----------|---------|---------------|
| 德国普瑞    | 汽车电子     | 空调控制系统  | 空调控制器         |
|         |          |         | 空调控制器单元       |
|         |          | 驾驶员控制系统 | iDrive/MMI 系统 |
|         |          |         | 中控面板总裁        |
|         |          |         | 方向盘按钮控制器      |
|         |          |         | 仪表总成          |
|         |          | 传感器     | 刹车片磨损感应       |
|         |          |         | 变速箱档位感应       |
|         |          |         | 节流阀位置感应       |
|         |          |         | 电容式雨量传感器      |
|         |          |         | 电容式车窗结雾感应器    |
|         |          | 电控单元    | 小型行车电脑主控模块    |
|         |          |         | 电子燃油泵控制       |
|         | 后轮转向角度控制 |         |               |
| 主动式转向控制 |          |         |               |
| 创新自动化   | 创新自动化生产线 | 自动化生产线  |               |
| 均胜本部    | 汽车功能件    | 功能系统    | 发动机进气管路系统     |
|         |          |         | 空气管理系统        |
|         |          |         | 车载影音娱乐系统      |
|         |          |         | 车身清洗系统        |
|         | 内外饰件     | 内外饰系统   | 汽车内外后视镜       |
|         |          |         | 前散热格栅         |
|         |          |         | 车门内外拉手        |
|         |          |         | 加油小门          |

来源:公司资料

## 德国普瑞：汽车电子业务中空调控制系统和驾驶控制系统为主要产品

图片 8: 德国普瑞 2011 年收入结构



来源: 公司数据, 瑞银证券 (注: 11 年以后公司不再披露德国普瑞的收入结构, 我们预计 12、13 年收入结构同 11 年类似)

图片 9: 普瑞集团内各公司的功能、主要设备及服务对象简述

| 生产企业                   | 主要产品组                 | 主要生产设备   | 主要客户群                     |
|------------------------|-----------------------|--|---------------------------|
| 德国普瑞 (总部) 主要负责开拓欧洲市场   | 空调控制系统                | 注塑机 75t-270t 贴片机喷漆自动线<br>装配夹具和 workstation 测量和检测设备<br>ES 特殊装配线 | 宝马、奥迪、大众、奔驰、萨博、劳斯莱斯、保时捷等; |
|                        | 驾驶员控制系统               |  |                           |
|                        | 电子控制单元和仪表             |  |                           |
|                        | 传感器系统                 |  |                           |
|                        | 创新自动化项目 (PIA)         |  |                           |
| 葡萄牙普瑞 (工厂) 在葡萄牙设立的公司   | 空调控制系统普瑞创新自动化项目 (PIA) | 注塑机 50t-260t 贴片机喷漆自动线<br>激光打码 ES 特殊装配线                         | 宝马、奥迪、奔驰、福特、萨博等           |
|                        | 驾驶员控制系统               |  |                           |
|                        | 电子控制单元和仪表             |  |                           |
|                        | 传感器系统                 |  |                           |
|                        | 创新自动化项目 (PIA)         |  |                           |
| 罗马尼亚普瑞 (工厂) 在罗马尼亚设立的公司 | 空调控制系统                | 注塑机激光打码 选择性焊料 最终装配线  | 宝马、奥迪、大众等                 |
|                        | 驾驶员控制系统               |  |                           |
| 墨西哥普瑞 (工厂) 在墨西哥设立的公司   | 空调控制系统                | 注塑机 60t-420t 喷漆自动线激光打码最终装配线                                    | 生产全部产品均内部销售给普瑞美国公司        |
|                        | 驾驶员控制系统               |  |                           |
|                        | 传感器系统                 |  |                           |
| 美国普瑞 (销售公司) 主要负责开拓北美市场 | 销售墨西哥公司的产品            |  | 美国宝马、福特、戴姆勒、通用、大众等        |
| 普瑞均胜 (工厂) 在中国宁波设立的公司   | 空调控制系统                | 空调控制器组装线汽车方向盘控制器   | 大众等                       |
|                        | 驾驶员控制系统               |  |                           |

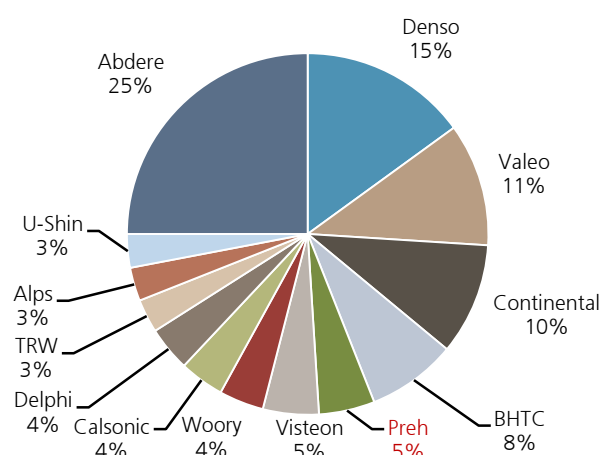
来源: 公司公告, 瑞银证券

## ■ 空调控制系统

汽车空调控制系统是实现车厢内空气进行制冷、加热、换气和空气净化的装置。其组成部分有面板、内部结构件、电路部分和空调控制软件等组成。其核心技术为面板表面处理技术、软件控制算法逻辑、传感器及电路控制精度。

由于汽车空调控制系统的开发需要掌握汽车开放系统架构（AUTOSAR）、多区域控制系统、无风扇系统、体积流量处理法等多项专业技术，只有为数不多的企业可以做到。进入壁垒较高，行业呈现垄断竞争格局。德国普瑞全球汽车空调控制系统市场份额约 5%。分地区来看，德国普瑞空调控制系统在北美市场位居第二；在欧洲市场排名第五，主要由于公司尚未开发法国、意大利和英国市场；亚洲市场正在开发，成为新的增长亮点。

图片 10: 2010 年空调操作和控制系统的市场分配



来源: 公司公告, 瑞银证券

## ■ 驾驶控制系统

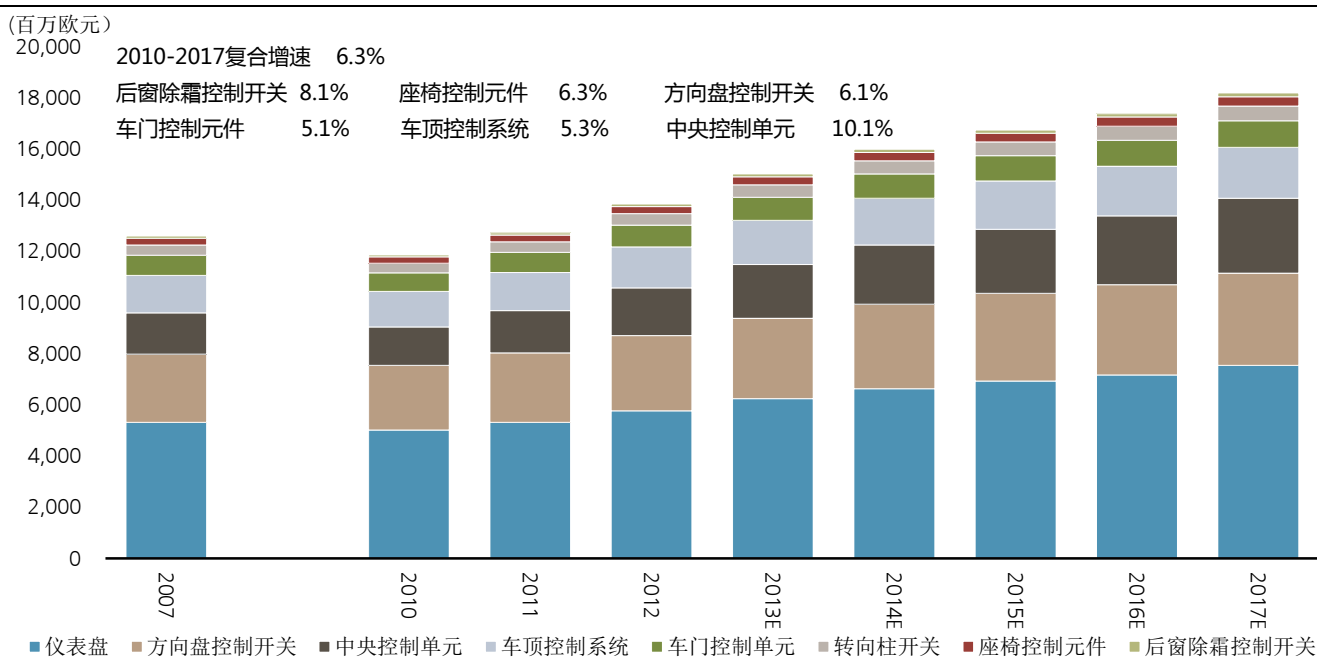
驾驶控制系统是指汽车上除空调控制相关功能部件以外其它操作部件。主要包括：仪表盘（尤其是中控台）的操作系统、方向盘控制开关、转向柱上的开关、座椅控制元件、车门控制元件、车顶控制系统以及后座控制系统等，主要功能在于协助驾乘人员实现驾驶等有关控制。

根据 Oliver Wyman 发布的《驾驶控制的市场发展趋势》报告（2010 年 11 月）显示：2010 年为 118 亿欧元，2017 年预计可达 181 亿欧元，2010 年至 2017 年年均复合增长率预计为 6.3%，全球汽车驾驶控制系统市场规模大，前景广阔。

德国普瑞在方向盘控制领域的全球市场份额约为 10%，其竞争优势集中在中控台、方向盘控制单元和仪表控制单元等细分市场上，这些市场增长率高于驾驶控制系统行业，价值量也更大。

- **中控台领域：**德国普瑞凭借 i-drive 和 MMi 解决方案保持中控台技术领先，占据全球市场大约 3%。伴随集成式触摸屏产品的推广上市，公司预计中控台市场份额将进一步加大。目前该领域的主要竞争对手为 Alps、Kostal 和 Marquardt。
- **方向盘控制系统：**近几年来德国普瑞市场份额快速扩大，目前其全球市场份额为 10%，公司根据目前在手订单估计 2013 年公司市场份额将达到 15%。德国普瑞在方向盘控制系统上的主要竞争对手为 Alps、Marquardt、Delphi、TRW 和 Kostal。
- **仪表控制单元：**德国普瑞主要致力于中控面板市场。随着移动通讯技术的应用普及以及汽车行业客户日益提升的需求，多点触摸功能触摸屏和带手写识别功能的触摸屏将逐渐替代常规键盘。德国普瑞在方向盘控制系统上的主要竞争对手为 Alps，相对于其他供应商竞争优势明显。

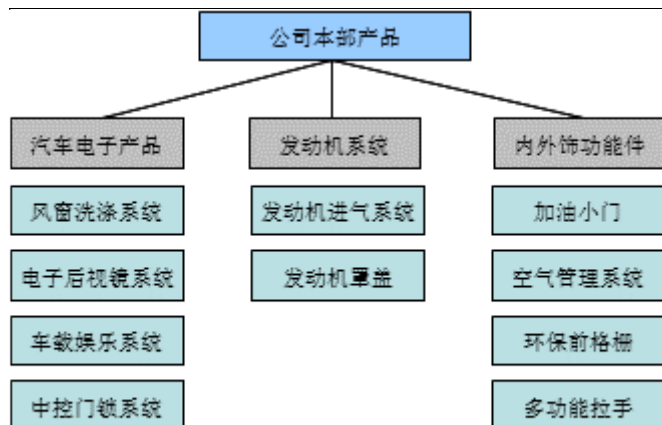
图片 11: 驾驶控制的市场发展趋势



来源: 公司数据

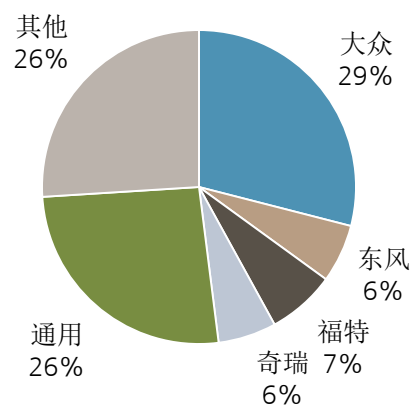
## 均胜本部：功能件与内外饰件产品市场占有率位于行业前列， 发动机进气管或为未来增长亮点

图片 12: 公司本部产品分布



来源: 公司数据

图片 13: 公司本部业务产品主要客户分布



来源: 公司数据、注: 数据来源于公司招股说明书, 为 2010 年数据

公司本部产品目前主要包括三类: 汽车电子、发动机系统和内外饰功能件。汽车电子为车载汽车电子装置, 包括洗涤系统、后视镜、车载娱乐、中控门锁等, 发动机系统包括进气系统和罩盖; 内外饰大部分为塑料功能件, 其中产品竞争力较强的有空调进气管、格栅、拉手、加油小门等; 公司生产的发动机进气管、洗涤系统、空调进气管在国内市场的占有率位于行业前列。

图片 14: 公司旗下子公司主要经营业务

| 公司名称         | 持股比例 | 经营范围  |
|--------------|------|---|
| 宁波均胜汽车电子股份公司 | 75%  | 橡塑制品、金属制品、电子元件、汽车关键零部件、车身电子控制系统、模具设计制造等     |
| 浙江博声电子公司     | 100% | 电子产品、光电机一体化产品、数字摄录机、数字录放机、数字发声设备的制造、加工及技术开发 |
| 长春华德塑料制品公司   | 100% | 汽车配套的工程塑料和其他塑料制品                            |
| 长春均胜汽车零部件公司  | 100% | 与宁波均胜类似, 主要配套一汽集团                           |
| 华德塑料制品公司     | 100% | 汽车内外饰件、发动机零部件, 电子元器件, 模具及其他塑料制品             |
| 上海麟刚汽车后视镜公司  | 100% | 塑料制品, 汽车后视镜                                 |
| 上海华德奔源汽车镜公司  | 100% | 塑料制品, 汽车后视镜                                 |

来源: 公司数据、瑞银证券估算

### 公司在国内发动机进气系统占据领先地位

公司在 2013 年推出的涡轮增压发动机进气管产品线更是填补了国产厂商在该领域的空白; 发动机系统具有高附加值, 公司产品属于该领域的核心零部件产品, 目前公司是该产品国产厂商的领先者, 已经顺利进入了国内大众、奥迪和宝马的供应链。

国务院于 2013 年 2 月发表《加强内燃机工业节能减排的意见》, 强调了至 2015 年, 节能型内燃机产品将占全社会内燃机产品保有量 60% 的总体要求, 这其中影响最大的领域将为乘用车用发动机通过采用增压和直喷技术, 推广



轻量化技术，到 2015 年，高效增压技术在车用汽油机上的应用比例将有望达到 30% 以上。

政策的指引将为涡轮增压器提供广阔的市场空间，公司作为该领域国内零部件的先驱者，未来有望充分受益于市场的扩展。

## 中国动力对接海外资源的战略助力公司未来盈利高增长

### 公司通过海外收购的方式主动嫁接海外资源

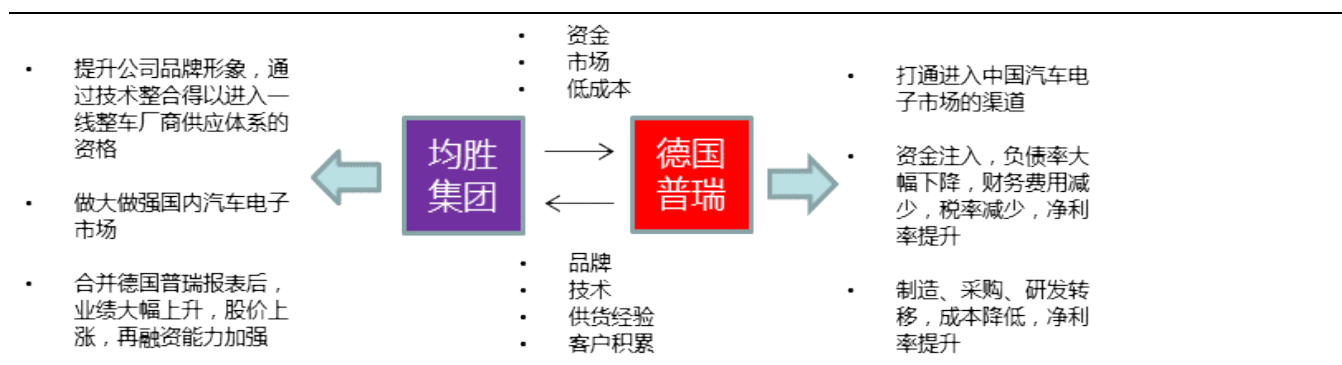
均胜管理层看好中国汽车电子行业的市场前景。在汽车电子方面，如果自己从头做起既无技术优势又无客户资源；但是中国庞大的市场和强劲的发展动力是最大的市场优势，于是公司主动出击寻找海外收购标的，积极对接海外资源。

图片 15: 均胜集团收购德国普瑞进程

| 年份   | 收购进程   |
|------|--|
| 2003 | 德国私募基金 DBAG 买下莱茵金属旗下的德国普瑞。   |
| 2008 | 德国普瑞从 2003 年被收购时的销售额 1.69 亿元，成长至 2008 年的 2.76 亿元；已经持有德国普瑞超过 5 年的 DBAG 有意将普瑞股份出售。   |
| 2009 | 金融危机爆发，DBAG 不得不将普瑞的报价下调到相对低廉的位置。   |
| 2010 | 均胜集团与德国普瑞开始商议收购事宜，并在当年 8 月，均胜集团与普瑞在宁波高新区合资成立普瑞均胜汽车电子有限公司和普瑞均胜中国区研发中心。  |
| 2011 | 当年 6 月，双方签署了并购交割合同，德国普瑞控股 74.9% 的股权及德国普瑞 5.1% 的股权的交易价格分别为 1.67 亿欧元和 1176 万欧元，并与德国普瑞控股的外放股东签订了 SPA 协议，德国普瑞控股的 25.1% 的股权的交易金额为最高 6221 万欧元、最低 5700 万欧元。 |
| 2012 | 当年 4 月，均胜集团完成对剩余德国普瑞控股 25.1 股权的收购，实现了 100% 对德国普瑞控股。  |

来源:公司公告、瑞银证券整理

图片 16: 均胜电子并购德国普瑞可行性假设



来源: 瑞银证券估算

从目前看，均胜收购德国普瑞获得了成功，既改善了德国普瑞的业绩，同时提升了公司自身的价值，成功进入汽车电子领域及海外市场。

## 开源：普瑞均胜合资公司积极拓展国内外资车企

我们预计，公司和德国普瑞合资成立的瑞普均胜将有望在未来两年实现收入的高速增长：在 2014 年达到 4 亿元，2015 年达到 8 亿元左右。

### 普瑞均胜有望成为国内汽车电子前装市场的增长引擎

均胜电子与德国普瑞于 2010 年底合资建立了宁波普瑞均胜，合资公司依托德国普瑞在技术实力和客户关系上的优势，担当起公司开拓中国汽车电子 OEM 前装市场的平台。普瑞均胜的发展方向是将德国普瑞的海外汽车电子事业部引入中国市场；普瑞均胜将以德国普瑞的优势产品空调控制系统和驾驶员控制系统为主打产品。

公司在未来有望迅速打入国内欧美系合资车企配套体系，从中国广阔的汽车电子市场中获利，并成为少数能参与到汽车电子前装配套的国内企业。而另一方面，依靠均胜电子国内的竞争优势和上市公司资本平台，德国普瑞进入中国后，优化了供应链，降低采购成本，以及国产化降低生产和研发成本，也有望进一步拓展德国普瑞在国内市场份额和影响力。

图片 17: 普瑞均胜股权结构

| 股东名称 | 出资额（万欧元） | 出资比例 |
|------|----------|------|
| 均胜股份 | 250      | 50%  |
| 德国普瑞 | 250      | 50%  |
| 合计   | 500      | 100% |

来源: 公司公告, 瑞银证券

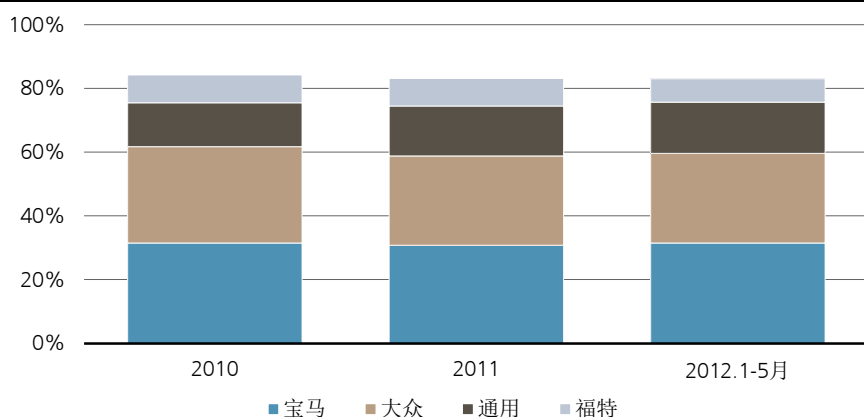
**同海外竞争对手比，公司在制造成本和人工成本上有优势。**德国普瑞可以凭借母公司均胜电子进入中国市场，并优化产业链；借助将生产和研发业务搬到中国进行的方式，可以减少公司的采购成本和研发费用。这样使得德国普瑞的汽车电子产品在进入中国的一开始就奠定了其他合资或是外资公司所不具备的成本控制优势。

**同国内竞争对手比，公司在进入国内外资车企的采购体上有优势。**德国普瑞在海外已经是诸多整车厂 OEM 的供货商，均胜电子在入驻德国普瑞后有望将普瑞积淀的前装配套关系移植到中国市场，使得均胜电子的汽车汽车电子类产品能更容易地被国内整车厂所接受，认证的周期也将随之缩短。

**公司将拥有更为优质的客户：**德国普瑞在海外同宝马以及奥迪等优质客户保持着良好而稳定的供应关系，宝马和奥迪为德国普瑞收入占比前两位的重要客户。中国市场对于宝马和奥迪至关重要，对于宝马而言，中国是第一大单一市场，从利润占比上看大约 25~30% 来自于中国。我们预计德国普瑞进入中国市场后将受益于宝马和奥迪在中国市场的成长。

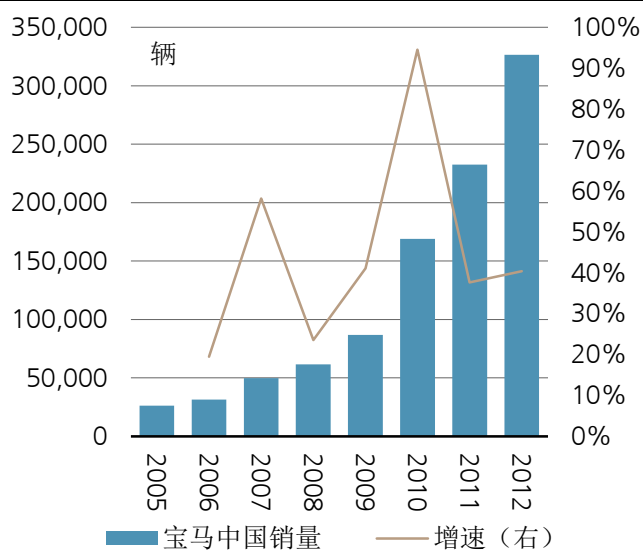
**公司潜在客户在中国销量增速远高于行业平均增速。**德国普瑞在海外和宝马、奥迪等优质客户的稳定合作有利于普瑞进入中国后能够更为便捷地打入这些客户在中国整车厂汽车电子前装的供应体系。在中国汽车销售市场，宝马和奥迪汽车的销量增速近年保持高增长，从 2005-12 年，宝马、奥迪在华销量的复合增速分别为 43% 和 33%，远远高于中国汽车整体销量的复合增速 19%。未来公司有望直接受益于在华优质客户的成长。

图片 18: 前四大客户收入占比



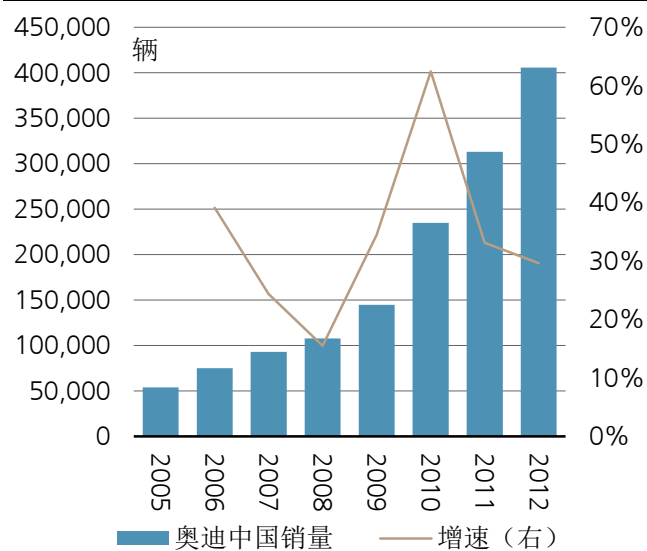
来源: 公司数据

图片 19: 2005-12 宝马在华销量的复合增速达 43%



来源: 公司数据

图片 20: 2005-12 奥迪在华销量的复合增速达 33%



来源: 公司数据

## 节流：在协同效应的推动下德国普瑞盈利能力有望提升

公司收购德国普瑞后，净利润率逐年提升，我们认为公司可以从以下几个方面着手去提升整体的盈利状况：

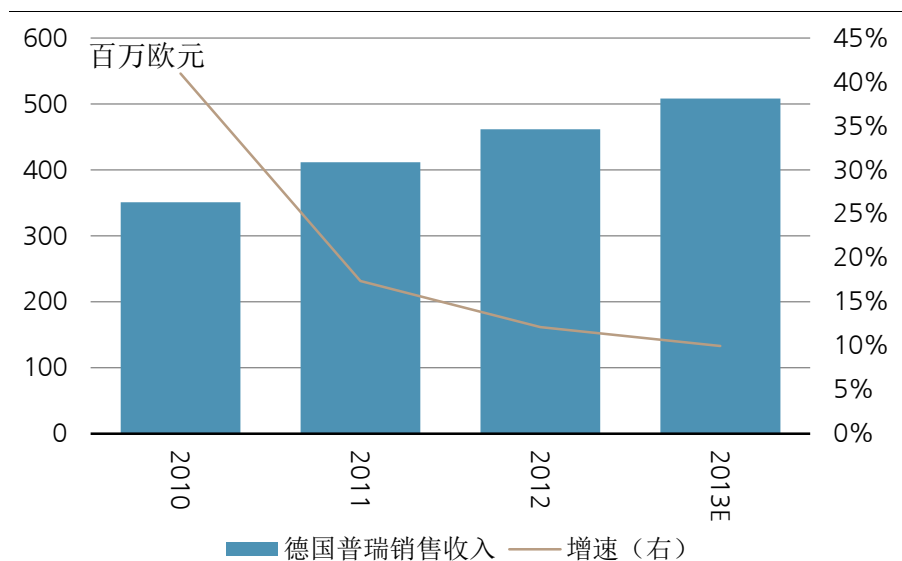
**优化供应链，降低采购成本；**被收购之前，德国普瑞大部分的原材料和生产设备由德国本土进行采购，其中包括大量从中国采购的电子元件；德国方过高的采购成本势必会对利润造成侵蚀。然而，公司实现整合后，均胜电子将发挥其国内采购的优势，其采购的原件通过公司内部的供应渠道有望大幅消减德国普瑞的跨国采购成本。

**国产化降低生产和研发成本；**相比欧美，中国在劳动力成本方面仍然具备优势，公司通过整合，可以将一定比例原先在德国普瑞生产和研发的业务转移到中国进行；这样一方面降低了德国普瑞生产和研发成本，另一方面借助这样的转移来发展均胜电子在国内的汽车电子业务，有利于应对未来国内汽车电子的业务订单。

**帮助德国普瑞降低负债率、减少财务成本；**整合前，德国普瑞的资产负债率高达 81.9%；公司收购德国普瑞后，致力于改善其财务结构，通过帮助其偿还负债，有效地降低其财务费用以及偿债能力的风险。

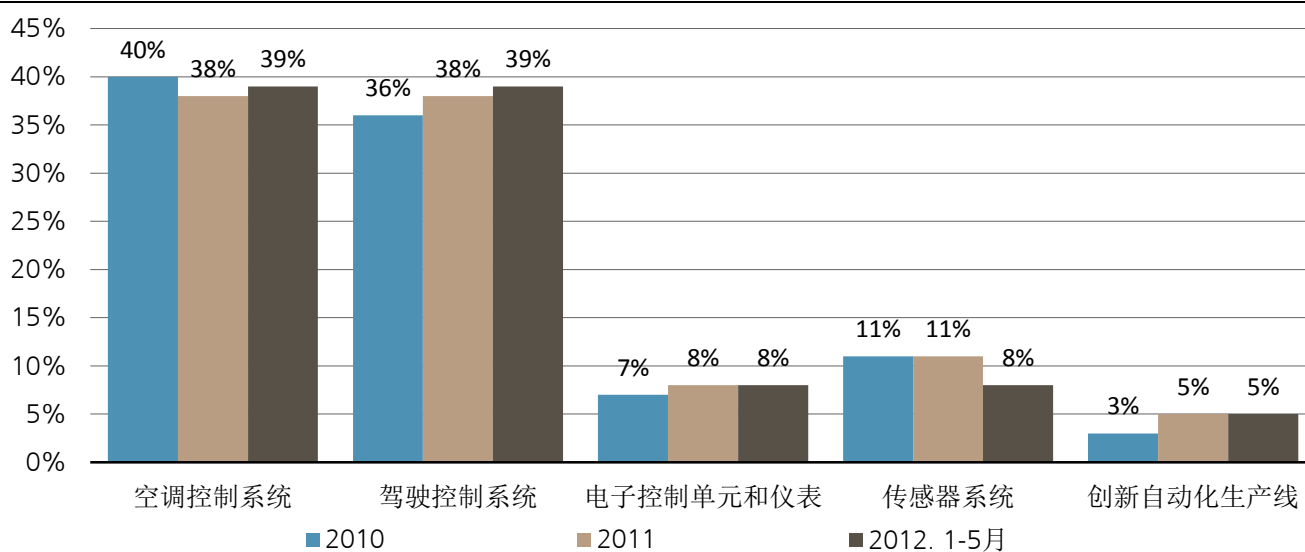
**德国普瑞可以通过调整研发费用以及合理避税来提升税率；**整合前，德国普瑞因其过高的研发费用和较低的研发费用资本化率影响其利润率，随着公司将部分研发转移到中国，可以提高其研发资本化比率，降低研发费用，从而提升利润。另一方面，德国综合税率高达 30%，未来随着中国地区业务比重的加大，部分德国普瑞的收入将用国内税率计提，这样公司净利润受税费得侵蚀将减少。**我们预计 2013 年全年德国普瑞净利润率约为 4.6%，去年同期为 3.9%，**随着规模增长和供应链优化得以体现，德国普瑞毛利率与净利率水平将持续提升。

图片 21: 2010-13 德国普瑞收入及增速



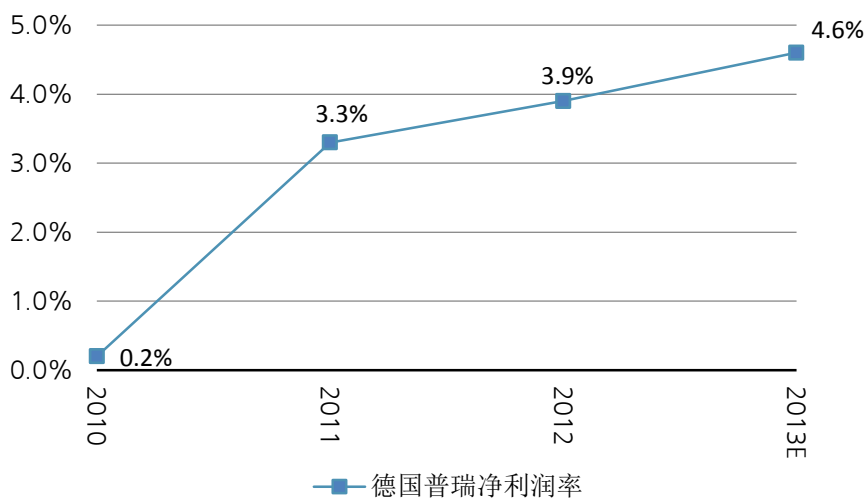
来源: 公司数据、瑞银证券估算

图片 22: 2010-12 年，德国普瑞各业务占比



来源: 公司数据

图片 23: 德国普瑞被均胜电子收购后净利率呈现出提升趋势



来源: 瑞银证券估算

## 整合：人员交流以及管理层持股提升协同效应

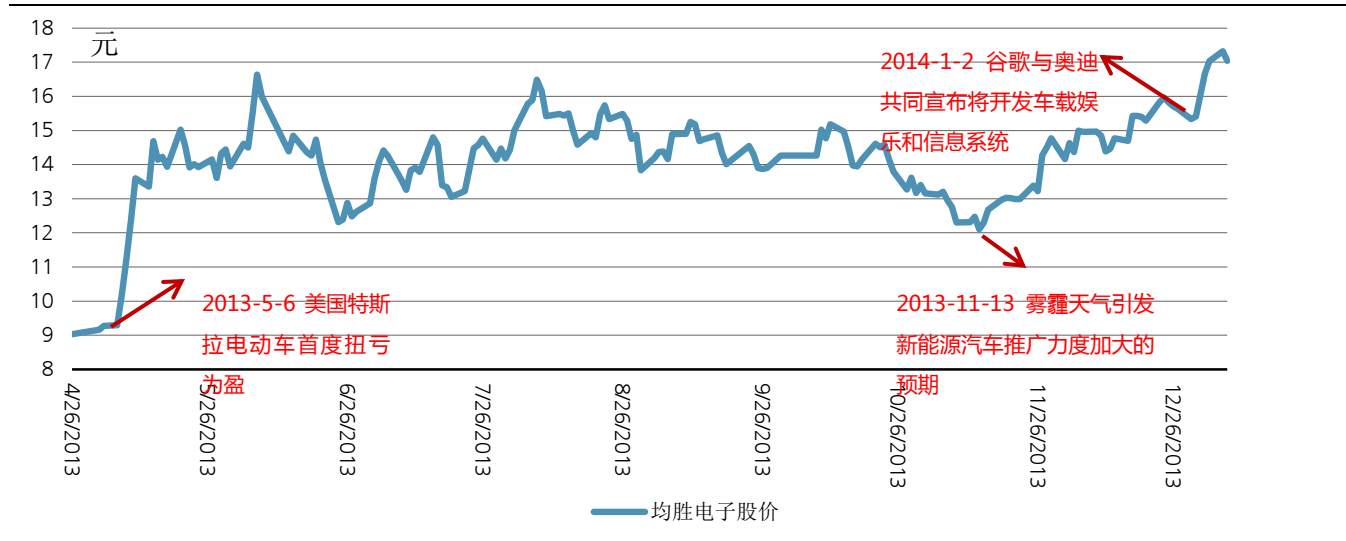
公司已经在中国建立研发中心；为长期发展中国市场的基础和保障一支本土的研发团队，公司在中国建立了研发中心，制定中长期技术研发的发展计划和中德双向培训计划，并从德国抽调人员支持计划的实施。公司在中国的研发中心目前已经从先前的 60 人发展到今年的 100 人左右，并计划在 3 年内达到 300 人的规模。部分核心德国普瑞科研和技术人员会定期来宁波交流。

德国管理层已经实现持股；公司于 2013 年 6 月授予德国普瑞实施 1.938% 的股权，作为对普瑞管理团队业绩实现和履职表现的激励。公司此次对管理层授予股票期权，将管理层的利益与公司利益高度一致。

## 市场对公司部分业务的追捧应有利于公司估值的提升

虽然公司的电动车电池管理系统和创新自动化（机器人）业务占比较低，但资本市场对其关注度很高。我们随着资本市场对电动车行业和机器人行业的关注度不断加强，公司估值也会相应得到提升。

图片 24: 均胜电子股价图 VS 事件催化



来源: Bloomberg、瑞银证券估算

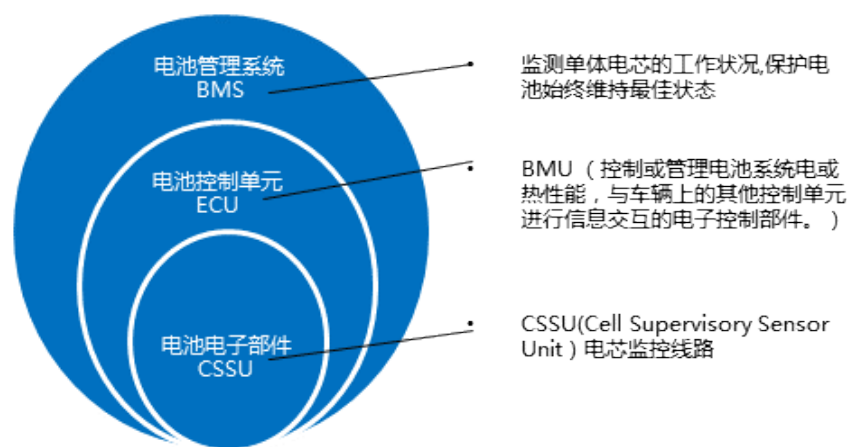
## 电池管理系统为电动车核心零部件

长期来看，我们看好电动车作为新能源汽车的发展。2012 年 7 月国务院印发《节能与新能源汽车产业发展规划》，确立了纯电动汽车作为未来我国新能源汽车的主要战略方向，到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。

**电池管理系统（BMS）**是电动车中最核心的技术。电池管理系统作为电池保护和管理的核心部件，主要就是为了能够提高电池的利用率，防止电池出现过充电和过放电，延长电池的使用寿命，监控电池的状态。作为电池和车辆管理系统以及驾驶者沟通的桥梁，电池管理系统对于电动汽车性能起着关键的作用。

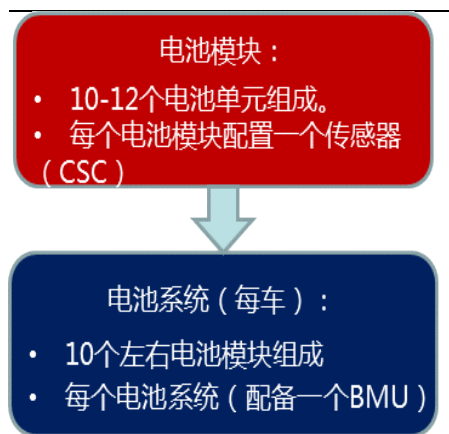
电池管理系统由两部分构成：**电池电子部件（CSSU）**为电芯监控线路，**电池控制单元（BMU）**为控制或管理电池系统电或热性能，与车辆上的其他控制单元进行信息交互的电子控制部件。每辆电动车的电池管理系统有一个 BMU 和多个 CSC。

图片 25: 电池管理系统结构图



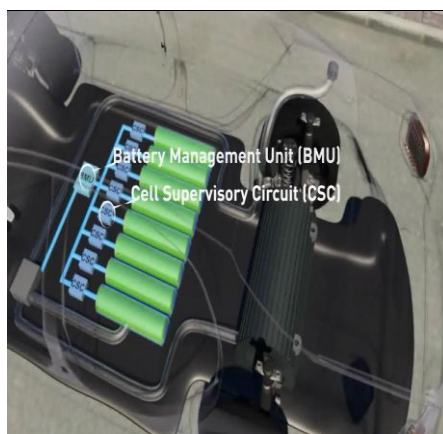
来源: 瑞银证券估算

图片 26: 电池模块与电池系统之间的关系



来源: 瑞银证券估算

图片 27: 电池管理系统图示

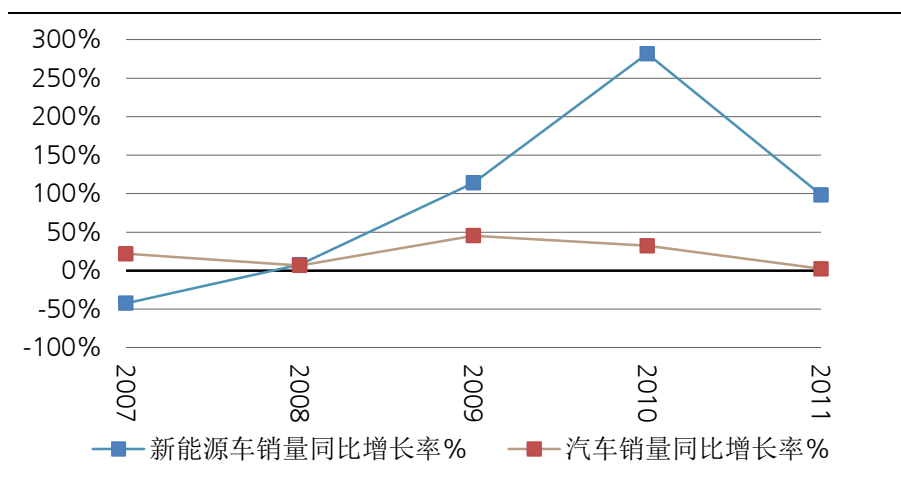


来源: 公司公告

目前我国新能源汽车销量增速远高于传统汽车，新能源汽车的消费趋势以及政策上的支持应使得新能源汽车继续保持高速增长，与此同时，作为电动车关键的零部件，电池管理系统未来的市场空间十分广阔。



图片 28: 电池管理系统有望受益于我国新能源汽车的飞速发展



来源: CEIC、瑞银证券估算

均胜电子提供电池管理系统（每辆电动车一个 BMU 和多个 CSC）。目前市场上，BMS 在动力电池包中大约占 1/10 的成本。

图片 29: 国内外 BSM 系统的对比

| BMS 系统分类 | 均衡类型        | 特点                                 | 价格 (元/套) | 配套车型                                 |
|----------|-------------|------------------------------------|----------|--------------------------------------|
| 国外高端     | 主动式 BMS 均衡  | 电池组均衡，使得能量能在整个电池组均衡，实现充放电均衡；且监测精度高 | 2-3 万    | 宝马 Mini E、日产聆风、特斯拉 Model S、菲斯克 Karma |
| 国内中端     | 被动式 BMS 均衡  | 将容量多的电池中多余的能量进行转移，实现整组电池电压的均衡      | 2-3 千    | 江淮同悦电动汽车、奇瑞 QQ 纯电、长安杰勋 HEV           |
| 国内低端     | 不带均衡功能的 BMS | 仅仅起着电池电流、电压、温度、电池健康度等信息实时显示功能的监控系统 | 1000     | 国内低速电动车                              |

来源:auto business review、瑞银证券整理

公司目前为宝马混合动力汽车的供应商，我们估计今后有望为宝马 i3 和 i8 提供电池管理系统。目前德国普瑞已开始为宝马新混合动力 ActiveHybrid 汽车及纯动力 ActiveE 系车的电池管理系统提供集成管理锂电池的电子控制单元（ECU）。通常，车厂为掌握电池管理系统的关键技术，会与长期合作供货商密切合作产品开发，对其他新进厂商切入难度高。因此，我们认为德国普瑞将凭借和宝马良好的供应关系继续为宝马的 i3 和 i8 电动车提供电池管理系统的配套。

目前 i 系列电动车在欧洲市场销量良好，尤其在北欧市场需求旺盛。宝马 i3 电动车将在 2014 年上半年正式进入中国市场。据公司介绍，其 BMS 系统国产化进程已经在进行中，位于宁波的均胜新能源汽车研究院预计将包括超过 300 人的研究团队，致力于汽车新能源电池管理系统的开发，预计通过三年时间开发出混合动力和纯电动车型的电池管理系统，届时将为国内外客户整车厂以及电池制造厂提供服务。

## 创新自动化业（机器人）务在中国前景广阔

公司创新自动化业务将为高利润率业务。德国普瑞的创新自动化业务即为工业机器人业务，始于 1982 年；业务面向内外部客户提供新的自动化方案，即自动化机器人和制造设备；对内部而言，业务优化汽车电子部件的生产工艺、提高生产效率；对外部而言，目前德国普瑞创新自动化生产线外部客户涵盖诸多知名厂商。对于创新自动化生产线，公司今后的战略方向为维持全球的长期客户，以及建立中国的业务活动。

图片 30: 德国普瑞创新自动化业务外部客户

|                        |                         |
|------------------------|-------------------------|
| TRW Automotive         | ixetic                  |
| Brose                  | Takata Corporation      |
| Kolbenschmidt Pierburg | SDI-Molan GmbH & Co. KG |
| Lear Corporation       | ZF Group                |

来源:公司资料

机器人行业在中国前景广阔。目前随着我国劳动力成本的上升，人口老龄化的趋势以及在工业转型对于制造工艺和效率要求越来越高的背景之下，传统的人工制造方式面临着很大的挑战，未来被智能化和自动化的机器设备取代将是大势所趋。

自我国 2009 年的《装备制造业调整和振兴规划》出台以来，国家对高端设备制造业的政策扶持力度不断加大；按照《智能制造装备产业“十二五”发展规划》的指示，我国将用 10 年时间，形成完整的智能制造装备产业体系。到 2015 年，我国智能化装备产业销售收入超过一万亿，年均增速超过 25%；2020 年实现产业销售收入 3 万亿元，将使得我国智能制造装备产业成为具有国际竞争力的先导产业。机器人产业作为智能制造装备产业的代表，有望在未来实现高速的发展，而均胜电子的自动化业务（工业机器人业务）也有望充分受益于我国此行业的增速。

## 财务分析

总体来讲，我们认为汽车电子和功能件业务未来将有望保持较高的业绩增速。基于 2013 年公司中报业绩披露与管理层近期的业绩指引，公司主要业务汽车电子 2013 年收入增速有望实现 8%；14/15 年销售收入增速有望实现 13%/13%，主要由于：1) 合资公司普瑞均胜收入的高速增长（13/14/15 年预计实现 2.2/4.2/8 亿元）以及 2) 德国普瑞在经历整合后，由于成本的下降，使其汽车电子产品更具竞争力。

我们预计未来公司汽车电子产品毛利率每年有望提升约 2~3 个百分点，主要原因是：1) 销量的提升带动产能利用率的上升；2) 德国普瑞同均胜集团的

整合导致汽车电子的制造和采购成本下降，举例而言，以前德国普瑞的模具完全在德国境内生产，目前已经逐步转移至中国生产，其价格至少降低 50%；再例如，德国的研发人员成本昂贵，目前公司正在将德国研发人员请回中国，对中国的工程设计人员进行培训，将许多基础性研究转移到中国来进行。

公司 PIA 业务（汽车零部件制造用机器人）预计在 2013 年实现收入增速 20%，随着 2014 年公司加大对 PIA 产品在华销售的布局，我们认为其增速有望实现 25%。

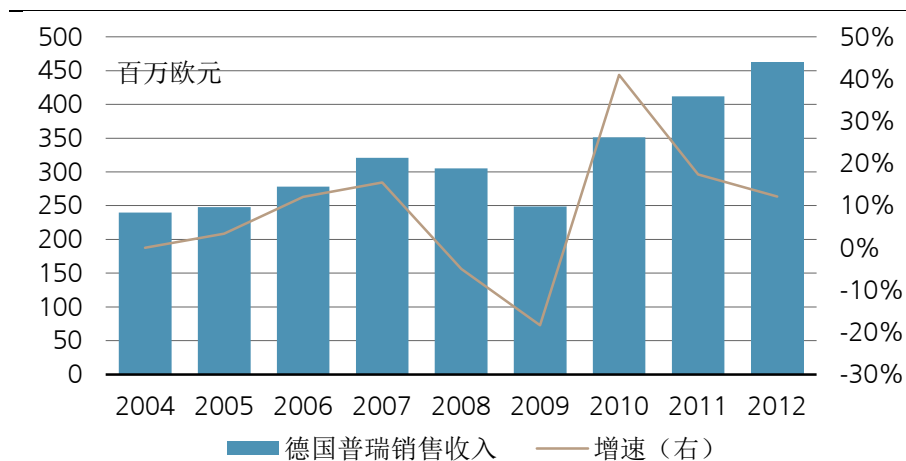
综上所述，我们预计公司 2013~15 年的营业收入分别为 61.1/72.6/86.2 亿元，同比增长分别为 14.1%/18.8%/18.7%；综合毛利率有望达到 19.4%/20.8%/22%；净利润将分别至 3.1/4.3/5.7 亿元，同比增长 48%/42%/32%；对应公司 EPS 分别为 0.48/0.68/0.90 元。

## 德国普瑞增长良好，海外市场业绩贡献可观

2012 年公司完成对德国普瑞控股及其子公司德国普瑞的收购，德国普瑞控股及其子公司德国普瑞的财务报表将纳入到均胜电子的合并财务报表中。2012 年德国普瑞实现销售收入 4.62 亿欧元，均胜电子国外地区的主营业务收入达 38.76 亿元，占总收入的比例为 76%。

德国普瑞的管理层明确表示在 2013 年公司有信心将收入再创新高，按照公司对其 100% 的控股，德国普瑞的收入将对公司业绩产生重大影响。

**图片 31: 德国普瑞 2012 年前的销售收入，除开 2008, 09 金融危机的影响外，基本维持在较高的增速。2009 至 2012 年的 4 年内，德国普瑞实现收入翻番**

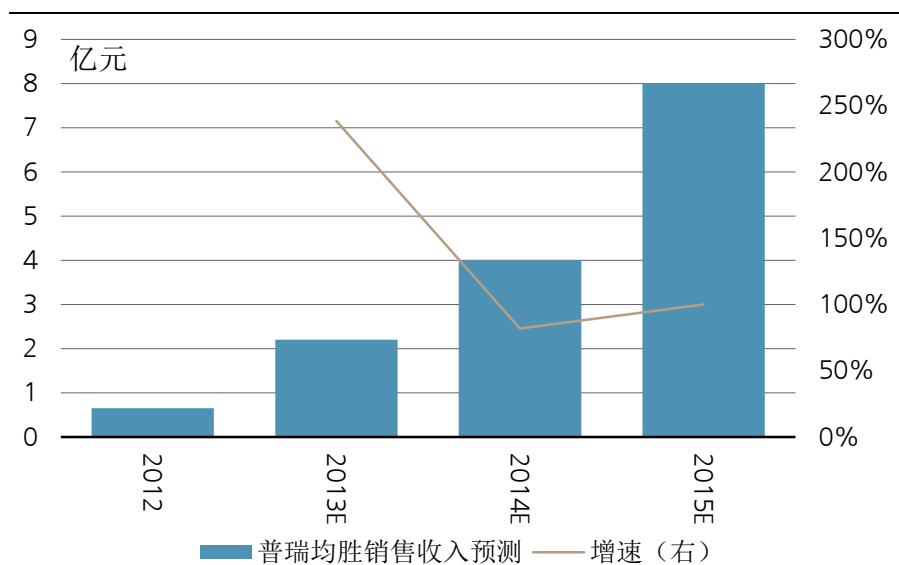


来源: 公司数据

## 普瑞均胜对公司业绩贡献逐渐开始显现

2012 年合资公司普瑞均胜的销售收入约为 6,500 万元，我们估计 2013 年有望实现 2.2 亿元。目前普瑞均胜全自动装配测试生产线已达 6 条，预计 2014 年初，将新增到 8 条；我们认为随着公司整合效应的显现，未来 2 年普瑞均胜的收入将迎来迅速增长，我们预计 2014/15 年有望实现收入 4/8 亿元。

图片 32:2012-15 年 普瑞均胜收入预测及增速



来源: 瑞银证券估算

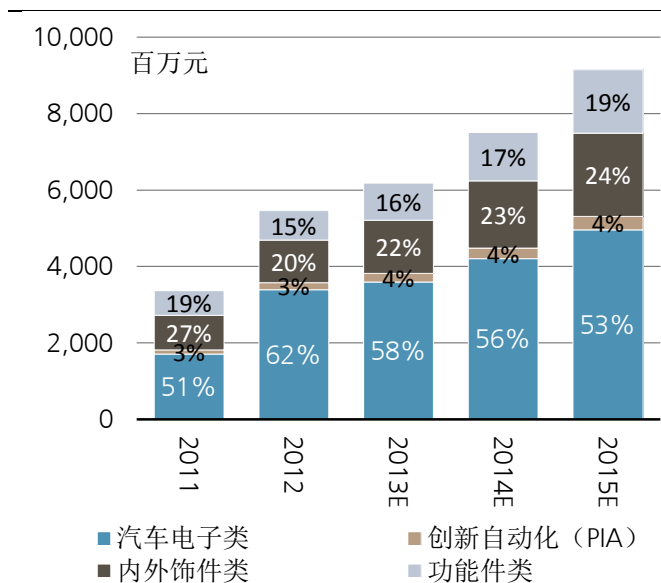
## 利润表分析

**德国普瑞汽车电子业务：**普瑞均胜的快速增长和德国普瑞德净利润率提升有利于该业务快速增长。我们认为汽车电子业务未来 3 年将有望保持年均 26% 左右的毛利润增速，主要受益于普瑞均胜在国内的迅速客户拓展和资源整合所导致的德国普瑞净利润率的提升。我们预计公司 2013~15 年汽车电子业务收入约为 35.9/42.0/49.6 亿元，毛利润有望至 6.3/8.8/11.6 亿元。

**德国普瑞创新自动化业务：**目前利润贡献较低，但增长迅速，国内业务前景广阔。公司该事业部主要向外部客户提供创新自动化方案，即自动化生产机器和制造设备，优化汽车电子部件的生产工艺、提高生产效率。公司未来的战略方向是将该业务引入中国。我们预计公司 2013~15 年创新自动化业务收入约为 2.3/2.8/3.5 亿元，毛利润有望至 0.41/0.53/0.69 亿元。

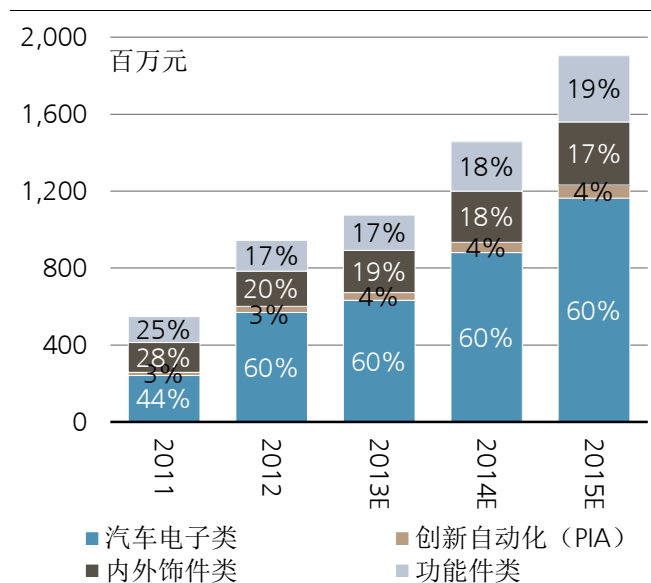
**均胜本部业务：**受益于涡轮增压进气管的增长和优势产品的份额扩张，该业务增长有望高于汽车行业。公司本部业务主要包括内外饰件和功能件业务。按照国家相关部委要求，在 2015 年之前高效增压技术在汽油发动机上的应用比例要达到 30% 以上。受此影响，我们预计公司本部所生产的涡轮增压相关设备将保持高速增长。我们预计公司 2013~15 年均胜本部业务收入约为 23.6/30.2/38.4 亿元，毛利润有望至 4.0/5.2/6.7 亿元。

图片 33: 公司各业务收入拆分预测, 及收入占比 (不包括内部抵消)



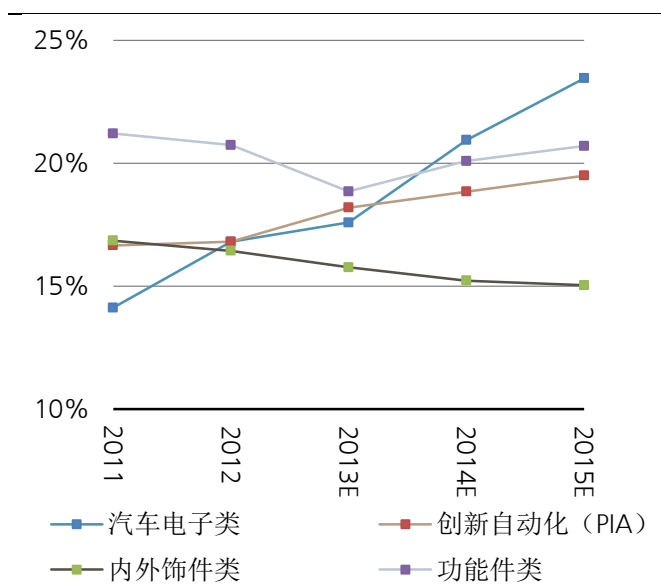
来源: 公司数据、瑞银证券估算

图片 34: 公司各业务毛利拆分预测, 及毛利占比 (不包括内部抵消)



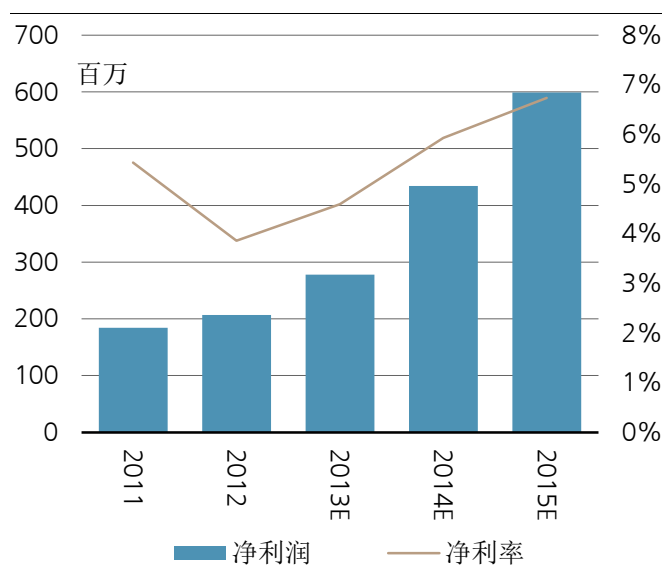
来源: 公司数据、瑞银证券估算

图片 35: 公司各项业务毛利率趋势



来源: 公司数据、瑞银证券估算 注: 公司传统业务内饰件业务毛利由于产品议价能力逐渐变弱, 毛利率呈下滑趋势

图片 36: 公司净利润及净利率趋势



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图片 37: 公司各业务受收入、成本以及毛利率

| 单位: 百万元         | 2011         | 2012         | 2013E        | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 汽车电子类业务收入       | 1709         | 3388         | 3659         | 4135         | 4672         | 5373         |
| YOY%            |              | 98%          | 8%           | 13%          | 13%          | 15%          |
| 创新自动化(PIA)业务收入  | 103          | 188          | 226          | 282          | 353          | 441          |
| YOY%            |              | 83%          | 20%          | 25%          | 25%          | 25%          |
| 内外饰件类业务收入       | 911          | 1114         | 1393         | 1755         | 2176         | 2611         |
| YOY%            |              | 22%          | 25%          | 26%          | 24%          | 20%          |
| 功能键类业务收入        | 639          | 769          | 969          | 1270         | 1664         | 2079         |
| YOY%            |              | 20%          | 26%          | 31%          | 31%          | 25%          |
| 内部抵消            | -193         | -370         | -433         | -526         | -641         | -769         |
| YOY%            |              | 91%          | 17%          | 22%          | 22%          | 20%          |
| 其他业务收入          | 220          | 268          | 303          | 342          | 377          | 414          |
| <b>营业收入合计</b>   | <b>3389</b>  | <b>5358</b>  | <b>6113</b>  | <b>7263</b>  | <b>8621</b>  | <b>10184</b> |
| 汽车电子类业务成本       | 1468         | 2819         | 2977         | 3261         | 3576         | 4055         |
| 创新自动化(PIA)业务成本  | 86           | 157          | 185          | 229          | 284          | 353          |
| 内外饰件类业务成本       | 758          | 931          | 1173         | 1488         | 1849         | 2237         |
| 功能键类业务成本        | 503          | 610          | 787          | 1015         | 1319         | 1649         |
| 内部抵消            | -194         | -381         | -505         | -599         | -717         | -857         |
| 其他业务成本          | 173          | 276          | 312          | 353          | 388          | 427          |
| <b>营业成本合计</b>   | <b>2794</b>  | <b>4411</b>  | <b>4927</b>  | <b>5752</b>  | <b>6720</b>  | <b>7899</b>  |
| 汽车电子类业务毛利率      | 14%          | 17%          | 18%          | 21%          | 23%          | 24%          |
| 创新自动化(PIA)业务毛利率 | 17%          | 17%          | 18%          | 19%          | 19%          | 20%          |
| 内外饰件类业务毛利率      | 17%          | 16%          | 16%          | 15%          | 15%          | 14%          |
| 功能键类业务毛利率       | 21%          | 21%          | 19%          | 20%          | 21%          | 21%          |
| <b>综合毛利率</b>    | <b>17.6%</b> | <b>17.7%</b> | <b>19.4%</b> | <b>20.8%</b> | <b>22.0%</b> | <b>22.4%</b> |
| 汽车电子类业务毛利润      | 241          | 569          | 682          | 874          | 1096         | 1319         |
| YOY%            |              | 136%         | 20%          | 28%          | 25%          | 20%          |
| 创新自动化(PIA)业务毛利润 | 17           | 31           | 41           | 53           | 69           | 88           |
| YOY%            |              | 82%          | 32%          | 29%          | 30%          | 28%          |
| 内外饰件类业务毛利润      | 153          | 183          | 220          | 267          | 327          | 374          |
| YOY%            |              | 20%          | 20%          | 21%          | 22%          | 14%          |
| 功能键类业务毛利润       | 136          | 159          | 182          | 255          | 345          | 430          |
| YOY%            |              | 17%          | 14%          | 40%          | 35%          | 25%          |

图片 38: 公司利润表分析

| 单位: 百万元        | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入           | 3389   | 5358   | 6113   | 7263   | 8621   | 10184  |
| YOY%           |        | 58%    | 13%    | 21%    | 21%    | 20%    |
| 营业成本           | 2794   | 4411   | 4927   | 6018   | 6920   | 8125   |
| 毛利润            | 595    | 947    | 1186   | 1245   | 1701   | 2059   |
| 期间费用           | 278    | 589    | 693    | 754    | 1007   | 1165   |
| EBIT           | 317    | 358    | 493    | 758    | 878    | 1085   |
| YOY%           |        | 13%    | 38%    | 54%    | 16%    | 24%    |
| 财务费用           | 56     | 59     | 73     | 157    | 100    | 82     |
| 投资收益           | -1     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他收益           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 税前利润           | 268    | 312    | 429    | 460    | 750    | 965    |
| YOY%           |        | 16%    | 38%    | 7%     | 63%    | 29%    |
| 所得税            | 48     | 63     | 100    | 142    | 187    | 240    |
| 少数股东损益         | 37     | 42     | 22     | 32     | 42     | 54     |
| 净利润            | 184    | 207    | 306    | 434    | 573    | 736    |
| YOY%           |        | 13%    | 48%    | 42%    | 32%    | 28%    |
| 基本每股收益 (全面摊薄后) | 0.61   | 0.36   | 0.48   | 0.68   | 0.9    | 1.16   |
| 比率分析 (%)       |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率            | 17.56% | 17.68% | 19.40% | 17.14% | 19.73% | 20.21% |
| 期间费用率          | 8.20%  | 10.99% | 11.33% | 10.38% | 11.68% | 11.43% |
| 营业利润率          | 9.35%  | 6.68%  | 8.06%  | 10.44% | 10.18% | 10.65% |
| 税前利润率          | 7.91%  | 5.82%  | 7.02%  | 6.33%  | 8.70%  | 9.48%  |
| 有效税率           | 17.91% | 20.19% | 23.31% | 30.87% | 24.93% | 24.87% |
| 净利润率           | 5.43%  | 3.90%  | 5.01%  | 5.98%  | 6.65%  | 7.23%  |

来源: 公司数据、瑞银证券估算

图片 39: 均胜电子资本回报率

|               | 2011   | 2012    | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| ROE           |        | 18.40%  | 16.50% | 19.20% | 20.70% | 21.50% |
| 销售净利率         | 5.43%  | 3.86%   | 5.01%  | 5.98%  | 6.65%  | 7.23%  |
| ——净利润/利润总额    | 68.66% | 66.35%  | 71.33% | 94.35% | 76.40% | 76.27% |
| ——利润总额/息税前利润  | 84.54% | 87.15%  | 87.02% | 60.69% | 85.42% | 88.94% |
| ——息税前利润/营业总收入 | 9.35%  | 6.68%   | 8.06%  | 10.44% | 10.18% | 10.65% |
| 资产周转率         | 75.02% | 103.72% | 63.68% | 67.69% | 70.69% | 72.75% |
| 权益乘数          |        | 4.59    | 5.18   | 4.75   | 4.41   | 4.09   |
| ROIC (税后)     |        | 14.20%  | 8.30%  | 10.70% | 12.00% | 13.30% |

来源: 公司数据、瑞银证券估算、(注: 由于 2010 年公司没有公布资产情况, 因此 2011 年无法用加权法计算出 ROE 和 ROIC)



# 估值

## 目标价推导

我们预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.48/0.68/0.90 元，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型，在 WACC 假设为 10%的情况下，推导出目标价 22.5 元。首次覆盖给予“买入”的投资评级，对应 2013/14/15 年的 PE 分别为 47/33/25 倍。

我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2013-2022 年。我们采取 10% 贴现率，以反映公司的加权平均成本。为获得其权益成本，我们假设无风险利率 4.4%，权益风险溢价为 5%。参照可以公司的贝塔系数均值，我们将贝塔系数设为 1.26。

图片 40:均胜电子 (600699.SS) 瑞银 VCAM 估值表

| 相对年<br>财年 | +1E<br>2014E | +2E<br>2015E | +3E<br>2016E | +4E<br>2017E | +5E<br>2018E | +6E<br>2019E | +7E<br>2020E | +8E<br>2021E | +9E<br>2022E | +10E<br>2023E |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 息税前利润     | 758          | 894          | 1,105        | 1,300        | 1,196        | 1,365        | 1,605        | 1,886        | 2,216        | 2,603         |
| 折旧及摊销 *   | 302          | 320          | 334          | 343          | 204          | 233          | 266          | 304          | 348          | 398           |
| 资本支出      | (421)        | (264)        | (139)        | (39)         | (543)        | (621)        | (709)        | (811)        | (928)        | (1,063)       |
| 运营资本变动    | 2,190        | 4            | 8            | 11           | (44)         | 5            | 65           | 83           | 105          | 131           |
| 所得税 (营运)  | (177)        | (208)        | (258)        | (303)        | (279)        | (318)        | (374)        | (439)        | (516)        | (607)         |
| 其他        | (35)         | (41)         | (47)         | (51)         | (51)         | (58)         | (66)         | (76)         | (88)         | (101)         |
| 自由现金流     | 2,617        | 704          | 1,004        | 1,261        | 482          | 606          | 786          | 946          | 1,136        | 1,363         |
| 增长        |              | -73.1%       | 42.6%        | 25.5%        | -61.7%       | 25.7%        | 29.7%        | 20.3%        | 20.1%        | 19.9%         |

| 估值                    |               |
|-----------------------|---------------|
| 明计现金流现值               | 7,006         |
| 期末价值 (第 10 年) 现值      | 8,018         |
| <b>企业价值</b>           | <b>15,024</b> |
| 占永续价值百分比              | 53%           |
| 联营公司及其他               | 0             |
| 少数股东权益                | 147           |
| 现金盈余**                | 1,107         |
| 债务***                 | 3,027         |
| <b>权益价值</b>           | <b>12,957</b> |
| 已发行股数 [m]             | 636.1         |
| <b>每股权益价值 (Rmb/股)</b> | <b>20.40</b>  |
| 权益成本                  | 10.7%         |
| 股息收益率                 | 0.0%          |
| <b>1年期目标价 (Rmb/股)</b> | <b>22.50</b>  |

| 长期假设值     |       |       |      |
|-----------|-------|-------|------|
| 相对年       | +10E  | +15E  | +25E |
| 销售额增长     | 14.5% | 8.0%  | 3.5% |
| 息税前利润率    | 9.8%  | 5.5%  | 1.3% |
| 资本支出/销售收入 | 4.0%  | 2.1%  | 3.0% |
| 投资资本回报率   | 44.3% | 26.2% | 7.8% |

| 估值对应指标           |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|
| 财年               | 2014E | 2015E | 1年预期  |
| 企业价值 / 息税折旧摊销前利润 | 14.2x | 12.4x | 14.1x |
| 企业价值 / 息税前利润     | 19.8x | 16.8x | 19.7x |
| 自由现金流收益率         | 17.4% | 4.7%  | 16.9% |
| 市盈率 (现值)         | 29.8x | 22.6x | 29.4x |
| 市盈率 (目标)         | 32.9x | 25.0x | 32.5x |

| 加权平均资本成本    |              |
|-------------|--------------|
| 无风险利        | 4.40%        |
| 权益风险溢价      | 5.0%         |
| 贝塔系数        | 1.26         |
| 债务/权益比      | 25.9%        |
| 边际税率        | 25.0%        |
| 权益成本        | 10.7%        |
| 债务成本        | 6.8%         |
| <b>WACC</b> | <b>10.0%</b> |

| 期末假设值           |       |
|-----------------|-------|
| VCH (年数)        | 10    |
| 对应的自由现金流增长      | 3.0%  |
| 回报率增幅           | 10.3% |
| 企业价值 / 息税折旧摊销前利 | 6.6x  |

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价格 / 季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

## 可比公司

目前公司的估值在汽车零部件公司中不算低，按照我们预计公司 2013-15 年 EPS0.48/0.68/0.90 元，以及瑞银 VCAM 推导出的目标价 22.5 元来看，2013/14/15 年的 PE 分别为 47/33/25 倍。

但是公司在资本市场具备稀缺性，部分热点业务应受资本市场青睐。

### 关键假设

汽车电子业务快速增长，2014 年汽车电子业务的收入增速同比增长 13%，毛利率受益于公司整合上升至 21%。

目前 A 股可比公司中纯粹以汽车电子产品为主营业务的公司基本没有。公司的主营业务汽车电子估值介于电子制造和汽车零部件制造行业之间；我们选择了这两个行业中的 A 股上市公司作为估值参考。而和汽车电子行业相近的公司我们选择了得润电子、云意电气和信质电机。

从这些公司的估值角度来看：

- **2014 年电子制造行业平均的动态 PE 约为 28 倍，对应的净利率增速为 45%；**
- **2014 年汽车零部件制造行业平均的动态 PE 为 11 倍，对应的净利率增速为 24%；**
- **2014 年汽车电子行业平均动态 PE 为 27 倍，对应的净利率增速为 29%；**
- **按照我们给予公司目标价 22.5 元计算，2014 年公司的动态 PE 为 33 倍，利润增速为 42%。**

目标价对应公司 2014 年的动态 PE33 倍高于汽车零部件制造业的 11 倍，略高于电子制造业的 28 倍。在汽车电子行业中，目标价对应公司的 2014 年 PE 高于汽车电子行业的 27 倍。虽然公司目前 PE 较高，但我们认为其远期盈利的增长将逐渐消化其较高的估值。

我们认为，公司不属于电子制造行业，但其主业汽车电子使其估值更加接近于高估值的电子制造行业。在传统汽车零部件/汽车电子行业中，公司估值高于同行业，其中很大原因是公司 2013-14 年净利润增速预测 42% 远高于行业平均的 24%/29%；此外，公司是唯一一家在 A 股中主营业务为生产、销售汽车电子产品的公司，在市场中享有稀缺性，外加其电动车关键零部件和机器人业务广为受资本市场关注，我们认为公司理应享有高于行业平均的估值。

图片 41: 电子制造行业整体盈利预测和估值

| 行业     | 当前整体市值<br>(亿元) | 整体盈利预测 (亿元) |       | 行业整体 PE |       | 2013-14 年整体盈利增速 |
|--------|----------------|-------------|-------|---------|-------|-----------------|
|        |                | 2013E       | 2014E | 2013E   | 2014E |                 |
| 电子制造行业 | 1807.5         | 45.3        | 65.7  | 40      | 28    | 45%             |

来源: Wind、SW 电子制造行业 (剔除不含盈利预测的公司), 股价截至 2014-01-15, 包含的公司有: 德赛电池、航天电器、国光电器、得润电子、拓邦股份、中航光电、歌尔声学、卓翼科技、和而泰、立讯精密、春兴精工、安洁科技、共达电声、茂硕电源、劲胜股份、长盈精密、欣旺达、光韵达、和晶科技、汇冠股份、宜安科技、环旭电子

图片 42: 汽车零部件行业整体盈利预测和估值

| 行业      | 当前整体市值<br>(亿元) | 整体盈利预测 (亿元) |       | 行业整体 PE |       | 2013-14 年整体盈利增速 |
|---------|----------------|-------------|-------|---------|-------|-----------------|
|         |                | 2013E       | 2014E | 2013E   | 2014E |                 |
| 汽车零部件行业 | 1966.6         | 147         | 183   | 13      | 11    | 24%             |

来源: Wind、SW 汽车零部件行业 (剔除不含盈利预测的公司), 股价截至 2014-01-15, 包含的公司有: 潍柴动力、威孚高科、模塑科技、中鼎股份、云内动力、宁波华翔、万丰奥威、银轮股份、成飞集团、天润曲轴、亚太股份、远东传动、万里扬、中原内配、松芝股份、金固股份、西泵股份、南方轴承、京威股份、双林股份、精锻科技、云意电气、风帆股份、贵航股份、福耀玻璃、华域汽车、一汽富维、骆驼股份、星宇股份

图片 43: 汽车电子行业可比公司盈利预测和估值

| 公司          | 股票代码             | 股价 (元) | EPS  |       |       | PE    |       | 增长率%  |       | PB    |       | ROE%  |       |
|-------------|------------------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             |                  |        | 2012 | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E |
| <b>汽车电子</b> |                  |        |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 得润电子        | 002055 CH Equity | 11.7   | 0.35 | 0.36  | 0.50  | 32.5  | 23.4  | 3%    | 39%   | 3.7   | 3.3   | 11.4  | 13.4  |
| 云意电气        | 300304 CH Equity | 37.3   | 0.97 | 1.04  | 1.19  | 35.9  | 31.3  | 7%    | 14%   | 4.1   | 3.6   | 11.4  | 11.5  |
| 信质电机        | 002664 CH Equity | 37.9   | 0.84 | 1.14  | 1.52  | 33.2  | 25.0  | 36%   | 33%   | 4.2   | 3.6   | 12.1  | 14.8  |
| 行业平均        |                  |        |      |       |       | 34    | 27    | 15%   | 29%   | 4.0   | 3.5   | 11.6  | 13.2  |

来源: Bloomberg, 股价截至 2014-01-15, 采用市场一致预期

图片 44: 均胜电子盈利预测和目标价对应估值

| 公司   | 股票代码             | 目标价 (元) | EPS  |       |       | PE    |       | 增长率%  |       | PB    |       | ROE%  |       |
|------|------------------|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |                  |         | 2012 | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E |
| 均胜电子 | 600699 CH Equity | 22.5    | 0.36 | 0.48  | 0.68  | 46.9  | 33.1  | 33%   | 42%   | 5.1   | 4.4   | 16.5  | 19.2  |

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

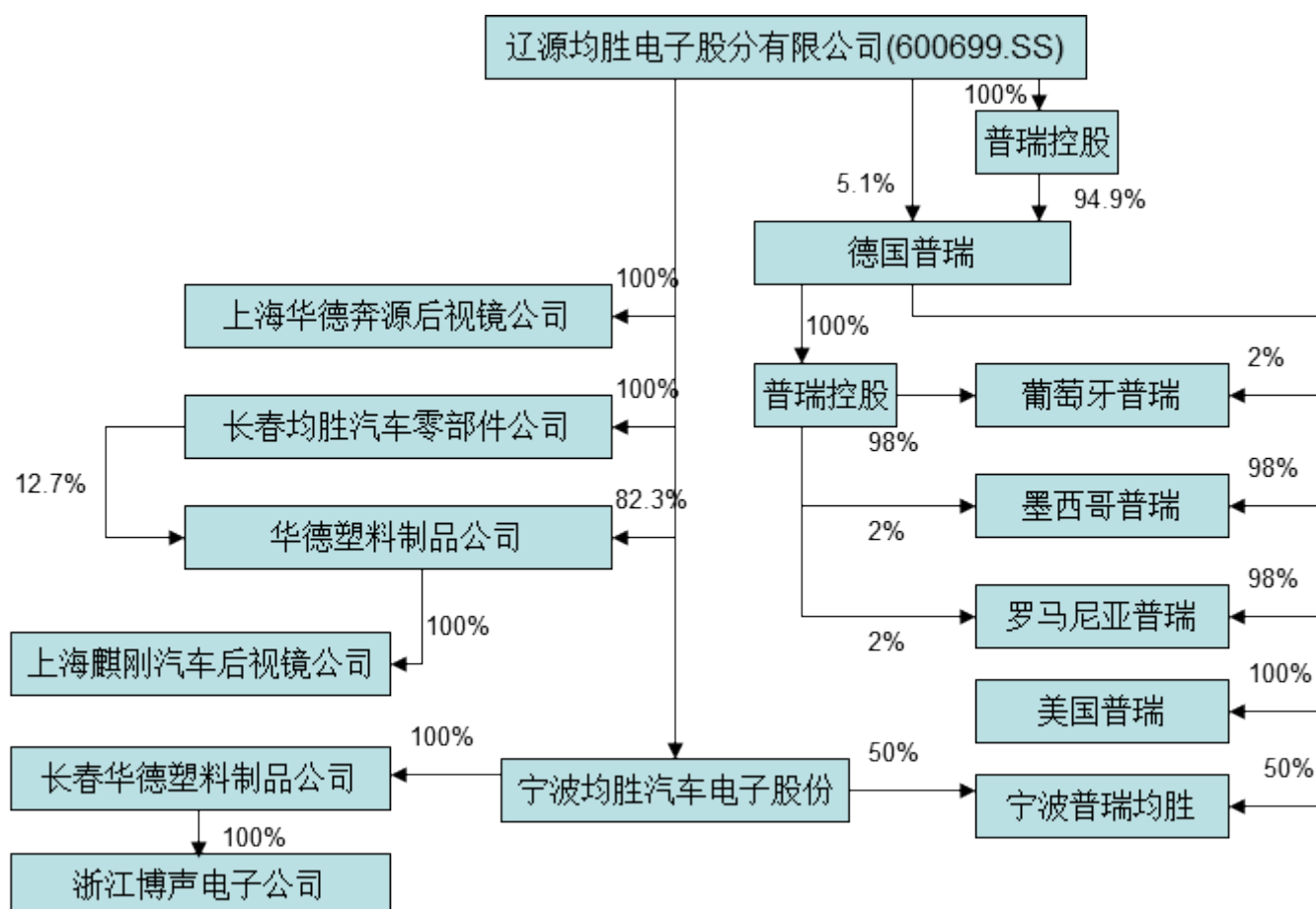
综合汽车电子行业的情况和均胜电子的业务构成, 我们认为公司作为新能源汽车最受益的公司之一, 理应高于市场的平均估值水平。我们给予公司的目标价是 22.5 元, 相对 2014 年 PE 为 33 倍, 首次覆盖给予“买入”的投资评级。

## 公司背景

公司通过借壳 ST 得亨（辽源得亨）并引入母公司宁波均胜集团作为重整方，将公司旗下的汽车优质资产成功注入实现借壳上市，成为一家专注于汽车零部件制造及汽车电子产品研发的汽车电子高科技企业；2012 年辽源得亨更名为均胜电子。公司在 2012 收购德国普瑞控股公司 74.9%的股权和德国普瑞 5.1%的股权，之后再以支付现金的方式购买德国普瑞控股 25.1%的股份。上述交易完成之后，均胜电子直接持有德国普瑞控股 100%的股份，并通过德国普瑞控股间接持有德国普瑞 100%的股份。

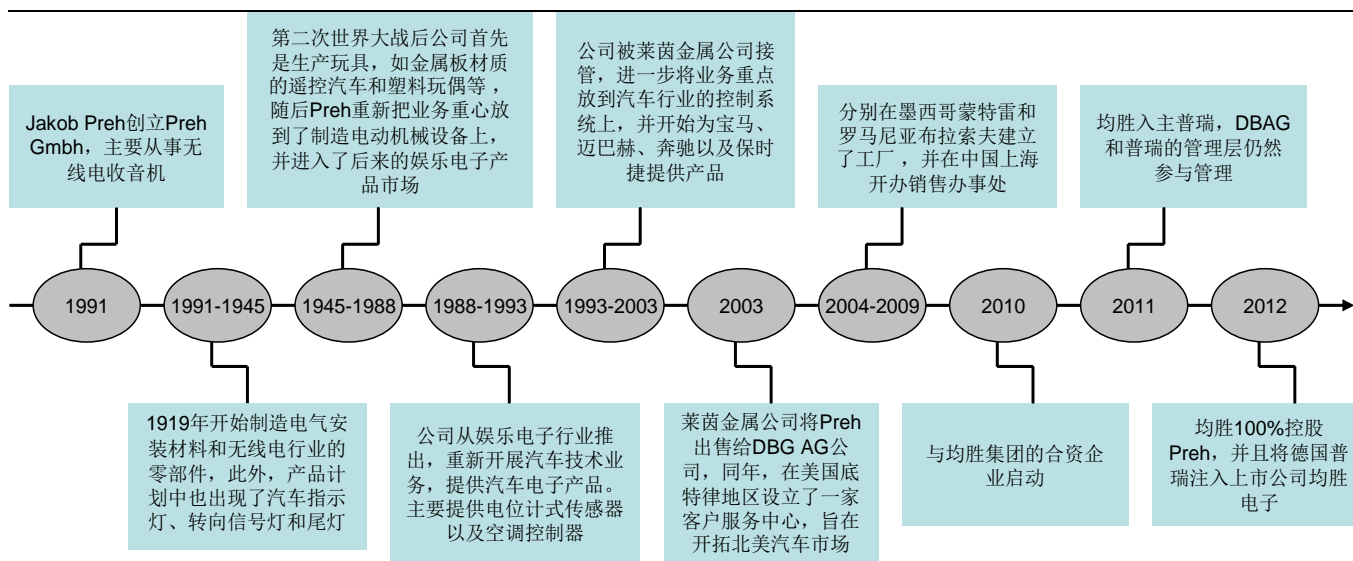
公司收购的德国普瑞是一家国际电子企业，向全球各大国际汽车巨头供应驾驶员控制系统、空调控制器等其他电子产品。均胜电子对德国普瑞的收购使得公司未来将有望进入世界顶级汽车电子厂商行列之中。同时德国普瑞强大的研发实力和现有的机械设备将为公司未来电子产品的研发注入动力、缩短其产品开发周期，从而进一步加快其高端电子产品的产业化步伐。

图 2: 上市公司股权结构图



数据来源：公司数据

图片 45: 德国普瑞发展历史



来源: 公司数据

## 均胜电子 (600699.SS)

| 损益表(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   | 14.1     | 7,263  | 18.8    | 8,621  | 10,184 | 11,897 |
| 毛利                | 295    | 941    | 1,174   | 24.7     | 1,497  | 27.5    | 1,858  | 2,234  | 2,618  |
| 息税折旧摊销前利润(UBS)    | 270    | 731    | 785     | 7.4      | 1,060  | 35.0    | 1,213  | 1,439  | 1,643  |
| 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    | 1,105  | 1,300  |
| 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)   | (58)   |
| 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    | 1,030  | 1,249  |
| 税项                | (37)   | (63)   | (100)   | -59.0    | (142)  | -41.8   | (187)  | (240)  | (291)  |
| 税后利润              | 177    | 249    | 329     | 32.1     | 466    | 41.8    | 615    | 790    | 958    |
| 优先股股息及少数股权        | (25)   | (42)   | (22)    | 46.6     | (32)   | -41.8   | (42)   | (54)   | (65)   |
| 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    | 736    | 892    |
| 净利润(UBS)          | 152    | 207    | 306     | 48.1     | 434    | 41.8    | 573    | 736    | 892    |
| 税率(%)             | 17.3   | 20.2   | 23.3    | 15.6     | 23.3   | 0.0     | 23.3   | 23.3   | 23.3   |
| 每股(Rmb)           | 12/11  | 12/12  | 12/13E  | %        | 12/14E | %       | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 每股收益(UBS 稀释后)     | 0.74   | 0.36   | 0.48    | 34.8     | 0.68   | 41.8    | 0.90   | 1.16   | 1.40   |
| 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   | 1.16   | 1.40   |
| EPS(UBS, 基本)      | 0.74   | 0.36   | 0.48    | 34.8     | 0.68   | 41.8    | 0.90   | 1.16   | 1.40   |
| 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   | 5.95   | 7.35   |
| 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)     | 12/11  | 12/12  | 12/13E  | %        | 12/14E | %       | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 现金和现金等价物          | 168    | 525    | 1,173   | 123.4    | 4,050  | 245.2   | 4,907  | 6,118  | 7,633  |
| 其他流动资产            | 612    | 1,526  | 5,032   | 229.8    | 3,113  | -38.1   | 3,643  | 4,285  | 5,001  |
| 流动资产总额            | 780    | 2,051  | 6,205   | 202.5    | 7,163  | 15.4    | 8,550  | 10,403 | 12,635 |
| 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 | 13,712 | 15,639 |
| 应付账款和其他短期负债       | 478    | 1,251  | 3,715   | 197.1    | 4,326  | 16.4    | 5,043  | 5,911  | 6,880  |
| 短期债务              | 199    | 1,174  | 2,804   | 138.75   | 2,804  | 0.00    | 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  | 8,715  | 9,684  |
| 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  | 9,655  | 10,625 |
| 普通股股东权益           | 565    | 1,677  | 2,041   | 21.7     | 2,475  | 21.3    | 3,048  | 3,784  | 4,676  |
| 少数股东权益            | 102    | 124    | 146     | 18.1     | 178    | 21.8    | 220    | 273    | 339    |
| 负债和权益总计           | 1,369  | 5,166  | 9,646   | 86.7     | 10,723 | 11.2    | 12,055 | 13,712 | 15,639 |
| 现金流量表(Rmb 百万)     | 12/11  | 12/12  | 12/13E  | %        | 12/14E | %       | 12/15E | 12/16E | 12/17E |
| 净利润(支付优先股股息前)     | 152    | 207    | 306     | 48.1     | 434    | 41.8    | 573    | 736    | 892    |
| 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    | 243    |
| 其他营业性现金流          | 14     | 17     | 68      | 313.2    | 163    | 139.0   | 107    | 91     | 68     |
| 经营性现金流            | 184    | 563    | (371)   | -        | 3,424  | -       | 1,179  | 1,379  | 1,547  |
| 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     | 54     | 65     |
| 投资性现金流            | (169)  | (544)  | (595)   | -9.4     | (389)  | 34.5    | (222)  | (85)   | 27     |
| 已付股息              | 0      | 0      | 0       | -        | 0      | -       | 0      | 0      | 0      |
| 股份发行/回购           | 1      | 0      | 469     | -        | 0      | -       | 0      | 0      | 0      |
| 其他融资性现金流          | (20)   | (42)   | (73)    | -73.63   | (157)  | -116.90 | (100)  | (83)   | (58)   |
| 债务及优先股变化          | (1)    | 99     | 1,629   | 1,550.37 | 0      | -       | 0      | 0      | 0      |
| 融资性现金流            | (20)   | 57     | 2,026   | 3457.5   | (157)  | -       | (100)  | (83)   | (58)   |
| 现金流量中现金的增加/(减少)   | (5)    | 76     | 1,060   | 1290.7   | 2,877  | 171.5   | 857    | 1,211  | 1,515  |
| 外汇/非现金项目          | -      | 281    | (412)   | -        | 0      | -       | 0      | 0      | 0      |
| 资产负债表现金增加/(减少)    | -      | 357    | 648     | 81.3     | 2,877  | 344.1   | 857    | 1,211  | 1,515  |

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         | 40.4          | 28.5          | 21.6          | 16.8          | 13.9          |
| 市盈率 (UBS, 稀释后)           | - | 13.5         | 25.0         | 40.4          | 28.5          | 21.6          | 16.8          | 13.9          |
| 股价/每股现金收益                | - | 10.5         | 8.9          | 20.7          | 16.8          | 13.9          | 11.6          | 10.0          |
| 权益自由现金流 (UBS) 收益率 %      | - | 4.6          | 0.7          | (8.0)         | 24.3          | 7.4           | 10.0          | 12.2          |
| 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          | 6.1           | 5.0           | 4.1           | 3.3           | 2.6           |
| 企业价值/营业收入(核心)            | - | 1.4          | 0.9          | 2.4           | 1.6           | 1.2           | 0.9           | 0.7           |
| 企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)       | - | 7.6          | 6.2          | 18.3          | 10.9          | 8.8           | 6.6           | 4.9           |
| 企业价值/息税前利润(核心)           | - | 9.0          | 12.7         | 29.1          | 15.2          | 12.0          | 8.6           | 6.2           |
| 企业价值/经营性自由现金流(核心)        | - | 8.3          | 7.4          | NM            | 7.8           | 8.9           | 6.6           | 4.8           |
| 企业价值/运营投入资本              | - | -            | 2.7          | 4.3           | 4.1           | 7.1           | 8.1           | NM            |
| <b>企业价值 (Rmb 百万)</b>     | - | <b>12/11</b> | <b>12/12</b> | <b>12/13E</b> | <b>12/14E</b> | <b>12/15E</b> | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> |
| 市值                       | - | 1,933        | 3,562        | 12,367        | 12,367        | 12,367        | 12,367        | 12,367        |
| 净债务 (现金)                 | - | 31           | 872          | 1,853         | (1,024)       | (1,880)       | (3,092)       | (4,607)       |
| 少数股东权益                   | - | 102          | 124          | 146           | 178           | 220           | 273           | 339           |
| 养老金拨备/其他                 | - | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>企业价值总额</b>            | - | <b>2,065</b> | <b>4,557</b> | <b>14,366</b> | <b>11,521</b> | <b>10,706</b> | <b>9,548</b>  | <b>8,098</b>  |
| - 非核心资产                  | - | (24)         | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>核心企业价值</b>            | - | <b>2,042</b> | <b>4,557</b> | <b>14,366</b> | <b>11,521</b> | <b>10,706</b> | <b>9,548</b>  | <b>8,098</b>  |
| <b>增长率(%)</b>            | - | <b>12/11</b> | <b>12/12</b> | <b>12/13E</b> | <b>12/14E</b> | <b>12/15E</b> | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> |
| 营业收入                     | - | -            | NM           | 14.1          | 18.8          | 18.7          | 18.1          | 16.8          |
| 息税折旧摊销前利润(UBS)           | - | -            | 171.0        | 7.4           | 35.0          | 14.5          | 18.6          | 14.2          |
| 息税前利润(UBS)               | - | -            | 58.0         | 37.7          | 53.5          | 18.0          | 23.7          | 17.6          |
| 每股收益(UBS 稀释后)            | - | -            | -51.7        | 34.8          | 41.8          | 31.9          | 28.5          | 21.3          |
| 每股股息净值                   | - | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>利润率与盈利能力(%)</b>       | - | <b>12/11</b> | <b>12/12</b> | <b>12/13E</b> | <b>12/14E</b> | <b>12/15E</b> | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> |
| 毛利率                      | - | 20.2         | 17.6         | 19.2          | 20.6          | 21.5          | 21.9          | 22.0          |
| 息税折旧摊销前利润率               | - | 18.5         | 13.6         | 12.8          | 14.6          | 14.1          | 14.1          | 13.8          |
| 息税前利润率                   | - | 15.5         | 6.7          | 8.1           | 10.4          | 10.4          | 10.9          | 10.9          |
| 净利 (UBS) 率               | - | 10.4         | 3.9          | 5.0           | 6.0           | 6.6           | 7.2           | 7.5           |
| ROIC (EBIT)              | - | -            | 21.4         | 14.7          | 26.7          | 59.3          | 93.9          | 189.3         |
| 税后投资资本回报率                | - | -            | 17.1         | 11.3          | 20.5          | 45.4          | 72.0          | NM            |
| 净股东权益回报率(UBS)            | - | -            | 18.4         | 16.5          | 19.2          | 20.7          | 21.5          | 21.1          |
| <b>资本结构与覆盖率</b>          | - | <b>12/11</b> | <b>12/12</b> | <b>12/13E</b> | <b>12/14E</b> | <b>12/15E</b> | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> |
| 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)        | (76.2)        | (91.9)        |
| 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         | 12.9          | (8.9)         | (17.6)        | (32.4)        | (56.9)        |
| 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           | 13.4          | 22.2          |
| 股息保障倍数 (UBS)             | - | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -             |
| 股息支付率 (UBS) %            | - | -            | -            | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>    | - | <b>12/11</b> | <b>12/12</b> | <b>12/13E</b> | <b>12/14E</b> | <b>12/15E</b> | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> |
| 其他                       | - | 1,462        | 5,358        | 6,113         | 7,263         | 8,621         | 10,184        | 11,897        |
| <b>总计</b>                | - | <b>1,462</b> | <b>5,358</b> | <b>6,113</b>  | <b>7,263</b>  | <b>8,621</b>  | <b>10,184</b> | <b>11,897</b> |
| <b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b> | - | <b>12/11</b> | <b>12/12</b> | <b>12/13E</b> | <b>12/14E</b> | <b>12/15E</b> | <b>12/16E</b> | <b>12/17E</b> |
| 其他                       | - | 227          | 358          | 493           | 758           | 894           | 1,105         | 1,300         |
| <b>总计</b>                | - | <b>227</b>   | <b>358</b>   | <b>493</b>    | <b>758</b>    | <b>894</b>    | <b>1,105</b>  | <b>1,300</b>  |

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  | +15.7% |
| 预测股息收益率 | 0.0%   |
| 预测股票回报率 | +15.7% |
| 市场回报率假设 | 9.4%   |
| 预测超额回报率 | +6.3%  |

---

## 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](http://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 <sup>1</sup> | 投资银行服务 <sup>2</sup> |
|------------|--------------------------------------|-----------------|---------------------|
| 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 <sup>3</sup> | 投资银行服务 <sup>4</sup> |
| 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述及内容的限制。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

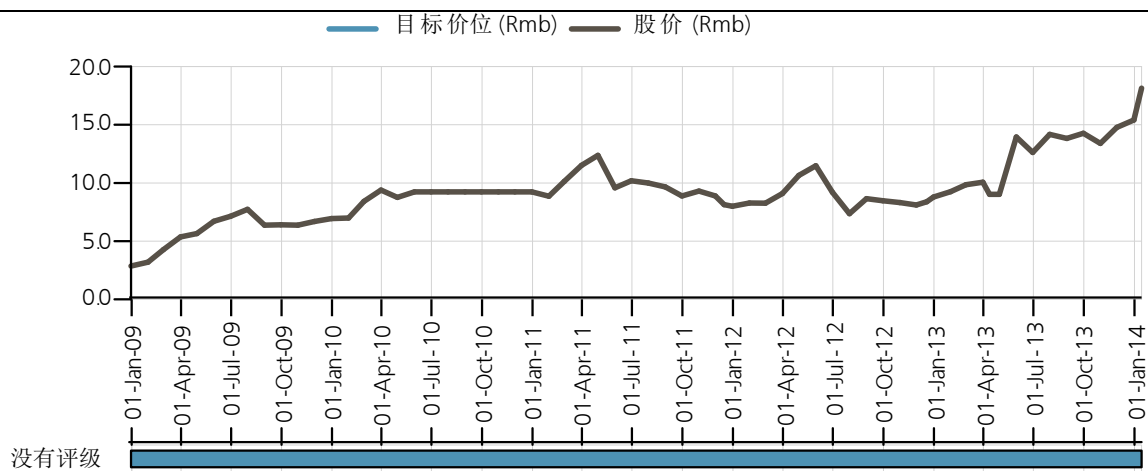
| 公司名称 | 路透        | 12 个月评级 | 短期评级 | 股价       | 定价日期及时间          |
|------|-----------|---------|------|----------|------------------|
| 均胜电子 | 600699.SS | 未予评级    | 不适用  | Rmb18.14 | 2014 年 01 月 14 日 |

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 1 月 14 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前述情形之任何地区、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受的损失(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人员沟通。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。瑞银可能发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行为监管局(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)和金融市场管理局(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(CNMMV)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) Oddział 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编制,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行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券管理局(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股份有限公司,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。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd.(mica (p) 107/09/2013和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,一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,一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,出版人及发布者。**澳大利亚:** 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从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**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对象或元素。© 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。