

均胜电子 (600699.SH)

具备全球化视野的汽车电子行业龙头，多
业务协同提升成长确定性

 评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

33

分析师

联系人

林照天

杜威

S0740514080004

021-20315157

0755-82797692

duwei@r.qlzq.com.cn

linzt@r.qlzq.com.cn

2015年3月13日

基本状况

总股本(百万股)	636.14
流通股本(百万股)	449.14
市价(元)	26.31
市值(百万元)	16737
流通市值(百万元)	11817

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,358.46	6,103.83	7,046.51	8,692.47	10,429.6
营业收入增速	58.11%	13.91%	15.44%	23.36%	19.98%
净利润增长率	12.36%	39.72%	29.73%	42.53%	29.39%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.45	0.59	0.78	1.00
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	24.61	33.92	33.10	25.16	19.45
PEG	1.99	0.85	1.11	0.59	0.66
每股净资产(元)	2.77	3.60	4.19	6.28	7.28
每股现金流量(元)	1.05	1.02	1.03	1.47	1.36
净资产收益率	12.88%	12.63%	14.08%	12.35%	13.78%
市净率	3.17	4.28	4.66	3.11	2.68
总股本(百万元)	579.05	636.14	636.14	689.14	689.14

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 公司已形成汽车电子为核心的多业务布局。**公司目前的业务主要有四个部分，分别为汽车电子、内外饰功能件、新能源动力控制系统和工业自动化设备制造。其中汽车电子类业务是公司最核心的业务，收入占比达到 66.22% (2014H1)。近两年通过外延扩张逐渐向 BMS、涡轮增压、工业机器人集成领域延伸，预计未来公司将逐渐地加大这几块新业务业务的占比。
- 公司具备全球化视野，实行“引进来”也要“走出去”的市场战略。**公司目前最核心的 HMI (汽车电子类) 业务的产品供给和客户主要集中在海外，同时近年来在欧洲并购了多家相关的公司。多年以来公司都奉行“引进来，走出去”市场战略，加大汽车电子产品、工业机器人集成在国内市场的开拓力度，同时推进内外饰、功能件产品在海外市场的拓展，以达到营收增长、毛利率水平提升的目标。
- 公司目前实行三大产品战略方向，都将是拉动公司业绩增长的重要力量。**
 - HMI (智能驾驶)：**1).智能化和节能化趋势使得**汽车电子占整车成本不断提升**，整个行业拥有巨大的市场规模和快速增长的趋势。2).目前公司 HMI 产品以打入宝马、大众、通用等知名整车厂的供应链，可谓 HMI 领域的“隐形冠军”，未来将凭借国际领先的技术优势和产品口碑打入**中国、北美等市场的更多档次的车型**。3).同时**大平台化的采购趋势**大大增强了供应关系的黏性，进入壁垒变得更高。4).源于从中高端车型向主流车型渗透，出货量和收入的快速提升将能够**分摊一些固有的成本和费用**，汽车电子的毛利率未来将稳中有升。5).“引进来”战略也将落地 HMI 业务，以匹配国内旺盛的需求。
 - 新能源动力控制系统。**1).公司独家供应宝马 BMS (电池管理系统)，赢得了极高关注度，目前正在建立比较通用的平台，以能够更容易与其他整厂商对接。总体看公司技术能力领先，将受益于新能源汽车的快速发展。2).涡轮增压业务拥有价格、服务、技术等多方面优势，未来将销往全球，增量不可小觑。

3、工业机器人集成。1). 通过外延的方式切入工业机器人集成领域，普瑞和 IMA 都拥有 30 年以上的行业经验。国内成立了工业机器人子公司，通过引进国外先进的技术和管理经验，更好地服务于中国制造的产业升级，分享国内巨大的工业机器人集成市场。2). **最大的优势在于对工业机器人所应用行业有着深刻理解**，公司在汽车、电子、消费品、医疗等领域有着丰富的行业经验，有助于后续国内市场的开拓。3). 目前这个时点市场仍然认为这块业务不确定性较大，公司需要拿到外部的订单来证明这块业务在中国市场的开拓能力，当前国内客户已经正在有条不紊地拓展中，一旦上升趋势确立，将有利于提升此块业务的估值水平。

- 可以说，公司是中国汽车电子行业的领军者，拥有全球领先的技术实力和优质的客户资源，同时并购基因强大，外延式并购和内涵式增长并举。未来几年，公司看点颇多，总体经营战略和业务布局清晰，布局多个成长性行业逐步将落地到业绩的快速增长。1、“**引进来**”和“**走出去**”战略带来**收入端的持续增长**：首先将国外的一些先进技术和产品引进国内，国内的巨大需求足以支撑未来几年公司这几块业务在国内的高增长；同时，将国内自身的优势产品走向国际市场，成为一些整车厂的世界级供应商。2、**汽车电子应用主流化、内外饰功能件产品高端化带来利润率的不断提升**，不同产品实行不同的产品战略，同时国外工厂的一些原材料采购、产品生产将会移回国内，更深地实现“中国生产、全球供应”的布局，这也有助于增强盈利能力。3、**布局汽车电子、BMS、工业机器人集成等多个成长性行业将切实提升业绩增长确定性和协同效应**，从公司最近的经营情况来看，确实正在验证公司协同效应的逻辑，业绩增长的确定性将带动公司在资本市场的良好表现，短期欧元的贬值等利空因素并不影响公司的长期成长逻辑。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2014-2016 年营收分别为 70.47 /86.92 /104.30 亿元，归属母公司净利润分别为 3.75 /5.34 /6.91 亿元，对应的 EPS 分别为 0.59 /0.78 /1.00 元（15 和 16 年考虑增发后摊薄），目前股价对应的 PE 分别为 45 /34 /26 倍。基于我们对公司未来外延和内生增长并举的判断，看好公司长期的发展前景，我们给予“增持”评级，目标价为 33 元，对应 42*15 PE、33*16 PE。
- **风险提示：**汽车电子行业竞争更加激烈影响公司的市场份额和毛利率；欧元贬值影响德国普瑞并表业绩；涡轮增压业务客户拓展不达预期；宝马 i 系列电动车销量不达预期；工业机器人集成业务国内拓展不达预期。

内容目录

具备全球化视野的汽车电子行业龙头	4
已形成汽车电子为核心的多业务布局	4
奉行国际化市场战略，既要“引进来”也要“走出去”	5
公司三大产品战略之一：HMI（智能驾驶）	6
智能化和节能化趋势给汽车电子行业带来发展机遇	6
公司 HMI 系统产品和技术领先，未来将覆盖更多客户和市场	8
公司三大产品战略之二：新能源动力控制系统	10
独家供应宝马 BMS，技术领跑电池管理领域	10
涡轮增压进排气系统：不可小觑的增量	12
公司三大产品战略之三：工业机器人集成	13
从外延式扩展逐渐向内生式增长转变	13
最大优势在于公司对所应用行业的深刻理解	14
公司未来的主要投资看点	15
收入端持续增长来源：产品“引进来”和“走出去”	15
利润率显著提升来源：汽车电子应用主流化，内外饰功能件产品高端化	15

多产品布局提升成长确定性，协同效应带来持续正能量 - 16 -

盈利预测和投资建议 - 17 -

风险提示 - 17 -

图表目录

图表 1: 均胜电子主要业务架构 - 4 -

图表 2: 2012-2013 年各业务收入占比 - 4 -

图表 3: 2014 年上半年各业务收入占比 - 4 -

图表 4: 均胜各子公司营收占比 (2013 年) - 5 -

图表 5: 均胜电子近几年国内外收入占比 - 5 -

图表 6: 公司“引进来、走出去”战略 - 6 -

图表 7: 公司分布在全球的工厂分布 - 6 -

图表 8: 汽车电子产品分类 - 6 -

图表 9: 全球汽车电子市场规模预测 - 7 -

图表 10: 未来几年我国汽车电子产业规模预测 - 7 -

图表 11: 德国普瑞营业收入增长趋势 - 8 -

图表 12: 德国普瑞 2011 年业务收入占比 - 8 -

图表 13: 德国普瑞 2011 年客户收入占比 - 8 -

图表 14: 奥迪 MMI 中央控制系统 - 9 -

图表 15: 宝马 iDrive 中央控制系统 - 9 -

图表 16: 德国普瑞的系列产品 - 9 -

图表 17: 普瑞汽车电子产品逐渐向主流车型渗透 - 10 -

图表 18: BMS 在产业链所处位置 - 11 -

图表 19: 我国近几年新能源汽车产销量 - 11 -

图表 20: 美国新能源汽车季度销量走势 - 11 -

图表 21: 全球和中国工业机器人销量 - 13 -

图表 22: 2013 年工业机器人行业分布 - 13 -

图表 23: 德国普瑞创新自动化生产线 - 14 -

图表 24: 工业自动化及机器人产业链及均胜布局 - 14 -

图表 25: 汽车电子和内外饰功能件产品调整以提升利润率 - 16 -

图表 26: 欧元兑人民币汇率走势 - 17 -

图表 27: NYMEX 原油价格走势 - 17 -

图表 28: 均胜电子三张财务报表预测 - 18 -

具备全球化视野的汽车电子行业龙头

已形成汽车电子为核心的多业务布局

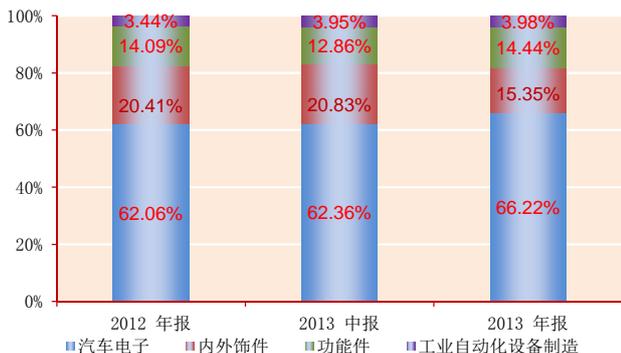
- **汽车电子和汽车功能件是公司主要业务，已成为多个知名整车厂的全球供应商。**2012年公司完成了对德国普瑞资产的并购，成为了全球领先的汽车电子生产商，主要产品的技术实力和市场份额在细分行业里全球领先。公司目前的业务主要有四个部分，分别为汽车电子、内外饰功能件、新能源动力控制系统和工业自动化设备制造（新能源动力控制系统包括BMS和涡轮增压进排气系统，2014年起独立出来）。2014年上半年这四块业务收入占比分别为66.22%、15.35%、14.44%和3.98%。总体来看，占据公司收入最大比例的汽车电子业务占比逐年提升，从2012年的62%逐渐上升到了2014年上半年的66%。
- **BMS、涡轮增压进排气系统和工业机器人代表着未来，收入占比将不断上升。**近两年公司依靠之前自身的技术积累加上外延的兼并收购，逐渐向新能源汽车电池管理系统（BMS）、涡轮增压进排气系统、工业自动化设备制造（工业机器人）等空间大和势头好的领域延伸。14年初公司制定了“HMI产品系”、“新能源汽车动力控制系统”和“工业自动化及机器人集成”三大产品战略，将BMS、涡轮增压、工业机器人相关产品提升到公司战略高度，预计未来公司将顺应行业发展趋势，逐渐地加大这几块新业务业务的占比。

图表 1: 均胜电子主要业务架构

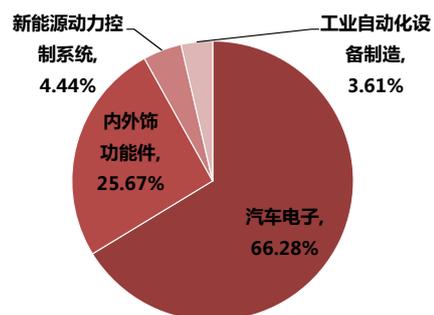
主营业务	子公司	产品类别	产品介绍
汽车电子 (HMI)	以海外德国普瑞为主，此外还有国内的普瑞均胜汽车电子子公司	空调控制系统	模块化解决方案，平台化空调控制系统等。
		驾驶员控制系统	主要包括中央控制系统、中控面板、多功能开关系统。
		传感器	位置传感器、除雾传感器等。
		电子控制单元	用于空调控制系统、整合式主动转向系统和新能源汽车的BMS等。
新能源汽车动力控制系统	德国普瑞	电池管理系统(BMS)	目前主要供应宝马纯电动和混动车型，后续有望拓展至其他国际大厂。
	国内子公司	涡轮增压进排气系统	已为国内合资大众、宝马和标致供货，未来将有望销往国际市场。
汽车功能件	以国内宁波、上海、长春等地的各子公司为主	内外饰件	汽车内外后视镜、前散热器格栅、车门内外拉手、加油小门等。
		功能件	发动机进气管路系统、车身清洗系统、空气管理系统、车载影音娱乐系统等。
工业机器人	包括德国普瑞PIA部门、IMA，均胜普瑞子公司	创新自动化生产线	处于工业机器人行业的下游集成领域。国内合资公司目前以服务内部为主，未来将走向服务外部客户。

来源：公司官网，齐鲁证券研究所

图表 2: 2012-2013 年各业务收入占比



图表 3: 2014 年上半年各业务收入占比



来源：公司年报、中报，齐鲁证券研究所

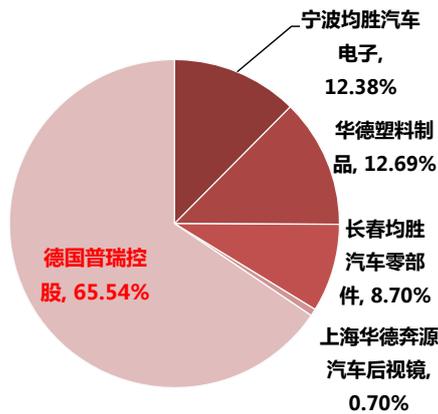
来源：公司中报，齐鲁证券研究所

奉行国际化市场战略，既要“引进来”也要“走出去”

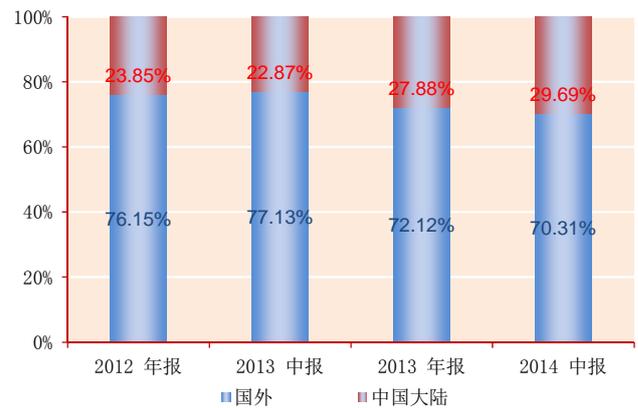
■ 公司积极践行国际化战略，国内与海外供给需求比例相匹配。

- 从需求端来看，公司目前海外的收入占比约为 7 成，基本与供给端的比例相匹配。近年来公司坚定执行“引进来、走出去”的市场战略，把优势产品和服务引入国内以服务本土市场，逐渐开拓国内汽车电子的客户，所以国内的收入占比正在稳步上升。
- 从供给端来看，子公司德国普瑞控股的收入占比达到了 65.54%，这基本相当于公司海外产值占总体收入的比例。为了与需求端的趋势相匹配，公司也在加大国内普瑞均胜等公司的业务扩张力度，可以预见未来“中国生产，全球供应”的产品将会更多。

总体来看，公司已经形成了以驾驶员为中心的定位于中控台和方向盘的一整套“人机交互（HMI）”的产品体系，同时均胜自身在内外饰件和功能件领域的多年积累，基本确立了在汽车电子和内外饰功能件领域的龙头地位，目前已成为世界知名整车厂商宝马、大众（包括奥迪）、奔驰、通用、福特等的全球供应商。

图表 4：均胜各子公司营收占比（2013 年）


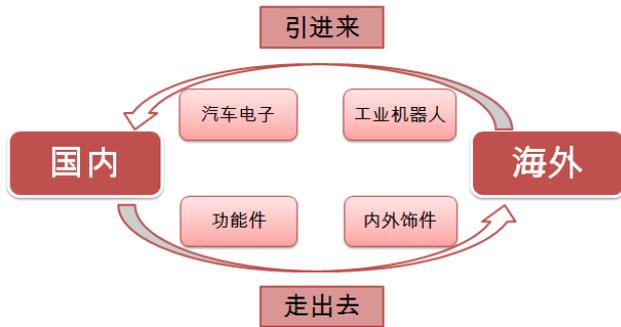
来源：公司年报，齐鲁证券研究所

图表 5：均胜电子近几年国内外收入占比


来源：公司年报、中报，齐鲁证券研究所

■ 具备全球化视野，全面拥抱国际市场。多年以来公司都奉行“引进来，走出去”的市场战略，加大汽车电子类产品、工业机器人集成在国内市场的开拓力度，同时推进内外饰、功能件产品在海外市场的拓展，以达到营收增长提升的目标。同时，公司通过供应链的整合和优化，有效控制成本，毛利率水平有显著提高。

- **产能扩张：**在海外市场领域，公司近几年不断地尝试进行外延的增长，相继并购了德国普瑞、IMA、Quin 等公司，不断地扩充在海外的布局，以实现产品线、产业链、技术、客户资源的不断整合，以期形成 1+1>2 的协同效应。此外，在拓展国外市场和客户方面亦能窥见其国际化战略意图。
- **客户扩张：**除了老客户宝马和奥迪之外，相继开发了通用、福特等客户，近期拟收购 Quin 将使得供应奔驰的收入占比将更上一层楼。

图表 6: 公司“引进来、走出去”战略


来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 公司分布在全球的工厂分布


来源：公司官网，齐鲁证券研究所

公司三大产品战略之一：HMI（智能驾驶）

智能化和节能化趋势给汽车电子行业带来发展机遇

- 首先，我们从行业层面来看汽车电子的发展。按照**功能和用途**进行分类，汽车电子产品主要可以划分为两大类：
 - 一类是**汽车电子控制系统**。这类装置需要与车上机械系统进行配合使用，即所谓机电一体化的汽车电子装置，包括**动力控制系统、底盘与安全控制以及车身电子装置**，主要集中于汽车电子的前装市场，对技术的成熟度和安全性相对较高，与整车的生产过程相配合。
 - 另一类是**车载电子装置**。这是在汽车环境下能够独立使用的电子装置，包括汽车信息系统、导航系统、娱乐系统等，相对于对安全性、稳定性考量极度严格的汽车电子控制系统，车载汽车电子通常脱离于整车的制造流程，在整个产业链中更为灵活。

图表 8: 汽车电子产品分类

分类	子系统	具体电子控制技术
电子控制系统	动力控制系统	汽油及控制、柴油机控制、自动变速箱等
	底盘与安全控制	ABS、电动助力转向、巡航系统、悬架系统、牵引力系统、胎压监测、电子稳定系统等
	车身电子	安全带控制、安全气囊、灯光控制、自动空调、自动座椅、电动车窗、中控锁、防盗器、传感器、控制器等
车载电子装置	信息系统	车辆运行信息、车载通讯系统、上网设备等
	导航系统	电子导航、GPS定位系统、倒车雷达、倒车影像等
	娱乐系统	数字视频系统、音响系统、数字TV等

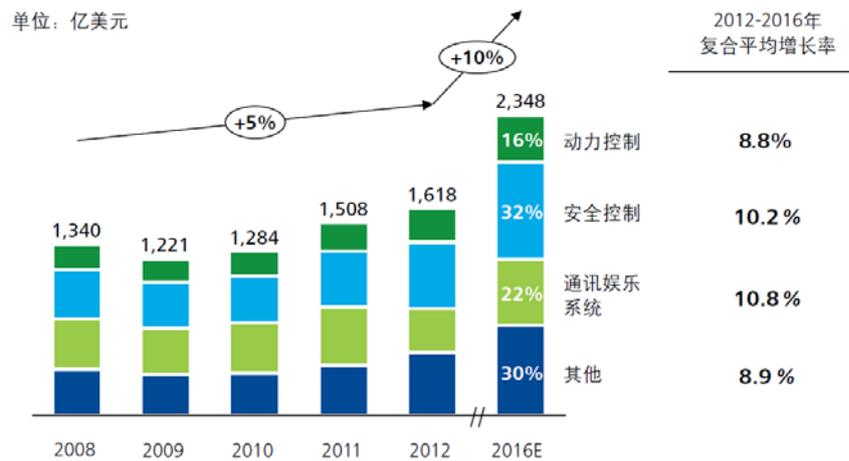
来源：公开资料，齐鲁证券研究所

- **汽车智能化进程不断推进，汽车电子市场空间不断增长。**车联网概念逐渐落地、安全性配置不断升级等因素都推动着汽车智能化的发展，汽车正在发生着巨大的改变，诸如 ADAS（高级驾驶辅助系统）的应用比例不断地上升，诸如摄像头、传感器、控制器以及各类电子功能模块等汽车电子范畴的产品在整车中的地位正在快速提升，汽车电子正在逐步地成为各汽车厂商努力形成产品差异化的重要着力点。除汽车产销量的逐

年增长之外，汽车的智能化和节能化趋势可以说为汽车电子带来的更大的市场空间，未来汽车电子市场的增长方式将由汽车产量增长驱动向功能需求不断衍生和增长驱动转变。

- **汽车电子配置逐渐从中高端车型向低端车型渗透。**汽车变得更加智能化，原有的一些汽车电子配件正在逐渐从中高端汽车向低端车下移，汽车电子渗透率因此将有一个明显的提升过程。
 - **智能化趋势为汽车带来更多的应用。**越来越多的电子元器件被应用到汽车上以提高汽车的安全性、舒适性以及娱乐性，越来越多的应用正在逐步地普及，各种应用引发了对汽车电子配件新的需求。
 - **新能源汽车的普及提升了汽车电子占比。**相比于传统汽车，新能源汽车的汽车电子占比要明显更大，达到了 47%，远高于紧凑型乘用车的 15%和中高端乘用车的 28%，随着新能源汽车的逐渐普及，汽车电子将迎来更大的空间，特别是与电池相关的汽车电子细分领域。
- 根据德勤测算，**2016 年全球汽车电子规模将达到 2348 亿美元**，2012-2016 年复合增长率达到 9.8%，其中通信娱乐、安全控制、动力控制及其他复合增长率分别为 10.8%、10.2%、8.8%和 8.9%，远高于未来全球汽车行业 3%-5%的增长水平。

图表 9：全球汽车电子市场规模预测



来源：德勤，齐鲁证券研究所

- 同时，我们通过对 2013 年我国汽车电子产业规模、汽车电子成本占比以及汽车产量等数据进行推导，对未来几年我国汽车电子产业的市场规模进行了测算，具体预测数据如下图。
- 从测算数据中可以看出，由于**汽车电子占整车成本的不断提升加之汽车整车产量的不断增长**，未来几年我国的汽车电子产业规模将保持 20%左右的复合增长率，远快于整车产量的增长。
 - 而另一方面，由于国产汽车工业整体增速更快、汽车电子渗透率提升空间更大，预计国内的汽车电子产业的增长也将比全球更快。

图表 10：未来几年我国汽车电子产业规模预测

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
汽车电子渗透率	18%	20%	22%	24%	27%	30%
我国汽车产量(万辆)	2211.68	2388.61	2579.70	2786.08	3008.97	3249.68
中国汽车电子市场规模(亿元)	3080.70	3696.84	4391.85	5174.39	6286.89	7544.27
增长率	15.30%	20.00%	18.80%	17.82%	21.50%	20.00%

来源：本文测算，齐鲁证券研究所

公司 HMI 系统产品和技术领先，未来将覆盖更多客户和市场

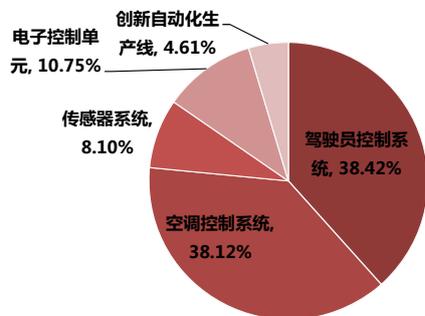
- 汽车电子行业巨大的市场规模和快速增长的趋势为公司提供了充分施展的空间。目前的汽车电子产品主要为空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器和电子控制单元，这些产品集成在一起统称为 HMI（人车交互）系统。汽车的智能化趋势将为这些产品被更多的应用各类车型当中，市场空间相当可观；同时公司在这些领域拥有全球领先的技术实力和产品整合能力，普瑞长久以来都是 HMI 领域的“隐形冠军”。供需两端都预示公司在 HMI 这块业务的良好态势。

图表 11：德国普瑞营业收入增长趋势



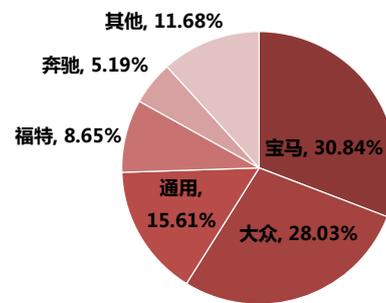
来源：公司官网，齐鲁证券研究所

图表 12：德国普瑞 2011 年业务收入占比



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 13：德国普瑞 2011 年客户收入占比



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 市场影响力大、口碑好，未来有望开拓更多客户，大平台化采购趋势又

使得供应关系更加稳固。目前公司的 HMI 业务占比前五的客户为宝马、大众、通用、福特和奔驰，都为全球领先的知名汽车厂商。公司为宝马和奥迪提供的 iDrive、MMI 中控交互平台的市场评价和反响相当不错，用户体验明显优于奔驰的 Comand 等产品，其他诸如空调控制系统、中控面板等产品也已经应用到了多个知名品牌的车型中。**我们认为良好的市场口碑将使得公司更加容易切入到其他整车厂商的供应链当中，**

- 从不同市场的维度看，公司将从以往占比较高的欧洲逐渐向亚洲和北美市场延伸，未来公司将承接原有客户在中国合资公司的订单，在北美也将覆盖通用和福特等公司，总体来看将迎来更大的市场容量；
- 从不同档次车型的维度看，公司 HMI 产品将逐步应用到主流车型中，主流车型巨大的销量将极大推动 HMI 业务的增长；
- 从竞争和供应关系的维度看，HMI 产品技术壁垒较高，细分领域的竞争对手并不多，同时**大平台化的采购趋势**将大大增强供应关系的黏性，一旦能够进入整车厂供应链，将能保持高度的稳定状态。

图表 14: 奥迪 MMI 中央控制系统



来源：公开资料，齐鲁证券研究所

图表 15: 宝马 iDrive 中央控制系统



来源：公开资料，齐鲁证券研究所

图表 16: 德国普瑞的系列产品



来源：普瑞官网，齐鲁证券研究所

- 源于从中高端车型向主流车型渗透，汽车电子的毛利率稳中有升。一般认为，产品应用于高端车型能够获得更高的毛利率，**但对于均胜的汽车**

电子业务来说，高端车的市场容量相对较小，出货量上不去会导致无法摊薄所固有的一些设计、制造成本。因此，公司目前也已经在加大 HMI 产品在主流车型的推广力度，应用车型和渗透率不断增加，出货量和收入的快速提升将能够分摊一些固有的成本和费用，搭配公司供应链的管理与整合，目前毛利率已经上升到接近 20% 的水平，预计上升势头将延续。此外，海外高新技术逐渐引进国内，国内普瑞均胜逐渐起量将更加能够借助国内在原材料和人力成本上的优势，有助于提升利润水平。

图表 17：普瑞汽车电子产品逐渐向主流车型渗透



来源：普瑞官网，齐鲁证券研究所

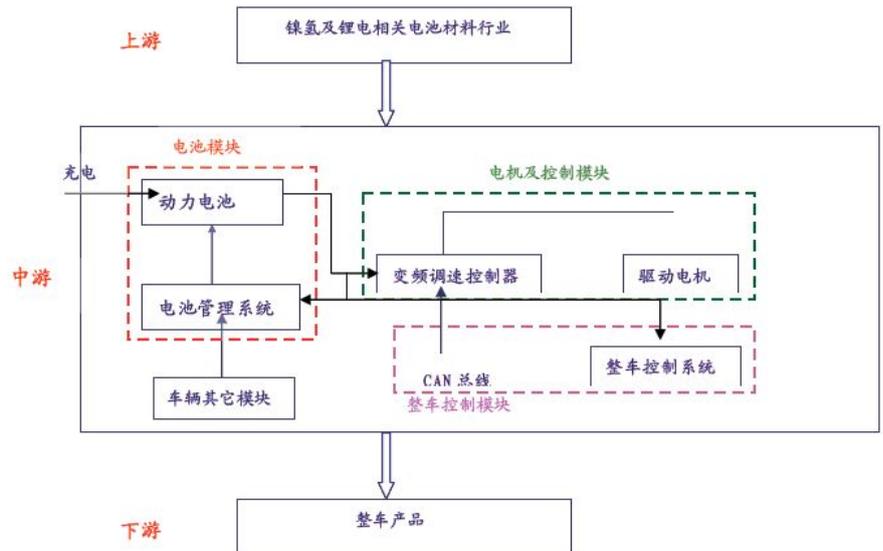
- **技术“引进来”，国内市场将是汽车电子业务开拓的重点。**如前所述，海外市场比较成熟，但国内市场成长性更高，根据我们的测算汽车电子国内市场的营收增速要快于海外。公司从 13 年开始实行“引进来，走出去”战略，依托普瑞均胜汽车电子子公司这个平台，将汽车电子技术和产品“引进来”，以匹配国内对汽车电子的巨大需求。综合市场容量和客户情况，预计普瑞均胜收入未来几年有望保持 100% 的年增长，到 16 年达到 8 亿元的规模，普瑞均胜这个平台在整个公司的地位将越来越高。目前来看，普瑞均胜订单较为充足，原有车系在中国的市场份额足以支撑其普瑞均胜未来几年的高增长，现在主要瓶颈在于产能的限制，下游旺盛需求将引导产能逐渐爬坡，从而不断为公司业绩提供增量。

公司三大产品战略之二：新能源动力控制系统

独家供应宝马 BMS，技术领跑电池管理领域

- **电池管理系统 (BMS) 在新能源汽车中占据着重要的地位**，主要起到的几个方面作用：
 - 1、准确的估测电池组的荷电状态，防过充过放，使电池维持在合理的电量范围；
 - 2、动态监测每块电池单体的电压、电流、温度，分别控制，并建立使用历史，为故障检测提供依据；
 - 3、保持各电池都达到均衡一致的状态。

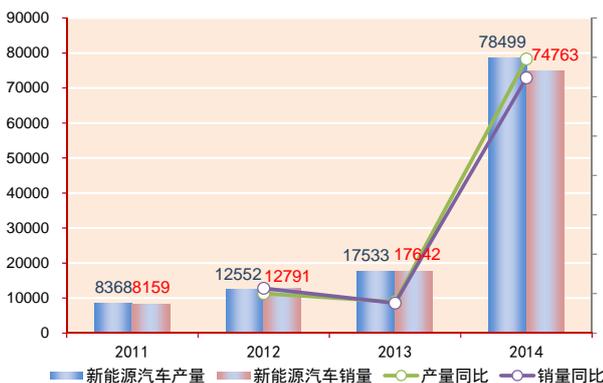
图表 18: BMS 在产业链所处位置



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

- **新能源汽车长期发展逻辑非常清晰**，短期上升趋势已经开始启动。BMS 业务的增长主要源于新能源汽车的发展，基于能源和环境的两大战略性约束，新能源汽车（纯电动+插电）无疑将是未来汽车行业的大方向，新能源汽车发展的长期逻辑可谓相当有说服力。近两年，以特斯拉 Model S、宝马 i3 为代表的电动汽车赚足了眼球，新能源汽车的总体销量也呈现出爆发式上涨的态势。在中国和美国两个全球最大的汽车消费国，新能源汽车（包括插电式混动和纯电动汽车）的销量都出现了较大幅度的增长，可以说短期的上升趋势已经开始启动。

图表 19: 我国近几年新能源汽车产销量



图表 20: 美国新能源汽车季度销量走势



来源：Wind，齐鲁证券研究所

来源：Wind，齐鲁证券研究所

■ **全球角度：**

- **独家供应宝马 BMS 赢得极高关注度。**拓展公司目前是宝马 i 系列车系的电池管理系统 (BMS) 独家供应商，i3 和 i8 的高关注度为公司行业内赢得了极高的声誉，获得了国内外各大整车厂商的关注。根据高工的数据，2014 年全球 i3 的销量为 16007 台，而同期备受瞩目的特斯拉 Model S 的销量为 27506 台，i3 的市场表现可以说可圈可点，为公司带来了超过 2 亿的收入。
- **更多车系拓展值得期待。**良好的市场反响对于公司后期将产品扩展至其他整车厂商，甚至是其他诸如工程机械等动力电池应用的领域都大有裨益，有利于拓展更大的市场空间。**公司目前正在做的事情是建立比较通用的平台**，在剥离宝马电动车一些特有的特性之后，产品能够更容易与其他厂商进行对接，后续可以更加容易推广到其他客户，我们相信短期内公司就将在这方面有所斩获。

■ **国内角度：**

- **本地化路径逐渐开启，“引进来”战略继续践行。**类似于 HMI 的本地化逻辑，公司也尝试将 BMS 产品引进到国内，来满足国内厂商对电池管理系统的巨大需求。公司在国内的新能源汽车研究院正在紧锣密鼓地建设，BMS 研发团队已接近组建完成，开始承担起国内一些项目的研发任务。
- **与电池厂商合作逐步展开，一体化电池解决方案是趋势。**相对于国外整车商，国内整车厂技术上要弱一些，他们通常希望找到能够快速提供一揽子解决方案的供应商。目前公司在国内正在积极的和一些电池厂商进行合作，希望能够推出一体化的电池系统，可以直接提供给整车厂商，缩短它们产品的研发周期，使得公司的 BMS 系统被应用到更多的国内厂商，这块业务的弹性同样值得期待。

涡轮增压进排气系统：不可小觑的增量

- **涡轮增压渗透趋势显著，行业层面看多未来前景。**目前涡轮增压市场需求量非常大，未来两到三年之内整个主流的整车厂商都可能在乘用车上增加涡轮增压车型以代替传统的自然吸气，在涡轮增压的比例有望超过 50%，而现在只有 20%到 30%的水平。
- **公司层面看，在这块业务公司拥有多项优势，也给予了高度的重视。**公司从 14 年起将涡轮增压进排气系统这个业务从汽车功能件的分类中剥离出来，放到了新能源动力控制系统类别里边，足见看出公司对这块业务未来前景的看好。相比竞争对手博格华纳、大陆等世界知名厂商，公司在这一领域主要有**几大优势**：
 - **1、价格优势。**由于地缘优势以及较为成熟的供应链管理，公司的涡轮增压进排气管相对竞争对手价格更低，价格上有优势。
 - **2、服务优势。**相对于国外厂商而言，公司能够快速响应客户的需求，在国内市场更加“接地气”。
 - **2、技术优势。**技术方面公司并不弱于竞争对手博格华纳和大陆，国内第一家做出高强度塑料的管子，这种管子高强度、耐高温、耐高压，并且公司在这一新型产品上握有一些核心专利。

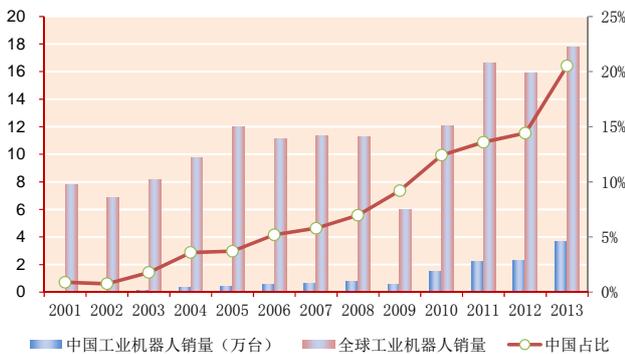
- **产能不断爬坡以缓解供不应求局面，未来产品将销往全球。** 公司从 13 年 4 月份开始投产涡轮增压进排气系统这个产品系，由于公司产品具有以上几个优势，目前处于产能跟不上订单的情况，产能方面也在逐渐地爬坡以缓解供不应求的局面，已经为国内合资的大众、宝马和标致供货。14 年上半年供货接近 30 万套，预计全年能到 60 万套，整个产品单价从三百到六七百不等。公司规划 15 年出货 100 万套，如果按照平均 500 元/套的价格计算，这块业务将提供 5 亿元的收入，近亿元的毛利，贡献不可小觑。除了国内市场以外，公司也是希望通过“走出去”战略将涡轮增压产品销往全球，既然能在国内给宝马、标致、奥迪供货，在国际上也可以说没有太大难度，市场占有率的提升是公司这块业务确定性较强的趋势，也是公司努力的主要方向。

公司三大产品战略之三：工业机器人集成

从外延式扩展逐渐向内生式增长转变

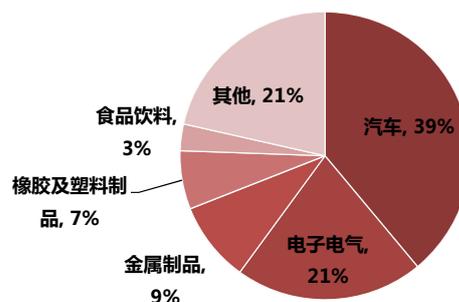
- **通过外延式并购切入工业机器人集成领域。** 公司 12 年并购的德国普瑞原本有创新自动化的部门，有超过 30 年的工业机器人集成经验，14 年年中又收购了德国拥有 40 年工业机器人经验的 IMA 公司，两个公司在一些下游细分领域均拥有着全球领先的技术和广泛的客户群体。通过这种外延式的并购，公司快速地切入到了工业机器人集成领域。
- **国内成立工业机器人子公司，通过部门间整合实现内生增长。** 根据 IFR 的数据显示，目前全球工业机器人市场规模也已经达到了近 2000 亿元，而 2013 年中国工业机器人装机量将近 3.7 万台，超过了全球市场的 20%，成为工业机器人第一大市场，10 年间复合增长率超过了 20%。对于本身具备深厚工业自动化技术积累的均胜来说，没有理由不来分享这块蛋糕。为了加大工业机器人项目在中国的研发力度，更好地服务于中国制造的产业升级，公司在国内成立了工业自动化及机器人子公司均胜普瑞，想通过“引进来”战略将德国普瑞和 IMA 先进的工业机器人技术引进国内。目前公司将工作重心更多的放在了整合工业机器人的各个部门，包括前端的销售和后端的物流供应、采购等环节，希望通过前期的**外延式并购**公司增强了在这一领域的技术实力和客户资源，后续将对经营和管理进行整合来形成协同效应，真正实现内生式增长。

图表 21: 全球和中国工业机器人销量



来源: IFR, 齐鲁证券研究所

图表 22: 2013 年工业机器人行业分布



来源: IFR, 齐鲁证券研究所

最大优势在于公司对所应用行业的深刻理解

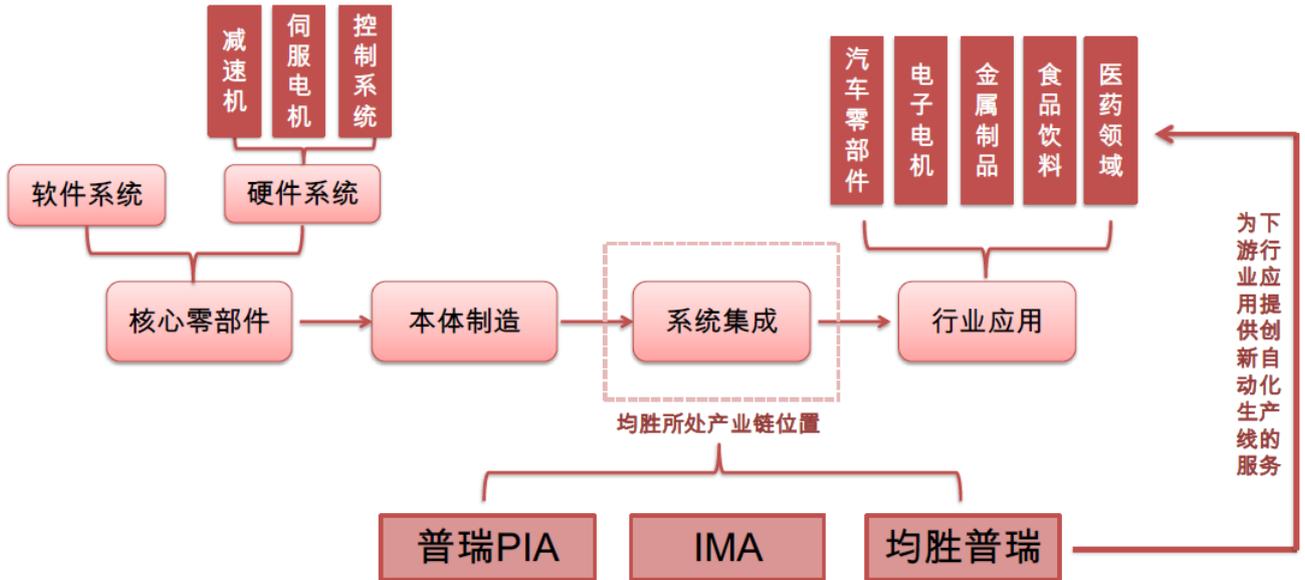
- **对工业机器人所应用行业有着深刻理解，有助于公司不断扩张业务。**如前所述，普瑞工业机器人部门和 IMA 在一些细分领域技术先进、经验丰富，目前公司客户已经遍布多个行业，比如汽车零部件的博世、大陆、天合，消费品领域的保洁，医疗领域的罗氏制药等等。公司处在产业链下游的工业机器人集成领域，直接面对自动化生产线客户，而公司对工业机器人所应用的行业有着很深的理解，这可谓是**工业机器人集成领域的核心竞争力**。
 - **从客户角度出发**，如需建设一条生产线，会倾向于寻找在这个领域具有丰富经验的厂商。公司过去为各个领域客户的成功案例有利于切入到更多客户的供应链当中，这体现在不断扩大的市场份额当中。
 - **从公司角度出发**，客户通常需要在短时间内使得产品良率提升到某个水平，公司对行业有更深刻理解将有助于提升自动化生产线的装配效率和集成质量，形成事半功倍的效果；同时，公司通过对内的机器人集成服务也将提升生产线的自动化能力，有效地优化公司的生产管理效率，我们预计公司净利润率水平将随着自动化率的提升稳步向上，这体现在高利润水平上。

图表 23：德国普瑞创新自动化生产线


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **未来仍要看协同效应，内部服务将向外部服务转变。**以往公司的工业机器人以服务内部为主，而在收购了 IMA 之后，与普瑞形成协同效应的潜力令人十分期待。在行业和客户方面，IMA 和普瑞原本的 PIA 部门有着互补关系，所覆盖的行业各有侧重，IMA 下游集中在汽车、电子、医药、消费品等领域，而普瑞的客户中也是汽车和电子行业占比较高，而汽车和电子行业恰恰是工业机器人应用占比最大的两个行业，并购 IMA 也延伸了公司在消费、医疗领域的工业机器人布局。两个部门整合后能够将不同的产品集成起来形成一套工业机器人生产线的解决方案，与客户形成更加深度的合作关系。目前这个时点市场仍然担忧这块业务的前景，公司需要尽快拿到对外的订单来证明公司机器人集成业务在中国开拓的能力，一旦上升趋势确立，将有利于提升此块业务的估值水平。

图表 24：工业自动化及机器人产业链及均胜布局



来源：齐鲁证券研究所

公司未来的主要投资看点

收入端持续增长来源：产品“引进来”和“走出去”

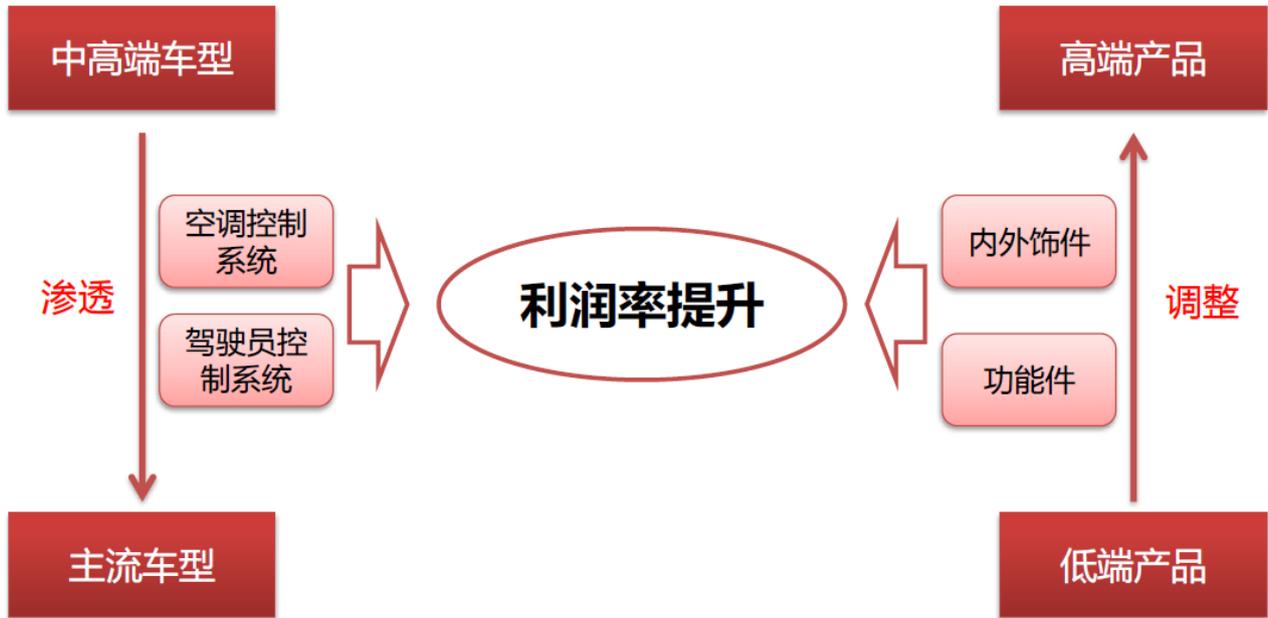
- **技术和产品“引进来”，国内市场巨大体量支撑收入高增长。**公司目前正在做的事情是把国外子公司中领先的技术和产品引进到国内，开拓国内相关的市场，比如驾驶员控制系统、空调控制系统、工业机器人集成、新能源汽车电池管理系统等产品在国内都拥有着巨大的市场空间，足以支撑未来几年公司这几块业务在国内的高增长。近年来国内普瑞均胜汽车电子公司营收的快速增长、与国内动力电池厂的合作以及机器人集成业务外部客户的接洽都在验证着这一逻辑，相信国内市场将是未来提供收入加速度的最主要来源。
- **国内自身优势产品“走出去”，拥抱全球市场。**在“引进来”的同时，公司也想借助公司在国外的销售平台，把国内公司好的产品系（比如涡轮增压进排气系统，空调出风）推到国际市场。公司之前的一些功能件产品已经获得国内大众、通用、宝马等厂商的认可，后续公司也会增加拥有高附加值、高毛利的高端功能件的产能，成为大众等厂商的世界级供应商，为国内的优势产品带来更大的拓展空间。

利润率显著提升来源：汽车电子应用主流化，内外饰功能件产品高端化

- **汽车电子从中高档车型向主流车型渗透。**目前公司在加大 HMI 产品在主流车型的推广力度，应用车型和渗透率不断增加，出货量和收入的快速提升将能够分摊一些固有的成本和费用，搭配公司供应链的管理与整合，有助于提升利润水平。目前毛利率已经上升到接近 20% 的水平，预计上升势头将延续。同时国外工厂的一些原材料采购、产品生产将会移回国内，更深地实现“中国生产、全球供应”的布局，也有助于增强盈利能力。
- **内外饰功能件产品高端化。**不同于汽车电子的自上往下的渗透趋势，内

外饰功能件市场已经处于成熟期，同业竞争较为激烈，提升利润的动力主要来自于产品结构的调整，产品的高端化将有助于提升利润水平。公司将主动实行产品线的调整，降低了低价格、低毛利、低进入门槛的产品占比，增加一些高毛利、高竞争性的产品，这也契合了公司近年来“国际化、高端化”的战略思想。此块业务的毛利水平短期内可能会受人员和生产线调整的影响，我们认为达到一个平衡点后触底反弹。

图表 25：汽车电子和内外饰功能件产品调整以提升利润率



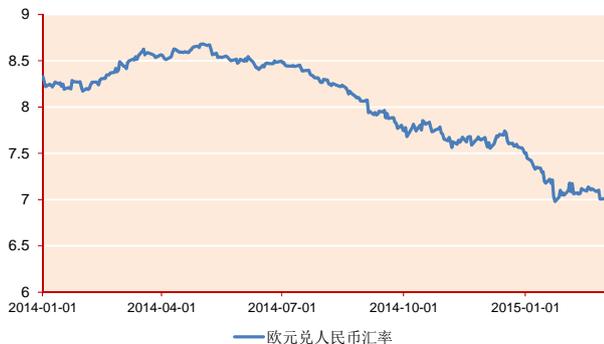
来源：齐鲁证券研究所

多产品布局提升成长确定性，协同效应带来持续正能量

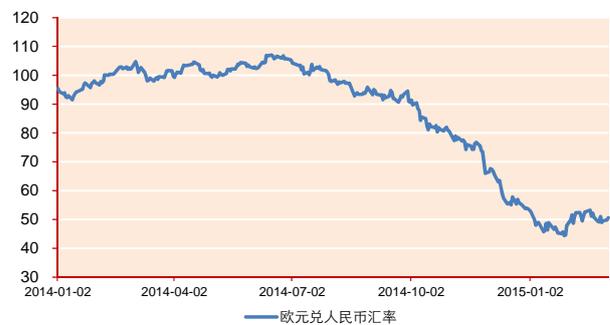
- **投资多个成长性领域将提升未来公司成长的确定性。**公司目前产品线丰富，传统业务稳步前进，新兴业务业绩弹性较大，都处于行业快速上升的时期，市场空间较大，如果各项业务进展顺利，有望迎来多点开花的局面。退进一步讲，如果公司的某些业务遇到了些许障碍，增速放缓、竞争加剧或者毛利下降等状况，公司的资源势必会向更好的业务倾斜，这些业务的高成长也能一定程度对冲掉颓势业务的下滑。换句话说，公司布局驾驶辅助系统、新能源车电池管理系统、工业机器人集成等领域也有利于提升未来公司成长的确定性，同时这些行业的高成长性也预示着有较大的业绩弹性。
- **协同效应将逐渐体现于利润增长之中。**协同效应，简单地说就是“1+1>2”的效应，均胜未来所要追寻的是并购外部公司之后公司内部协同效应，涉及生产、营销、管理的方方面面。通过不同部门、不同产品之间的整合，形成范围经济和规模经济，同时通过更加精细的供应链管理和成本管理将协同效应逐渐体现在不断提升的毛利和净利润上。**从公司最近的经营情况来看，确实正在验证公司协同效应的逻辑。**
 - 受益于前期对普瑞管理团队的整合，对 IMA 的并购变得更加顺利；
 - 前期德国普瑞在技术和管理上对国内普瑞均胜合资工厂给予了很大

的帮助,增速非常可观,14年销售额已近4亿元,增长率接近100%。
 > 此外,供应链的整合、财务的整合等方面的整合效果非常明显。

- **公司是高成长性行业中的优质公司,短期的利空因素并不影响公司的长期成长逻辑。**前期公司遇到了诸多利空因素,比如欧元汇率下跌、油价下跌等。不过我们认为,欧元的下跌将更加有利于公司在欧元区的并购和投资,同时普瑞方面也有20%的美元收入予以对冲汇率风险,从长期来看汇率的波动并不是公司经营层面的风险,并非影响公司业绩的主要矛盾。总体而言,公司拥有优秀的管理层、高技术壁垒的产品以及优质的客户资源,强大的并购基因享誉国内外,未来公司仍将不断地尝试外延式扩展,此外协同效应以及公司本身的内生式增长也是公司价值的体现。基于多方面因素,我们认为公司未来几年经营层面的业绩将保持高速增长,以目前的时点看依然具有较大的投资机会。

图表 26: 欧元兑人民币汇率走势


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 27: NYMEX 原油价格走势


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

盈利预测和投资建议

- 我们预计 2014-2016 年营收分别为 70.47 /86.92 /104.30 亿元,归属母公司净利润分别为 3.75 /5.34 /6.91 亿元,对应的 EPS 分别为 0.59 /0.78 /1.00 元(15 和 16 年考虑增发后摊薄),目前股价对应的 PE 分别为 45 /34 /26 倍。基于我们对公司未来外延和内生增长并举的判断,看好公司长期的发展前景,我们给予“增持”评级,目标价为 33 元,对应 42*15 PE、33*16 PE。

风险提示

- 汽车电子行业竞争更加激烈,影响公司的市场份额和毛利率。
- 欧元贬值给公司子公司普瑞换算成人民币的业绩造成一定影响。
- 涡轮增压业务客户拓展不达预期,未能进入更多国别车系供应链。
- 油价继续下跌影响新能源汽车的销量增长,宝马 i 系列电动车销量下滑。
- 工业机器人集成业务在国内的拓展不达预期。

图表 28: 均胜电子三张财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	3,389	5,358	6,104	7,047	8,692	10,430
增长率	201.23%	58.1%	13.9%	15.4%	23.4%	20.0%
营业成本	-2,794	-4,411	-4,939	-5,704	-6,972	-8,307
% 销售收入	82.4%	82.3%	80.9%	80.9%	80.2%	79.6%
毛利	595	947	1,165	1,342	1,720	2,123
% 销售收入	17.6%	17.7%	19.1%	19.1%	19.8%	20.4%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-8	-10	-11
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-93	-187	-214	-247	-305	-365
% 销售收入	2.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-178	-388	-478	-564	-695	-834
% 销售收入	5.2%	7.2%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	319	366	465	524	711	912
% 销售收入	9.4%	6.8%	7.6%	7.4%	8.2%	8.7%
财务费用	-56	-59	-76	-13	-13	-13
% 销售收入	1.6%	1.1%	1.3%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-2	-8	-10	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	1	-7	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
% 税前利润	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	258	300	380	504	698	899
营业利润率	7.6%	5.6%	6.2%	7.2%	8.0%	8.6%
营业外收支	10	12	6	10	10	9
税前利润	268	312	386	514	708	908
利润率	7.9%	5.8%	6.3%	7.3%	8.1%	8.7%
所得税	-48	-63	-86	-136	-170	-212
所得税率	17.8%	20.2%	22.2%	26.4%	24.0%	23.4%
净利润	221	249	300	378	538	696
少数股东损益	37	42	11	4	4	5
归属于母公司的净利润	184	207	289	375	534	691
净利率	5.4%	3.9%	4.7%	5.3%	6.1%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	221	249	300	378	538	696
少数股东损益	0	0	0	4	4	5
非现金支出	199	380	430	435	407	427
非经营收益	39	9	39	10	3	4
营运资金变动	-116	-33	-118	-169	63	-190
经营活动现金净流	342	605	650	658	1,014	942
资本开支	291	539	575	175	349	277
投资	-26	5	34	-4	0	0
其他	72	-10	10	-7	0	0
投资活动现金净流	-244	-544	-530	-187	-349	-277
股权募资	1	0	469	0	1,128	0
债权募资	74	761	-342	-795	0	0
其他	-95	-701	-232	-13	-13	-13
筹资活动现金净流	-20	59	-104	-808	1,115	-13
现金净流量	78	120	16	-337	1,780	651

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	217	519	561	221	1,997	2,644
应收账款	713	776	953	1,140	1,327	1,582
存货	632	682	846	906	1,034	1,259
其他流动资产	80	73	83	98	120	134
流动资产	1,642	2,051	2,443	2,365	4,479	5,620
% 总资产	36.3%	39.7%	42.5%	43.6%	59.8%	66.2%
长期投资	18	15	19	19	19	19
固定资产	2,054	2,158	2,297	2,192	2,207	2,133
% 总资产	45.5%	41.7%	40.0%	40.5%	29.5%	25.1%
无形资产	775	897	908	763	701	634
非流动资产	2,876	3,122	3,303	3,054	3,006	2,866
% 总资产	63.7%	60.3%	57.5%	56.4%	40.2%	33.8%
资产总计	4,517	5,173	5,746	5,419	7,485	8,486
短期借款	411	1,174	813	18	18	18
应付账款	849	929	1,167	1,225	1,543	1,783
其他流动负债	276	321	374	406	487	552
流动负债	1,536	2,425	2,354	1,649	2,048	2,353
长期借款	222	166	219	219	219	219
其他长期负债	726	852	834	834	834	834
负债	2,484	3,444	3,407	2,702	3,101	3,406
普通股股东权益	1,600	1,606	2,288	2,663	4,326	5,017
少数股东权益	434	124	51	55	58	63
负债股东权益合计	4,517	5,173	5,746	5,419	7,485	8,486

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.470	0.357	0.454	0.589	0.775	1.003
每股净资产 (元)	4.080	2.773	3.596	4.186	6.277	7.280
每股经营现金净流 (元)	0.873	1.045	1.023	1.029	1.467	1.360
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.51%	12.88%	12.63%	14.08%	12.35%	13.78%
总资产收益率	4.08%	4.00%	5.03%	6.92%	7.14%	8.15%
投入资本收益率	9.14%	9.96%	11.45%	12.52%	18.18%	23.14%
增长率						
营业总收入增长率	201.23%	58.11%	13.91%	15.44%	23.36%	19.98%
EBIT 增长率	103.99%	14.63%	27.16%	12.68%	35.55%	28.30%
净利润增长率	70.12%	12.36%	39.72%	29.73%	42.53%	29.39%
总资产增长率	301.78%	14.51%	11.08%	-5.69%	38.12%	13.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.0	44.8	45.4	50.0	47.5	47.5
存货周转天数	49.3	54.4	56.5	58.0	54.1	55.3
应付账款周转天数	64.0	59.2	59.9	58.8	59.9	59.8
固定资产周转天数	119.2	131.9	120.4	98.8	71.9	54.3
偿债能力						
净负债/股东权益	19.93%	47.16%	19.85%	0.20%	-40.40%	-47.60%
EBIT 利息保障倍数	5.7	6.2	6.1	39.9	54.1	69.4
资产负债率	54.99%	66.57%	59.29%	49.85%	41.43%	40.14%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。