

均胜电子 (600699)

具备卓越外延发展能力的中国汽车电子领军者

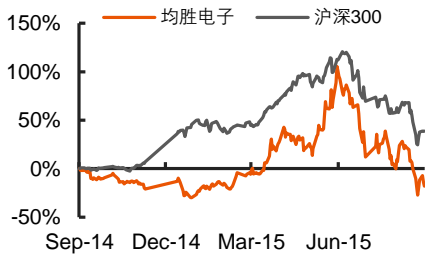
强烈推荐 (上调)

现价: 22.72 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	
大股东/持股	宁波均胜投资集团有限公司 /49.40%
实际控制人/持股	王剑峰/33.03%
总股本(百万股)	636
流通 A 股(百万股)	449
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	144.53
流通 A 股市值(亿元)	102.05
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	65.90

行情走势图



相关研究报告

- 《均胜电子*600699*汽车电子龙头大步前进》
2015-08-26
- 《均胜电子*600699*进入汽车电子深水区》
2015-06-16
- 《均胜电子*600699*三大产品战略方向逐步落地》
2015-04-21

证券分析师

- 王德安** 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@pingan.com.cn
- 余兵** 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@pingan.com.cn

平安观点:

成立于 2004 年的均胜电子原以汽车注塑类功能件为主业, 2011 年起先后收购了德国汽车电子公司普瑞、德国工业机器人公司 IMA 和德国高端内饰企业 QUIN 等优秀企业并成功整合, 获得了高速发展。公司主要利润来源为汽车电子, 此外, 新能源动力控制、创新自动化正快速发展, 内外饰业务正走向高端化。

■ **高增长始于收购人车交互领域优秀企业德国普瑞。**普瑞在汽车空调控制系统、驾驶员控制系统等方面具有较强的研发生产能力, 配套奥迪、宝马等高端整车厂, 普瑞在人车交互领域引领行业潮流。2014 年普瑞收入占均胜电子总收入的 70%, 汽车电子是公司的利润支柱。目前汽车电子配置正从高端车型向主流车型渗透, 该业务处收入稳步增长、盈利能力提升的阶段。

■ **新能源汽车动力控制业务: 积极开拓新客户。**普瑞是宝马的电池管理系统独家供应商, 目前公司正加大在新能源汽车动力控制系统领域的投入, 已形成德国、中国双研发基地, 拓展了奔驰、特斯拉、中国南车等新客户。该业务基数虽然较小, 但预计能保持每年翻番的高增速。

■ **内外饰及功能件业务: 收购 QUIN 迈向国际化、高端化。**过去几年公司内外饰业务一直处于调整期, 剔除部分低毛利率低附加值业务, 收购高端方向盘及内饰企业 QUIN 后致力于使内外饰业务走向国际化、高端化, QUIN 公司 2015 年并表显著增厚内外饰业务规模。

■ **工业机器人: 悠久的历史、崭新的市场。**普瑞的工业自动化始于 1982 年, IMA 的工业机器人始于 1975 年, 均有着悠久的历史, 且各有侧重, 其中普瑞自动化侧重于汽车、电子及工业品领域, IMA 则更侧重于消费、医疗领域, 公司整合普瑞与 IMA 的自动化业务积极拓展新市场, 我们估计未来几年公司工业自动化业务总体有望保持 40% 以上收入增速。

■ **盈利预测与投资建议:**鉴于新收购公司整合之初费用率较高, 我们调高了 2015 年公司费用率, 预计均胜电子 2015 年、2016 年每股收益为 0.74 元、1.04 元 (原预测值为 2015 年/2016 年 EPS 为 0.82 元/1.04 元)。公司多类业务处于行业领先地位并正处于较高的成长时期, 且公司成功的兼并收购能力亦成为一种持续的核心竞争力, 我们认为公司未来内生、外延发展势头良好。近期公司股价深度调整, 目前估值明显偏低, 调高公司评级为“强烈推荐”。

■ **风险提示:** 1) 汇率风险; 2) 欧洲、北美、中国汽车产销低迷。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5358	6104	7077	8611	10134
YoY(%)	266.5	13.9	15.9	21.7	17.7
净利润(百万元)	207	289	347	470	660
YoY(%)	36.4	39.7	20.0	35.5	40.4
毛利率(%)	17.7	19.1	19.6	21.9	22.4
净利率(%)	3.9	4.7	4.9	5.5	6.5
ROE(%)	18.4	14.6	13.5	16.4	21.3
EPS(摊薄/元)	0.36	0.45	0.55	0.74	1.04
P/E(倍)	63.6	50.0	41.7	30.8	21.9
P/B(倍)	23.3	6.3	5.1	5.0	4.4

正文目录

一、中国汽车电子领军者	4
二、高增长始于成功收购德国普瑞	6
三、人车交互业务：全球领先、引领潮流.....	8
四、新能源汽车动力控制业务：积极开拓新客户.....	10
五、内外饰业务：并购 QUIN，迈向国际化、高端化	12
5.1 近年来公司传统功能件业务处调整期.....	12
5.2 收购德国 QUIN 公司，开启功能件高端化之路	13
六、工业自动化业务：悠久的历史、崭新的市场.....	16
6.1 普瑞自动化和 IMA 工业机器人各有侧重	16
6.2 国内工业机器人发展前景广阔.....	18
七、围绕“安全、智能、环保”多点布局.....	19
八、盈利预测与投资建议	20
九、风险提示	20

图表目录

图表 1	均胜电子主营业务	4
图表 2	均胜电子收入构成 单位：亿元	4
图表 3	均胜电子毛利润构成 单位：亿元	4
图表 4	2014 年均胜电子主营业务收入利润规模及盈利水平 单位：亿元	5
图表 5	均胜电子发展历程显示公司是外延式发展的成功典范	5
图表 6	均胜电子全球布局	6
图表 7	普瑞主营产品	7
图表 8	普瑞各主营业务竞争对手	7
图表 9	普瑞历年销售收入 单位：亿欧元	8
图表 10	普瑞均胜高速增长 单位：亿元	8
图表 11	均胜电子人机交互产品系列（HMI Human Machine Interface）	9
图表 12	汽车电子业务经营简况 单位：万元	9
图表 13	均胜电子新能源汽车动力控制系统	11
图表 14	均胜电子新能源动力控制系统经营情况 单位：万元	11
图表 15	中国正逐渐成为全球最大新能源车产销国 单位：辆	12
图表 16	全球主要电动车型及 BMS 配套情况	12
图表 17	均胜电子内外饰功能件	13
图表 18	内外饰功能件经营情况 单位：万元	13
图表 19	QUIN 公司主要产品	14
图表 20	均胜电子为客户提供完整的 HMI 解决方案	16
图表 21	均胜电子工业自动化及机器人集成	17
图表 22	公司工业机器人集成业务线主要客户及其分布	17
图表 23	全球工业机器人销量 单位：万台	18
图表 24	我国工业机器人销量 单位：万台	19
图表 25	我国工业机器人保有量 单位：万台	19
图表 26	2015 年上半年公司围绕“安全、智能、环保”多点布局	20
图表 27	均胜电子各块业务营业收入预测 单位：亿元	20

一、 中国汽车电子领军者

成立于 2004 年的均胜电子前身是一家以汽车功能件为主业的零部件企业，初期产品涉及发动机进气管、洗涤器、空调出风口、车载影音娱乐系统等，2010 年之前，在汽车功能件领域取得快速发展，成为大众、福特等品牌的国内核心供应商。

2011 年起，公司先后收购了德国老牌汽车电子公司普瑞、德国软件公司 INNOVENTIS、德国机器人公司 IMA 和德国优秀汽车零部件企业 QUIN。通过多次并购整合，成功实施“引进来、走出去”战略，公司获得了高速发展，增强了在多个业务领域的实力。

目前公司主业主要有四大类：汽车电子、内外饰功能件、新能源动力控制系统、工业自动化及机器人。其中内外饰功能件为均胜电子收购德国普瑞前的主营业务，2011 年收购德国普瑞后，汽车电子成为公司主要利润来源，目前普瑞收入额占均胜电子收入额的 70%以上，其主营业务为汽车电子、新能源动力控制系统、创新自动化等。

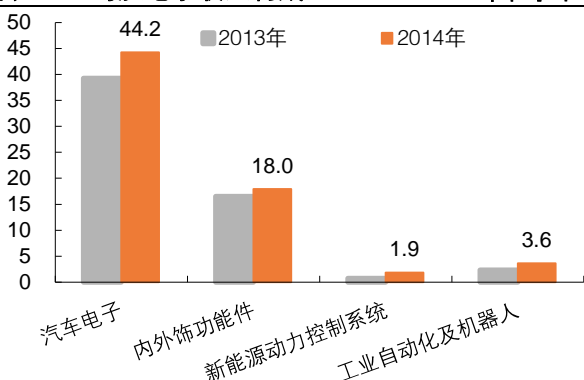
均胜电子是宝马、奔驰、奥迪、大众、通用和福特等汽车制造商的 A 级供应商，并屡获保时捷、大众、通用等汽车制造商优秀供应商奖。此外，公司还与佛吉亚、博世、伟世通等国际著名汽车零部件供应商紧密合作。

图表1 均胜电子四类主营业务

人机交互 (HMI)	工业自动化及机器人	新能源汽车动力控制	汽车内外饰功能件
空调控制系统 驾驶员控制系统 传感器系统 电子控制单元	普瑞自动化(下游为汽车动力总成、汽车发动机管理系统、汽车安全、汽车通讯) IMA(下游为电子、医疗、消费品、化妆品)	动力电池管理系统 涡轮增压进排气系统	发动机进气管路系统 车身清洗系统 空气管理系统 汽车内外后视镜 前散热格栅 车门内外拉手 加油小门 方向盘总成等

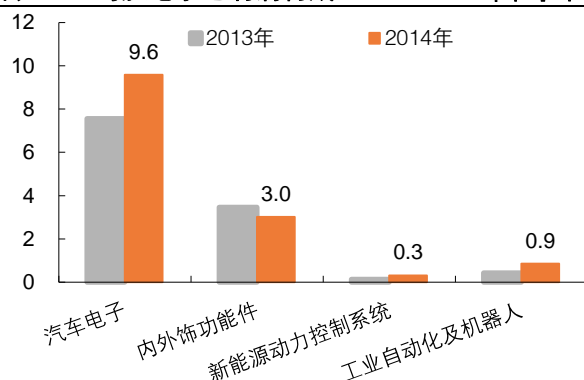
资料来源:公司网站, 平安证券研究所

图表2 均胜电子收入构成 单位: 亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 均胜电子毛利润构成 单位: 亿元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 2014 年均胜电子主营业务收入利润规模及盈利水平 单位：亿元

	营业收入	毛利润	毛利率
汽车电子	44.2	9.6	21.7%
内外饰功能件	18.0	3.0	16.8%
新能源动力控制系统	1.9	0.3	16.5%
工业自动化及机器人	3.6	0.9	23.7%
合计	67.7	13.8	20.3%

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司是我国零部件企业外延式发展成功典范，公司的外延式发展能力是公司重要的核心竞争力。

公司对海外标的的并购和整合已经形成一套较为成熟的系统，从标的项目的寻找、尽职调查的开展、商业谈判、财务审计、资产评估、法律事务的处理等各项业务都能熟练开展。公司对海外资产的整合积累了多年的成功经验，能够使用股权激励方案使管理层和股东利益趋同，并通过与公司原有业务资源的有效结合，大力拓展新的市场，进一步发挥协同效应。

图表5 均胜电子发展历程显示公司是外延式发展的成功典范

2004 年	王剑峰先生创办均胜集团，宁波均胜汽车电子股份有限公司成立
2005 年	长春均胜汽车零部件有限公司成立
2009 年	并购控股上海华德塑料制品有限公司
2010 年	均胜与普瑞成立合资公司——宁波普瑞均胜
2011 年	均胜电子上市。均胜集团并购德国普瑞公司（普瑞成立于 1919 年，1998 年进入汽车电子市场，专注于智能驾驶、人车交互系统）
2012 年	德国普瑞注入上市公司。均胜电子整合业务并成立汽车电子事业部、汽车功能件事业部
2013 年	均胜新能源汽车研究院成立
2014 年	收购德国 IMA，在中国设立工业自动化及机器人集成公司。 并购 Quin GmbH 设立均胜智能车联有限公司。
2015 年	与车音网签订《合作框架协议》，收购其 10% 的股权，并与其在智能车联领域展开合作。 合资设立宁波产城均胜新能源科技有限公司，介入超级电容应用管理系统（CMS）、商用车电池管理系统（BMS）。 合资设立宁波胜芯科技，拟介入汽车集成电路、芯片及关键元器件领域。 参股安惠汽配，涉足汽车后服务连锁企业

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

图表6 均胜电子全球布局



资料来源: 公司网站

二、高增长始于成功收购德国普瑞

通过并购进行整合和发展也成为汽车零部件行业发展的趋势之一。近年来，国际汽车零部件巨头纷纷加大了兼并收购的步伐，如采埃孚巨资对天合进行收购，安通林收购麦格纳内饰业务等，零部件行业大体量的并购是零部件企业发展壮大的必由之路，并购式的发展道路也是中国零部件快速发展走向全球的必经道路。

德国普瑞是世界领先的汽车电子部件产品供应商，在汽车空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器系统以及电子控制单元等方面都具有较强的研发生产能力。

德国普瑞主要客户包括奥迪、宝马、戴姆勒、保时捷、大众、通用、福特等高端整车厂，普瑞已在业界树立了杰出质量标准和技术领导者的形象。

近年来，随着全球汽车销量的稳步增加以及汽车产品的结构优化与升级发展，汽车电子部件始终保持良好的发展态势，德国普瑞主要产品如驾驶控制系统、空调控制系统、传感器系统、电子控制单元和仪表以及创新自动化生产线等业务也取得了较好发展，普瑞作为汽车电子部件供应商，长期以来保持着比下游更高的增长速度。

图表7 普瑞主营产品

产品类别	主要功能	构成/产品/客户
汽车空调控制系统	调节车内温度、湿度、空气流量和清洁度等	面板、内部结构件和电路部分等
驾驶控制系统	协助驾乘人员实现驾驶等有关控制	汽车上除空调控制相关功能部件外其它操作部件：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。
电子控制单元	控制一个或多个电气设备或系统：如电池管理系统、发动机控制单元、车身控制单元、刹车控制单元等。	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。
传感器	位置传感器能感受被测物的位置并转换成电信号	刹车片磨损感应器/变速箱档位感应器/节流阀位置感应器/电容式车窗结雾感应器
创新自动化生产线	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。	外部客户有 TRW、Ixetic、Brose、Takata、SDIMOLAN、LEAR 和 ZF 等。

资料来源:公司公告, 平安证券研究所

德国普瑞是全球空调控制系统顶级供应商之一。普瑞在欧洲及北美市场排名靠前，亚洲市场涉足时间短，发展空间巨大。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。全球汽车空调控制系统主要呈现垄断竞争格局，德国普瑞在德国市场主要与 Valeo、Continental、BHTC 竞争，在北美主要与 Visteon、TRW 竞争。

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、仪表控制单元等细分市场。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，随着集成式触摸屏产品的推广上市，预计公司中控台市场份额会进一步扩大。

德国普瑞**中控台**市场主要竞争对手为 Alps、Kostal 和 Marquardt。

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，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。在这方面，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。

图表8 普瑞各主营业务竞争对手

产品系列	竞争对手
空调控制系统	Valeo、Continental、BHTC、Visteon、TRW
中控台领域	Alps、Kostal、Marquardt
多功能开关系统	Alps、Marquardt、Delphi、TRW、Kostal
电子控制单元	Bosch、Johnson Controls、Hella
传感器系统	Hella、Alps
工业自动化及机器人集成	Teamtechnik、Ixmation 等

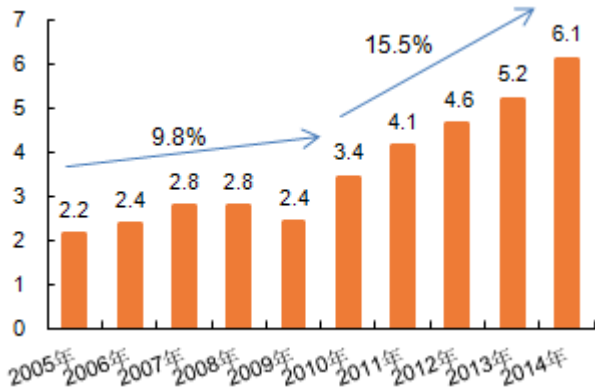
资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

2012 年均胜电子完成对德国普瑞的收购后，对公司业务进行了整合，基于普瑞成立了汽车电子事业部，其中汽车电子事业部包含空调控制系统、驾驶员控制系统、传感器、电控单元等，这些产品包含大量电子元器件，印刷线路板以及专门设计的驱动软件，需要整合传感探测、微芯片处理和软件逻辑运算等技术以实现产品功能，是典型的控制类电子产品；基于均胜原有主业的汽车功能件事业部则主要包括汽车内外饰件和功能性注塑零件。

被收购前德国普瑞面临较高的财务杠杆，资产负债率超过 80%；而且其市场集中于欧洲、北美，在汽车增速相对更高的新兴市场才刚刚起步。2005 到 2010 年德国普瑞收入复合增速 9.8%，被均胜电子收购后，普瑞的发展速度明显加快，2010 年到 2014 年普瑞收入增幅明显提升，复合增速升至 15.5%。

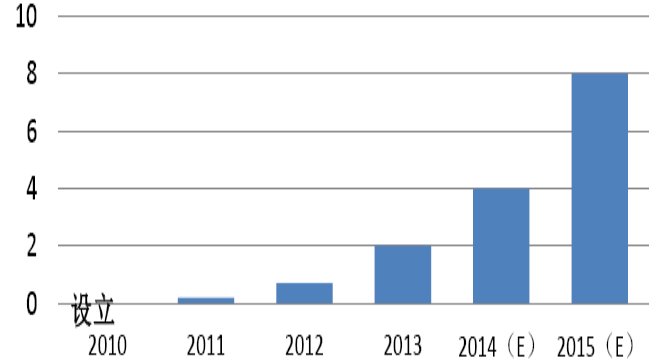
为更好开拓国内市场，均胜电子专门在国内设立合资公司普瑞均胜，以实现德国技术与中国市场的完美结合，自成立以来，普瑞均胜公司一直保持着每年翻番的高增速，2015 年收入规模有望达 8 亿。

图表9 普瑞历年销售收入 单位：亿欧元



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表10 普瑞均胜高速增长 单位：亿元



资料来源：公司网站，平安证券研究所

三、人车交互业务：全球领先、引领潮流

汽车人机交互系统实现人与车之间的对话，车主通过系统可以把握车辆状态信息（车速、里程、当前位置、车辆保养信息等）、路况信息、定速巡航设置、蓝牙免提设置、空调及音响的设置，目前常见的人机交互系统有宝马 iDrive、奔驰的 COMAND、奥迪的 MMI、沃尔沃的 Sensus 以及丰田的 Remote Touch。

3.1 普瑞是全球领先的人车交互企业

均胜电子的人机交互产品系统有丰富多重组合：包括汽车座舱内人机交互系统、中控系统、空调控制器、中控面板和集成显示的中控系统、多功能方向盘控制器。公司具备前瞻性的研发能力，产品配套宝马、福特、大众（包括奥迪）等品牌车型。

从 1988 年起，普瑞就开始为宝马和奥迪提供驾驶控制系统等汽车电子产品。经过 20 余年的发展，均胜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领导地位。

图表11 均胜电子人机交互产品系列（HMI Human Machine Interface）



资料来源: 公司网站

公司每两年会推出新一代汽车中控台概念设计, 集合了普瑞各项最新技术, 代表了业界的最高水平, 引领汽车行业人车交互发展的趋势。

普瑞在 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。

奥迪在 2015 年上海车展上推出的 Q7, 该车的中控系统便是采用的公司研发的 HMI 产品, 公司通过该概念设计产品向各大整车厂商展示人车交互领域未来发展方向, 获得了众多国际整车企业的好评。

得益于技术及产品线的提前布局, 公司人机交互 HMI 产品保持着高于下游行业的高速增长, 公司通过在主动反馈技术方面的积累, 能够为客户提供越来越全面的 HMI 系统解决方案, 从而赢得大量优质订单。在乘用车领域以外, 公司也在加大对商用车如卡车和农用机械领域的拓展力度, 希望把 HMI 技术的应用领域作进一步延伸。

未来公司将继续推动多种 HMI 技术的融合, 完成对集成式显示屏、触控功能和开关元件的有机结合, 积极研发主动反馈技术, 继续保持行业的领先地位。市场方面, 公司将继续保持与整车厂的紧密合作, 抓住行业变革带来的新机遇, 积极布局前沿和新兴领域, 加大 HMI 产品从高端车型向主流车型渗透, 扩大在亚洲和北美的市场份额。

图表12 汽车电子业务经营简况 单位: 万元

汽车电子	2013A	2014A	1H15
收入	392516	442287	208475
毛利润	75587	95789	48182
毛利率	19.3%	21.7%	23.1%
毛利占比	64.9%	69.2%	56.9%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

3.2 汽车智能进程促使人车交互系统不断进化

随着消费电子和汽车电子的融合、智能驾驶和车联网的兴起, 驾乘人员与车的互动会越来越多, 人与车之间的信息交互会变得更复杂, 这一切都需要人机交互产品去呈现。未来人车交互产品系将沿着这样几个方向发展:

- ✓ 中央控制平台的集成化

如宝马的 idrive 和奥迪的 MMI，车主只需操纵旋钮，配合显示屏菜单的翻页，即可达到对车身控制、安全、通信、影音娱乐的直接控制，未来各种功能的扩充也可以在该平台上通过软件方式实现，从而达到真正的模块化设计和实现。

✓ **人车交互方式逐步多样化，触控、语言及手势识别等新的交互方式在逐步应用**

人车交互界面的实体旋钮和按键比例将逐步减少，触控功能将增加，手势识别、语音识别等新的交互方式将逐步被引入，未来按键、触摸、手势、语音等多种人车交互方式将互补共存，从而大幅提升人车沟通体验。普瑞在 2013 年法兰克福车展上推出的 2013 款概念中控平台就引入了手势控制的功能，提高了行驶中的操作安全。

人车交互方式的变迁会类似于智能手机，虽然后台能访问的资源几乎完全一样，但 iphone 的操作体验和实现方式远超其他手机，成为其制胜关键。

车机屏幕要处理的信息包括整车信息、导航信息、互联网信息和服务等等，数量远大于手机，而且可靠性要求极高，大面积集成式显示屏将成为未来人机界面的设计标准。

随着消费电子领域多点触控的广泛应用，新一代中控平台也将加入这一功能来提高用户体验。

✓ **人车交互系统为车联网服务商提供所需的硬件和软件平台**

随着 APPLE 和 GOOGLE 等公司纷纷进入汽车电子领域，它们将为汽车提供更多更实用的服务，从而提高驾驶者的用车体验。人车交互系统可成为 GOOGLE、APPLE 等推出的车载服务的硬件和底层软件平台，从而共同完成人车交互方面的创新。人车交互系统作为驾驶者的使用接口，可实现对驾驶行为数据的分析，为整车厂商和服务提供商提供更好的服务提供软硬件接口，为实现智能驾驶和车联网的各项功能提供基础支持。

✓ **人车交互与汽车安全系统的更紧密耦合，为智能驾驶提供基础平台**

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，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的，而汽车控制和汽车安全又是互为因果，只有正确的控制才能保证安全，只有安全才能使控制有效。

未来人车交互系统不但要做好人车的显性交互，即汽车对人明确指令的应答，还要通过人车交互系统与汽车安全系统和电源电控管理系统紧密合作，达到在智能驾驶中的安全控制。这样才能真正在人车交互过程中既保证了交流的自然和简约，同时保证行驶过程的安全性。

四、 新能源汽车动力控制业务：积极开拓新客户

电动汽车电池管理系统（BMS）是连接车载动力电池和电动汽车的重要纽带，其主要功能包括：电池物理参数实时监测；电池状态估计；在线诊断与预警；充、放电与预充控制；均衡管理和热管理等。作为新能源汽车的核心技术，电池管理系统是新能源车质量的保证。

在汽车新能源领域，均胜电子加大在新能源汽车动力控制系统领域的投入，公司将形成德国和中国双研发基地的格局，以迎合行业发展的新趋势，对现有品类做进一步扩充，形成纯电动、混合动力和涡轮增压产品线的有效合理配置。

普瑞是宝马的电池管理系统的独家供应商，公司提供的电池管理系统由电池管理单元和电芯监控传感单元两个部分组成。这两种控制器的任务是通过给高压电池进行均匀的充电来保证电池的最佳性能。驾驶过程中，电力下降以及由制动和充电引起的电力上升，使电池处理处于持续工作状态。同时，电池单体通常会因老化程度和容量的差异在充电中显示出不同的电压水平。因此，电芯监控传

感器对每一个电池单体的电压和温度都会进行实时监控。电池管理单元对监控数据进行处理，从而对不同的电荷状态进行调节，以此保证电池的最佳性能。

除给宝马独家供货外，奔驰、特斯拉也成为公司的客户，目前已开始向特斯拉交付产品，未来随客户整车销量增加，公司的供货量也将持续扩大。在中国，公司和浙江南车成立了合资公司，联合开发及应用储能式现代电车能源管理系统集成、超级电容应用管理系统，从而进入到超级电容储能式管理领域，拓展商用车、机车、储能等细分市场。

图表13 均胜电子新能源汽车动力控制系统



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

到 2020 年，全球电动车（包括混合型）年产量将达到 6 百万辆，为 2020 年轻型车产量的 5-6%，按 BMS 单套均价 1 万元计算，市场空间可达 600 亿。2014 年全球新能源车产销规模在 33 万辆左右，未来几年复合增速有望超 60%。

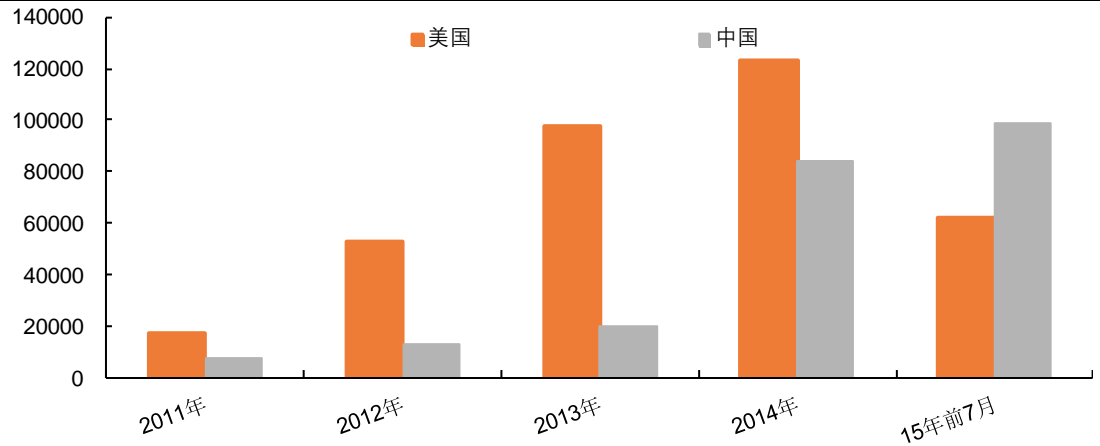
美国长期以来为全球最大新能源汽车市场，中国正在迎头赶上，中国正成为全球最大的新能源汽车产销国。2015 年前 7 月我国新能源汽车累计产量 9.89 万辆，同比增长 3 倍。普瑞借助配套宝马 i 系列电动车已基本在美国和欧洲站稳脚跟，我们密切关注公司电池管理系统的国产化进度以及国内客户的开拓情况，一旦取得突破将带来较大的业绩增长。

图表14 均胜电子新能源动力控制系统经营情况 单位: 万元

	2013A	2014A	1H15
收入	7480	18558	17209
毛利润	1312	3055	3207
毛利率	17.5%	16.5%	18.6%
毛利占比	1.1%	2.2%	3.8%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

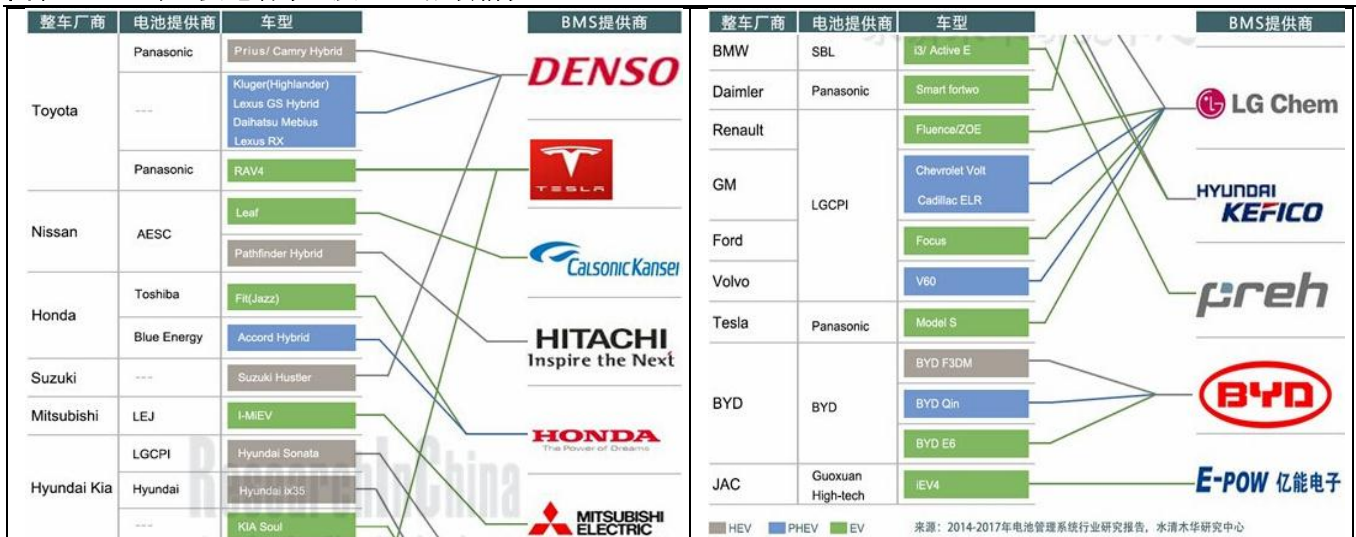
图表15 中国正逐渐成为全球最大新能源车产销国 单位：辆



资料来源:节能与新能源汽车网, 平安证券研究所

电池管理系统与动力电池的特性也有较大的关系,不同生产厂家的动力电池应单独开发 BMS。目前,宝马采用三星 SDI 的电池,因此均胜 BMS 在管理三星 SDI 的电池上有先发优势。我们认为普瑞未来将在其他品牌动力电池的管理系统开发上加大投入,以在争取整车厂配套时占据主动。

图表16 全球主要电动车型及 BMS 配套情况



资料来源:《2014-2017 年全球及中国汽车电池管理系统 (BMS) 行业研究报告》, 平安证券研究所

五、 内外饰业务：并购 QUIN，迈向国际化、高端化

5.1 近年来公司传统功能件业务处调整期

内外饰及功能件是公司传统主业,近年来公司对内外饰及功能件产品线进行了有针对性的调整,主动退出了部分低价、低技术含量、低毛利且存在价格战风险的领域,将公司资源集中于技术含量相对较高的产品系列上,如:洗涤壶、空调风道和出风口、后视镜等。对这部分产品线,公司除做到国内技术和市场双领先外,还欲借助普瑞的渠道走向海外市场。

图表17 均胜电子内外饰功能件



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

除现有产品线外公司亦积极开发新的高附加值高进入门槛的产品线, 如涡轮增压进排气系统, 该产品为大众、宝马供货, 突破了国外企业对该领域的技术壁垒实现了进口替代; 公司对部分功能件进行了针对性技术升级, 如将后视镜升级为具备一定“智能”(如盲区检测和周边影像)的电子功能件。通过并购后供应链的整合和自动化生产工艺的摸索, 功能件事业部的营业成本也有了明显降低, 毛利率有了明显改善。过去几年公司原有的传统内外饰及功能件业务规模没有增长, 盈利能力亦有所下滑。收购 Quin GmbH 后, 开启了功能件产品线高端化和全球化的战略, 公司对相关产品系进行整合, 促进了功能件事业部的快速发展, 营收和毛利都有较大提升。

图表18 内外饰功能件经营情况



	2012A	2013A	2014A	单位: 万元 1H15
收入	151395	172382	179514	124792
毛利润	35407	35990	30169	26207
毛利率	23.4%	20.9%	16.8%	21.0%
毛利占比	37.4%	30.9%	21.8%	31.0%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

5.2 收购德国 QUIN 公司, 开启功能件高端化之路

2015 年初公司收购德国高端方向盘总成与内饰功能件总成供应商 QUIN 公司, 其主要配套奔驰、奥迪、宝马的中高端车型, 由此均胜开启了开始了功能件产品线的高端化和全球化的过程, 实现内外饰及功能件的高端化突破: 包括更高端的产品、更高端的客户(如奔驰、宝马、奥迪等高端品牌)。

图表19 QUIN 公司主要产品

<p>材料：</p> <ul style="list-style-type: none"> - 电子控制件 - 优良天然材料 - 高品质塑料 - 金属件（铝） - 碳纤维 	<p>内饰总成</p> 		
<p>材料：</p> <ul style="list-style-type: none"> - 电子控制件 - 优质天然材料 - 碳 - 高品质塑料 - 铝箔涂层 	<p>方向盘总成</p> 		

资料来源:公司网站, 平安证券研究所

根据德国汽车行业咨询公司 Berylls 的预计，全球内饰件市场 2014 年市场容量约为 21.42 亿欧元，在未来几年将持续稳步增长。

目前天然材质内饰件约占全部内饰件市场的 50%，特别是在豪华车和高端车市场，天然材质和金属铝内饰件占据主导地位。未来，全球内饰件市场将随整车行业整体同步增长，Quin GmbH 的现有主要产品如天然材质的内饰件领域仍将保持相对较高的增长率，在行业领先的金属（如铝）和其它复合材料（如环保织物和碳纤维）类产品也将逐步进入主流市场。通过与均胜现有产品系的整合，Quin GmbH 也将升级成为高端方向盘总成和 HMI 领域的总成级供应商，继续引领行业发展趋势。

Quin GmbH 在技术、产品和市场等方面，在全球汽车天然（authentic interior trim）和金属材质内饰细分市场上处于前列，与诺维、雅马哈等形成稳定的竞争格局，其中 Quin GmbH 在高端市场领域优势更为明显。通过与整车厂的同步开发和紧密合作确保了 Quin GmbH 在行业的优势地位。与其它较大规模竞争对手相比，Quin GmbH 以其高度的客户灵敏度和灵活性著称，在成本及效率上具有明显的领先优势，上述因素均是 Quin GmbH 成为豪华车主力供应商的重要原因。

多年来，Quin GmbH 一直保持对材料工艺的创新、新材料的运用、高质量的表面处理、独有的一次成型技术是目前其它竞争对手不具备的。传统内饰件的生产有 9 个步骤，主要是在三明治载体上采用聚氨酯喷涂或 PUR（聚氨酯）高压铸造工艺完成，而 Quin GmbH 通过对研发和工艺持续投资，形成了自己的专有技术，有能力为内饰件、方向盘和功能件的生产提供可靠的设计、生产以及工序、成本优势的解决方案。上述工艺中的关键工序已被 Quin GmbH 注册专利并与其模具供应商签订独占使用许可合同进一步保护。Quin GmbH 的管理、研发、销售、质量控制、物流部门位于德国总部，主要生产工厂位于低成本地区，如罗马尼亚、波兰和中国，可以为整车厂客户在欧洲和中国形成就近供应，在成本及效率上具有明显的领先优势。

■ 收购后 Quin GmbH 将扩大现有产品线

Quin GmbH 产品线将从高端天然材质和复合材质件扩展至铝制和碳纤维等多种新型和环保材质的领域。同时更新设计理念，紧跟内饰件“简洁、奢华、时尚、环保”的趋势，以充分发挥 Quin GmbH 的多面模具的灵活性的优势，与上述趋势紧密匹配。通过与公司现有产品系的整合，Quin GmbH 也将升级成为内饰功能件、高端方向盘总成和 HMI 领域的总成级供应商，集成度大幅度提高。

■ 进一步渗入既有客户，扩展额外订单

Quin GmbH 已成功取得大众集团的订单，未来在如帕萨特、高尔夫等主流车型上有望形成突破和规模效应；Quin GmbH 已获得了宝马 7 系、5 系订单，未来向高端主流发展的趋势也将愈发明显；Quin GmbH 目前为宾利提供方向盘总成产品，未来能够在内饰件上获得订单；此外，有望开拓新的欧洲客户如沃尔沃、路虎和 MINI 等订单。

■ 研发持续投入，取得技术创新

Quin GmbH 为保持并扩大市场的领先地位，仍将继续开发产品和工艺。目前的研发重点在下列领域：内饰功能件的表面创新技术（如高光注塑、纺织物表面、新型实木结构、做旧的木材、金属浸注木材和玻璃纤维）；功能元素的完全整合（如灯光、传感器和其它电子件）入内饰件中以及其他工序改进。

■ 进一步全球化，进一步开拓中国和亚太市场

Quin GmbH 借助均胜在中国市场的拓展能力，将高端内饰功能件“引进来”，快速拓展中国和亚太市场，同时借助均胜电子和德国普瑞的客户资源进入北美市场，并在墨西哥设立生产基地，实现对美系整车厂商的就近供应。当前 Quin GmbH 刚进入中国市场，在成为公司控股子公司后，将获得市场资源方面的大力支持，能在亚洲尤其是中国市场进一步发展。现有客户即德系整车厂商将是重点目标，同时新客户如丰田、现代也将成为争取的目标。Quin GmbH 将从现有主要市场欧洲大力拓展至中国及北美市场。

均胜通过对 Quin GmbH 的收购和整合，将丰富产品系，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。Quin GmbH 也将成为公司在欧洲市场的内外饰功能件研发、生产和销售平台，推进公司“高端化”和“全球化”的整体战略。

对 Quin GmbH 的收购是公司“走出去”战略中的重要环节，本次收购将初步实现公司功能件事业部欧洲市场的战略布局。Quin GmbH 能够迅速提高公司功能件事业部的市场拓展能力，进入奔驰、宝马、奥迪等重要高端客户市场，使公司功能件从对重要客户的地区级供应走向全球级供应。

公司在 HMI 和功能件产品系保持领先的基础上，将两大产品系充分有效结合，为整车厂提供高效一体化的 HMI 整体解决方案，与主要竞争对手形成差异性竞争优势。目前公司产品系已经能够覆盖驾驶控制过程中的主要电子控制件和功能件，从表面工艺处理，到硬件，再到部分底层软件领域，具体如，多功能方向盘、空调控制器、娱乐单元控制器、集成式中控单元到空调出风系统、后视镜和前面板总成，形成一套完整的 HMI 解决方案，代表了智能驾驶 HMI 硬件领域的最高水平。

图表20 均胜电子为客户提供完整的HMI解决方案



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

六、 工业自动化业务：悠久的历史、崭新的市场

6.1 普瑞自动化和 IMA 工业机器人各有侧重

公司在工业自动化及机器人集成领域拥有多种产品及系统解决方案，包括全自动的装配系统、机器人系统集成、检测系统等，可满足客户的多种需求。

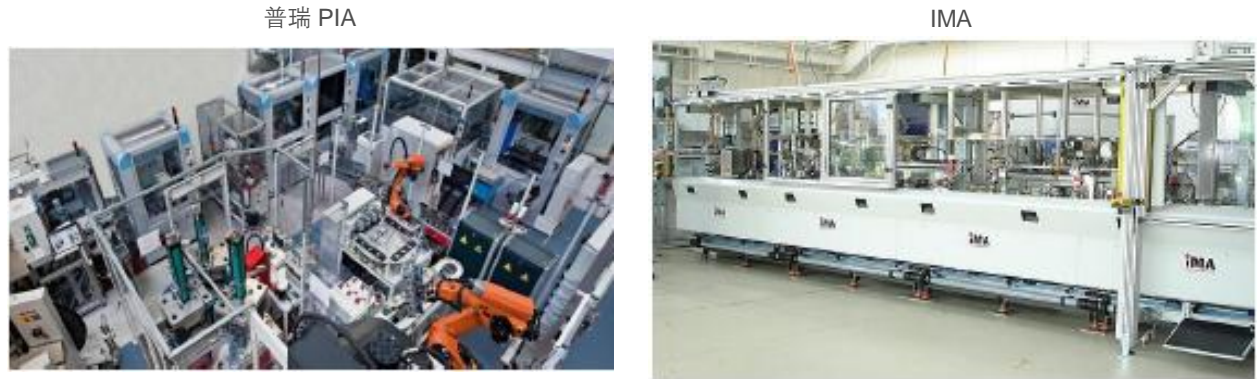
在核心技术方面，公司的激光技术、测量技术、控制技术等技术处于行业领先地位，而且通过多年实践积累了丰富的行业数据库和有行业针对性的软件及解决方案，成为公司核心竞争力之一。在行业覆盖上，目前公司已经覆盖了汽车电子、医疗、快速消费品、化妆品等多种领域，技术实用性高。

普瑞的创新自动化生产线产品系始于 1982 年，可根据客户需要，提供可定制化的制造、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。

2014 年，为了加快企业在工业机器人领域的发展，公司收购了德国工业机器人领军企业 IMA，IMA 工业机器人业务始于 1975 年，2013 年其销售收入约 3400 万欧元。普瑞和 IMA 在产品线、市场和

客户方面各有侧重，其中 IMA 主要客户为消费和医疗领域企业，德国普瑞主要客户则为汽车、电子和工业品领域企业。

图表21 均胜电子工业自动化及机器人集成



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

图表22 公司工业机器人集成业务线主要客户及其分布



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司将旗下工业机器人集成业务集中在 PIA (国外) 和 JPIA (国内) 两个子公司, 实现资源合理配置和整合, 也为进一步运作和发展奠定基础。

在欧洲, 公司把 Preh 的工业机器人业务集成产品系拆分, 再和 IMA 现有业务整合, 成立新的子公司: PIA (Preh-IMA Automation), 形成统一品牌, 专注于工业机器人集成, 覆盖汽车零部件、汽车安全、高端工业品、生物医药、快速消费品等领域, 将重点关注一些较高进入门槛的行业和领域, 同时加强数字技术在工业机器人集成中的应用。

在国内, 成立均胜普瑞工业自动化及机器人集成公司 (JPIA), 负责上述工业自动化与机器人集成业务在国内的扩展, 在服务好内部的同时, 积极开拓外部客户, 重点关注 PIA 客户在国内的订单, 同时依托与浙江大学共建的智能装备与制造联合实验室开拓国内市场。

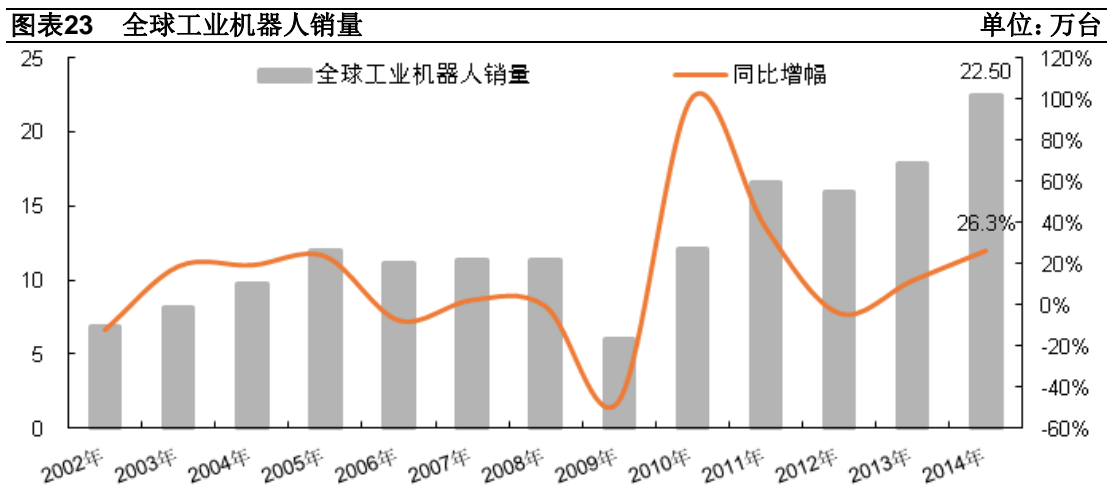
PIA 和 JPIA 将建立统一的流程、制度和组织结构，引入 SAP 系统实现对销售、采购、开发、生产、物流、售后服务等环节的统一管理，实现资源和技术的全球共享，支持在中国地区对外销售的开展，适时推出高性价比解决方案，满足国内客户的需求。

目前均胜电子工业自动化及机器人公司已与博格华纳中国公司等企业签约，为它们提供汽车零部件的工业流水线，均胜电子在工业自动化领域的业务发展目标为：争取国内业务年复合增速 100%，到 2018 年达到 3 亿元年销售收入，全球工业机器人业务销售额达 16 亿人民币规模，以保持在全球工业机器人领域的全球领先地位。

6.2 国内工业机器人发展前景广阔

工业机器人是自动化生产过程的关键设备，可用于安装、制造、检测、物流等生产环节，并广泛应用于汽车及汽车零部件、电气电子、化工、工程机械、轨道交通、低压电器、电力、IC 装备、军工、烟草、金融、医药、冶金及印刷出版等众多行业，应用领域非常广泛。

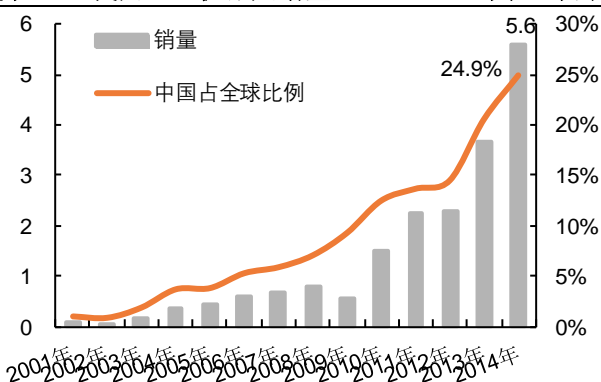
全球工业机器人已发展 40 余年，经历了 2009 年全球性衰退后，2010 年全球工业机器人开始复苏，2014 年全球工业机器人销售 22.5 万台，同比增长 26.3%。



资料来源：国际机器人联合会，平安证券研究所

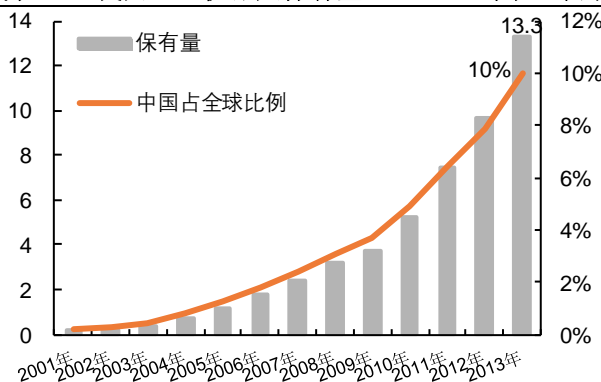
国内工业机器人的研究起步于上世纪 70 年代，上世纪 90 年代逐步建立了科研基地，进入 21 世纪后逐渐开始产业化。2001 年至今中国工业机器人的销售量保持了 40% 的复合增速，远高于全球 8.5% 的复合增速。2014 年中国市场共销售工业机器人接近 5.6 万台，同比增长 53%，已成为全球第一大机器人市场，年销量占全球销量的 25%。但总量较多不能掩盖我国工业机器人使用密度较低的事实，从保有量来看，2013 年我国工业机器人保有量仅 13.3 万台，占全球保有量的 10%，伴随着中国制造业升级的持续推进，工业机器人市场还有非常广阔的增长空间。

图表24 我国工业机器人销量 单位：万台



资料来源:国际机器人联合会, 平安证券研究所

图表25 我国工业机器人保有量 单位：万台



资料来源:国际机器人联合会, 平安证券研究所

2014年,全球工业机器人销量22.5万台;中国销售5.6万台,增幅54%,为全球最大机器人市场。但中国每万人工业机器人保有量为30台,不及全球平均水平的一半,市场潜力巨大。

中国政府提出的“中国制造2025”和德国政府提出的“工业4.0”对全球制造业未来十年的发展将产生深远影响,以信息技术与制造技术深度融合的数字化、网络化、智能化制造升级将成为全球制造业未来5-10年的主题。

七、围绕“安全、智能、环保”多点布局

近年来,互联网、计算机和通信等新技术的兴起对汽车行业带来了巨大影响,深度渗透和融合后产生了一系列创新方向:智能交通、车联网、智能驾驶、自动驾驶,它们是未来很长一段时间汽车的发展方向。

汽车,已逐渐从工业时代的“产品”慢慢演变为互联网时代的“服务”,即从简单解决“行”这一基本需求的工具演变为安全、高效、舒适、环保的全方位服务。这对零部件供应商提出了新的挑战,即如何从工业时代供应产品进化到互联网时代提供服务,这种进化也催生了全球汽车零部件行业的收购兼并浪潮。

公司在智能驾驶HMI领域已经有多年积累,但更多的偏向于硬件和底层软件,对上层软件和服务涉及不多。鉴于自身特点和行业发展趋势,作为HMI人车交互业务的自然延伸,公司在2015年初投资5亿人民币设立均胜智能车联有限公司,主要针对全球智能驾驶和车联网产业处于成长期、扩张期和成熟期,具有良好的行业发展前景和极具并购价值的企业进行股权投资,通过这些投资公司将完善在车联网、智能驾驶、自动驾驶等服务领域和软件领域的布局。

下游方面,公司与车音网的合作,积极布局车联网服务平台运营,在保持现有优势产品基础上,结合车音网领先的语音识别技术,实现公司HMI领域从用户硬件接口向用户全方位接口的升级,建立统一平台,帮助各类用户和服务实现互联互通,为整车厂提供更高效完整的服务和解决方案。此外公司还积极布局汽车后市场,投资了安惠汽配及汽服。

上游方面,公司进军集成电路和关键元器件,与宁波市人民政府、宁波市北仑区人民政府共同出资设立宁波胜芯科技有限公司。该公司作为平台公司,以汽车集成电路、芯片及关键元器件为核心目标项目,与上述领域业界领先公司开展并购和合作业务,并以开放形式广泛吸收整合各方面优势资源,共同推进项目的落地及具体实施,在宁波市打造高端集成电路产业基地。

图表26 2015年上半年公司围绕“安全、智能、环保”多点布局

增资安惠汽配	安惠汽配主营汽车配件贸易服务,安惠汽服主营汽车后市场服务,是提供专业保养、专业快修、系统清洗、轮胎服务、保险理赔的汽车售后服务连锁企业
车音网 10%股权	中文语音识别
设立宁波胜芯科技有限公司	汽车集成电路、芯片及关键元器件

资料来源:公司公告,平安证券研究所

八、盈利预测与投资建议

目前公司四块主业发展势头良好,汽车电子仍处在积极拓展北美、亚太客户的阶段,同时汽车电子配置正从高端车型向主流车型不断渗透,公司该类业务处于收入稳步增长、盈利能力逐步提高的阶段。

公司积极拓展新能源动力控制类业务国内国外的新客户,目前基数较小,但预计能保持每年翻番的高增速。

过去几年公司传统内外饰与功能件业务处于调整期,将低门槛及低毛利率的业务剔除,通过收购QUIN公司使得该项业务向国际化、高端化拓展,QUIN公司2015年并表显著增厚内外饰业务规模。

通过整合普瑞自动化和IMA的机器人业务,公司工业自动化业务将迈入高增长期,未来几年公司工业自动化业务总体有望保持40%以上收入增速。

鉴于新收购公司整合之初费用率较高,我们调高了2015年公司费用率,从而调整了公司2015年业绩预测。预计均胜电子2015年、2016年每股收益为0.74元、1.04元(原预测值为2015年/2016年EPS为0.82元/1.04元)。

公司多类业务处于行业领先地位并正处于较高的成长时期,且公司成功的兼并收购能力亦成为一种持续的核心竞争力,我们认为公司未来内生、外延发展势头良好。

近期公司股价深度调整,目前估值明显偏低,调高公司评级为“强烈推荐”。

图表27 均胜电子各块业务营业收入预测

业务分类	单位:亿元		
	2014A	2015E	2016E
汽车电子	44.2	49.5	55.5
同比增幅		12.0%	12.0%
新能源动力控制	1.9	3.7	7.4
同比增幅		100.0%	100.0%
内外饰	18.0	25.0	28.0
同比增幅		39.3%	12.0%
工业自动化	3.6	5.4	7.7
同比增幅		49.7%	43.0%

资料来源:公司公告、平安证券研究所预测

九、风险提示

- 1) 汇率风险:人民币升值;
- 2) 内外饰业务未产生协同效应,传统内外饰及功能件业务大幅萎缩;

- 3) 工业自动化业务开拓进度低于预期;
- 4) 欧洲、北美、中国汽车产销低迷。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	2443	2789	2992	3575
现金	561	558	431	507
应收账款	897	1101	1262	1517
其他应收款	56	114	96	123
预付账款	57	101	88	112
存货	846	878	1077	1273
其他流动资产	-47	-54	-56	-73
非流动资产	3303	3471	4003	4679
长期投资	5	5	3	4
固定资产	2035	2120	2869	3525
无形资产	739	635	660	704
其他非流动资产	31	16	19	22
资产总计	5746	6259	6995	8254
流动负债	2354	2622	2934	3701
短期借款	795	870	885	1262
应付账款	883	997	1169	1384
其他流动负债	138	177	189	229
非流动负债	1053	739	1092	1142
长期借款	219	328	437	509
其他非流动负债	412	49	251	237
负债合计	3407	3361	4025	4843
少数股东权益	51	50	74	109
股本	636	636	636	636
资本公积	1121	1186	1186	1186
留存收益	638	975	1102	1463
归属母公司股东权益	2288	2849	2896	3303
负债和股东权益	5746	6259	6995	8254

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	650	738	881	781
净利润	300	350	495	695
折旧摊销	420	474	164	239
财务费用	76	63	78	90
投资损失	0	-1	0	0
营运资金变动	-118	-131	215	-153
其他经营现金流	-27	-18	-71	-90
投资活动现金流	-530	-844	-811	-881
资本支出	579	758	813	881
长期投资	5	0	-2	1
其他投资现金流	53	-86	-1	1
筹资活动现金流	-105	288	-197	177
短期借款	-365	75	15	377
长期借款	-4	109	109	72
普通股增加	57	0	0	0
资本公积增加	255	0	0	0
其他筹资现金流	-49	104	-321	-272
现金净增加额	16	167	-127	76

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	6104	7077	8611	10134
营业成本	4939	5692	6729	7869
营业税金及附加	7	10	12	14
营业费用	214	243	362	365
管理费用	478	635	818	912
财务费用	76	63	78	90
资产减值损失	10	12	8	8
公允价值变动收益	1	1	0	0
投资净收益	0	1	0	0
营业利润	380	424	605	877
营业外收入	10	39	45	35
营业外支出	4	5	4	4
利润总额	386	459	646	908
所得税	86	109	152	213
净利润	300	350	495	695
少数股东损益	11	3	25	35
归属母公司净利润	289	347	470	660
EBITDA	877	990	888	1237
EPS (元)	0.45	0.55	0.74	1.04

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	13.9	15.9	21.7	17.7
营业利润(%)	26.5	11.7	42.6	44.9
归属于母公司净利润(%)	39.7	20.0	35.5	40.4
获利能力				
毛利率(%)	19.1	19.6	21.9	22.4
净利率(%)	4.7	4.9	5.5	6.5
ROE(%)	14.6	13.5	16.4	21.3
ROIC(%)	6.3	6.4	7.9	9.3
偿债能力				
资产负债率(%)	59.3	53.7	57.5	58.7
净负债比率(%)	19.8	22.5	30.8	38.3
流动比率	1.04	1.06	1.02	0.97
速动比率	0.68	0.73	0.65	0.62
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	8.0	7.6	7.3	7.3
应付账款周转率	6.1	6.1	6.2	6.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.55	0.74	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.16	1.38	1.23
每股净资产(最新摊薄)	3.60	4.48	4.55	5.19
估值比率				
P/E	50.0	41.7	30.8	21.9
P/B	6.3	5.1	5.0	4.4
EV/EBITDA	17.0	15.3	17.4	12.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033