

2014 年 12 月 17 日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(人民币)

35.00

公司基本资讯

| | |
|------------------|-----------------------|
| 产业别 | 汽车 |
| A 股价(2014/12/16) | 24.16 |
| 上证综指(2014/12/16) | 3021.52 |
| 股价 12 个月高/低 | 30.16/14.7 |
| 总发行股数(百万) | 636.14 |
| A 股数(百万) | 242.82 |
| A 市值(亿元) | 153.69 |
| 主要股东 | 宁波均胜投资集团有限公司 (62.92%) |
| 每股净值(元) | 3.77 |
| 股价/账面净值 | 6.41 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 10.0 -2.1 56.6 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

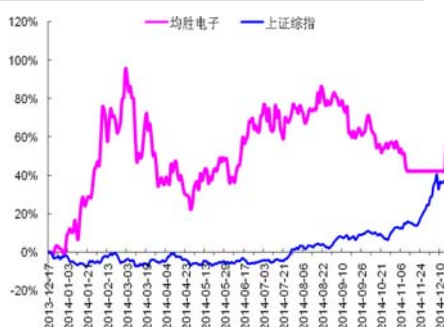
产品组合

| | |
|-------|-------|
| 汽车电子类 | 66.3% |
| 内外饰件类 | 25.7% |
| 功能件类 | 4.4% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 34.5% |
| 一般法人 | 16.7% |

股价相对大盘走势



均胜电子(600699.SH)

Buy 买入 (维持)

汽车电子龙头

结论与建议：

作为宝马、奥迪等国际一线车企的优质供应商，公司在汽车 HMI（人机交互）、BMS（电池管理）领域优势明显，同时公司拟增发收购德国方向盘总成与内饰龙头 Quin，产品线互补，公司优势进一步扩大。未来随着客户拓展、整合逐步深入，公司业绩可实现长期快速增长。同时公司积极参与海外并购，拟增发募资 11.2 亿元用于收购，业绩增速有望进一步加快。

综合考量，预计公司 2014-2015 年可实现净利润分别为 3.5 亿、5.4 亿，YoY 增长 19.5%、56%，对应 EPS 为 0.50 元、0.78 元(摊薄)；目前股价对应 2014-15 年 PE 分别为 48 倍、31 倍，给予“买入”的投资建议。

■ **竞争优势突出：**我们认为公司核心竞争力来自于三个方面，德国普瑞强大的研发与制造能力，优质的客户资源，均胜良好的激励机制与并购能力。

■ **BMS 技术能力突出：**新能源车是中国汽车产业弯道超车的最佳机会，而制约电动车发展的最大瓶颈在于续航里程（充电）、安全问题，而这正是 BMS 系统所承担的主要责任，也是新能源车（EV）的核心价值所在（特斯拉的技术核心），普瑞自主研发的 BMS 系统已为宝马量产，向中低端新能源汽车导入的障碍小，中资背景与核心技术能力决定了未来公司 BMS 业务将得到快速发展，我们保守预计未来两年公司 BMS 业务收入复合增长率 105%。

■ **HMI（人机交互接口）未来潜力巨大：**apple 将人机交互提升到了新的高度，甚至改变了消费者对于手机电池续航、安全性（易碎）的态度，小米学习 Apple 优化 Android 的交互体验，赢得了大量的用户与销售份额，相对而言，汽车的人机交互仍然处于发展的初期，我们认为普瑞作为目前这个领域的龙头企业有机会也有能力在汽车人机交互系统市场获得成功。

■ **增发收购德国汽车零部件龙头企业，进一步助推公司业绩：**公司拟募资 11.2 亿元用于收购德国的汽车零部件企业 Quin GmbH（6.9 亿元）、发展均胜普瑞工业机器人（1.9 亿元）项目及进一步补充流动资金。德国 Quin GmbH 是德国高端方向盘总成与内饰功能件总成供应商，去年实现销售收入 8.2 亿元（9200 万欧元），净利润 3900 万元，今年前三季度营收达 7.78 亿元人民币，净利润 6700 万元，预计全年净利润 9000 万元以上，收购价格对应动态市盈率 7.7 倍，价格相对较低。此举将进一步丰富公司产品体系，与现有产品形成协同效应，为整车厂商提供 HMI、高端方向盘总成和内饰功能件总成级产品，提高公司产品核心竞争力。

■ **盈利预测和投资建议：**预计公司 2014-2015 年可实现净利润分别为 3.5 亿、5.4 亿，YoY 增长 19.5%、56%，对应 EPS 为 0.50 元、0.78 元(摊薄)；目前股价对应 2014-15 年 PE 分别为 48 倍、31 倍。考虑到公司出色并购能力与业绩增长迅速，估值仍然有提升空间，给予“买入”的投资建议。

..... 接续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2011 | 2012F | 2013 | 2014F | 2015F |
|-----------------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 152 | 207 | 289 | 345 | 539 |
| 同比增减 | % | 35.18 | 36.40 | 39.72 | 19.50 | 56.02 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.22 | 0.30 | 0.42 | 0.50 | 0.78 |
| 同比增减 | % | 35.18 | 36.40 | 39.72 | 19.50 | 56.02 |
| 市盈率(P/E) | X | 109.77 | 80.48 | 57.60 | 48.20 | 30.89 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

公司与行业简介

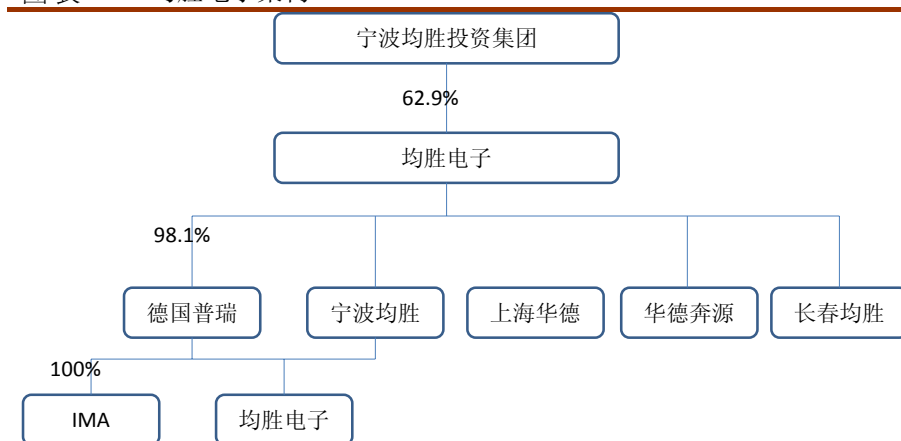
收购普瑞、IMA 进入国际一线汽车电子、机器人厂商行列：

均胜电子成立于 2004 年，是中国汽车电子供应商龙头（图 1），2009 年开始企业实施并购战略,创新产品升级改造途径，2009 年并购上海华德,扩张并整合国内产品系。2011 年并购德国普瑞，通过德国普瑞的海外并购，公司进入世界级汽车电子厂商行列迈进。2014 年 6 月，普瑞又以 1430 万欧元收购 IMA 的全部股权和相关知识产权，成功切入工业机器人系统、自动化产品领域。

德国普瑞始建于 1919 年，从无线电到工业控制再到汽车电子，公司一步步发展成为国际领先的汽车配件系统供应商，其主要产品包括空调控制系统、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。2013 德国普瑞实现营收 5.20 亿欧元, YOY 增长 12.6%。占公司 2013 年营收比例 72%（图 2）。

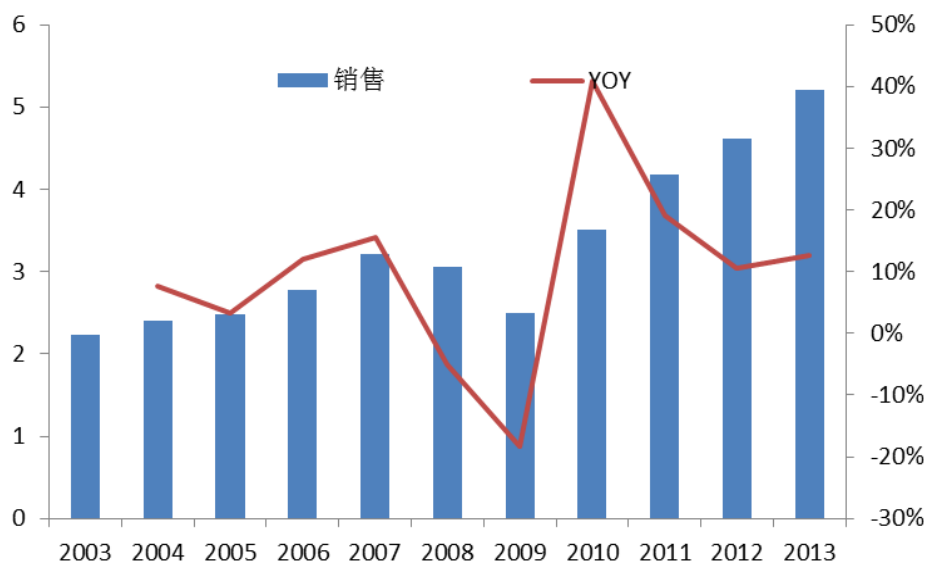
IMA 成立于 1975 年，从成立之初即专注于工业机器人的研发、制造和集成。主要客户包括大陆、博格华纳、泰科、宝洁、格雷斯海姆、罗氏制药、博朗电器等世界级公司。2013 年，IMA 实现销售收入 3398 万欧元，净利润 134 万欧元。

图表 1 均胜电子架构



资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

图表 2 普瑞营收增速 单位：亿欧元，

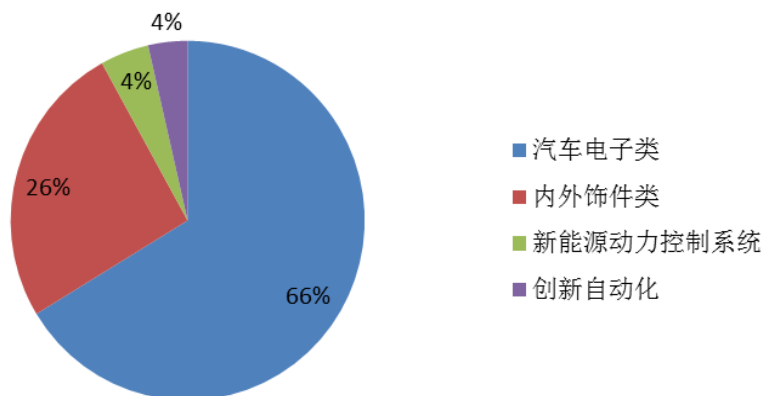


资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

从营收结构来看（图3），汽车电子构成公司营收（驾驶员控制系统、空调控制系统、传感器系统、电子控制单元）的最主要来源，2014 上半年汽车电子营收 21.5 亿元，YOY 增长 17.4%，占公司总收入的 66%，其次为内外饰件业务，占公司总收入的 26%，再次是新能源动力控制系统业务（BMS、涡轮增压排气系统），虽然整体占比仅 4% 但是 1H14 增长 354%，最后是工业自动化及机器人业务，占比约 4%。

图表3 均胜电子产品结构

2014H1



资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

竞争力分析

我们认为公司核心竞争力来自于三个方面，德国普瑞强大的研发与制造能力，优质的客户资源，均胜良好的激励机制与并购能力。

1 普瑞自 1988 年起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，均胜的传感器、空调控制系统、驾驶控制系统、电源管理系统产品都在进入主流车厂的供应链体系，并且市占率稳步提升。

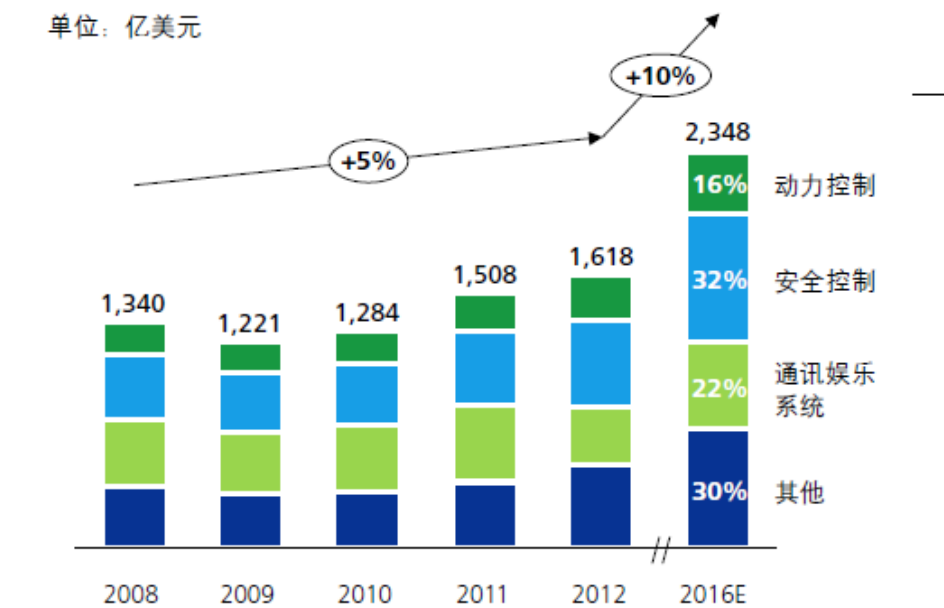
2 强大的研发与制造能力，使得普瑞成为汽车电子的龙头企业，与国际汽车大厂建立了紧密地关系，均胜入主后，未来立足中国市场有望更快对市场特别是新兴市场的变化做出反应，更贴近客户

3 公司目前组织架构明晰，采用事业部制，事业部拥有大部分独立决策的权力，均胜入主普瑞给予普瑞较大的自由度，保留了原先的管理层，对德国的管理团队进行了股权激励，给予普瑞的支持更多的是给予资金与客户方面的支持，强大的并购能力使得公司在短期内多次收购外资汽车电子、工业自动化资产，有利于公司快速的实现扩张。

■ 汽车电子将乘风而起，提升行业估值

随着汽车产销量的增长（图 4），以及消费者对于汽车安全性、环境友好性、娱乐需求的持续提升，电子价值在汽车整体价值中的占比有望持续提升，汽车电子产业有望呈现快速增长的态势。

图表 4 汽车电子产值增速有望加快



资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

■ BMS 乘风而起

新能源汽车环境友好性毋庸置疑，我们认为目前制约其发展的主要原因在于：电池续航性能、充电便利性、安全性。其中，电池续航能力与充电便利性又互为补充。因此，解决行车的安全性以及续航能力是新能源车推广普及的关键节点。

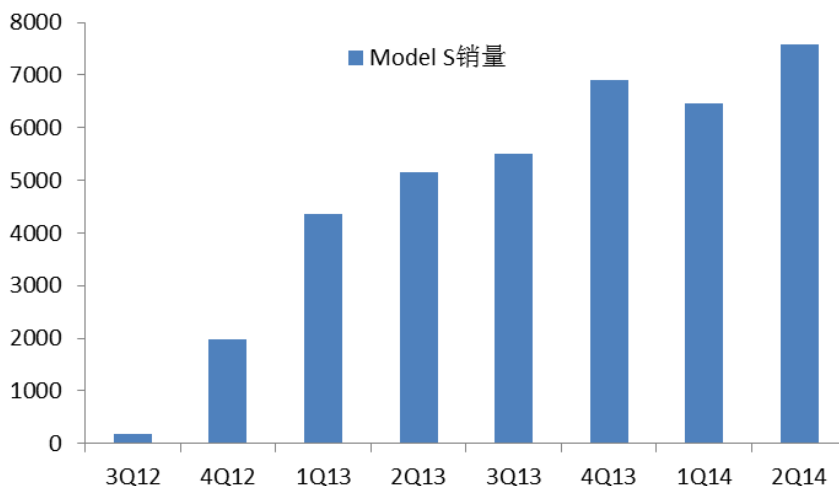
目前来看，由于锂电池安全性、续航能力在实际使用过程中存在相互制约的问题，为化着一矛盾，需要使用多个小电池并串联的结构，交由 BMS（Battery Management System）系统管理。

以特斯拉为例，按照 Model S 电池系统的官方设计图，其共包含 16 个电池包，每个电池包由 444 颗单电池组成，电池数量增加至 7104 颗。

但是使用这种架构亦带来较大问题：随着电池数量的增多，将大幅增加电池单体之间的不一致性，导致单体温度、电荷、电压出现不平衡现象，容易造成个别电池过充、过放并产生静电反应，从而降低电池组寿命以及安全性。需要 BMS 对于每个电池做精细化控制，需要实时测量电池状态且预测性能曲线的发展。因此，电池管理也成为新能源中技术要求最高的部分。

这也恰恰是特斯拉核心竞争力所在，在其 200 余项专利中，充电网络、整车底盘系统、电池管理系统和电机管理系统等独创专利占据主要位置。作为目前最为成功的纯电动汽车，特斯拉在续航性能、动力性能方面表现明显高于同侪。截至 1H14，特斯拉全球累计销量超过 3.8 万辆，2014 年全年计划销售 3.5 万辆，同比增长 6 成。我们认为，特斯拉的成功除了时尚外观、新颖的人车交互方式之外，电池管理效率的提升至关重要。

图表 5 特斯拉销量 单位：台



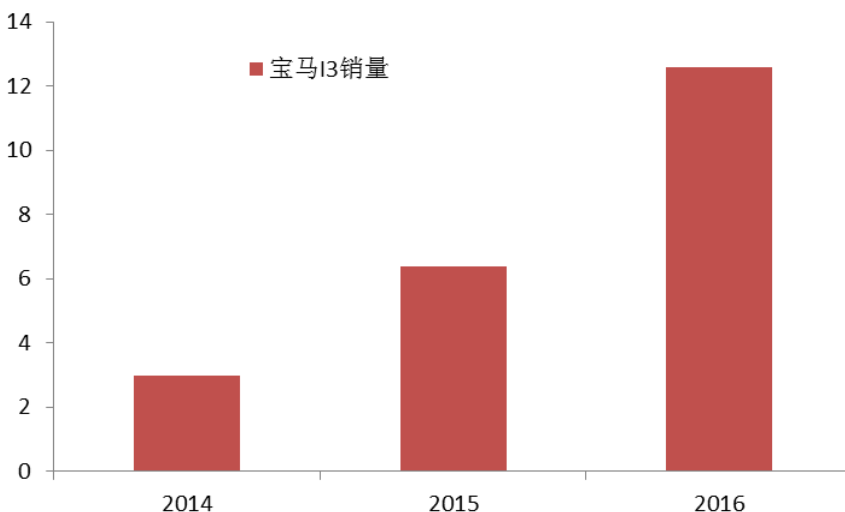
资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

普瑞的优势在于多年浸淫传感器领域，在电池管理的方面有先天优势，并通过与宝马的深度合作，积累了丰富的 BMS 系统的开发、商业化的经验，均胜电子作为普瑞的控股股东是为数不多国内掌握 BMS 技术，并经过实际严苛的路面测试，成功应用于商业电动车的企业。未来将充分受益于新能源汽车的发展。单就宝马而言，2014 年宝马 i3 出货量预计在 3000 台左右，预计到 2016 年预计将超过 1.2 万辆，到 2020 年将累计实现 10 万辆的销量，按照 BMS1 万元/量的保守估算，公司 BMS 业务收入未来两年复合增长率 105%，收入超过 1.2 亿元，

若公司 BMS 系统向其他整车厂供货，其业务增速将进一步加快。

图表6 宝马 I3 销量

单位：台

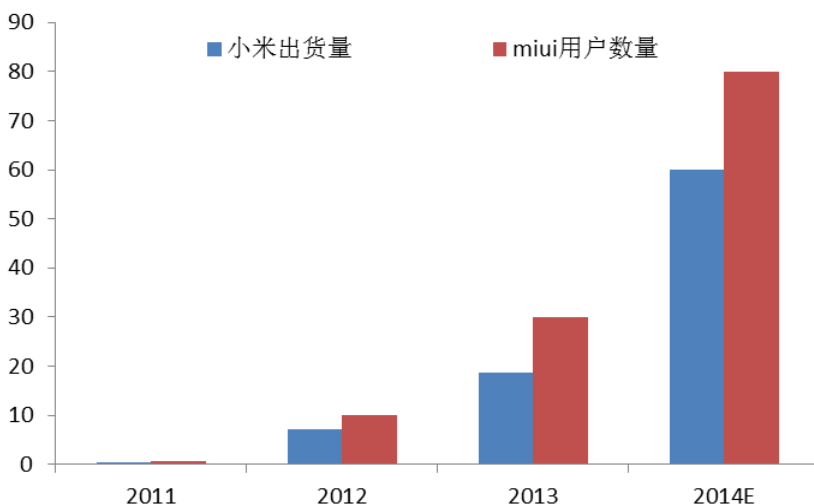


资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

■ HMI 潜力巨大，与 Quin 形成优势互补

从消费类电子发展趋势来看，从 pc 到手机，人机交互方式的转变促进了下游需求的发展，个中企业一旦掌握人机交互关键技术，企业都将得到巨大的发展机会。PC 领域，apple 商业化发展了鼠标，微软 windows 运用鼠标极大地简化了输入方式，因此造就了两大科技行业的龙头企业，2007 年苹果将多点触控电容屏引入手机领域，成就了手机领域的一段新的传奇，用户甚至因此大幅降低了对手机待机时间、安全性（碎屏）的要求。小米则通过优化 android 系统，改进交互方式，在短时间内成为中国手机企业的龙头，其 MIUI 用户数量快速增长成为手机成功的重要原因。

图表7 小米出货量



资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

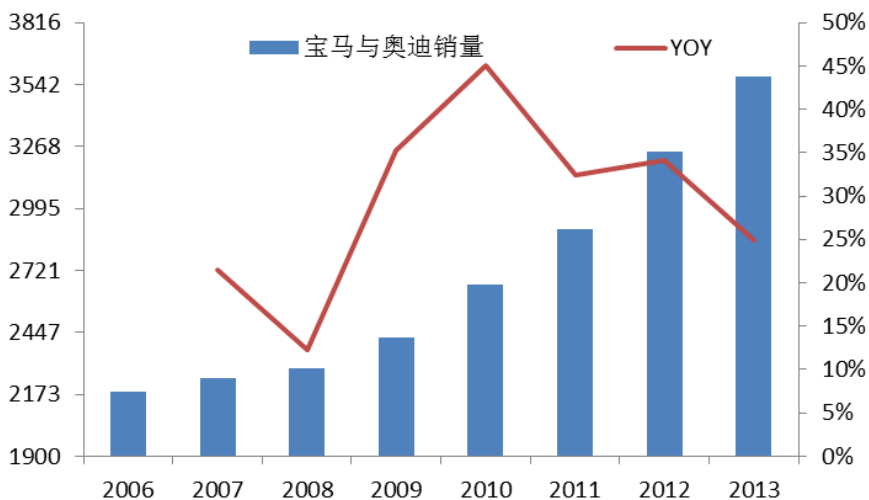
相对而言，汽车的人机交互仍然处于发展的初期，汽车智能化发展将是行业发展的趋势之一，除了通过交互系统控制汽车音响、空调系统、导航系统外，越来越多的网络功能也将内嵌入汽车交互系统，网络搜索服务，LBS服务也将通过

汽车的操作系统来实现，人机交互将成为整车厂商未来关注的重点。

德国普瑞作世界上最早的智能驾驶控制系统开发者，对于汽车操控理解深入并且研发实力突出，iDrive、MMI已成为最为成功的智能驾驶控制系统，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。智能驾控系统收入占到普瑞营收规模的4成左右。2014年6月，在德国柏林举行的2014年汽车人机界面（HMI）大会上，公司的最新中控台概念产品获得一致认可和高度评价，以高票获得创新人机界面技术一等奖。

除了宝马与奥迪之外，普瑞也分别为奔驰与雷克萨斯研发了COMAND和Remote Touch的智能驾驶操作系统。同时，公司的HMI产品先后进入福特的高端品牌林肯的配套体系。随着宝马、奥迪的销售增长，公司HMI业务收入也将保持快速增长。

图表8 宝马与奥迪销量 单位：千台



资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

公司计划收购德国Quin GmBH股权进一步加强HMI领域的领导能力，标的公司是德国高端汽车品牌提供内饰功能件和高端方向盘总成的汽车零部件供应商，在方向盘总成、内饰功能件领域处于行业领导者地位，Quin的产品与普瑞产品线将形成有效互补，将有助于公司形成完整的HMI解决方案（图9）。

图表9 Quin 与 Preh 产品



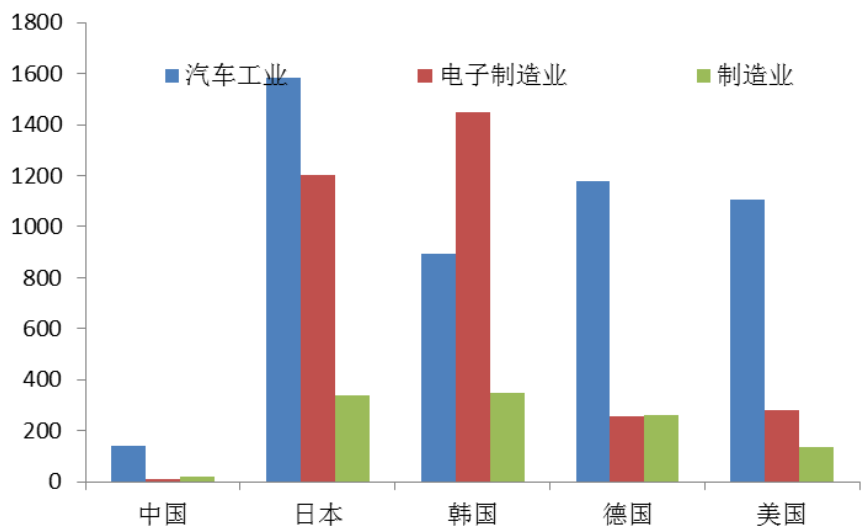
资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

■ IMA 与普瑞优势互补，机器人自动化业务空间巨大

国内工业机器人的研究起步较晚，虽然近年来工业机器人增长迅速，年均增长率 25%以上的增速，但从渗透率来看，仍然处于较低水平，大幅落后于发达国家（图 10）。

图表 10 每万名工人机器人保有量

单位：台



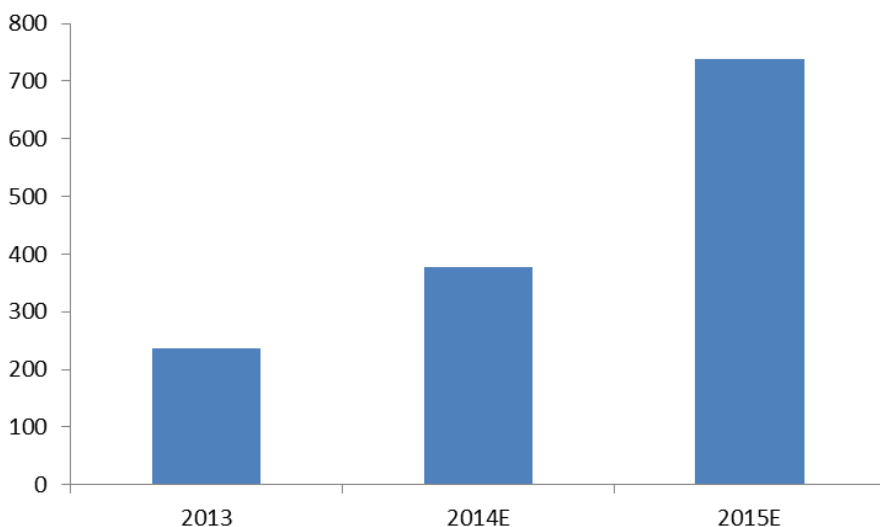
资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

IMA有近40年的工业自动化业务经验，目前机器人领域主要涉足汽车、电子、医疗和快速消费品领域。普瑞下游机器人业务更多在于汽车零配件方面的应用与 IMA与实现了业务互补。并且，从普瑞和IMA的工业机器人集成业务所需原辅材料来看，二者整合也比较容易实现，从而发挥规模优势。

同时，公司计划募资1.9亿元用于工业机器人研发制造。项目预计18个月完成，将新增工作站、机床等各项工具和设备652台，项目投产后第一年将具备年产工业机器人生产线35条的能力，预计投产后第二年达到稳定产能具备年产60-65条生产线的能力。预计第一年生产负荷按设计生产能力的53.3%，销售收入约为1.6亿元，税后利润约2558万元；达产后第二年销售收入约为3亿元，税后利润约为4800万元，项目利润可观，将进一步推升公司自动化业务收入的增长（图11）。

图表 11 每万名工人机器人保有量

单位：台



资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

营运分析

2014 年前三季度公司实现营业收入 51.3 亿元，同比增长 17.5%，实现净利润 2.26 亿元，同比增长 20%，EPS 为 0.36 元。其中 3Q14 营业收入 17.5 亿元，同比增长 12.3%，实现净利润 0.7 亿元，同比微降 2.3%，EPS 为 0.11 元。

公司三季度净利润微降主要是外饰件产品结构调整，使得公司营收增速放缓，同时并购 IMA 并表，一次性确认费用 3000 万元，导致管理费用率提升了 1.1 个百分点，是公司三季度净利润微降的主要原因。从毛利率情况来看，公司前三季度综合毛利率 18.7%，较上年同期下降了 0.4 个百分点。

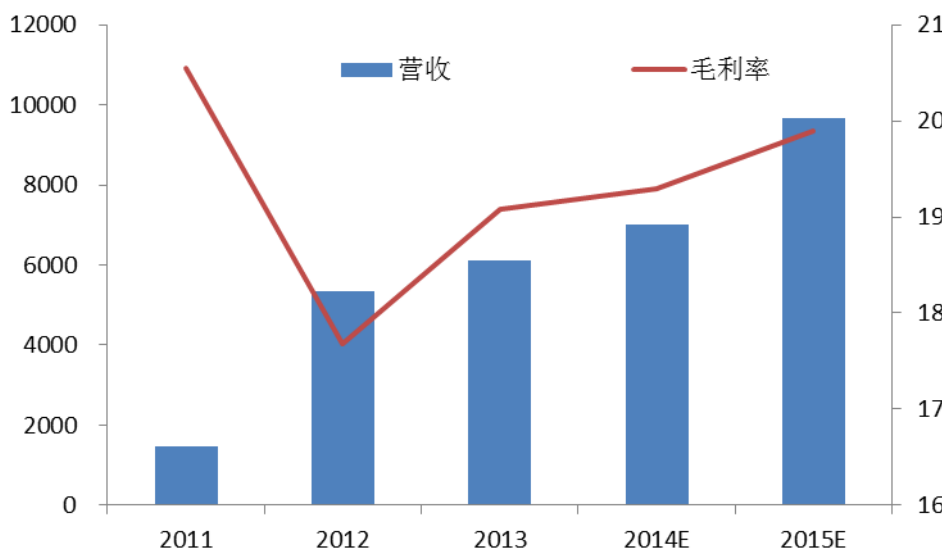
公司拟募资 11.2 亿元用于收购德国的汽车零部件企业 Quin GmbH（6.9 亿元）、发展均胜普瑞工业机器人（1.9 亿元）项目及进一步补充流动资金。发行不超过 5300 万股（占总股本 8.3%）

德国 Quin GmbH 是德国高端方向盘总成与内饰功能件总成供应商，去年实现销售收入 8.2 亿元（9200 万欧元），净利润 3900 万元，今年 1 至 9 月营收达 7.78 亿元人民币，前三季净利润 6700 万元，预计全年净利润 9000 万元以上，收购价格对应动态市盈率 7.7 倍，价格相对较低。

展望未来，随着下游整车企业需求的稳步增长，以及 IMA 业务的拓展，公司营收依然有望保持较快的增长速度，同时并购费用的影响将消除，公司管理费用率将较 3Q14 下降，而调整产品结构带来的毛利率稳步回升亦有机会出现。

图表 12 公司综合毛利率变化

单位：台



资料来源：公司资料，群益证券上海研究部

盈利预测与投资建议

综合考量，预计公司 2014-2015 年可实现净利润分别为 3.5 亿、5.4 亿，YoY 增长 19.5%、56%，对应 EPS 为 0.50 元、0.78 元(摊薄)；目前股价对应 2014-15 年 PE 分别为 48 倍、31 倍。考虑到公司出色并购能力与业绩增长迅速，估值仍然有提升空间，给予“买入”的投资建议

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

| 百万元 | 2011 | 2012F | 2013 | 2014F | 2015F |
|---------------|------|-------|------|-------|-------|
| 营业收入 | 1462 | 5358 | 6104 | 7013 | 9669 |
| 经营成本 | 1162 | 4411 | 4939 | 5660 | 7744 |
| 营业税金及附加 | 5 | 6 | 7 | 14 | 15 |
| 销售费用 | 29 | 187 | 214 | 245 | 329 |
| 管理费用 | 39 | 388 | 478 | 589 | 812 |
| 财务费用 | 17 | 59 | 76 | 70 | 87 |
| 资产减值损失 | 0 | 8 | 10 | 20 | 20 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 15 | 15 |
| 营业利润 | 208 | 300 | 380 | 430 | 677 |
| 营业外收入 | 6 | 15 | 10 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 1 | 4 | 4 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 214 | 312 | 386 | 450 | 697 |
| 所得税 | 37 | 63 | 86 | 94 | 143 |
| 少数股东损益 | 25 | 42 | 11 | 10 | 15 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 152 | 207 | 289 | 345 | 539 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2011 | 2012F | 2013 | 2014F | 2015F |
|-----------|------|-------|------|-------|-------|
| 货币资金 | 157 | 519 | 561 | 456 | 777 |
| 应收账款 | 361 | 689 | 831 | 1585 | 1910 |
| 存货 | 161 | 682 | 846 | 1176 | 1646 |
| 流动资产合计 | 780 | 2051 | 2443 | 3127 | 3878 |
| 长期股权投资 | 24 | 0 | 5 | 10 | 15 |
| 固定资产 | 376 | 1991 | 2035 | 2706 | 3762 |
| 在建工程 | 102 | 166 | 262 | 428 | 620 |
| 非流动资产合计 | 589 | 3115 | 3303 | 3931 | 4677 |
| 资产总计 | 1369 | 5166 | 5746 | 7058 | 8555 |
| 流动负债合计 | 676 | 2425 | 2354 | 2990 | 3558 |
| 非流动负债合计 | 25 | 941 | 1053 | 1379 | 1834 |
| 负债合计 | 702 | 3366 | 3407 | 4369 | 5392 |
| 少数股东权益 | 102 | 124 | 51 | 62 | 26 |
| 股东权益合计 | 565 | 1677 | 2288 | 2627 | 3137 |
| 负债及股东权益合计 | 1369 | 5166 | 5746 | 7058 | 8555 |

附三：合并现金流量表

| 百万元 | 2011 | 2012F | 2013 | 2014F | 2015F |
|---------------|------|-------|------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 209 | 605 | 650 | 600 | 700 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -169 | -544 | -530 | -620 | -699 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -21 | 57 | -105 | -85 | 320 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 18 | 120 | 16 | -105 | 321 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证,持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。