

## 均胜电子 (600699.SH) 汽车零部件行业

评级：买入 首次评级

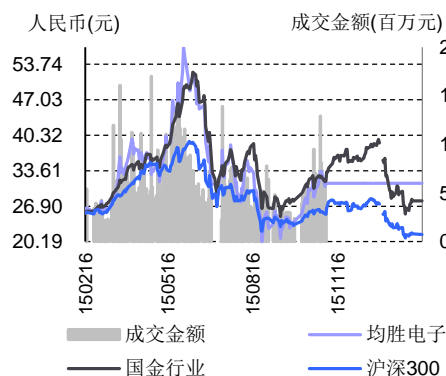
公司研究

市场价格(人民币)：31.25元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	636.14
总市值(百万元)	21,542.81
年内股价最高最低(元)	56.96/20.19
沪深300指数	2946.71
上证指数	2746.20



## 全球并购再出击 打造全球汽车电子+智能汽车龙头

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.454	0.545	0.714	1.048	1.282
每股净资产(元)	3.60	4.48	5.25	6.39	7.78
每股经营性现金流(元)	1.02	1.16	1.02	1.64	1.89
市盈率(倍)	33.92	35.78	43.76	29.81	24.37
行业优化市盈率(倍)	13.42	21.74	38.41	30.41	30.41
净利润增长率(%)	39.72%	20.03%	41.93%	46.81%	22.28%
净资产收益率(%)	12.63%	12.17%	14.73%	17.78%	17.86%
总股本(百万股)	636.14	636.14	689.37	689.37	689.37

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司发布非公开发行股票预案及重大资产购买预案：**1) 本次发行计划募集资金总额不超过 86 亿元，主要用于收购 KSS 并对其增资，收购 TS 道恩的汽车信息板块业务。2) 重大资产购买：收购两家汽车零部件巨头，分别是美国的全球领先被动安全系统供应商 KSS 公司（基准价 9.2 亿美元）与德国的 TS 道恩的汽车信息板块业务（基准价 1.8 亿欧元）。
- **再次出击全球并购，打造全球零部件巨头。**公司收购德国普瑞后，不断发挥协同效应，带动整体业绩稳定快速增长。我们认为公司具有海外并购的基因与成功模式，将沿用至美国 KSS 与德国 TS 道恩，意味着智能汽车+BMS+高端功能件总成+机器人四大战略布局更加完善，打造全球零部件巨头。
- **收购将进一步完善公司在汽车电子与智能汽车的布局，主要是在主被动安全、车载信息和车联系统和智能 HMI 领域。**公司通过收购 KSS，将完善在汽车主被动安全领域的布局，并与已有 HMI 业务相结合，发挥协同效应；通过收购 TS 道恩的汽车信息板块业务，将增加智能导航、辅助驾驶和车载信息系统模块类产品，并与公司现有产品系整合。公司致力于提供更完整的自动驾驶解决方案和创新性技术平台，已于 2015 年设立宁波均胜智能车联有限公司，未来都将通过此平台形成协同效应。
- **收购 KSS 与 TS 德累斯顿将增厚公司业绩。**根据公司预估，按美国会计准则，KSS 的 2014、2015、2016E 归母净利润分别为：-1,939、1,649、7,000 万美元，预计未来业绩处于稳步回升过程中；按德国会计准则，TS 德累斯顿的 2014、2015、2016E 归母净利润分别为：1,166、1,034、1,300 万欧元，预计 2016 年将增长。

## 投资建议

- 公司通过全球并购打造汽车电子+智能汽车的全球顶级供应商，智能汽车+BMS+高端功能件总成+机器人四大战略精准布局智能汽车与新能源汽车，收购完善汽车安全、智能驾驶、车联网等领域的布局，将与 KSS 与 TS 道恩公司形成良好互补与协同效应。不考虑本次收购，预估 2015-2016 年 EPS 分别为 0.71、1.05 元，对应 PE 分别为 44、30 倍，给予“买入”评级。

**风险：**汽车销量不如预期；开拓国内市场不如预期；海外整合不如预期。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

崔琰 联系人  
(8621)60230251  
cuiyan@gjzq.com.cn

## 内容目录

1 公司简介：高速成长型汽车电子供应商.....	3
2 行业趋势：汽车智能革命到来 .....	3
3 公司分析：看好四大产品系内生外延共增长 .....	4
4 全球并购再出击 打造全球汽车电子+智能汽车龙头 .....	4
5 投资建议 .....	5

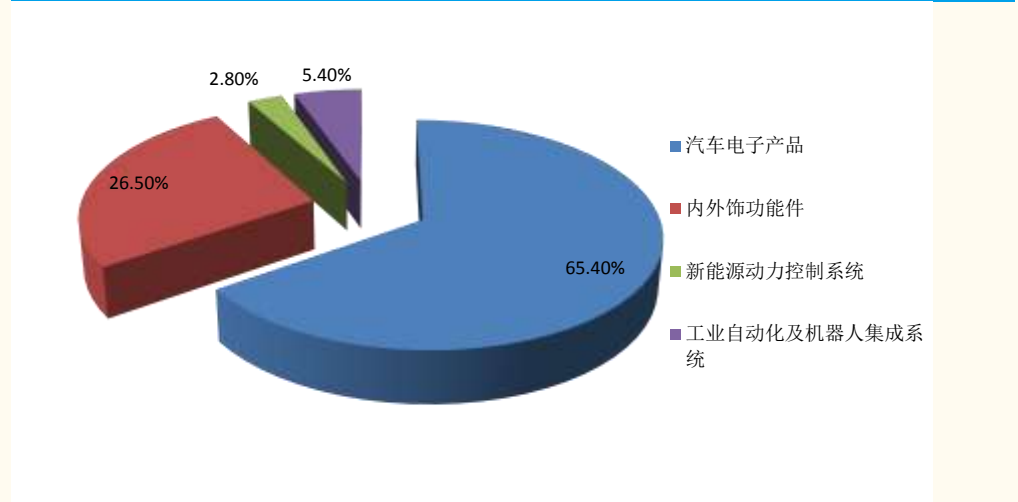
## 图表目录

图表 1：公司主要产品营收占比（2014 年）（单位：%） .....	3
图表 2：智能汽车发展路线图 .....	3
图表 3：本次非公开发行股票基本情况 .....	4

## 1 公司简介：高速成长型汽车电子供应商

高速成长型的汽车电子供应商。公司是中国优秀的高速成长型汽车电子供应商之一，通过德国普瑞的海外并购，公司让德国普瑞的创新能力和生产品质管控与中国公司的资金优势和市场资源互补，实现了全球化和转型升级战略目标。公司主要有四大产品，分别为汽车电子、内外饰功能件、新能源动力控制系统及工业自动化与机器人集成系统等，其中汽车电子营收占比超 65%（2014 年）。

图表 1：公司主要产品营收占比（2014 年）（单位：%）



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2 行业趋势：汽车智能革命到来

看好无人驾驶与车联网，“智能机”时代已到来。如果将汽车电子化定义为“功能机”时代，那汽车智能化将步入“智能机”时代。汽车网络化，即车联网，将依托于汽车制造商、经销商与运营商，汽车电子化与智能化实现“人—车”互动，车联网实现“人—车—网络”的互动，而智能交通将实现“人—车—网络—路”的互动，智能网联汽车是未来发展趋势。

图表 2：智能汽车发展路线图



来源：公开资料，国金证券研究所

根据百度预测的数据，未来 3 年自动驾驶汽车商用，未来 5 年自动驾驶汽车量产，未来 10 年将有 80% 新增汽车用新能源、80% 新增汽车用自动驾驶、80% 新增汽车将共享。未来几年全球无人驾驶汽车的市场规模将达千亿元，与之相关的产业所创造的社会价值则可达万亿元。

我们判断智能汽车产业推进的步伐加快，产业催化持续超预期，主要关注以下几点：

- 1) 特斯拉，自动驾驶快速推进，车载系统 7.0 版本（2015 年 10 月开始更新）走进自动驾驶，使得美国法规有极大可能放开相关规定。
- 2) 百度，完成百度无人驾驶汽车路测（2015 年 12 月），并宣布正式成立自动驾驶事业部，提出无人驾驶汽车三年商用、五年量产的目标；
- 3) 互联网企业，如苹果、谷歌、百度、阿里巴巴、乐视、腾讯、蔚来汽车等快速切入智能汽车，与传统车企循序渐进的步骤不同，试图一步打入无人驾驶，将促使汽车智能化加速，产业化超预期，预计车型发布与路试都将在 2016 年陆续发布，整个产业链投资价值凸显；
- 4) 电动汽车供应链相对开放，将成为互联网企业布局智能汽车的重要切入口，电动化与智能化、共享化相辅相成，缺一不可。

智能汽车发展的过程中，主被动安全系统是无人驾驶的根本前提；车载信息系统 2020 年市场规模超 800 亿美元，是汽车电子细分行业中规模最大的；人机交互 HMI 将有新的模式。

### 3 公司分析：看好四大产品系内生外延共增长

**人机交互：受益汽车电子增长 智能汽车促发展。**德国普瑞客户资源优质，受益高端配置向低端渗透，扩大亚洲与北美的市场份额。公司成立均胜智能车联，并拟收购车音网 10% 股权，进一步布局智能汽车。于 2015 年 9 月在法兰克福车展展出新的带主动反馈的智能驾驶 HMI 产品，已批量用于奥迪 Q7，将带来增长。

**高端功能件总成：延续“引进来 走出去”战略。**并购 Quin，将逐步发挥协同效应，高端化、全球化是发展目标。

**BMS：为宝马电动车配套 国内客户有突破。**公司为宝马 i3 与 i8 提供电池管理系统（BMS），已与浙江南车签署战略合作协议，打开国内新能源商用车市场，报告期内还推出用于混合动力车型的 48V 弱混电源管理系统，预计随着客户逐步开拓，该项业务有望保持高增长。

**工业自动化及机器人：并购战略不断推进 开拓中国市场。**均胜普瑞工业自动化及机器人公司结合德国普瑞与 IMA 的技术和产品，不断巩固与扩大行业地位与规模，积极开拓国外客户在国内的生产点，在宁波打造数字化工厂。

### 4 全球并购再出击 打造全球汽车电子+智能汽车龙头

公司发布公告：

- 1) 本次发行计划募集资金总额不超过 86 亿元，主要用于收购 KSS 并对其增资，收购 TS 道恩的汽车信息板块业务。
- 2) 重大资产购买：收购两家汽车零部件巨头，分别是位于美国的全球领先主被动安全系统供应商 KSS 公司（基准价 9.2 亿美元）与位于德国的汽车模块化信息系统供应商 TS 道恩的汽车信息板块业务（基准价 1.8 亿欧元）。

图表 3：本次非公开发行股票基本情况

项目名称	项目总投资	项目总投资（折合人民币万元）	拟投入募集资金（万元）
合并 KSS	基准对价 9.2 亿美元	602,747	602,000



项目名称	项目总投资	项目总投资（折合人民币万元）	拟投入募集资金（万元）
对 KSS 增资	1 亿美元	65,516	65,000
收购 TS 道恩的汽车信息板块业务（即重组后的 TS 德累斯顿）	基准对价 1.8 亿欧元	129,060	127,000
补充上市公司流动资金	66,000 万元	66,000	66,000
合计			860,000

来源：公司公告，国金证券研究所

**再次出击全球并购，打造全球零部件巨头。**公司收购德国普瑞后，不断发挥协同效应，带动整体业绩稳定快速增长。我们认为公司具有海外并购的基因与成功模式，将沿用到美国 KSS 与德国 TS 道恩上，意味着公司智能汽车+BMS+高端功能件总成+机器人四大战略布局更加完善，打造全球零部件巨头。

**美国 KSS：全球主被动安全领域顶级供应商。**KSS 主要产品为主被动安全系统，其中主动安全包括无人驾驶辅助系统（ADAS）、主动安全防护、主动化的被动安全产品（主动防护式安全带、带提醒警告功能方向盘等产品）等，被动安全包括安全气囊、安全带与方向盘等汽车安全系统等。客户资源优良（宝马、大众、通用、标志、现代、雷诺、上汽、长城、长安等整车厂），产品覆盖全球超过 300 款车型，我们认为通过收购 KSS，公司将进入到汽车主被动安全领域，完善布局，已有的 HMI 系统业务可与主被动安全系统进一步集成，提升驾驶体验。

**德国 TS 德累斯顿：布局智能汽车的优秀公司。**TS 德累斯顿重点发展的领域是车载信息系统、导航辅助驾驶、智能车联等，客户资源优良，包括大众、斯柯达、奥迪、奔驰等，为大众提供 MIB 车载系统，我们认为 TS 德累斯顿相关产品能与公司 HMI 产品线集成为更好的解决方案，将增强公司在车载信息系统的竞争力，为未来开展智能车联提供基础。

**收购将进一步完善公司在汽车电子与智能汽车的布局，主要是在主被动安全、车载信息和车联系统和智能 HMI 领域。**公司通过收购 KSS，将完善在汽车主被动安全领域的布局，并与已有 HMI 业务相结合，发挥协同效应；通过收购 TS 道恩的汽车信息板块业务，将增加智能导航、辅助驾驶和车载信息系统模块类产品，并与公司现有产品系整合，为整车厂提供更加完善的解决方案。此外，公司致力于提供更完整的自动驾驶解决方案和创新性技术平台，已于 2015 年设立宁波均胜智能车联有限公司，未来都将通过此平台形成协同效应。

**收购 KSS 与 TS 德累斯顿将增厚公司业绩。**根据公司预估，按美国会计准则，KSS 的 2014 年、2015 年、2016E 归母净利润分别为：-1,939 万美元、1,649 万美元、7,000 万美元，主要由于 2015 年净利润扣除了主营业务没有直接关联的成本费用，预计未来业绩处于稳步回升过程中。根据公司预估，按德国会计准则，TS 德累斯顿的 2014 年、2015 年、2016E 归母净利润分别为：1,166 万欧元、1,034 万欧元、1,300 万欧元，其中 2015 年因汇率与主要客户原因，净利润有所降低，预计 2016 年将保持增长。

## 5 投资建议

公司通过全球并购打造汽车电子+智能汽车的全球顶级供应商，已有收购 Preh、

IMA 与 Quin 并发挥协同效应的成功经验，我们认为公司并购经验将为此次收购成功提供保障。公司智能汽车+BMS+高端功能件总成+机器人四大战略精准布局智能汽车与新能源汽车，收购完善汽车安全、智能驾驶、车联网等领域的布局，将与 KSS 公司与 TS 德累斯顿公司形成良好互补与协同效应，是智能汽车与新能源汽车的优质稀缺投资标的。不考虑本次收购，预估 2015-2016 年 EPS 分别为 0.71 元、1.05 元，对应 PE 分别为 44 倍、30 倍，首次给予“买入”评级。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,358</b>	<b>6,104</b>	<b>7,077</b>	<b>8,578</b>	<b>10,979</b>	<b>13,527</b>	货币资金	519	561	558	1,800	2,800	4,500
增长率		13.9%	15.9%	21.2%	28.0%	23.2%	应收款项	776	953	1,216	1,401	1,771	2,185
主营业务成本	-4,411	-4,939	-5,692	-6,670	-8,509	-10,470	存货	682	846	878	1,005	1,399	1,778
%销售收入	82.3%	80.9%	80.4%	77.8%	77.5%	77.4%	其他流动资产	73	83	137	141	178	270
毛利	947	1,165	1,385	1,908	2,470	3,057	流动资产	2,051	2,443	2,789	4,347	6,148	8,733
%销售收入	17.7%	19.1%	19.6%	22.2%	22.5%	22.6%	%总资产	39.7%	42.5%	44.6%	54.0%	63.5%	72.3%
营业税金及附加	-6	-7	-10	-9	-10	-14	长期投资	15	19	16	16	16	16
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	2,158	2,297	2,439	2,307	2,190	2,063
营业费用	-187	-214	-243	-352	-373	-473	%总资产	41.8%	40.0%	39.0%	28.7%	22.6%	17.1%
%销售收入	3.5%	3.5%	3.4%	4.1%	3.4%	3.5%	无形资产	897	908	927	1,282	1,223	1,171
管理费用	-388	-478	-635	-772	-966	-1,217	非流动资产	3,115	3,303	3,471	3,699	3,534	3,353
%销售收入	7.2%	7.8%	9.0%	9.0%	8.8%	9.0%	%总资产	60.3%	57.5%	55.4%	46.0%	36.5%	27.7%
息税前利润 (EBIT)	366	465	497	775	1,121	1,353	<b>资产总计</b>	<b>5,166</b>	<b>5,746</b>	<b>6,259</b>	<b>8,046</b>	<b>9,682</b>	<b>12,087</b>
%销售收入	6.8%	7.6%	7.0%	9.0%	10.2%	10.0%	短期借款	1,174	813	897	2,284	2,605	3,508
财务费用	-59	-76	-63	-102	-136	-148	应付款项	929	1,167	1,270	1,660	2,118	2,606
%销售收入	1.1%	1.3%	0.9%	1.2%	1.2%	1.1%	其他流动负债	321	374	455	372	492	606
资产减值损失	-8	-10	-12	0	0	0	流动负债	2,425	2,354	2,622	4,315	5,215	6,720
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0	长期贷款	223	219	328	328	328	329
投资收益	0	0	1	5	6	7	其他长期负债	718	834	410	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	0.6%	0.6%	<b>负债</b>	<b>3,366</b>	<b>3,407</b>	<b>3,360</b>	<b>4,643</b>	<b>5,543</b>	<b>7,049</b>
营业利润	300	380	424	679	991	1,212	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,677</b>	<b>2,288</b>	<b>2,849</b>	<b>3,342</b>	<b>4,064</b>	<b>4,948</b>
营业利润率	5.6%	6.2%	6.0%	7.9%	9.0%	9.0%	少数股东权益	124	51	50	62	75	90
营业外收支	12	6	34	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,166</b>	<b>5,746</b>	<b>6,259</b>	<b>8,046</b>	<b>9,682</b>	<b>12,087</b>
税前利润	312	386	459	682	994	1,215							
利润率	5.8%	6.3%	6.5%	7.9%	9.1%	9.0%							
所得税	-63	-86	-109	-177	-259	-316							
所得税率	20.2%	22.2%	23.8%	26.0%	26.0%	26.0%	<b>比率分析</b>						
净利润	249	300	350	504	736	899							
少数股东损益	42	11	3	12	13	15	<b>每股指标</b>						
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>207</b>	<b>289</b>	<b>347</b>	<b>492</b>	<b>723</b>	<b>884</b>	每股收益	0.357	0.454	0.545	0.714	1.048	1.282
净利率	3.9%	4.7%	4.9%	5.7%	6.6%	6.5%	每股净资产	2.896	3.596	4.479	5.253	6.389	7.778
							每股经营现金净流	1.045	1.023	1.159	1.022	1.640	1.894
							每股股利	0.000	0.000	0.110	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.33%	12.63%	12.17%	14.73%	17.78%	17.86%
							总资产收益率	4.00%	5.03%	5.54%	6.12%	7.47%	7.31%
							投入资本收益率	8.06%	9.66%	8.54%	9.54%	11.73%	11.28%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	266.47%	13.91%	15.95%	21.20%	28.00%	23.20%
							EBIT增长率	61.19%	27.16%	6.91%	55.87%	44.56%	20.66%
							净利润增长率	36.40%	39.72%	20.03%	41.93%	46.81%	22.28%
							总资产增长率	277.40%	11.22%	8.93%	28.55%	20.33%	24.84%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	35.8	45.4	47.7	50.0	50.0	50.0
							存货周转天数	34.9	56.5	55.3	55.0	60.0	62.0
							应付账款周转天数	46.5	59.9	60.3	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	135.6	121.7	109.3	82.4	58.5	42.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	48.41%	19.85%	22.74%	23.62%	3.02%	-13.32%
							EBIT利息保障倍数	6.2	6.1	7.9	7.6	8.3	9.1
							资产负债率	65.14%	59.29%	53.69%	57.70%	57.25%	58.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-05-23	增持	22.16	20.00~25.00
2	2014-06-19	增持	24.18	N/A
3	2014-08-21	增持	27.49	N/A
4	2014-08-29	增持	27.32	N/A
5	2014-10-28	增持	23.81	N/A
6	2014-12-16	买入	21.96	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

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

优化市盈率计算的说明：

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

投资评级的说明：

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



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

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

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

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

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

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

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

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD