



Research and
Development Center

均胜电子-入主普瑞 高点起跃

—— 均胜电子（600699.sh）首次覆盖报告

2014年6月4日

范海波 行业分析师

吴漪 行业分析师

丁世涛 研究助理

王伟 研究助理

证券研究报告

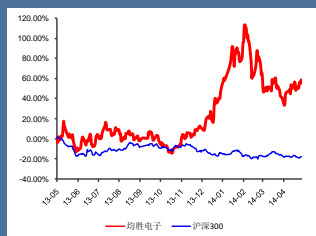
公司研究——首次覆盖

均胜电子 (600699.sh)



首次评级

均胜电子相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2014. 6. 3)

收盘价(元)	21.95
52周内股价波动区间(元)	11.12-30.46
最近一月涨跌幅(%)	11.89
总股本(亿股)	6.36
流通 A 股比例(%)	38.17
总市值(亿元)	139.63

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号: S1500512110003
联系电话: +86 10 63081085
邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 研究助理
联系电话: +86 10 63080936
邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 研究助理
联系电话: +86 10 63081273
邮箱: wangwei2@cindasc.com

均胜电子-入主普瑞 高点起跃

深度报告

2014年6月4日

本期内容提要:

- ◆ **公司分析要点:** 均胜电子是中国汽车电子供应商龙头, 2012 年对德国普瑞的收购使其向具备跨国竞争能力的世界级汽车电子厂商行列迈进。德国普瑞具有悠久的历史和丰富的产业积淀, 主要产品有空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元和工业自动化, 主要用户包括奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、大众、通用、福特等高端整车厂。均胜电子计划通过优化供应链平台、降低材料成本、实现国产化目标、提升营运管理能力来实现对普瑞的整合。公司的未来发展战略是: 力争在细分市场上技术引领并提高市场占有率, 在人车交互 (HMI)、新能源汽车电池电源管理系统 (BMS)、机器人 (创新自动化生产线) 等细分领域做到技术和市场全球双领先。目前普瑞通过为宝马 i3/i8 配套 BMS 系统, 已切入新能源汽车 BMS 领域。
- ◆ **行业分析要点:** 安全精密化、环保节能化、小型轻量化、智能电子化是汽车电子的发展趋势。新能源汽车的崛起是 2013 年汽车行业最重大事件之一。随着未来新能源汽车占比的提高, 以及传统汽车高端配置向中低端车的逐步沉降, 汽车电子在汽车中的附加值将得到持续提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 预计均胜电子 2014-2016 年归属母公司股东净利润分别为 4.15 亿元, 5.18 亿元和 6.43 亿元, 对应的摊薄每股收益分别为 0.65 元、0.81 元和 1.01 元。以 2014-6-3 收盘价 21.95 元, 对应的 14-16 年 PE 分别为 34X、27X 和 22X。考虑到均胜电子的汽车电子龙头地位, 以及其作为宝马新能源汽车概念标的的稀缺性, 给予公司 2014 年 40 倍的市盈率, 按 2014 年 EPS 0.65 元计算, 公司目标价 26.00 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 公司 BMS 研发有突破; 顺利开拓全球级新客户; 产品国产化进程高于预期。
- ◆ **风险因素:** 汽车行业需求下滑风险; 普瑞整合风险; 原材料和人力成本增加风险; 汇率风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	5358.46	6103.83	7049.03	8174.70	9516.09
增长率 YoY %	266.47	13.91	15.49	15.97	16.41
归属母公司净利润(百万元)	206.85	289.01	415.41	517.56	643.00
增长率 YoY%	36.40	39.72	43.74	24.59	24.24
毛利率%	17.68	19.09	20.23	20.62	21.03
净资产收益率 ROE%	18.45	14.58	16.65	17.47	18.15
摊薄每股收益 EPS(元)	0.33	0.45	0.65	0.81	1.01
市盈率 P/E(倍)	68	48	34	27	22
市净率 P/B(倍)	8.3	6.1	5.2	4.3	3.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测。

注: 股价为 2014 年 6 月 3 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司简介	2
公司主营业务分析	3
产品线全面升级, 营收大幅增长	3
汽车电子: 入主普瑞 高点起跃	5
内外饰件和功能件: 加大高端品牌渗透 开始全球化历程	14
创新自动化生产线: 积极开拓本土市场	16
公司竞争力和战略分析	17
核心竞争力: 自主研发+重磅客户	17
公司发展战略: 细分领域技术和市场全球双领先	21
汽车电子行业分析	23
市场规模与增速	23
发展趋势	23
相关假设及盈利预测	26
估值假设	26
相对估值与投资评级	27
风险因素	28

图 目 录

图 1: 均胜电子股权关系	2
图 2: 2011-2013 营业收入复合增长率 108%	4
图 3: 2011-2013 净利润复合增长率 25%	4
图 4: 2012-2013 各项业务占比营业收入情况	5
图 5: 2012-2013 各项业务毛利率变化情况	5
图 6: 德国普瑞大事记	6
图 7: 德国普瑞产品收入结构	7
图 8: 德国普瑞的汽车空调控制系统产品	7
图 9: 全球空调控制系统市场份额 (2010)	8
图 10: 德国普瑞的驾驶控制系统产品	10
图 11: 德国普瑞的电子控制单元及仪表产品	11
图 12: 德国普瑞的传感器产品	11
图 13: 宝马 i3/i8 华贵轻盈 名门缔造	13
图 14: 均胜电子的汽车功能件产品	15
图 15: 创新自动化生产线产品	16
图 16: 公司 2013 年全新概念中控台	18
图 17: 德国普瑞客户结构	19
图 18: 全球汽车产量及增速	20
图 19: 三大豪华品牌汽车销量增速	20
图 20: 均胜电子发展战略	21
图 21: 全球汽车电子市场规模增速	23
图 22: 中国汽车零部件及配件市场规模增速	23
图 23: 汽车电子占乘用车成本比重	26

表 目 录

表 1: 均胜电子十大流通股东表	3
表 2: 公司产品分类	3
表 3: 均胜电子研发方向	18
表 4: 世界各国新能源汽车规划	25
表 5: 品牌整车商新能源汽车规划	25
表 6: 公司业务结构、营收增速和毛利率预测	26
表 7: 汽车电子类产品增速和毛利率变化对 2014 年 EPS 的敏感性分析	27
表 8: 申万 A 股汽车电子上市公司估值	28

投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

均胜电子是中国汽车电子供应商龙头，2012 年对德国普瑞的收购使其向具备跨国竞争能力的世界级汽车电子厂商行列迈进。德国普瑞具有悠久的经营历史和丰富的产业积淀，市场主要集中在欧洲、北美，主要产品有空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元和工业自动化，主要用户包括奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、大众、通用、福特等高端整车厂。均胜电子计划通过优化供应链平台、降低材料成本、实现国产化目标、提升营运管理能力来实现对普瑞的整合。公司的未来发展战略是：力争在细分市场上技术引领并提高市场占有率，在人车交互（HMI）、新能源汽车电池电源管理系统（BMS）、机器人（创新自动化生产线）等细分领域做到技术和市场全球双领先。目前普瑞通过为宝马 i3/i8 配套 BMS 系统，已切入新能源汽车 BMS 领域。

与市场不同之处:

- 是否能传承自主研发的创新传统，是公司未来发展战略能否实现的关键。
与高端客户多年的研发合作使得普瑞在细分市场代表行业最先进的技术水平。均胜入主普瑞后，是否能保持研发的连贯性和创新性，继续引领汽车电子技术的发展，是其实现细分领域技术和市场全球双领先战略的关键。
- 德国普瑞供应链的整合结果对公司盈利的成长性至关重要。
我们的模型中，影响公司盈利的核心驱动因素是公司汽车电子类产品的增速和毛利率。敏感性分析表明，在给定范围内，公司汽车电子产品的毛利率水平比收入增速对公司 EPS 影响大。汽车电子业务收入增速每提高 5%，影响 EPS 0.01-0.03 元，而汽车电子产品毛利率每提高 1%，影响 EPS 0.05-0.06 元。

股价催化剂:

公司新一代 BMS 研发有所突破；公司顺利开拓全球级新客户；公司产品国产化进程高于预期。

盈利预测与投资评级:

预计均胜电子 2014-2016 年归属母公司股东净利润分别为 4.15 亿元、5.18 亿元和 6.43 亿元，对应的摊薄每股收益分别为 0.65 元、0.81 元和 1.01 元。以 2014-6-3 收盘价 21.95 元，对应的 14-16 年 PE 分别为 34X、27X 和 22X。

我们选取了 A 股汽车电子上市公司作为可比公司进行比较。剔除异常值后（PE>100），目前汽车电子上市公司的 PE（2014E）中值为 28 倍。考虑到均胜电子的汽车电子龙头地位，以及其作为宝马新能源汽车概念标的的稀缺性，给予公司 2014 年 40 倍的市盈率，按 2014 年 EPS 0.65 元计算，公司目标价 26.00 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素:

汽车行业需求下滑风险；德国普瑞整合风险；原材料和人力成本增加风险；汇率波动风险。

公司简介

均胜电子是中国汽车电子供应商龙头，2012 年对德国普瑞的收购使其向具备跨国竞争能力的世界级汽车电子厂商行列迈进。公司 2004 年成立，2006 年开始为大众、通用、福特等供货。2008 年晋级为大众 A 级供应商，成为通用全球供应商。2010 年与德国普瑞合作，成立宁波普瑞均胜汽车有限公司，2011 年 6 月成功海外并购德国普瑞 75% 的股权。2011 年 12 月公司借壳 ST 得亨上市，将均胜股份 75% 股权、长春均胜 100% 股权、华德塑料 82.30% 股权和华德奔源 100% 股权全部注入至上市公司，并于 2012 年 3 月更名为均胜电子。2012 年 12 月公司通过定增方式从集团手中购入德国普瑞控股和德国普瑞，成为上市公司的全资子公司

德国普瑞是全球汽车电子部件一流的供应商，具有悠久的经营历史和丰富的产业积淀，市场主要集中在欧洲、北美，在新兴经济体汽车市场的业务刚刚起步。德国普瑞主要有空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元、工业自动化五类业务，主要用户包括奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、大众、通用、福特等高端整车厂。德国普瑞曾先后荣获 CLAAS 最佳供应商、ZF 最佳供应商、GM 最佳供应商、PACE 创新奖等奖励或称号，并于 2011 年获得宝马汽车公司最具创新能力供应商提名。

目前均胜电子总股本 6.36 亿股，均胜集团持有公司 62.92% 的股份，为公司第一大股东。公司实际控制人为王剑峰先生，持有均胜集团 52.50% 的股份；均胜集团的第二大股东杜元春女士为王剑峰先生的母亲。

图 1：均胜电子股权关系



资料来源：公司公告

2014 年一季报均胜电子十大流通股东见表 1。

表 1: 均胜电子十大流通股东表

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
宁波均胜投资集团有限公司	40,535,048	6.37%
中国农业银行-景顺长城内需增长贰号股票型证券投资基金	4,733,161	0.74%
中国银行-大成财富管理 2020 生命周期证券投资基金	4,585,164	0.72%
中国农业银行-景顺长城内需增长开放式证券投资基金	4,356,600	0.68%
中国工商银行-申万菱信新经济混合型证券投资基金	4,064,044	0.64%
中国建设银行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	3,579,876	0.56%
全国社保基金一一四组合	3,506,480	0.55%
华润深国投信托有限公司-智慧金 56 号集合资金信托计划	2,868,500	0.45%
长城-中行-景顺资产管理有限公司-景顺中国系列基金	2,857,054	0.45%
中国工商银行-招商核心价值混合型证券投资基金	2,531,586	0.40%
总股本	636,144,817	11.57%

资料来源: 公司 2014 一季报

公司主营业务分析

产品线全面升级, 营收大幅增长

均胜电子于 2011 年底借壳上市, 2012 年底并购德国普瑞, 公司营收和利润大幅增加。2011-2013 年的营业收入年复合增长率为 108%, 净利润年复合增长率 25%。2014 年一季度公司营收同比增速 22%, 净利润同比增速 31%。

目前均胜电子的主要产品包括汽车电子(驾驶员控制系统、空调控制系统、传感器系统、电子控制单元)、创新自动化、内外饰件和功能件(发动机进气系统、空气管理系统, 车身清洗系统, 后视镜总成等)四类产品。

表 2: 公司产品分类

产品大类	产品小类	具体产品	生产平台	客户
汽车电子	空调控制系统	空调控制器、空调控制器单元	德国普瑞	新奔驰 SPICE 3 级后排空调控制系统, 凯迪拉克 2013 款 XTS 与全新 ATS 空调控制单元
	驾驶控制系统	iDrive / MMI 系统、中控面板总成、方向盘按键控制器、仪表总成	德国普瑞	宝马 iDrive/MMI 系统, 保时捷 918 Spyder 中控系统, 福特 Fusion 中控系统

电子控制单元及仪表	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	德国普瑞	宝马 i3/i8 电源管理系统 (BMU, ECUs)	
传感器系统	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、自动大灯感应器	德国普瑞	宝马 i3/i8 电池单元监测传感器 (CSSU)	
车载娱乐系统	车载 DVD	博声电子	上海大众、一汽大众、上海通用、北美通用、福特等	
创新自动化生产线	自动化生产机器人和制造设备	德国普瑞	西门子、天合、采埃孚等	
内外饰功能件	发动机系统	加油小门、发动机罩盖/涡轮增压管总成、进气管总成、洗涤系统	均胜股份	宝马 3 系列和奥迪 Q5 的涡轮增压发动机进气管
	其他功能件	顶棚拉手、空气管理系统、中央通道、外门拉手、后盖拉手及倒车视觉集成产品、格栅	华德塑料	上海大众、上海通用、北美通用、牧田电动工具、一汽大众、江铃全顺

资料来源：公司公告，媒体报道，信达证券研发中心整理

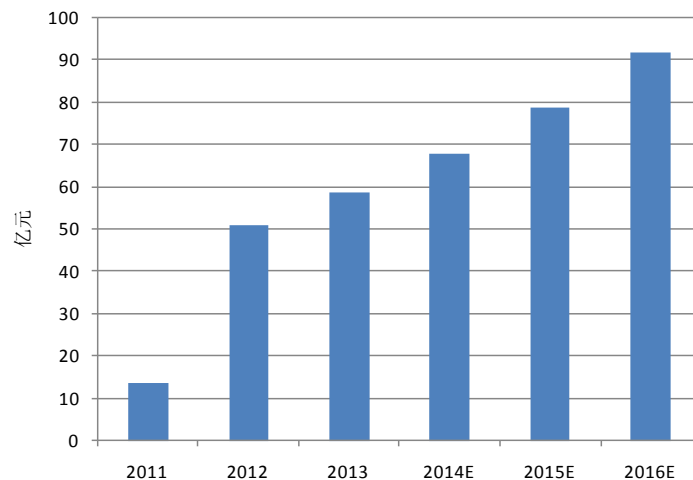
从各项业务占比营业收入的情况来看，汽车电子是公司的核心产品，2013 年占公司收入的 67%。从各项业务毛利率来看，各产品毛利率差别不大，其中功能件产品毛利率超过 20%，其它产品在 15%-20%之间。收购德国普瑞后，受益于德国普瑞对中国供应链的整合，2013 年公司各项业务毛利率均有提升。

我们预计汽车电子类产品占公司收入比重仍会提升，2016 年有望达到 74%。通过优化德国普瑞的供应链平台、降低材料成本、部分生产研发转移到中国等措施，德国普瑞的汽车电子类产品毛利率有望实现稳中有升。

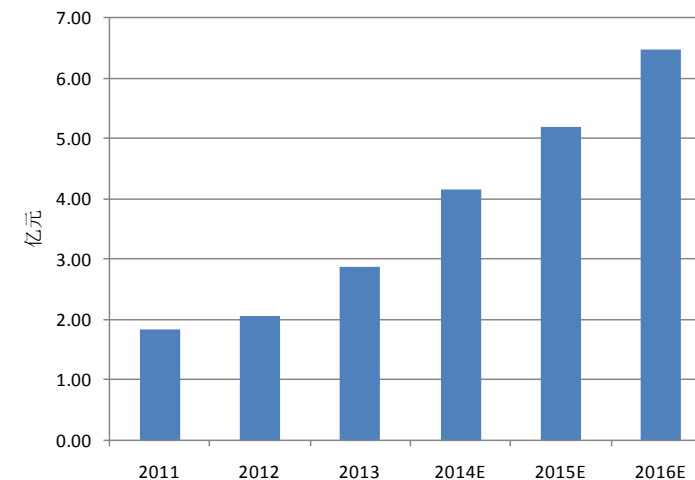
营业收入与净利润增长

图 2: 2011-2013 营业收入复合增长率 108%

图 3: 2011-2013 净利润复合增长率 25%



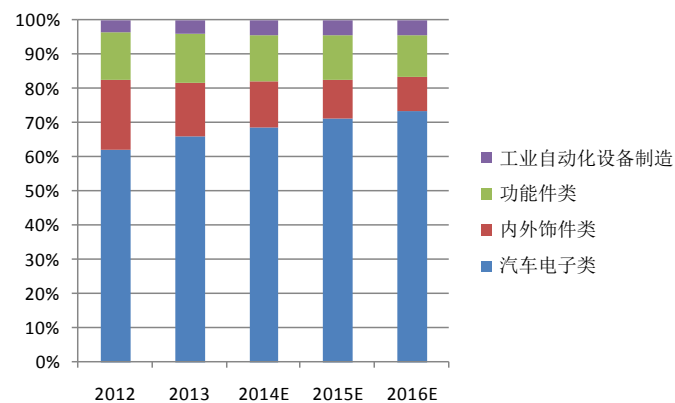
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

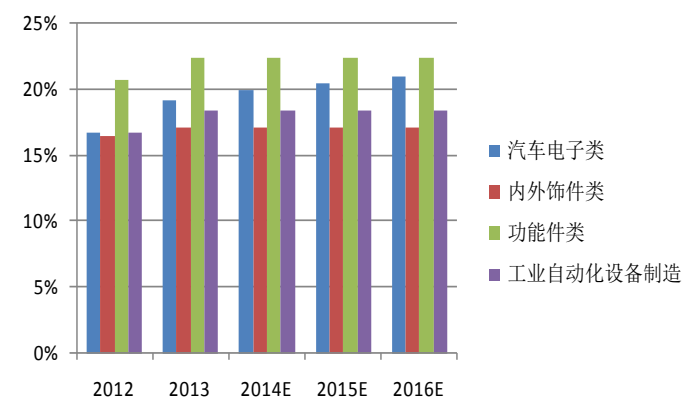
业务结构和毛利率情况

图 4: 2012-2013 各项业务占比营业收入情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 5: 2012-2013 各项业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

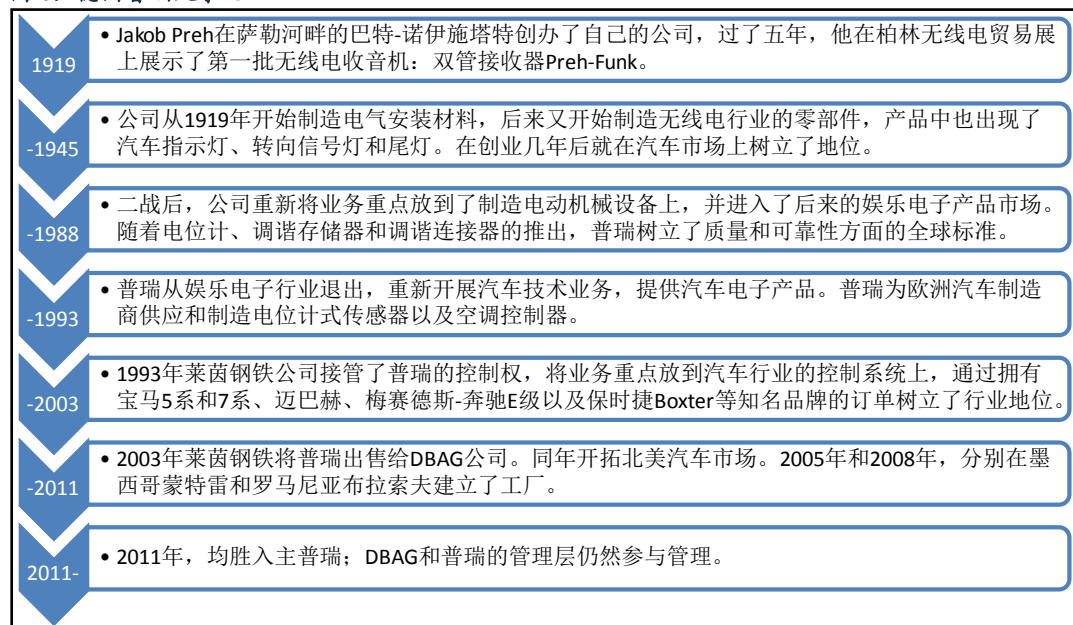
汽车电子：入主普瑞 高点起跃

德国普瑞：拥有百年积淀的全球汽车电子研发生产企业

德国普瑞 (PREH GmbH) 公司成立于 1919 年, 拥有近百年的电子产品研发经验, 于 1988 年进入汽车电子领域。经过 20 多年的发展, 普瑞的驾驶控制系统在代表汽车行业最高水平的德系高端车市场处于绝对的领导地位。德国普瑞目前在德国、葡萄牙、罗马尼亚、墨西哥、美国、中国宁波拥有六处制造及销售基地, 员工总数超过 2500 人。

受 2008 年国际金融危机影响, 2009-2010 年德国汽车制造业景气度有所下降。在此背景下, 均胜集团以 12,066.67 万欧元收购德国普瑞控股 74.90% 股权和德国普瑞 5.10% 股权, 入主德国普瑞。

图 6: 德国普瑞大事记



资料来源: 证券时报, 信达证券研发中心整理

忠实传承创新传统 助力豪华品牌坐稳技术领先交椅

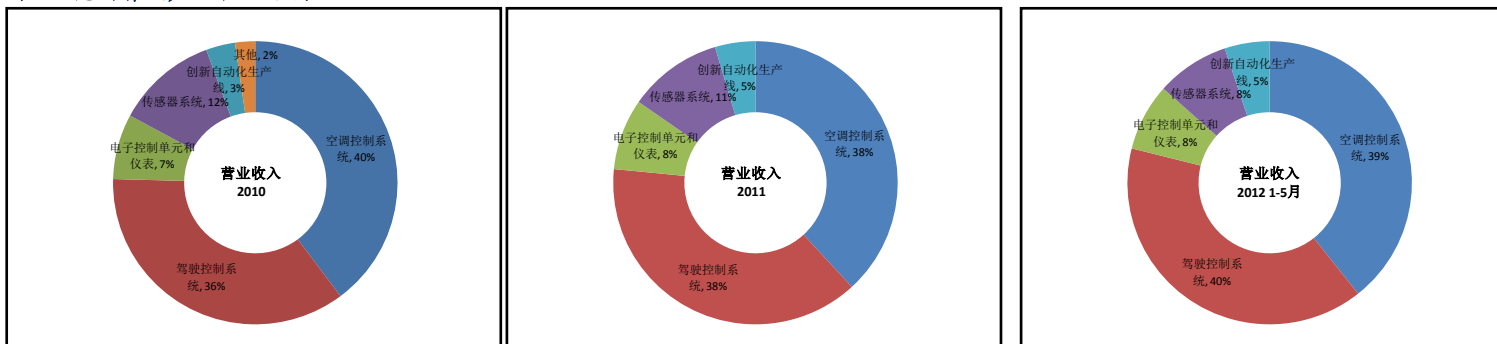
1988 年普瑞专注于汽车电子领域后, 创新传统得以忠实传承, 其产品引领了行业的技术发展, 获得了宝马 5 系和 7 系、迈巴赫、梅赛德斯-奔驰 E 级以及保时捷 Boxter 等众多豪华品牌订单。

1988 年, 宝马联合普瑞开发了世界上最早的智能驾驶控制系统 iDrive。2001 年 9 月, 大名鼎鼎的 iDrive 首次应用于宝马 7 系, 引起大量关注, 助力宝马坐稳了技术领先的交椅。2003 年, 集成了 DVD 导航功能的 iDrive 专业导航版开始应用于宝马 5 系。2008 年 9 月, iDrive 再次推出升级版本, 原有的 DVD 改为 40G 硬盘, 除存储地图外还能存储 8G 的音乐文件, 同时配备 USB 接口、网络连接、高分辨率显示屏, 而车主需要视线过多投向显示屏的问题因语音控制而得以解决。

作为 iDrive 系统的核心供应商，普瑞公司的研发实力很快赢得了其他高端品牌的关注。从 2004 年开始，奥迪开始在其奥迪 A6 和奥迪 S6 两款车型上配备来自普瑞公司的智能驾驶控制系统，即 MMI 系统。除了宝马与奥迪之外，奔驰与雷克萨斯也分别推出了普瑞研发的分别称为 COMAND 和 Remote Touch 的智能驾驶操作系统。

德国普瑞的产品包括空调控制系统、驾驶员控制系统、电子控制单元及仪表、传感器、创新自动化生产线。其中空调控制系统和驾驶员控制系统是普瑞最主要的产品。与高端客户多年的合作使普瑞在上述细分市场拥有很强的技术实力，代表着行业最先进的技术水平。

图 7: 德国普瑞产品收入结构



资料来源: 公司公告

汽车空调控制系统主要用于调节车内温度、湿度、空气流量和清洁度等，以调整车内空间环境至驾乘人员适宜的状态。汽车空调控制系统主要由面板、内部结构件和电路部分等组成，就技术工艺而言，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是决定汽车空调控制系统品质的主要因素。

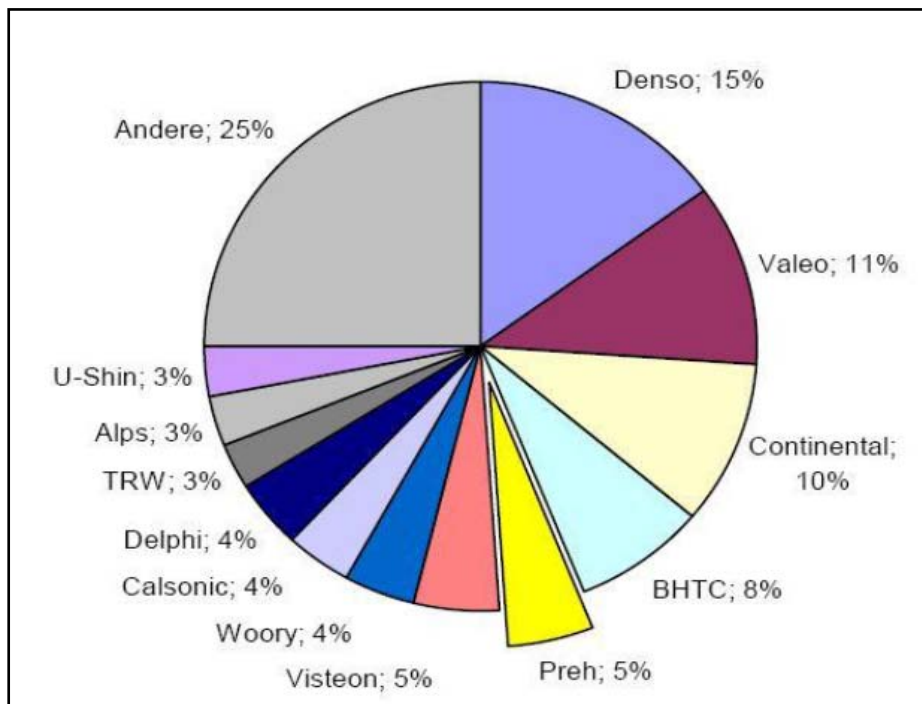
图 8: 德国普瑞的汽车空调控制系统产品



资料来源：公司公告

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，业界只有为数不多的企业可以做到。因此，全球汽车空调控制系统主要呈现垄断竞争格局，就德国普瑞而言，在德国国内市场公司主要与 Valeo、Continental、BHTC 竞争，在北美市场主要与 Visteon、TRW 竞争。根据 IHS 咨询数据，2010 年全球汽车空调控制系统主要供应商及其所占市场份额为：Denso（15%）、Valeo（11%）、Continental（10%）、BHTC（8%）、德国普瑞（5%）、Visteon（5%）等，德国普瑞市场排名并列第五。从区域市场表现看，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。

图 9：全球空调控制系统市场份额（2010）



资料来源: IHS

驾驶控制系统一般指汽车上除空调控制相关功能部件外其它操作部件，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。全球汽车驾驶控制系统市场规模 2010 年为 118 亿欧元，2010 年至 2017 年年均复合增长率预计为 6.3%。

德国普瑞在汽车驾驶控制系统方面将注意力主要集中在中控台、方向盘控制单元、仪表控制段元等细分市场。

德国普瑞凭借其 i-drive 和 MMi 解决方案在中控台领域保持技术领先，并占据了全球市场一定份额。德国普瑞中控台市场主要竞争对手为 Alps、Kostal 和 Marquardt，德国普瑞依靠自身独有的解决方案，在竞争中处于领先。

在方向盘控制系统领域，德国普瑞最近几年市场份额急剧扩大，目前在全球市场份额的 10%。根据已经拿到的订单测算，2013 年公司市场份额预计达到 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。

在仪表控制单元领域，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，市场对驾驶控制操作界面优化的期待与需求日益增加，常规键盘逐渐被多点触摸功能触摸屏替代已成趋势。为满足汽车行业客户的需求，未来会有越来越多

的多点触摸功能触摸屏和带手写识别功能的触摸屏出现在汽车中。在该方面，德国普瑞是除 Alps 之外在市场上拥有有效解决方案的少数企业之一。

图 10: 德国普瑞的驾驶控制系统产品



iDrive



中控面板



仪表面板



多功能方向盘开关

资料来源: 公司公告

电子控制单元和仪表在汽车系统上有着非常多的应用领域。汽车电子控制单元是指在汽车内的嵌入式电子系统，一般由微处理器及其外设电子模块构成，用于控制一个或多个电气设备或系统。典型的电子控制单元包括电池管理系统、发动机控制单元、车身控制单元、刹车控制单元（ABS）等。全球电子控制单元市场规模 2010 年为 83 亿欧元，预计 2010 年至 2017 年年均复合增长率为 9.20%。

德国普瑞致力于蓄电池和插电式混合动力汽车的电子控制单元。德国普瑞在该领域研发用于监控锂电池和蓄电池充电状态的功能与安全控制设备，主要竞争对手包括 Bosch、Johnson Controls、Hella 等系统供应商。对于插电式混合动力汽车电子控制单元，德国普瑞通过技术拓展争取不断扩大市场份额。

在组合仪表领域，德国普瑞主要集中于商用车市场，做好长期客户 John Deere、SAME-Deutz 和 Claas，并不断拓展市场空间。该领域德国普瑞主要竞争对手为 Continental 和 Phoenix。

图 11: 德国普瑞的电子控制单元及仪表产品



资料来源: 公司公告

在传感器领域, 目前德国普瑞主要致力于位置传感器市场。位置传感器能感受被测物的位置并转换成电信号, 包括电位式、霍尔式、各向异性磁阻式、光学编码器式和超磁式等, 主要应用在汽车节流阀等领域。全球位置传感器市场规模 2010 年为 17 亿欧元, 2010 年至 2015 年年均复合增长率预计为 7.5%。

在技术上, 公司产品除使用电位分析传感器领域的主要技术外, 还根据霍尔原理使用了非接触式系统和感应式系统, 具有较强的竞争优势。德国普瑞传感器系统客户包括 Bosch、Hitachi 和 Cooper-Standard, 竞争主要来自 Hella、Alps 等。

图 12: 德国普瑞的传感器产品



资料来源：公司公告

配套宝马 i3 /i8 BMS 系统 分享新能源汽车广阔空间

德国普瑞致力于纯电动和插电式混合动力新能源汽车的电子控制单元。目前宝马公司 i3/i8 两款混合动力车型的电池单元监测传感器（CSSU，传感器）及电源管理系统（BMU，ECUs）由普瑞供货。此外，公司的驾驶员控制系统也在 i3 上继续得到采用。与宝马在新能源汽车电源管理系统方面的紧密合作证明，普瑞与高端整车厂的合作不仅在传统领域拥有牢固地位，在新兴方向这种优势也将继续延伸。

BMW i3 隶属于宝马旗下电动车专属子品牌——i 品牌，该品牌在 2011 年 2 月正式发布，也是继 BMW、MINI 和劳斯莱斯之后，宝马集团的第四个品牌。i 系列车型的研发共斥资 20 亿欧元。首款电动车 i3 于 2013 年 11 月在欧洲市场上市，预计 2014 年下半年登陆北美和亚洲市场；i8 混合动力超跑预计在 2014 年 6 月推出。宝马还计划在 2015 年至 2016 年间推出 3 系和 5 系两款插电混动车型。

宝马 i3 也被称作 MegaCity 车型，基于“LifeDrive 结构”打造，该“LifeDrive 结构”拥有一个铝制底盘和一个碳纤维加固塑

料(CFRP)驾驶座舱。凭借被称为“下一代豪华”的造车哲学，宝马希望i系列能突破电动车推广的各种瓶颈，改变游戏规则。

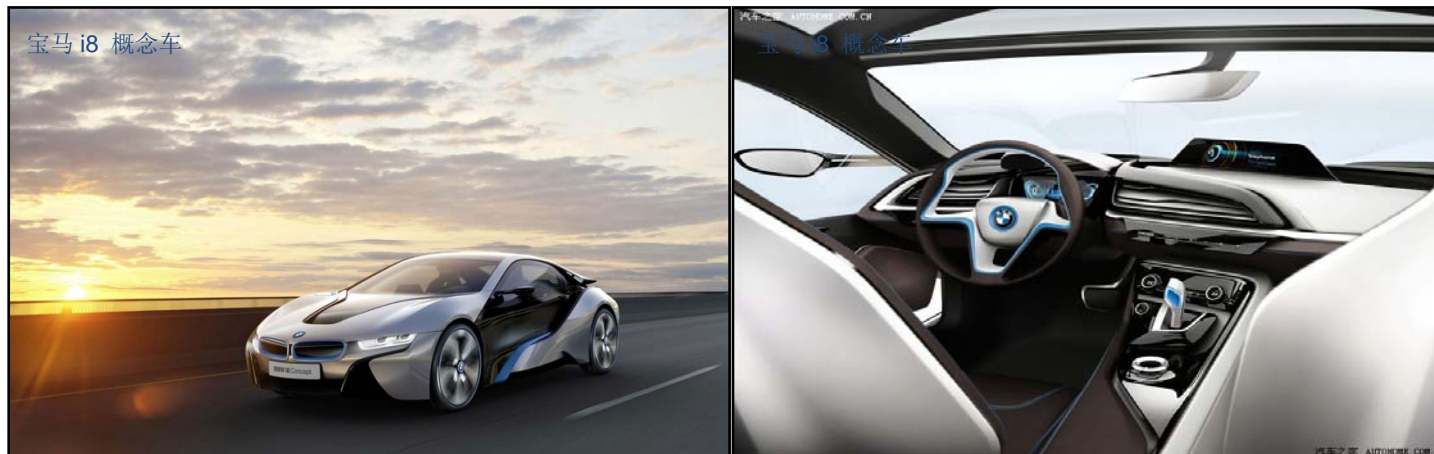
作为宝马集团首款量产电动车，宝马 i3 充分体现了技术创新和新材料的使用。i3 使用了碳纤维复合材料制造全部乘员座舱，在减轻车重的同时增大车内空间，使得整车质量仅为 1195 公斤，比常规汽车车型降低了至少 250 公斤。这是碳纤维首次被大规模应用到汽车生产中。碳纤维复合材料比一般的钢材轻 50%，比铝合金材质轻 30%，可以最大限度地减轻自重，提升续航里程，同时增大抗撞击的强度。

宝马为 i3 搭载了一组 22 千瓦时的锂离子电池和一台电动机，0-100km/h 的加速仅为 7.2 秒，极速 150km/h。在充分使用车内空调等电子设备的情况下，续航里程为 130~160 公里。为了解决无法及时充电的特殊情况，宝马在后备箱下部留出了一个可以安放 650cc 双缸汽油发动机的空位，这台发动机将为车内的增程器提供电力，使最大续航里程再增加 100 公里。而如果用常规家用插座充电，需要 8 个小时将电量充满，快充条件下可以在 30 分钟内充满近 80%。

与特斯拉采用互联网思维的造车理念不同，宝马打造 i 系列产品依然遵循正向开发的传统汽车研发路线，因为宝马坚信自己的造车技术能确保 i 产品的安全性。从性能上看，宝马 i3 和特斯拉 Model S 的续驶里程和价格有很大差异。特斯拉 Model S 百米加速 4.4 秒，最高时速 248km/h，单次充电续航里程为 400 多公里，性能方面宝马 i3 不占优势。但宝马 i3 的创新之处不在电池而在车身构架，其模块化的构架方式能大大减轻车身重量，进而延长续驶里程，减少由电池增加带来的安全隐患，这与特斯拉汽车火灾频发有很大区别。

图 13: 宝马 i3/i8 华贵轻盈 名门缔造





资料来源：百度图片

2012年，全球前三大电动车品牌 Volt、Prius 和 Leaf 的销量分别达到 3.0 万辆 2.7 万辆和 2.5 万辆；2013 年特斯拉 Model S 全球销量也超过 2.2 万辆。宝马 i3 2014 年一季度销量为 2022 辆。宝马集团预计 i3 销量将在未来几月增长，保守估计 2014 年 i3 销量将达到 2.5 万辆。此外，宝马 CEO 诺伯特·雷瑟夫在 2013 年度财务会议上表示，将在 2018 年之前大幅扩产 i 系列电动车，到 2020 年宝马 i3 和 i8 等 i 系列每年总产量或将达到 100,000 辆以上。

电动车包含三大核心技术：电池、电机与电控，其中 BMS 系统是衔接电池组和整车系统及充电机的纽带，是汽车电池的大脑。BMS 会对电动车动力电池参数进行实时监控和短路保护，其可以估测出动力电池组的荷电状态、行驶里程和剩余电量，防止由于过充电或过放电对电池造成损伤。

作为核心部件，任何一款新车型的 BMS 供应商是一个长期合作信任的过程。普瑞与宝马合作研发 BMS 系统始于 2008 年，目前已经开始研究开发第二代 BMS 系统。虽然目前电池管理系统占普瑞的收入比重仍很小，但我们预计随着宝马 i 系列销售的不断扩大，以及其他新能源车型的不断推出，电池管理系统将是普瑞的重要增长点。按一套 BMS 系统售价为 1.5-2 万元计算，i 系列年销量 3 万辆计算，可以为均胜电子新增 4.5-6 亿元的收入，约占其 2013 年收入的 10%。如按雷瑟夫预计，2020 年宝马 i 系列产量超过 10 万辆，则配套 BMS 系统将带来 15-20 亿元的新增收入，约占其 2013 年收入的 1/3。

内外饰件和功能件：加大高端品牌渗透 开始全球化历程

从事内外饰件和功能件业务的公司子公司有均胜股份（100%）、长春均胜（100%）、华德塑料（95%）和华德奔源（100%）。其中均胜股份和华德塑料是公司汽车功能件业务收入和盈利的主要来源。

均胜股份主要生产风窗洗涤系统、出风口系列、发动机进气管系列、风道、内饰等。主要客户为一汽大众、上海大众、通用

全球等整车厂商，也有延峰伟世通、佛吉亚中国等大型零部件厂商。公司核心产品风窗洗涤系统、出风口系列、发动机进气管国内技术领先，在国内细分市场均位居前列。2013 年公司涡轮增压器管发展迅速，主要为大众 EA888 供应，配套途观、迈腾、帕萨特、昊锐等车型。

华德塑料主要业务包括外饰系统、内饰系统和功能件系统，其中外饰系统有格栅模块、尾门拉手模块、外门把手模块和风窗装饰模块，内饰系统有饰柱模块、中央通道模块和顶棚模块，功能件系统包括加油小门模块、发动机零件模块和前后端功能模块。公司格栅模块、发动机零件模块等产品经持续研发投入，均已形成一定的业务规模和较强的市场竞争力，销售增长不断加快，如格栅产品已成功运用到上海大众相关车型，凸轮轴罩盖产品已成功配套重庆福特汽车。

在保持国内市场和技术双领先的前提下，2014 年汽车功能件事业部将积极推进“走出去”的市场战略，即借助汽车电子事业部（原德国普瑞）的渠道和优势产品，与其合作开发整车厂商相关的项目，直接与德系整车厂实现总部级的对接，力争在该产品线上也成为其全球供应商，并开始该产品系的全球化进程。功能件事业部在现有主流客户基础上将加大对高端品牌如宝马、奔驰和奥迪的渗透，不但要在国内实现对高端品牌的突破，更要在海外与其实现总部级的对接。为配合海外市场的拓展，2014 年功能件事业部开始在欧洲组建新的销售和技术服务团队。

图 14: 均胜电子的汽车功能件产品





资料来源：公司网站

创新自动化生产线：积极开拓本土市场

公司的创新自动化生产线（PIA）产品系始于 1982 年，能够根据客户需要，提供可定制的制造、装配和测试生产线。除内部使用外，主要外部客户为各大世界级汽车零部件供应商，如：博世集团（BOSCH）、西门子、天合集团（TRW）、李尔集团（LEAR）、采孚埃（ZF）等，为汽车动力总成、发动机管理系统、驾驶员辅助系统、混合驱动的电子模块以及泵和电动机等各种零部件的生产提供自动化解决方案。经过二十多年的发展，公司在关键制造环节如切割、焊接、装配等，都已经具有成熟的质量技术和完善的服务体系，而在机器人智能识别、工业控制技术和质量追溯技术等领域的实力已经赢得了世界一流零部件供应商的认可。

图 15：创新自动化生产线产品



资料来源：公司公告

2013 年公司在创新自动化生产线产品系方面完成了对德国西门子、美国天合（TRW）和德国采埃孚公司（ZF）等全球企业的自动化定制生产线的生产、调试和交付，继续保持高速增长。随着 PIA 产品系业务的发展和客户全球交付的要求，公司也

开始为上述客户的中国子公司或生产基地提供自动化生产线，公司的该产品系也开始逐步进入中国市场。

2014年，公司对创新自动化生产线系列重新做了规划，使其成为独立的业务部门，不但要保持对欧美高端客户高增速，同时也要抓住中国制造业产业升级这一机遇，加大在中国地区的投入，积极开拓本土市场，利用先进制造领域积累的20余年经验和对有关行业的深刻理解，为本土制造型企业提高自动化生产线，帮助其改善生产流程和完成工艺再造，提高生产效率。此外，公司也会利用国内高性价比的研发红利降低人力成本，进而获得更高的经济收益。

公司竞争力和战略分析

核心竞争力：自主研发+重磅客户

全球汽车工业的发展，带动了全球汽车零部件产业的发展壮大，进而为汽车零部件企业的发展提供了庞大的市场空间，造就了德尔福（美国）、博世（德国）、电装（日本）、伟世通（美国）、现代摩比斯（韩国）、佛吉亚（法国）、大陆（德国）等国际汽车零部件集团，这些企业基本上都位列世界500强，其在规模、技术以及资金等方面都具有强大的实力。

德国普瑞在多年经营过程中，始终将技术开发作为企业生存发展的核心要素，持续不断地加大研发投入。普瑞全球员工约2800人，其中技术人员就占25%。近年德国普瑞的研发费用约2000-4000万欧元/年，占销售收入的比重高达7-10%左右。目前普瑞已拥有超过500人的庞大研发团队，建立了完善的研发机构，形成了专业高效的研发流程，注册专利约200项，掌握了多项核心技术。普瑞始终坚持产品实现过程的垂直整合，研发、制造过程均自主完成，保证了公司拥有领先的技术创新能力、研发和生产的核心技术、面对客户需求的快速反应能力以及杰出的成本控制能力。另外，公司还设有预研部门专门从事新技术的研究和创新产品的设计，并积极与整车厂客户展开创新合作，共同推进和领导技术更新换代。

德国普瑞的产品均自主生产完成，始终坚持以客户为导向，通过融合智能机电等各种技术，打造自身在软件、集成电路、注塑、表面处理、工程、操作界面、传感器等方面的核心竞争力，针对不同客户，为其量身定做并提供优质高效解决方案。德国普瑞生产工艺的特点与优势主要体现在：1) 电子技术。通过汽车行业追踪系统，德国普瑞能批量生产高质量电路板，包括SMD贴片、特种焊接和不同的接触技术等。2) 装配技术。德国普瑞开发并使用汽车行业中高质量标准的装配生产线，包括不同种类的生产技术及质量要求。这些生产线年产能最高300万件，适用于小批量生产。3) 测试技术。德国普瑞指定开发、生产并使用的测试技术包括光学测试仪、X射线测试仪、线路测试仪以及具体的产品线测试仪，使用这一系列测试技术，保证公司产品可以达到ASIL C级标准的最高质量要求。4) 塑料技术。德国普瑞能生产由1到4个组件组成的塑料部件，满足汽车行业40到最高800的不同表面和精度要求。此外，德国普瑞在自身工具研发中亦可以生产所需的关键工具。5) 表面技术。利用喷漆线、平板印刷以及激光蚀刻，德国普瑞能够自主应用不同的表面技术，并可以根据生产变化灵活使用不同的喷漆生产线、满足不同的产量需求。

均胜集团入主普瑞后，2013 年公司继续加大研发方面的投入，并于 2013 年底启动了省级新能源汽车研究院项目，该项目位于均胜电子总部。宁波普瑞均胜将在现有的研发团队的基础上，组建均胜新能源汽车研究院，研发人员规模将超过 300 人。研究院拟通过 3 年时间，研究开发出混合动力和纯电动车型的电池管理系统，为国内外汽车厂商及电池制造厂提供技术服务。中国研究院与德国研究院在新项目上同步开发，同时国内研究院还将担负起本土化的职能，支持现有产品和技术在国内整车厂的应用。公司也将继续吸引高水平研发人才的加盟和支持，在 2014 年将建立博士后流动站，同时聘请两院院士做顾问，远期目标是建立国内顶尖的新能源汽车研究院，与工业界和学术界紧密合作，创立和 BMS 有关的标准化组织。

表 3: 均胜电子研发方向

驾驶控制	公司每两年推出一代全新汽车中控台概念设计，在 2013 年 10 月的法兰克福车展上展示了 2013 款概念中控台，其中集成了手势识别、多点触控、手写输入、磁性按键、玻璃表面、3D 显示等工艺和技术，在保证美观、安全和易用前提下实现车体控制、动力控制、舒适性调节、车载娱乐和通信等人车交互功能。公司 2011 款的中控台概念设计就已经广泛应用于目前各档次量产车型，有信心 2013 款的中控台概念设计在未来 2-3 年内在各整车厂商的主流车型上都能实现量产。
电池管理系统	电池已经成为消费电子和电动汽车主要瓶颈之一，公司在该领域也投入大量资源针对性开发了电池管理系统，以达到延长电池使用时间和寿命、提高安全性和其它物理特性的目的。公司的 BMS 是业内目前少数几家经过实际严苛的路面测试并成功应用于商业电动车的电池管理系统。
涡轮增压	随着带涡轮增压发动机汽车的普及，整车厂商对相关零部件的要求也越来越高，其中既有耐热、耐压的要求，还要尽可能轻量化，同时控制成本。
进气排气系统	公司通过几年的持续研发投入，积累了的大量有关的细节和数据，对关键技术方面形成自有专利，突破国外零部件供应商对该领域的垄断。材质方面通过使用特种塑料取代了之前国内厂商采用的金属管，达到了零部件的轻量化目的。
功能件的电子化	随着汽车电子和消费电子的融合，驾驶者对传统内外饰件已不满足于简单的功能实现，更在“智能化”方面提出了新的要求。公司对传统功能件进行了升级，如在后视镜上加入了盲区检测和辅助变道的功能。类似产品即将在 GM 的主流车型上得到应用。
电子控制单元	在做好 BMS 的同时，也继续开发和 BMS 连接的其它车身控制和驱动相关的电子控制单元，为未来和 BMS 形成一套整体解决方案做准备。

资料来源：公司公告

图 16: 公司 2013 年全新概念中控台

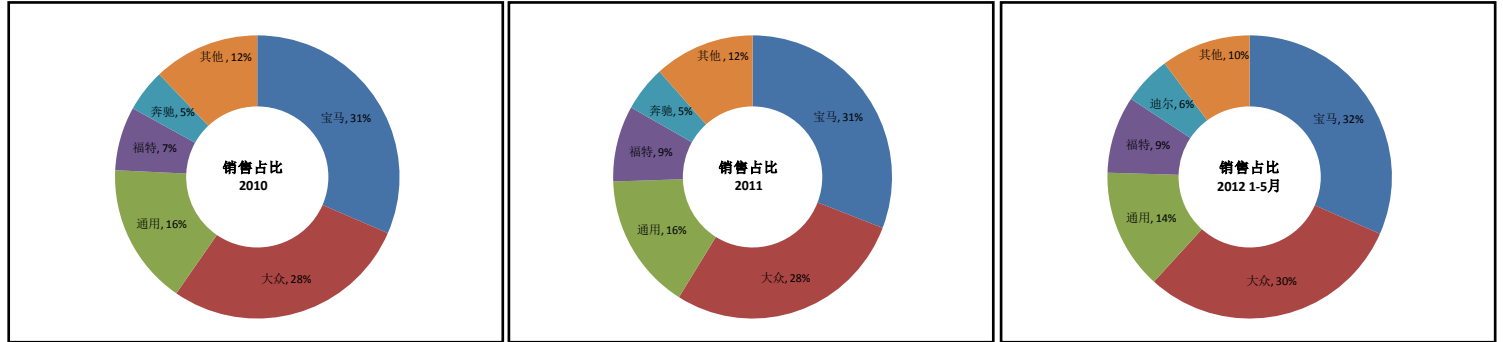


资料来源：公司公告

经过多年的创新发展与经营积累，公司与主要整车厂商客户已形成稳固伙伴关系，积累了庞大的优质客户资源。高端整车厂商对其供应商有一系列非常严格的要求，包括竞争力的定价、技术水平和出众的品质、供货能力等。德国普瑞在多年的经营中，已建立成熟高效的项目合作模式，在项目预研阶段即加强与客户的沟通交流，在技术和设计上与客户保持紧密合作，进而落实精益生产，严格质量管理，保证及时供货，完善售后服务。公司主要客户涵盖奥迪、宝马、戴姆勒、大众、通用、福特等高端整车厂，与有关客户经长期合作，已超越一般意义上的供货关系，结成了战略合作联盟。

德国普瑞的客户几乎涵盖全球所有的高端车型生产厂商。2011年公司收入来源于宝马、大众、通用、福特和奔驰的比重分别为30.84%、28.03%、15.61%、8.65%和5.19%。2010-2012前五大客户销售占比近90%。目前公司客户正由高端德系车向欧美的主流整车厂商渗透。

图 17：德国普瑞客户结构

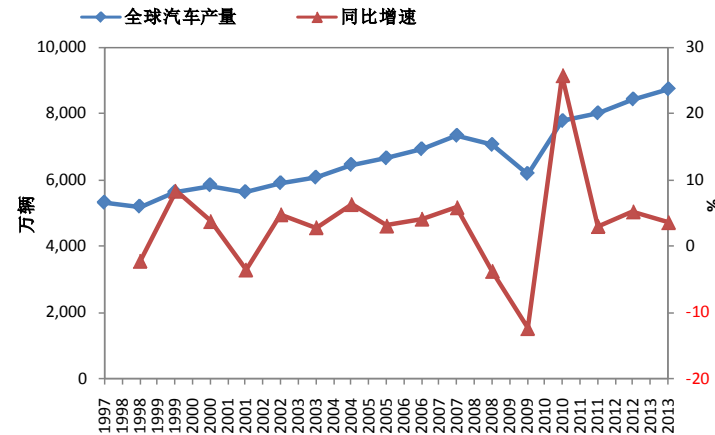


资料来源: 公司公告

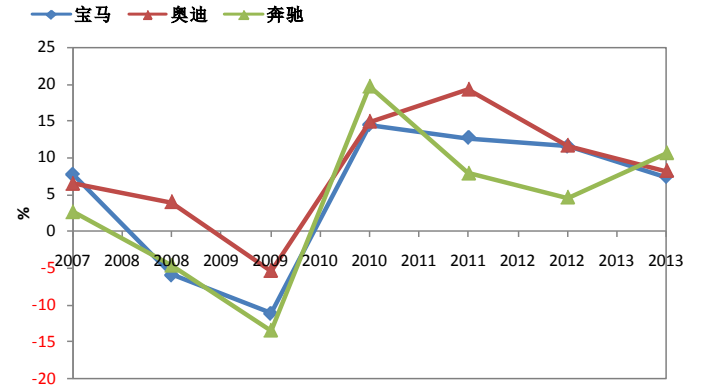
公司的主要客户在 2013 年都继续保持了远优于行业的增速。宝马公司 2013 年全球整车销量为 1,963,798 台, 较 2012 年同比增长 6.43%, 奥迪公司 2013 年全球销量为 1,575,500 台, 较 2012 年同比增长 8.27%, 都远高于欧洲整车销量的增速; 在北美, 福特去年销量达到 6,330,000 台, 较 2012 年增长了 11.68%, 也远高于北美地区整车销量的增速; 在国内, 上海大众和一汽大众整车销量同比分别增长 22.1%和 18.4%, 上海通用同比增长 13.6%。

图 18: 全球汽车产量及增速

图 19: 三大豪华品牌汽车销量增速



资料来源: wind



资料来源: wind

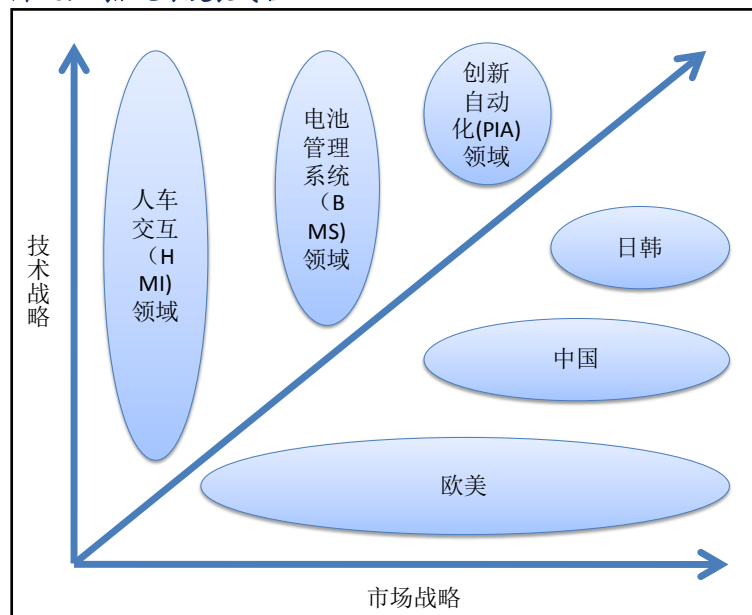
公司发展战略：细分领域技术和市场全球双领先

收购普瑞后，公司完成了技术升级，从内外饰功能件拓展到高端汽车电子领域。

公司对普瑞的整合战略是：1) 优化供应链平台，降低材料成本。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的，并且有大量的电子元器件从亚洲特别是中国采购。由于德国的采购成本高居不下，且其在亚洲缺乏人力对供应链实施有效的整合和管理，造成的产品销售中材料成本的比例较高，直接影响了销售毛利。公司将发挥熟悉中国国内采购渠道的优势，结合德国普瑞成熟的供应商审核、甄选和管理经验，打造和管理以亚洲供应商为主的供应体系，在成本方面保持竞争优势。2) 全面实现国产化目标，提升公司的营运管理能力。结合既定的市场和技术战略，在未来几年实现全产品系国产化的目标，使得国内制造成本的优势成为公司海外经营的竞争力；另外，在实现国产化的同时，吸收消化德国普瑞优异的质量管理经验，将其先进的营运管理模式贯彻延伸到公司旗下其它汽车零部件企业，使公司的营运管理能力达到世界领先供应商的标准。

公司的未来发展战略是：力争在细分市场上技术引领并提高市场占有率，在人车交互（HMI）、新能源汽车电池电源管理系统（BMS）、机器人（创新自动化生产线）等细分领域做到技术和市场全球双领先。

图 20：均胜电子发展战略



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司战略在市场方面具体为：（1）巩固并积极开拓原有的欧美市场。公司将在德国普瑞原有的欧美市场采取更为积极的措施，进一步加强和现有客户如宝马、大众、福特和通用等的业务关系，提升销售份额，同时争取在目前业务量有待提高的客户如戴姆勒、标致雪铁龙和菲亚特等方面有较大的销售增长，确保公司在的欧美市场销售稳健增长。（2）积极开拓发展中国市场。公司将加大在中国的研发、生产、销售基地建设，一方面推动引进德国普瑞已有产品和技术在中国的生产、销售，抢占国内市场份额，另一方面通过提升国内的研发能力，争取立足中国并向亚洲其它市场辐射。（3）中长期内将业务延伸至日韩车系市场。作为全球汽车市场的三大支柱之一，日韩系市场也是公司全球布局的重要部分。公司争取从高端品牌产品入手，在主要的日韩系客户如丰田、本田、尼桑和现代等实现销售突破，进而进入其中级汽车的供应序列。

公司战略在技术方面具体为：（1）公司将现有的产品线，包括驾驶控制、空调控制系统和车身上和人直接有关的功能件统称为 HMI（人车交互）系统。公司在 HMI 领域的四个发展方向是中央控制平台的集成化、更直接的人机交互方式、为车联网服务商提供所需的硬件和软件平台、与汽车安全系统的更紧密耦合。未来公司对人机（车）交互系统方面将引入更多更自然的交互方式，使人和车的沟通简约而不简单，最终达到“所想即所得”的目标。（2）虽然纯电动车将是新能源汽车发展的重要目标，但从目前内燃机为主发展到纯电动为主的时代将有较长过渡期，因此多种技术，如涡轮增压、油电混合动力和增程式混合动力等，将长期并存。目前公司对上述每一种动力总成技术都有相应产品布局或技术储备，形成了良性的产品线轮动。在涡轮增压动力总成方面，2014 年已进入大规模量产阶段，除积极加深与现有德系客户合作外，也在积极拓展其它欧系整车厂商。在混动和纯电动车领域，公司将继续加大在该领域的研发投入，进行新一代 BMS 的开发，除现有客户，公司争取在 2014 年能够顺利发展 2 到 3 家新的全球级客户。中国也是关键市场之一，公司将积极和国内混动和纯电动车生产厂商接触，寻求合作机会，共同推进中国新能源汽车事业的发展。（3）公司已将创新自动化生产线划为独立的业务部门，计划加大在中国地区的投入，积极开拓本土市场。

我们认为，均胜电子细分市场双领先的发展战略清晰、定位明确。目前汽车电子领域既有博世、电装等全产业链国际巨头，又有意在进军汽车市场的 IT 巨擘谷歌、苹果等。一方面，博世、电装等汽车电子国际巨头抢占高端技术领域的劲头凶猛。博世集团汽车业务部 2013 年营业收入再度增长 7% 达到 307 亿欧元，并计划在 2014 年量产交通拥堵辅助系统等一系列全新的车联网产品，以保持行业排头兵地位。另一方面，谷歌、苹果等巨擘近来纷纷与奥迪、丰田等高端汽车厂商建立合作关系，将自己的电子技术整合到汽车之中。以苹果与本田的合作为例，本田将推出新车，利用方向盘上的按钮一键启动 Siri，让 Siri 直接读出新接收的电子邮件和短信、查看天气、设置导航等。与汽车电子领域的“航空母舰”相比，均胜电子意在抓住目前所从事的细分市场中的机会，通过反应速度、合作关系等方式取胜。正如公司副总裁郭志明所述，“德国本土公司中有一种‘隐形冠军’，只为某个大产品提供某个小部件，但这个部件绝对是一流的，比如德国某中小企业制造的一款‘电流传感器’产品在全球份额中能够占到 100%。而普瑞就是希望成为 BMS 这个小领域的‘隐形冠军’。”

汽车电子行业分析

市场规模与增速

整车市场方面，据盖世汽车网数据，2013年，美国车市销量持续攀升，但增幅有所放缓，美国轻型车销量累计1553.16万辆，同比增长7.5%；欧洲车市受欧债危机影响，2013年乘用车销量延续下行走势，全年累计1230.82万辆，同比下跌了1.8%；以中国为代表的新兴经济体继续保持高增速，其中中国同比增长19.7%。

2013年全球汽车电子厂商如德国大陆集团、德尔福、伟世通、天合、海拉等的营收或净利润均有超过10%的增长，优于整车厂增速。根据德勤预测，2016年全球汽车电子规模将达到2348亿美元，2012到2016年的复合增长率达到9.8%，远高于整车行业3-5%的增长水平。

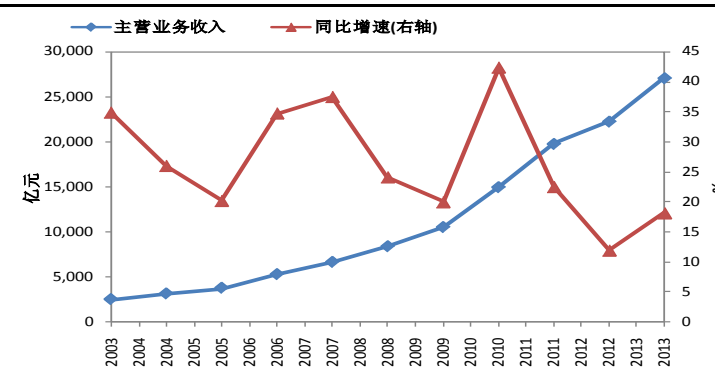
汽车零部件按功能划分，通常分为汽车发动机系统及零部件、车身系统及零部件、底盘系统及零部件、电气电子设备和通用件五大类。根据国家统计局数据，2013年国内汽车零部件及配件产业规模达到2.71万亿元。虽然2010年后国内汽车零部件及配件领域收入增速有所下滑，但过去3年仍保持20%左右的高增速。2013年国内汽车产量2387万辆，按产量增速保持过去3年8.7%的平均水平，单车汽车电子2万元估算，2015年国内汽车电子规模将达到5000亿元。

图 21: 全球汽车电子市场规模增速



资料来源：德勤

图 22: 中国汽车零部件及配件市场规模增速



资料来源：wind

发展趋势

安全精密化、环保节能化、小型轻量化、智能电子化

由于世界汽车市场对汽车安全、舒适、节能和环保的要求不断提高，法规标准日益严格，汽车产品日益个性化、多样化，新

产品的技术含量加大、推出的速度加快，整车厂对汽车零部件供应商提出了越来越高的要求。

(1) 安全精密化。现代消费者对汽车安全与舒适的要求越来越高，这要求汽车零部件制造商提供的产品具有更高的安全性与精密度，从而为高精度零部件的专业生产企业提供了较大的发展空间。

(2) 环保节能化。21 世纪汽车产品追求环保节能，世界各大汽车厂商都纷纷从燃料、电池等方面入手研究环保节能车型。

(3) 小型轻量化。小型轻量化是未来汽车重要的发展方向之一，而未来汽车的轻量化实际上就是零部件的轻量化。在原料选用上，立足于开发新型替代材料，使汽车零部件轻量化，以减少燃料的消耗。

(4) 智能电子化。智能驾驶作为汽车发展的主要方向之一，通过控制和安全来实现。智能驾驶按不同阶段可分为主动驾驶和自动驾驶，不管是哪一类，都涉及到汽车控制和汽车安全两个核心功能。

专业化分工、产业转移、全球采购

(1) 汽车零部件专业化分工。汽车零部件制造业对整车厂的配套逐步系统化、模块化。所谓系统化就是系统配套，整车厂从采购单个零部件向采购整个系统转变。系统配套有利于整车厂充分利用零部件企业专业优势，简化配套工作，缩短新产品开发周期。模块化供应是指零部件企业以模块为单元为整车厂配套。在模块化供应中，零部件企业承担起更多的新产品、新技术开发工作。在系统化、模块化的发展趋势中，由于技术、产能与成本的原因，汽车零部件企业只有通过专业化分工，实现规模化生产，提升自有技术开发实力，才能为整车厂提供更多的专用零部件产品和技术。

(2) 汽车零部件制造业的产业转移。欧美日等发达国家的劳动力成本比较高，导致这些国家生产的汽车零部件产品缺乏成本优势。为了应对市场竞争，日本、欧美的大型汽车零部件供应商加大了产业转移的力度，中国、印度等亚洲国家成为吸引全球汽车零部件产业转移的主要目的地。

(3) 汽车零部件产品的全球采购。汽车产业链全球化的最重要表现就是世界主要汽车企业利用全球资源实现零部件的全球采购。整车企业为降低成本，提高产品在全球市场的竞争力，对所需的零部件按性能、质量、价格、供货条件在全球范围内进行比较，择优采购，改变了只局限于采用本国内部零部件产品的做法，而零部件企业也将其产品面向全球销售，不再局限于仅仅供给本国内部的整车企业。

新能源汽车的崛起带来汽车电子的附加值提升

新能源汽车，特别是电动车的崛起，是 2013 年汽车行业最重大事件之一，根据 Frost & Sullivan 公司数据，2013 年全球纯电动车销量达到 19 万辆，较上一年增加 50% 以上。以特斯拉为代表的纯电动车厂商在商业和社会效应上的成功，极大提高了民众对新能源汽车的认识度和接受度。以宝马等为代表的传统整车厂商也不甘落后，也积极推出了各自的新能源汽车，在发达国家和地区获得了市场的高度认可。

2014 北京车展上新能源汽车扎堆亮相：全球首发车 118 台，其中新能源车 79 台，占近七成。无论是自主品牌、合资品牌、外资品牌亦或是豪车品牌均在新能源汽车上加码。

表 4：世界各国新能源汽车规划

国家	规划年限	产销目标	新能源车类型
美国	2015	保有量 100 万辆	插电式混合动力、增程型电动车、纯电动汽车
中国	2015	产销量 50 万辆	插电式混合动力、纯电动汽车
	2020	累计产销量 500 万辆	
日本	2020	产销量 200 万辆	混合动力汽车 120 万辆、电动汽车 80 万辆
德国	2020	保有量 100 万辆	电动汽车
	2030	保有量 500 万辆	电动汽车
英国	2015	保有量 24 万辆	电动汽车
法国	2020	累计产量 200 万辆	清洁能源汽车
韩国	2015	产量 120 万辆	电动汽车

资料来源：盖世汽车网

表 5：品牌整车商新能源汽车规划

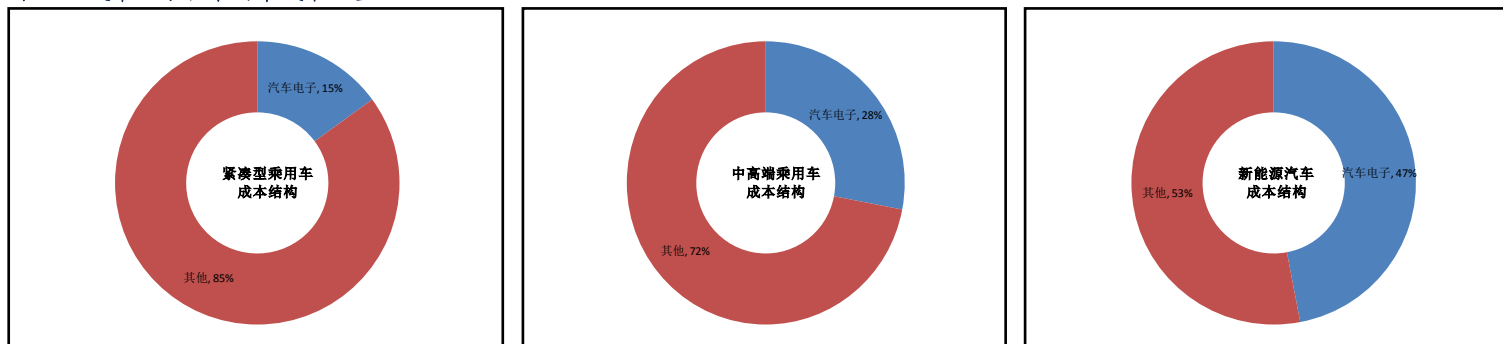
品牌	新能源汽车布局
宝马	2018 年之前大幅扩产 i 系列电动车，到 2020 年 i 系列每年总产量或将达到 10 万辆以上
大众	从 2014 年开始，大众汽车集团旗下部分核心车型将开始搭载插电式混合动力技术；到 2018 年，大众集团生产的全部车型中，电动车比重将达到 3%。2014 至 2015 年，大众汽车将发布 6 款以上电动车：大众品牌为帕萨特 PHEV 和高尔夫 PHEV，奥迪品牌为奥迪 A3 PHEV、奥迪 A6 PHEV、奥迪 A8 PHEV 和奥迪 Q7 PHEV。
福特	到 2020 年，大概 10%-20%福特全球车辆产品将会被电气化改造。福特混合动力车型包含 C-Max Hybrid、C-Max Energi、Fusion Hybrid 与 Fusion Energi 以及 Lincoln MKZ Hybrid 等。
通用	通用的新能源汽车包括雪佛兰 Volt 沃蓝达、凯迪拉克凯雷德 Hybrid SUV 以及君越 eAssist。通用计划将旗下沃蓝达等插电式混合动力车产量提高两成左右。
路虎	于 2015 年正式发布插电式混动版揽胜。捷豹路虎将和 12 家合作伙伴联合开发下一代混合动力和电池/电动机系统。捷豹路虎未来计划打造出轻度混合动力车型（MHEV），插入式混合动力车型（PHEV）和纯电动汽车车型（BEV）。
丰田	丰田计划在 2013-2015 年底之前推出 21 款新型混合动力车。公司预计 2013 年到 2015 年间混动车销量将至少达到 100 万辆/年。
日产	日产计划在混合动力车领域挑战丰田汽车，2013-2017 年将推出 15 款新混动车型。其中有 11 款新型油电混合动力车将采用日产最新前驱混合动力系统，该系统预计 2013 年首次亮相。英菲尼迪 JX 跨界车预计成为第一款采用该布局的混合动力车型。

资料来源：媒体报道，信达证券研发中心整理

新能源汽车崛起对于汽车电子发展的意义在于，电子化、智能化正是新能源汽车的最大特点。目前紧凑型乘用车中汽车电子

占成本的比重约为15%，中高端乘用车中汽车电子占成本的比重约为28%，而新能源汽车中汽车电子占成本的比重高达约47%。随着未来新能源汽车占传统车比重的提高，以及传统汽车高端配置向中低端车的逐步沉降，汽车电子在汽车中的附加值将得到持续提升。

图 23: 汽车电子占乘用车成本比重



资料来源: 公司公告

相关假设及盈利预测

估值假设

1. 我们预测的均胜电子各业务营收增速和毛利率情况如表 6 所示。

表 6: 公司业务结构、营收增速和毛利率预测

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
汽车电子类					
营业收入 (亿元)	33.88	39.25	47.10	56.52	67.83
增长率		16%	20%	20%	20%
毛利率	17%	19%	20%	21%	21%
内外饰件类					
营业收入 (亿元)	11.14	9.10	9.10	9.10	9.10
增长率		-18%	0%	0%	0%
毛利率	16%	17%	17%	17%	17%
功能件类					

营业收入 (亿元)	7.69	8.56	9.41	10.35	11.39
增长率		11%	10%	10%	10%
毛利率	21%	22%	22%	22%	22%
工业自动化设备制造					
营业收入 (亿元)	1.88	2.36	2.83	3.40	4.07
增长率		25%	20%	20%	20%
毛利率	17%	18%	18%	18%	18%

资料来源: 信达证券研发中心预测

2. 我们的模型中, 影响公司盈利的核心驱动因素是公司汽车电子类产品的增速和毛利率, 其敏感性分析如表 7 所示。在给定范围内, 公司汽车电子产品的毛利率水平比收入增速对公司 EPS 影响大。汽车电子业务收入增速每提高 5%, 影响 EPS 0.01-0.03 元, 而汽车电子产品毛利率每提高 1%, 影响 EPS 0.05-0.06 元。由此可见, 均胜电子对德国普瑞供应链的整合结果对公司盈利的成长性至关重要。

表 7: 汽车电子类产品增速和毛利率变化对 2014 年 EPS 的敏感性分析

增速 \ 毛利率	10%	15%	20%	25%
18%	0.51	0.52	0.54	0.55
19%	0.56	0.58	0.60	0.61
20%	0.61	0.63	0.65	0.67
21%	0.66	0.69	0.71	0.73

资料来源: 信达证券研发中心预测

3. 按照摊薄股本数 63614.48 万股计算摊薄每股收益。

相对估值与投资评级

预计均胜电子 2014-2016 年归属母公司股东净利润分别为 4.15 亿元, 5.18 亿元和 6.43 亿元, 对应的摊薄每股收益分别为 0.65 元、0.81 元和 1.01 元。以 2014-6-3 收盘价 21.95 元, 对应的 14-16 年 PE 分别为 34X、27X 和 22X。

我们选取了 A 股汽车电子上市公司作为可比公司进行比较 (表 8)。目前汽车电子上市公司的 PE (2014E) 中值为 28 倍。考虑到均胜电子的汽车电子龙头地位, 以及其作为宝马新能源汽车概念标的的稀缺性, 给予公司 2014 年 40 倍的市盈率, 按 2014 年 EPS 0.65 元计算, 公司目标价 26.00 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 8: 申万 A 股汽车电子上市公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE (TTM)			PB
			2014E	2015E	2016E	TTM	2014E	2015E	2016E	
002055.SZ	得润电子	9.17	0.46	0.65	0.79	31	20.01	14.08	11.64	2.9
300304.SZ	云意电气	28.87	1.03	1.39	1.88	31	27.93	20.71	15.34	3.2
002664.SZ	信质电机	40.50	1.42	1.85	2.34	37	28.42	21.86	17.31	4.6
300209.SZ	天泽信息	15.52	0.13	0.18	0.28	347	121.25	86.17	56.05	2.9
002232.SZ	启明信息	8.79				489				3.6
中值						37	28	21	16	
600699.SH	均胜电子	21.97	0.64	0.86	1.16	46	34	27	22	5.9

资料来源: 除均胜电子外, 其他盈利预测来自 wind 一致预期。股价为 2014 年 6 月 3 日收盘价

风险因素

- 1、汽车行业需求下滑风险。汽车行业受宏观经济和相关政策的影响较大, 宏观经济增速放缓可能导致乘用车需求增速低于预期, 整车厂面临的压力会传导到零部件企业, 从而导致公司产品收入增长不达预期、毛利率下滑。
- 2、整合风险。德国普瑞主要从事控制类电子产品生产业务, 主要市场在欧美; 上市公司则主要从事执行类功能性机械产品, 仅面向中国大陆市场销售。为进一步强化重组效益, 自均胜集团收购德国普瑞以来, 双方已制定并正在执行市场、运营、人才、技术、财务等方面的一系列业务整合计划。若这些整合计划不能取得预期效果, 将导致公司经营决策效率降低、人才流失、技术运用出现障碍等, 从而不利于德国普瑞的先进汽车电子产品进入欧美以外特别是中国等新兴市场, 以及均胜电子的原有产品打入海外市场, 进而影响收购以后德国普瑞和均胜电子在全球汽车零部件行业扮演重要角色的战略目标的实现。
- 3、成本增加风险。公司产品毛利率受原材料价格和人力成本影响较大, 若未来原材料价格或人工成本超预期上涨, 将对公司盈利造成负面影响。
- 4、汇率风险。由于公司的生产经营地分布于德国、葡萄牙、罗马尼亚、墨西哥、美国和中国 6 个国家, 各地区公司以欧元、列伊、美元、比索和人民币 5 种货币作为记账本位币, 上市公司利润水平受到汇率波动风险。

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,051.24	2,442.99	3,083.15	3,924.57	4,934.72
现金	519.47	561.02	937.27	1,454.94	2,080.35
应收票据	46.06	65.97	76.19	88.35	102.85
应收账款	689.27	830.60	959.22	1,112.40	1,294.93
预付账款	43.75	57.48	65.43	75.51	87.45
存货	682.22	845.92	963.04	1,111.36	1,287.13
其他	70.47	82.01	82.01	82.01	82.01
非流动资产	3,115.05	3,302.97	3,244.39	3,151.35	3,059.10
长期投资	0.00	4.72	4.72	4.72	4.72
固定资产	1,991.08	2,034.92	1,891.46	1,934.04	1,870.62
无形资产	783.74	739.46	756.41	751.99	725.31
其他	340.24	523.87	591.80	460.59	458.45
资产总计	5,166.29	5,745.96	6,327.54	7,075.91	7,993.81
流动负债	2,424.95	2,353.99	2,504.37	2,715.51	2,965.96
短期借款	1,159.73	795.02	795.02	795.02	795.02
应付账款	738.55	883.25	1,005.55	1,160.42	1,343.94
其他	526.67	675.71	703.79	760.07	827.01
非流动负债	940.59	1,052.71	1,052.71	1,052.71	1,052.71
长期借款	222.62	218.89	218.89	218.89	218.89
其他	717.97	833.82	833.82	833.82	833.82
负债合计	3,365.55	3,406.70	3,557.07	3,768.21	4,018.67
少数股东权益	123.53	51.39	67.18	86.85	111.29
归属母公司股东权益	1,677.21	2,287.88	2,703.29	3,220.85	3,863.85
负债和股东权益	5166.29	5745.96	6327.54	7075.91	7993.81

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,358.46	6,103.83	7,049.03	8,174.70	9,516.09
同比(%)	266.47%	13.91%	15.49%	15.97%	16.41%
归属母公司净利润	206.85	289.01	415.41	517.56	643.00
同比(%)	36.40%	39.72%	43.74%	24.59%	24.24%
毛利率(%)	17.68%	19.09%	20.23%	20.62%	21.03%
ROE(%)	18.45%	14.58%	16.65%	17.47%	18.15%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.65	0.81	1.01
P/E	68	48	34	27	22
P/B	8.3	6.1	5.2	4.3	3.6
EV/EBITDA	19.51	17.34	14.28	12.33	10.57

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,358.46	6,103.83	7,049.03	8,174.70	9,516.09
营业成本	4,411.23	4,938.90	5,622.74	6,488.71	7,514.90
营业税金及附加	6.08	7.39	8.54	9.90	11.52
营业费用	187.29	214.34	247.53	287.06	334.17
管理费用	387.92	477.86	551.86	639.98	745.00
财务费用	58.67	76.47	58.27	50.85	42.79
资产减值损失	7.54	10.19	11.62	13.42	15.55
公允价值变动收益	0.26	1.11	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	300.14	379.79	548.47	684.77	852.16
营业外收入	15.18	9.86	9.86	9.86	9.86
营业外支出	3.61	4.00	4.00	4.00	4.00
利润总额	311.71	385.65	554.32	690.63	858.01
所得税	62.86	85.65	123.12	153.39	190.57
净利润	248.85	299.99	431.20	537.23	667.44
少数股东损益	42.00	10.99	15.79	19.67	24.44
归属母公司净利润	206.85	289.01	415.41	517.56	643.00
EBITDA	738.04	883.71	1,072.64	1,242.51	1,448.79
EPS (摊薄)	0.33	0.45	0.65	0.81	1.01

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	605.24	650.46	834.12	974.25	1,121.21
净利润	248.85	299.99	431.20	537.23	667.44
折旧摊销	372.85	419.69	454.13	488.73	526.93
财务费用	53.48	78.36	64.19	63.15	63.85
投资损失	-0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-33.01	-118.39	-125.17	-126.02	-149.83
其它	-36.79	-29.20	9.76	11.16	12.82
投资活动现金流	-543.98	-530.37	-393.68	-393.43	-431.95
资本支出	-539.12	-574.75	-393.68	-393.43	-431.95
长期投资	5.14	39.11	0.00	0.00	0.00
其他	-10.00	5.28	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	56.95	-105.35	-55.78	-55.78	-55.78
吸收投资	0.00	469.18	0.00	0.00	0.00
借款	760.56	-341.88	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	41.78	62.10	55.78	55.78	55.78
现金净增加额	120.42	15.64	376.24	517.67	625.42

分析师简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作7年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010年加入信达证券, 3年证券从业经验。

研究助理简介

丁士涛 中央财经大学管理学硕士, 3年银行业工作经验。2012年2月加盟信达证券研究开发中心, 从事有色金属和钢铁行业研究。

王伟 澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业1年工作经验, 现从事有色金属行业研究助理工作。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	银泰资源	000975	闽东电力	000993
中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484	钢研高纳	300034

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。