

均胜电子 (600699.SH) 汽车零部件行业

评级: 增持 首次评级

公司研究简报

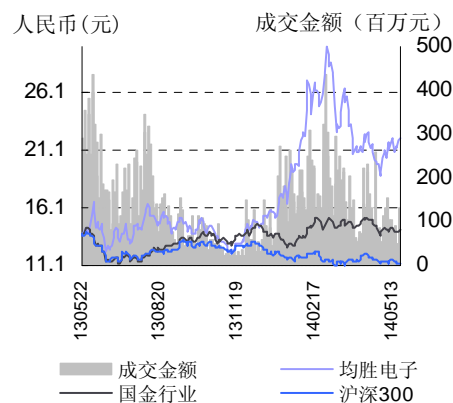
市价(人民币): 21.97元

亮点诸多的汽车电子领军者

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	242.82
总市值(百万元)	14,096.97
年内股价最高最低(元)	30.16/12.11
沪深300指数	2130.87
上证指数	2021.29



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.357	0.454	0.620	0.795	0.969
每股净资产(元)	2.90	3.60	4.45	5.24	6.21
每股经营性现金流(元)	1.05	1.02	0.59	1.45	1.69
市盈率(倍)	61.54	48.39	35.44	27.64	22.67
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	15.11	15.11	15.11
净利润增长率(%)	36.40%	39.72%	36.38%	28.25%	21.88%
净资产收益率(%)	12.33%	12.63%	13.92%	15.15%	15.59%
总股本(百万股)	579.05	636.14	636.14	636.14	636.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **均胜电子是中国汽车电子领军者:** 均胜电子于2009年通过并购上海华德实施了扩张和整合国内市场, 2011年又通过并购德国普瑞实现了全球化和转型升级的战略目标。公司13年收入约61亿元, 净利润约2.9亿元, 收入和利润的60%以上来源于德国普瑞的汽车电子业务, 近两年收入和利润增长均较为快速。
- **汽车电子具备全球化竞争优势, 有望充分受益行业发展浪潮:** 公司(普瑞)在空调控制和驾驶控制系统领域均具备全球领先的技术和市场优势, 配套客户主要为宝马、大众、奥迪、福特、通用等全球领先的汽车厂商。德国普瑞在欧洲市场有望平稳增长, 主要开拓国内市场的普瑞均胜未来有望持续高增长, 美国市场也将增长较快。综合判断, 公司汽车电子业务有望实现快速增长, 预计今年收入有望达约47亿元, 同比增长约20%。
- **依托新能源汽车, BMS有望实现快速发展:** BMS(电池管理系统)是新能源汽车电控系统的核心之一。公司是全球最早进入BMS领域的零部件企业之一, 目前为宝马i系列独家配套。宝马公司预计, 今年i3销量有望超过1万辆, 我们预计公司今年BMS收入约为1-1.5亿元。而且, 公司还将积极拓展除宝马以外全球级整车客户, BMS有望成公司未来业绩新的增长点。
- **加快国内外市场拓展, PIA有望持续快速增长:** 公司创新自动化生产线(PIA)已经具备成熟的技术, 并已获得全球领先厂商如博世、西门子、天合、李尔、采孚埃等的认可。公司未来将进一步加强全球性客户的拓展, 同时也将积极开拓拥有巨大机遇的国内市场, PIA有望继续实现快速增长, 我们预计, 今年PIA收入有望达约3亿元, 同比增长约30%。
- **整合效应逐步显现, 整体盈利能力有望提升:** 随着公司收购德国普瑞后进行全球性的生产、研发和采购整合, 公司应能显著降低人工成本、研发费用和采购费用等, 整合效应将逐步显现。而且, 公司还将推进税务统筹、降低公司整体税率。综合判断, 公司未来盈利能力有望持续提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预计, 公司14-16年实现EPS分别为0.62、0.80和0.97元。公司是A股汽车电子行业最为纯粹、较为优质的标的, 具有稀缺性。且公司未来亮点颇多, 在汽车电子、新能源汽车BMS、创新自动化生产线、涡轮增压进气系统等诸多新兴领域均有望实现快速增长。公司当前股价对应14年约35倍PE, 估值较为合理, 综合考虑, 首次覆盖给予“增持”评级。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjqz.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjqz.com.cn

内容目录

均胜电子：中国汽车电子领军者	3
汽车电子：具备国际性竞争优势，有望充分受益行业发展浪潮.....	4
BMS：依托新能源汽车，有望实现快速发展	6
创新自动化生产线：加快国内外市场拓展，有望继续快速增长.....	8
功能件和内外饰：持续优化产品结构，有望实现平稳增长	9
盈利能力：整合效应逐步显现，盈利能力有望持续提升	11
盈利预测与投资建议	12
附录：三张报表预测摘要	15

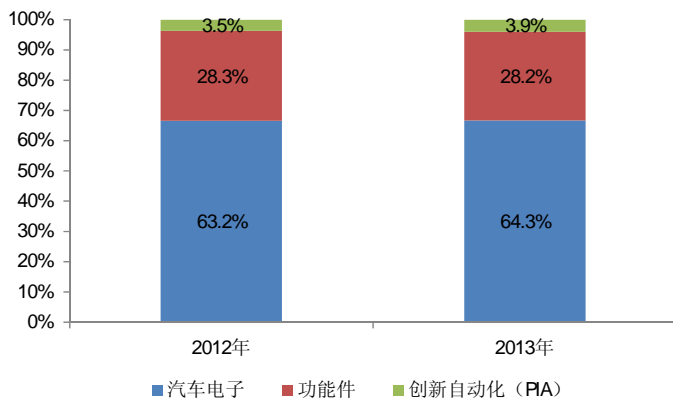
图表目录

图表 1：公司近年收入构成.....	3
图表 2：公司近年毛利构成.....	3
图表 3：公司近年营业收入及增速（百万元）	3
图表 4：公司近年毛利及增速（百万元）	3
图表 5：德国普瑞收入构成（2013）	5
图表 6：全球空调控制系统市场份额（2010）	5
图表 7：电控系统示意图	7
图表 8：宝马 i3 外观图	8
图表 9：宝马 i8 外观图	8
图表 10：公司 2011 年以来创新自动化生产线收入及增速（百万元）	9
图表 11：均胜电子主要子公司情况.....	10
图表 12：公司 2012 年以来功能件收入（百万元）	11
图表 13：2012 年以来公司毛利率及净利率情况	12
图表 14：汽车电子及机器人行业可比公司估值情况（2014 年 5 月 22 日） ..	13
图表 15：公司分业务收入及盈利预测	14

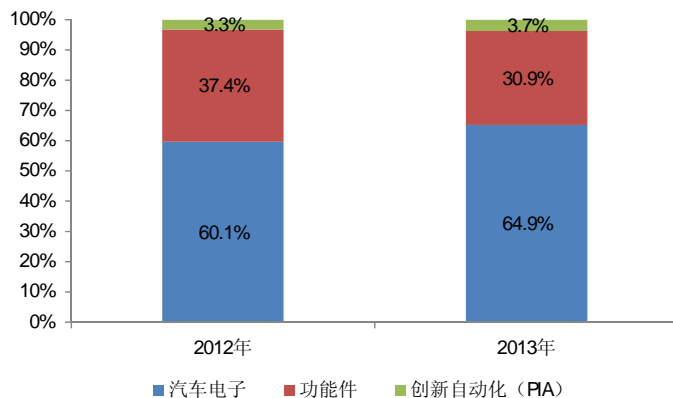
均胜电子：中国汽车电子领军者

- 均胜电子成立于 2004 年，2008 年成为大众 A 级供应商和通用的全球供应商，公司于 2009 年通过并购上海华德实施了扩张和整合国内市场。2010 年公司与德国普瑞合作，成立宁波普瑞均胜，开拓国内汽车电子市场。2011 年，公司又通过并购德国普瑞实现了全球化和转型升级的战略目标。目前，公司已在 6 个国家拥有 8 个生产基地，实现了与整车厂的全球配套。公司立志于成长为全球优秀汽车生产商最可信赖的合作伙伴，并在细分市场推动驾驶行为的变革，成为汽车智能技术的创新者和领导者。
- 公司目前收入和利润主要来源于德国普瑞的汽车电子业务：公司目前收入和业绩主要来源于德国普瑞的汽车电子业务，公司汽车电子业务收入和毛利占比均在 65%左右。其次为功能件业务（包括内外饰和内部抵销），收入和毛利占比均约 30%。由于德国普瑞目前业务仍主要在海外，因此公司海外收入占比较高（70%以上）。

图表1：公司近年收入构成



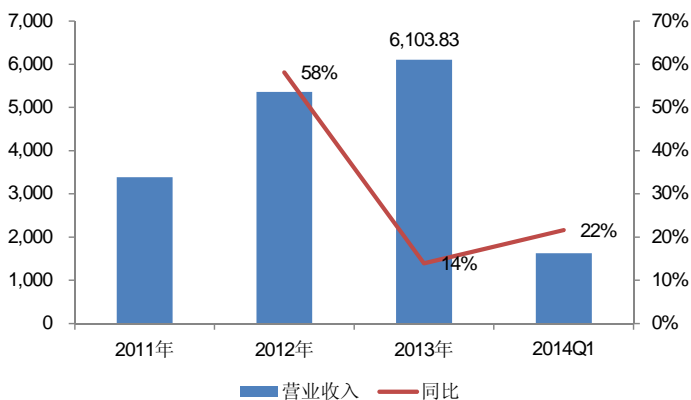
图表2：公司近年毛利构成



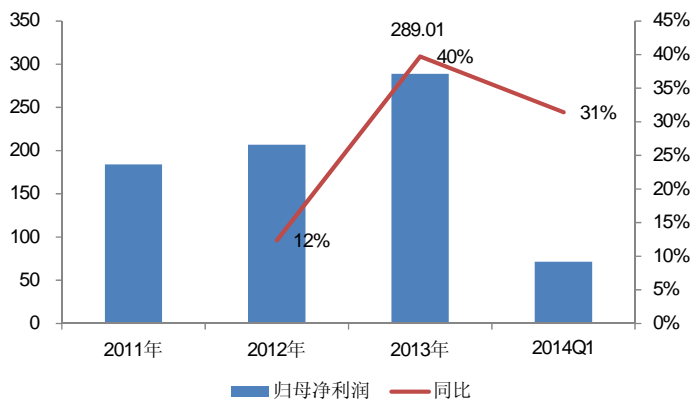
来源：公司公告、国金证券研究所（备注：功能件已合并内外饰和内部抵销）

- 公司近两年收入和利润增长较快：公司近两年收入和利润增长均较为快速，2012 年因为收购德国普瑞并表实现了较高增长。2013 年公司收入达约 61 亿元，净利润接近 3 亿元，同比分别增长 14%和 40%。今年一季度，公司收入和利润延续较快增长，增速分别约 22%和 31%。

图表3：公司近年营业收入及增速（百万元）



图表4：公司近年毛利及增速（百万元）



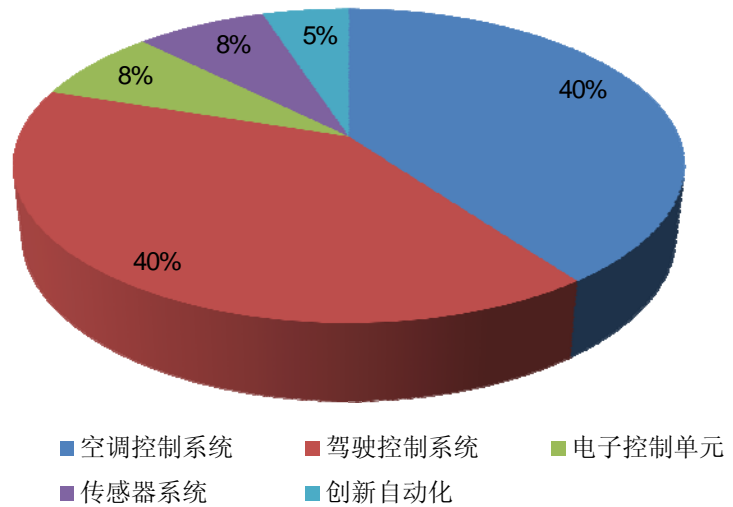
来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司具备突出的技术和客户资源等竞争优势：**公司通过并购德国普瑞，在汽车电子领域具备极为突出的技术和客户资源优势。此外，公司通过引入自动化生产解决方案，进一步提升了传统功能件业务的生产效率和质量控制水平，并由此具备了较好的生产和成本优势。
 - **技术领先优势：**从 1988 年起，均胜（普瑞）就开始为宝马和奥迪提供驾驶控制系统等汽车电子类产品。经过 20 多年的发展，均胜的驾驶控制系统在德系高端车市场处于绝对领导地位。此外，公司近年与宝马在新能源汽车 BMS 领域进行合作（独家）更突出证明了公司在新兴领域也具备极强的技术实力。
 - **客户资源优势：**公司前五大客户为宝马、大众（包括奥迪）、通用、福特和奔驰，占 2013 年营业收入的比例约为 66%。空调系统方面，公司主要配套保时捷、宝马、福特、大众；驾驶系统方面，公司为德系品牌宝马配套 idrive 系统，为奥迪配套 MMI 系统等，而且公司正逐步由德系品牌向其他欧美品牌进行拓展。
 - **生产和成本优势：**从上世纪 80 年代初，德国普瑞就开始推行自动化生产，在生产效率和质量控制方面一直处于行业的领先地位。通过引入这些自动化生产解决方案，公司有效提高了传统功能件业务的生产效率和质量控制水平。
- **公司未来发展战略：**目前，公司通过海外并购已经完成了从传统功能件到高端汽车电子的拓展。未来，公司将通过内生和外延并重的模式继续拓展汽车电子业务，继续成为该领域的领军者。未来，公司将在汽车电子（特别是人车交互方向）、**电池电源管理系统（BMS）、创新自动化生产线等领域大力拓展，并力争实现技术和市场份额全球领先。**在传统功能件领域，公司将持续优化产品结构，加快拓展涡轮增压配件等具有高技术壁垒的产品。公司目标 2014 年营业收入达到 70 亿元，同比增长约 15%。

汽车电子：具备国际性竞争优势，有望充分受益行业发展浪潮

- **全球汽车电子化趋势方兴未艾：**在汽车轻量化、智能化和电动化趋势的推动下，汽车电子的整体市场规模增长迅速，各大汽车厂商也将汽车电子作为差异化竞争的重点。根据 Strategy Analytics 测算，2020 年全球汽车电子规模将达到 3000 亿美元。赛迪统计，我国汽车电子市场从 2007 年的 1216 亿元增长到 2012 年的 2672 亿元，5 年内增长超过一倍；并预计到 2015 年，中国汽车电子市场规模将突破 4000 亿，复合增速达到 15%。
- **公司汽车电子业务主要为空调系统和驾驶系统：**德国普瑞业务主要为汽车电子，收入占比约为 95%，汽车电子业务又可分为四部分——空调控制系统，驾驶控制系统，电子控制单元和传感器系统。其中，空调控制系统和驾驶控制系统是最主要的汽车电子业务，收入占比均约 40%。电子控制单元（ECU）收入占比约为 7-8%，包括为新能源汽车配套的 BMS 系统，这是普瑞未来发展的重点，也是公司未来增速最快的汽车电子业务。

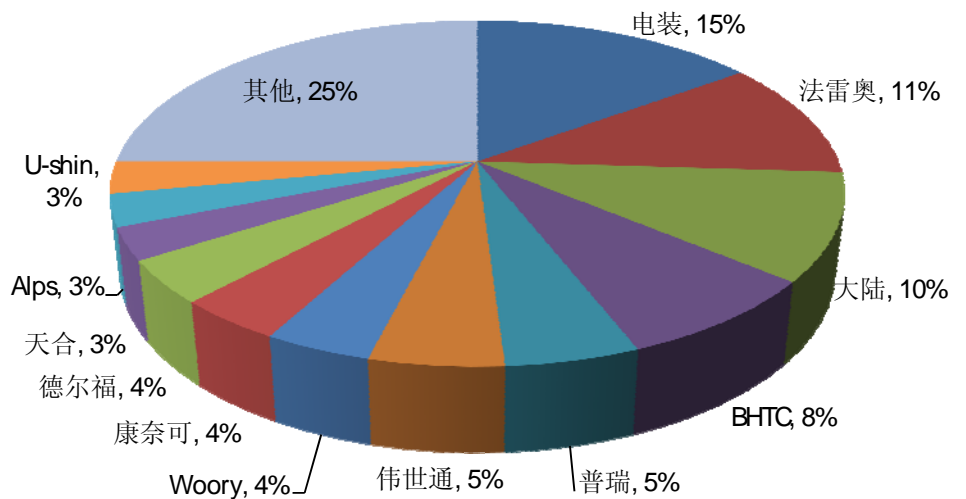
图表5: 德国普瑞收入构成 (2013)



来源: 国金证券研究所

- 公司在空调控制系统领域具备全球领先地位:** 公司 (德国普瑞) 是全球领先的空调控制系统供应商, 全球份额约 5%, 居于全球第五。公司拥有超过 20 年研发生产汽车空调控制系统的经验, 掌握温度控制、汽车架构系统等核心技术, 是全球主流整车厂商宝马、大众、奥迪、福特、通用等的重要供应商。

图表6: 全球空调控制系统市场份额 (2010)



来源: HIS、公司公告、国金证券研究所

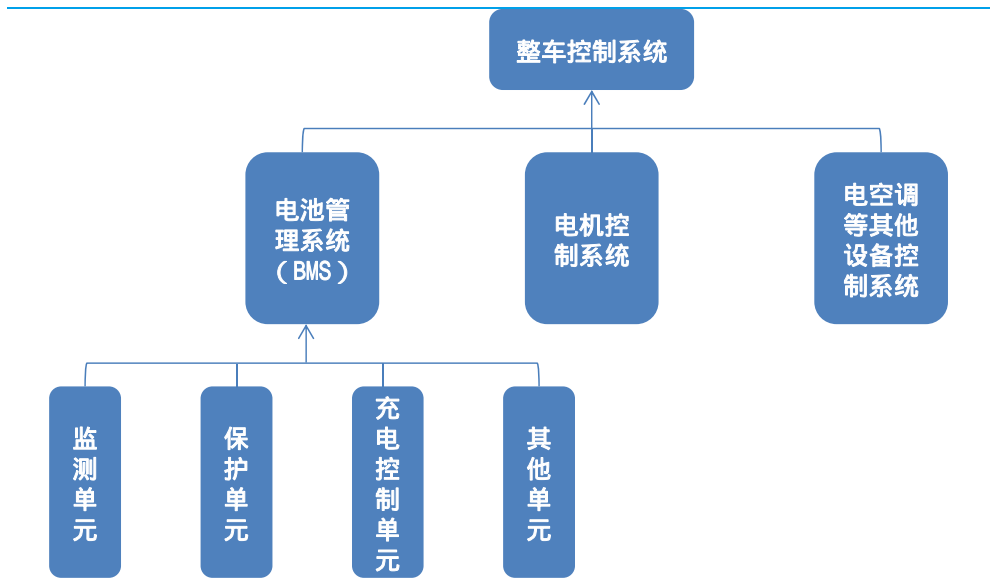
- 公司在驾驶控制系统方面同样具备技术和市场领先优势:** 公司在汽车驾驶控制系统方面主要专注于中控台、方向盘控制单元、仪表控制单元等领域。目前, 公司中控台业务已为宝马配套 idrive 系统和为奥迪配套 MMI 系统等, 并由此占据突出的技术领先地位。而且, 公司正逐步由德系品牌向其他欧美品牌进行拓展。此外, 公司在方向盘控制系统领域也已具备全球领先的市场地位, 目前占据全球约 10% 的份额。

- **德国普瑞未来有望维持稳健增长：**德国普瑞汽车电子业务发展迅速，销售收入从 2005 年的 2.2 亿欧元增长至 2013 年 5.2 亿欧元，最近四年复合增速超过 20%。目前，普瑞客户主要为宝马、大众、奔驰和通用，合计收入占比在 90% 以上。公司 50% 以上是欧洲市场，目前欧洲市场总体较为平稳。预计未来 5 年，德国普瑞仍有望保持 10% 以上的收入增长，增速超过行业整体增速。
- **普瑞国内市场有望实现高速增长，美国市场也将增长较快：**2010 年，均胜电子与德国普瑞合资成立了普瑞均胜，主要是为了拓展国内汽车电子业务。由于国内市场为全新市场，依托普瑞在欧洲市场的领先地位和较高市场份额，普瑞均胜有望在国内市场均取得突出表现。此外，普瑞美国也有望实现快速增长。
 - 据了解，普瑞均胜 13 年收入约 2 亿元，目前主要为南北大众、上海通用等合资品牌进行配套，配套车型包括斯柯达野帝、polo、明锐、MQB 平台车型等主流车型。MQB 平台则是代表了大众目前最高技术标准的全新平台，其中高尔夫 A7 月销量已达约 1 万辆，预计至 2017 年 MQB 平台汽车的产量将达约 400 万辆，未来空间极为广阔。而且，普瑞均胜今年还有望为宝马全球进行配套。综合判断，普瑞均胜未来两年均有望实现翻倍增长。
 - 普瑞在美国市场也正加快开拓力度，主要配套福特、通用两大厂商，未来有望保持 20% 以上的快速增长。
- **我们认为，公司（普瑞）在空调控制系统和驾驶控制系统这两大汽车电子领域均具备全球领先的技术和市场优势，随着未来全球汽车电子迎来快速发展浪潮，且公司正在加快中国和美国市场的拓展力度，公司汽车电子业务有望实现快速增长。我们预计，公司今年汽车电子收入有望达约 47 亿元，同比增长约 20%。**

BMS：依托新能源汽车，有望实现快速发展

- **BMS 是新能源汽车电控系统核心之一：**电控系统是新能源汽车的三大核心系统之一，主要包含电池管理系统（BMS）、电机控制系统、电空调等其他设备控制系统三大部分。BMS 通常被称为电动汽车动力电池系统的“大脑”，它是衔接电池组和整车系统、充电机的重要纽带，它主要可以实现准确估测动力电池组的荷电状态（SOC）、动态监测和电池间的均衡等功能，从而实现延长动力电池使用寿命的目的。

图表7: 电控系统示意图



来源：互联网、国金证券研究所

- **全球新能源汽车发展如火如荼，BMS 市场空间广阔：**我们认为，全球新能源汽车正步入快速发展时期，全球主要国家均已制定了宏伟的新能源汽车发展规划。特斯拉的成功更是极大地提升了市场对于新能源汽车的关注度，全球主流汽车厂商也已纷纷加入到新能源汽车发展的大潮中。除宝马推出了全新新能源汽车子品牌 i 系列以外，其他主流车企如大众、奥迪、福特、通用、丰田等均已发布了多款新能源汽车车型，并将新能源汽车作为未来重点发展的方向。由此可见，未来全球新能源汽车以及相应的 BMS 市场空间均将极为广阔。
- **公司为宝马新能源汽车独家供应 BMS，未来有望随宝马加快发展：**公司是全球最早进入新能源电控 BMS 领域的零部件企业之一。目前，公司已与宝马汽车展开了深度合作，公司为其最新的 i 系列新能源汽车独家提供 BMS。由此可见，公司在新能源汽车 BMS 领域具备突出的竞争力。目前，由于全球新能源汽车行业尚未大规模放量，BMS 业务占公司（德国普瑞）的收入比重还很小。宝马公司预计，今年 i3 全球销量将超过 1 万辆，我们预计，宝马今年将为公司 BMS 业务贡献收入约 1-1.5 亿元。至 2020 年，宝马 i 系列新能源汽车产量预计将达 10 万辆，有望为公司带来更大增量。
- 宝马 i3 纯电动车已于 13 年 11 月在欧洲上市，今年 4 月，宝马 i3 也已在美国、日本上市，预计今年二季度，宝马 i3 将在中国上市。据盖世汽车网报道，截至今年 4 月，宝马 i3 总产量约为 5000 辆，而订单量就已超过 1.1 万辆。由于需求旺盛，宝马已将 i3 的日产量从 70 辆提高到 100 辆，宝马预计今年 i3 的全球销量将超过 1 万辆。
- 另外，宝马 i8 插电式混合动力汽车将在今年 6 月首先在欧洲上市，并随后在其他市场上市。从长远规划来看，宝马公司表示至 2020 年，宝马 i 系列新能源汽车总产量可能达到 10 万辆，由此将为公司 BMS 业务带来巨大增量。

图表8: 宝马 i3 外观图



来源: 搜狐汽车、国金证券研究所

图表9: 宝马 i8 外观图

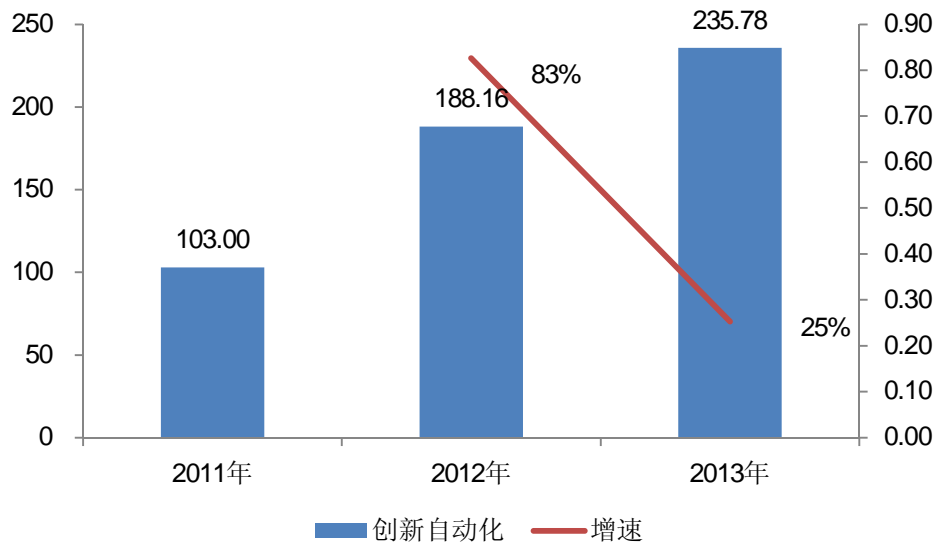


- **积极拓展除宝马外全球级整车客户，BMS 有望成公司未来新增长点：**此外，公司在 13 年年报中披露，公司在 14 年将继续加大在 BMS 领域的研发投入，进行新一代 BMS 的开发，进一步提高电池的使用寿命和效率、缩短充放电时间以达到降低成本和提高安全性的目的。除现有客户——宝马以外，公司也将在全球范围内积极拓展新的整车厂商客户，争取在今年顺利发展 2-3 家新的全球级整车客户。而且，公司还将积极探索将 BMS 应用于其他电池领域。由此判断，BMS 业务未来成长空间巨大，有望成公司未来新的业绩增长点。

创新自动化生产线：加快国内外市场拓展，有望继续快速增长

- **公司创新自动化生产线业务已进入全球性工业制造商供应链：**公司的创新自动化生产线（PIA）业务起步于 1982 年。经过 20 多年的发展，公司在关键制造环节如切割、焊接、装配等，都已经具备成熟的技术和完善的服务体系，特别是在机器人智能识别、工业控制技术和质量追溯技术等领域的实力已获得了全球领先零部件供应商的认可。目前，公司主要客户为世界级工业产品制造商，包括博世、西门子、天合、李尔、采孚埃等。
- **13 年公司创新自动化生产线业务实现了快速增长：**2012 年，公司创新自动化收入约 1.9 亿元，2013 年增长 25%至 2.4 亿元左右，增速为公司各业务板块中最高。2013 年，该业务增量主要来自于德国西门子、美国天合、德国采埃孚等全球工业企业的自动化定制生产线订单。

图表10: 公司 2011 年以来创新自动化生产线收入及增速 (百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **国内工业机器人发展迎来巨大机遇, 公司 PIA 业务有望继续快速增长:** 公司公告披露, 公司今年对 PIA 产品系进行了重新规划, 使其成为独立的业务部门, 该业务也将成为公司未来发展的重点之一。一方面, 公司将进一步加强对全球性客户的拓展, 保持对欧美高端客户的高增速; 另一方面, 中国制造业正迎来产业升级的巨大机遇, 公司将加大在中国地区的投入, 积极开拓本土市场。我们认为, 依托于全球客户的进一步拓展和国内市场的大力开拓, 公司 PIA 业务有望继续实现快速增长。我们预计, 公司今年 PIA 业务收入有望达约 3 亿元, 同比增长约 30%。

 - 中国目前正处于工业化发展的后期阶段和经济结构转型的关键时期, 未来维持经济增长的动力需要依赖制造业企业持续的技术创新和效率提升, 同时, 在“人口红利”逐渐消失、劳动力成本趋势性上升的压力和政府政策“鼓励与扶持”的大环境下, 我国工业机器人市场有望维持快速增长趋势。

功能件和内外饰: 持续优化产品结构, 有望实现平稳增长

- **公司在传统汽车功能件领域具有国内领先优势:** 公司汽车功能件业务主要包括发动机功能件 (发动机进气管路系统、涡轮增压器管) 和内外饰件 (车身清洗系统、空气管理系统、汽车内外后视镜、前散热格栅) 等, 旗下从事功能件业务的子公司主要有宁波均胜、长春均胜、华德塑料和华德奔源等。公司在传统功能件领域具备领先优势, 在多个细分市场具有领导力, 配套客户主要为南北大众、上海通用等合资厂商。

 - 宁波均胜 (均胜汽车电子股份有限公司) 主要生产风窗洗涤系统、出风口系列、发动机进气管系列、风道、内饰等。主要客户为一汽大众、上海大众、通用全球等整车厂商, 也有延峰伟世通、佛吉亚中国等大型零部件厂商。公司发动机进气管国内市场占有率第一。
 - 华德塑料主要生产内、外饰件和功能件。外饰件有格栅模块、尾门拉手模块、外门把手模块、风窗饰件模块。内饰件有饰柱模块、中央通道模块、顶棚模块。功能件有加油小门模块、发动机零件模块、前后端功能模块。华德塑料旗下拥有子公司上海麟刚汽车后视镜公司, 主要生产汽车后视镜, 是上海大众的 A 级供应商。

- 长春均胜主要产品为洗涤器、连接管、内饰件等，主要承接均胜股份和华德塑料部分产品的生产。

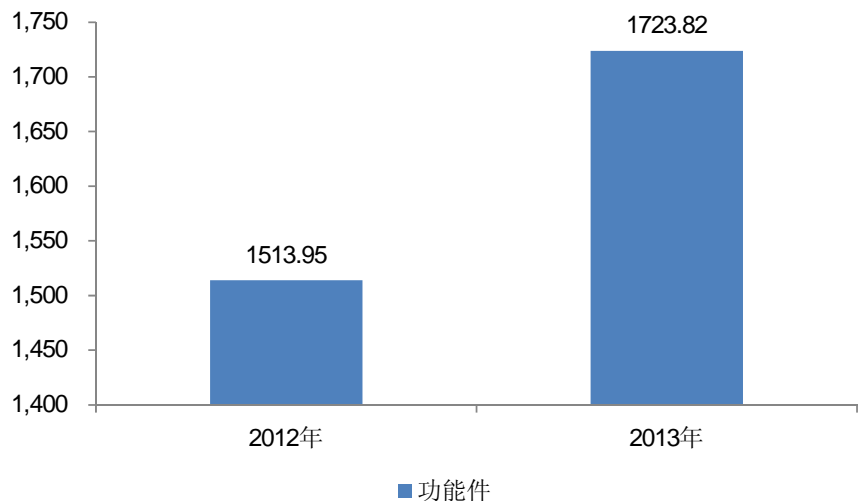
图表11: 均胜电子主要子公司情况

子公司	持股比例 (%)	主营业务	主要客户	总资产 (万元)	营收 (万元)
宁波均胜	75 (直接) 25 (间接)	风窗洗涤系统、出风口系列、发动机进气管系列、风道、内饰等	一汽大众、上海大众、通用全球、延峰伟世通、佛吉亚等	106,253.24	81,092.38
华德塑料	82.3 (直接) 12.7 (间接)	内、外饰件和功能件	上海大众	80,070.50	83,066.71
长春均胜	100	橡塑制品、汽车配件、发动机进气增压器、车身电子控制系统、电子元件	一汽大众	28,222.73	56,950.30
上海华德奔源	100	汽车后视镜		668.37	4,560.26
博声电子	100	车载娱乐系统 (以海外多功能车载 DVD 为主) 和倒车雷达系统			

来源: 公司公告、国金证券研究所

- **新产品涡轮增压进排气系统实现进口替代, 有望持续高增长:** 公司于去年研发成功了涡轮增压进排气系统, 突破了国外企业的技术壁垒 (此前只有德国大陆等可以生产), 并实现了进口替代, 目前 90% 供应大众、宝马, 今年还将配套 PSA、长城。该产品技术壁垒较高, 技术难度主要在于工艺要求高 (耐高温高压, 轻量化要求)。公司涡轮增压进排气系统业务增长迅速, 去年实现 30 万套的销量 (去年产能即为 30 万套), 今年产能将达 60 万套, 预计今年销量也有望实现翻倍增长。该业务也有望成为功能件板块中发展较为迅速的业务。
 - 根据霍尼韦尔预计, 2013 年, 中国涡轮增压器的市场规模约为 500 万台, 涡轮增压器在汽车中的市场渗透率约为 22%, 至 2018 年有望翻倍增长至 1000 万台。相应地, 涡轮增压进排气系统等相关产品未来市场空间也将极为广阔。
- **持续优化产品结构, 未来有望实现平稳增长:** 2012 年, 公司功能件收入约 15 亿元, 2013 年增长 14% 至 17 亿元。公司近年对产品线持续进行有针对性的调整, 主动退出了部分 “三低” (低价、低技术含量、低毛利) 并且存在恶性价格战风险的领域, 而将精力集中在技术壁垒较高且公司具备一定优势的产品, 如涡轮增压进排气系统、洗涤壶、空调风道和出风口、后视镜等。我们认为, 随着公司对产品结构的进一步优化, 公司传统汽车功能件业务有望实现平稳较快增长。

图表12: 公司 2012 年以来功能件收入 (百万元)

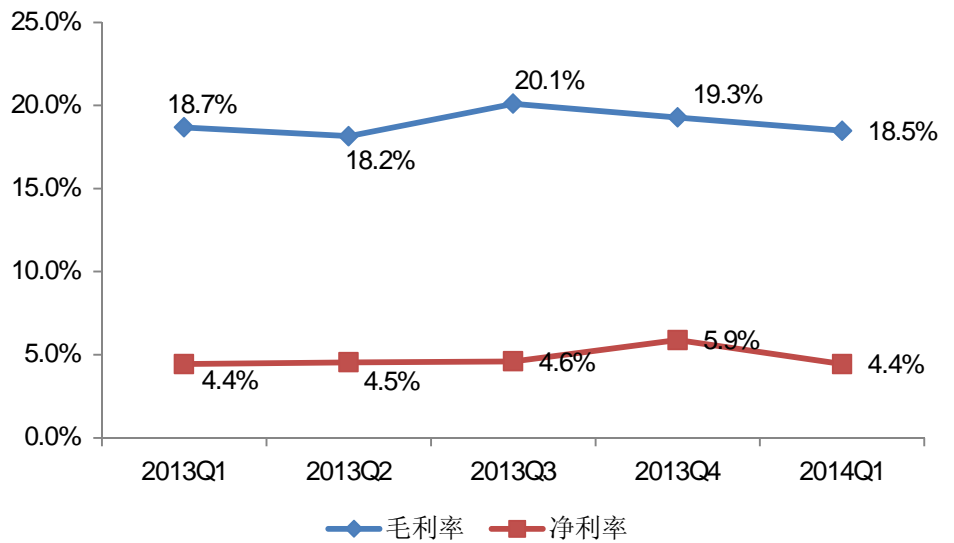


来源: 公司公告、国金证券研究所 (备注: 合并功能件、内外饰件和内部抵销后的实际收入)

盈利能力: 整合效应逐步显现, 盈利能力有望持续提升

- 公司去年盈利能力有显著提升: 2013 年, 公司毛利率和净利率分别为 19.1%和 4.9%, 相比 2012 年分别提升 1.4 和 0.3 个百分点。公司盈利能力提升管主要是两方面因素: 一是公司汽车电子业务增长快速, 规模效应提升毛利率; 二是公司加强了对供应链的整合和优化, 使营业成本得到有效控制。
- 我们认为, 一方面, 随着公司收购德国普瑞后进行全球性的生产、研发和采购整合, 公司应能显著降低人工成本、研发费用、采购中间费用和物料成本等, 整合效应将逐步显现; 另一方面, 公司还将推进税务统筹、降低公司整体税率。综合判断, 公司未来盈利能力有望持续提升。
 - 公司在收购德国普瑞后, 逐渐将低端产品的生产和研发转移到国内, 可充分受益国内劳动力和研发费用的低成本, 从而降低公司整体成本;
 - 供应链方面, 公司也在进行持续优化, 包括减少德国采购的层级, 由之前的通过 2-3 级代理商采购转而通过国内直接采购, 费用得到明显控制; 同时, 公司也利用并购后的协同效应, 进行全球采购, 充分发挥规模优势, 降低直接物料成本;
 - 此外, 由于德国的所得税率约为 30%, 大幅高于国内水平, 公司还将进行税务统筹, 降低公司整体税率, 提升净利率水平。

图表13: 2012年以来公司毛利率及净利率情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们预计, 公司 14-16 年实现营收分别为 71.4、82.8、95.7 亿元, 同比分别增长 17.0%、15.9%、15.6%, 实现归母净利润分别为 3.94、5.05、6.16 亿元, 同比分别增长 36.4%、28.3%、21.9%, 对应 EPS 为 0.62、0.80 和 0.97 元。
- 核心假设如下:
 - 汽车电子: 德国普瑞预计将平稳增长, 普瑞均胜(国内市场)预计未来两年将持续高增长, 美国市场也有望维持 20% 以上的较快增长;
 - 创新自动化生产线: 未来公司重点业务之一, 有望持续快速增长, 预计未来三年平均增速在 30%-40% 左右。
 - 功能件和内外饰: 涡轮增压进排气系统增长较快, 预计整体将平稳增长, 未来三年增速在 8%-10% 左右。
 - 盈利能力: 随着公司整合效应的逐步显现以及税务统筹的实施, 公司整体盈利能力有望持续提升, 预计 14-16 年综合毛利率分别为 19.64%、20.08% 和 20.16%。
- 我们认为, 公司是 A 股汽车电子行业最为纯粹、较为优质的标的(目前, A 股其他涉及汽车电子的公司, 其汽车电子业务收入占比普遍较低, 且配套客户偏低端), 具有稀缺性。且公司未来亮点颇多, 在汽车电子、新能源汽车 BMS、创新自动化生产线(工业机器人)、涡轮增压进排气管等诸多新兴领域均有望实现快速增长。公司当前股价对应 14 年约 35 倍 PE, 参考当前汽车电子及机器人行业可比公司估值水平, 平均约为 30-35 倍, 估值水平较为合理。综合考虑, 首次覆盖给予公司“增持”评级。
- 另需特别说明的是, 公司 2009 年通过并购上海华德实施了国内扩张, 2011 年又成功并购德国普瑞实现全球化和转型升级, 公司具有突出的并购经验和实力。而且, 公司在 2013 年年报中说明“通过内生和外延并重的发展模式积极拓展汽车行驶安全产品系, 以期与现有的驾驶控制系统形成合力”。基于以上分析, 我们判断, 公司未来仍然存在海外并购的可能, 这也有望成为公司未来估值提升的重要催化剂。

图表14: 汽车电子及机器人行业可比公司估值情况 (2014年5月22日)

	收盘价/元	总市值/亿元	EPS			PE			
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
汽车电子									
002475.SZ 立讯精密	29.93	229.40	0.62	0.78	1.14	48.27	38.24	26.18	
002055.SZ 德润电子	8.84	291.00	0.30	0.50	0.64	29.57	17.84	13.76	
002214.SZ 大立科技	20.11	141.00	0.17	0.36	0.58	118.29	55.60	34.47	
002048.SZ 宁波华翔	12.68	33.79	0.65	0.94	1.21	19.51	13.50	10.47	
均值						53.91	31.29	21.22	
机器人									
300024.SZ 机器人	48.75	33.79	0.84	1.17	1.58	58.04	41.70	30.77	
300124.SZ 汇川技术	28.50	33.79	1.44	1.02	1.37	19.79	28.01	20.78	
002698.SZ 博实股份	21.88	33.79	0.52	0.64	0.80	42.08	34.10	27.29	
均值						39.97	34.60	26.28	
总体均值						47.94	32.71	23.39	

来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 公司分业务收入及盈利预测

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E
汽车电子					
销售收入 (百万元)	3,388.14	3,925.32	4,710.39	5,558.25	6,503.16
增长率 (YOY)		15.85%	20.00%	18.00%	17.00%
毛利率	16.81%	19.26%	19.80%	20.40%	20.50%
销售成本 (百万元)	2,818.59	3,169.30	3,777.73	4,424.37	5,170.01
增长率 (YOY)		12.44%	19.20%	17.12%	16.85%
毛利 (百万元)	569.55	756.02	932.66	1,133.88	1,333.15
增长率 (YOY)		32.74%	23.36%	21.58%	17.57%
功能件					
销售收入 (百万元)	1,513.95	1,723.82	1,896.20	2,047.89	2,211.72
增长率 (YOY)		13.86%	10.00%	8.00%	8.00%
毛利率	23.39%	20.88%	21.50%	21.80%	21.80%
销售成本 (百万元)	1,159.88	1,363.91	1,488.51	1,601.45	1,729.57
增长率 (YOY)		17.59%	9.14%	7.59%	8.00%
毛利 (百万元)	354.07	359.90	407.68	446.44	482.16
增长率 (YOY)		1.65%	13.28%	9.51%	8.00%
创新自动化					
销售收入 (百万元)	188.16	235.78	306.51	429.11	600.76
增长率 (YOY)		25.31%	30.00%	40.00%	40.00%
毛利率	16.81%	18.40%	18.50%	19.00%	19.00%
销售成本 (百万元)	156.53	192.39	249.81	347.58	486.62
增长率 (YOY)		22.91%	29.84%	39.14%	40.00%
毛利 (百万元)	31.63	43.38	56.70	81.53	114.14
增长率 (YOY)		37.16%	30.71%	43.78%	40.00%
其他					
销售收入 (百万元)	268.21	218.91	229.86	241.35	253.42
增长率 (YOY)		-18.38%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-2.96%	2.58%	2.50%	2.50%	2.50%
销售成本 (百万元)	276.14	213.27	224.11	241.35	253.42
增长率 (YOY)		-22.77%	5.08%	7.69%	5.00%
毛利 (百万元)	-7.93	5.64	5.75	0.00	0.00
增长率 (YOY)		-171.14%	1.86%	-100.00%	#DIV/0!
销售总收入 (百万元)	5358.46	6103.83	7142.95	8276.61	9569.06
销售总成本 (百万元)	4411.14	4938.88	5740.16	6614.76	7639.61
毛利 (百万元)	947.32	1164.94	1402.79	1661.86	1929.45
平均毛利率	17.68%	19.09%	19.64%	20.08%	20.16%

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,462	5,358	6,104	7,143	8,277	9,569
增长率		266.5%	13.9%	17.0%	15.9%	15.6%
主营业务成本	-1,162	-4,411	-4,939	-5,740	-6,615	-7,640
%销售收入	79.5%	82.3%	80.9%	80.4%	79.9%	79.8%
毛利	300	947	1,165	1,403	1,662	1,929
%销售收入	20.5%	17.7%	19.1%	19.6%	20.1%	20.2%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-9	-10	-11
%销售收入	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-29	-187	-214	-248	-283	-325
%销售收入	2.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
管理费用	-39	-388	-478	-557	-629	-708
%销售收入	2.7%	7.2%	7.8%	7.8%	7.6%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	227	366	465	589	740	885
%销售收入	15.5%	6.8%	7.6%	8.2%	8.9%	9.2%
财务费用	-17	-59	-76	-71	-93	-99
%销售收入	1.2%	1.1%	1.3%	1.0%	1.1%	1.0%
资产减值损失	0	-8	-10	-10	-5	-5
公允价值变动收益	-2	0	1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	208	300	380	509	642	780
营业利润率	14.3%	5.6%	6.2%	7.1%	7.8%	8.2%
营业外收支	5	12	6	8	9	10
税前利润	214	312	386	517	651	790
利润率	14.6%	5.8%	6.3%	7.2%	7.9%	8.3%
所得税	-37	-63	-86	-108	-130	-158
所得税率	17.3%	20.2%	22.2%	21.0%	20.0%	20.0%
净利润	177	249	300	408	520	632
少数股东损益	25	42	11	14	15	16
归属于母公司的净利润	152	207	289	394	505	616
净利率	10.4%	3.9%	4.7%	5.5%	6.1%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	177	249	300	408	520	632
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	380	430	375	405	440
非经营收益	14	9	39	131	138	160
营运资金变动	-25	-33	-118	-541	-142	-160
经营活动现金净流	209	605	650	373	922	1,073
资本开支	-95	-539	-575	-405	-400	-400
投资	-74	5	34	-1	0	0
其他	0	-10	10	0	0	0
投资活动现金净流	-169	-544	-530	-406	-400	-400
股权募资	1	0	469	0	0	0
债权募资	-14	761	-342	612	506	177
其他	-9	-701	-232	60	-127	-150
筹资活动现金净流	-22	59	-104	672	378	27
现金净流量	18	120	16	639	900	700

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	157	561	1,200	2,100	2,800
应收款项	411	953	1,627	1,882	2,173
存货	161	846	786	906	1,047
其他流动资产	50	83	78	88	101
流动资产	780	2,443	3,691	4,976	6,120
%总资产	57.0%	42.5%	52.8%	60.0%	65.1%
长期投资	24	19	20	19	19
固定资产	478	2,297	2,403	2,467	2,491
%总资产	34.9%	40.0%	34.3%	29.8%	26.5%
无形资产	86	908	879	825	776
非流动资产	589	3,303	3,304	3,313	3,288
%总资产	43.0%	57.5%	47.2%	40.0%	34.9%
资产总计	1,369	5,746	6,995	8,290	9,408
短期借款	199	813	923	1,118	1,086
应付款项	424	1,167	1,302	1,502	1,735
其他流动负债	54	374	315	364	421
流动负债	676	2,354	2,540	2,984	3,241
长期贷款	0	219	719	1,019	1,219
其他长期负债	25	834	840	870	900
负债	702	3,407	4,099	4,873	5,360
普通股股东权益	565	2,288	2,831	3,336	3,952
少数股东权益	102	51	65	80	96
负债股东权益合计	1,369	5,746	6,995	8,290	9,408

比率分析

	2011	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标					
每股收益	0.387	0.454	0.620	0.795	0.969
每股净资产	1.442	3.596	4.450	5.245	6.213
每股经营现金净流	0.534	1.023	0.586	1.449	1.686
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	26.82%	12.63%	13.92%	15.15%	15.59%
总资产收益率	11.08%	5.03%	5.63%	6.10%	6.55%
投入资本收益率	21.58%	9.66%	9.47%	9.94%	10.45%
增长率					
主营业务收入增长率	847.59%	13.91%	17.02%	15.87%	15.62%
EBIT增长率	N/A	27.16%	26.62%	25.57%	19.55%
净利润增长率	35.18%	39.72%	36.38%	28.25%	21.88%
总资产增长率	#####	11.22%	21.74%	18.50%	13.50%
资产管理能力					
应收账款周转天数	45.1	45.4	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	25.3	56.5	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	60.6	59.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	93.8	121.7	104.2	88.4	73.6
偿债能力					
净负债/股东权益	4.60%	19.85%	15.01%	0.88%	-12.41%
EBIT利息保障倍数	13.4	6.1	8.3	7.9	8.9
资产负债率	51.25%	59.29%	58.60%	58.78%	56.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	11	15	20
增持	0	1	2	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.14	1.13	1.14

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD