

投资评级：推荐（首次）

分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人:

李金锦 010-88366060-8862

Email:lijinjin@cgws.com

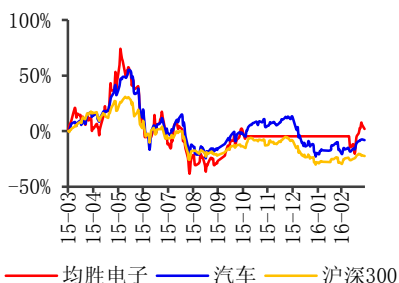
从业证书编号:S0100115050019

市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 目前股价 | 33.41 |
| 总市值(亿元) | 230.32 |
| 流通市值(亿元) | 212.54 |
| 总股本(万股) | 68,937 |
| 流通股本(万股) | 63,614 |
| 12个月最高/最低 | 57.02/20.19 |

盈利预测

| | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|--------|-------|
| 营业收入 | 8087 | 20082 | 28788 |
| (+/-%) | 14.3% | 148.3% | 43.4% |
| 净利润 | 383 | 1225 | 1936 |
| (+/-%) | 10.3% | 220.0% | 58.1% |
| 摊薄 EPS | 0.60 | 1.23 | 1.94 |
| PE | 55.53 | 27.18 | 17.19 |

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

外延式发展典范，融合效应渐显

——均胜电子（600699）公司调研简报

投资建议

汽车零部件行业不乏通过外延并购快速成长为巨头的先例，公司是国内外延式并购的典范，成长潜力巨大。业务增长点多，关键仍在于各业务间的协同和融合。基于以上分析，假设 KSS、TS 德累斯顿 2016 年 4 月底完成交割，我们预计公司 2015-2017 年，EPS 分别为 0.60、1.23 和 1.94 元，对应 PE 为 56X、27X 和 17X，首次覆盖，给以“推荐”评级。

投资要点

- 公司属于外延式发展典范：**公司创建于 2004 年，靠做汽车内饰功能件起家，如车内门把手，空调出风口等。2012 年，公司从控股股东均胜集团购买德国普瑞（作价 14.6 亿元），普瑞是欧洲汽车电子龙头，主要供应大众、宝马等车企，公司以此进入汽车电子业务。2014 年，公司通过普瑞收购德国工业自动化及机器人公司 IMA，主要为汽车、电子、消费品及医疗行业提供工业机器人及自动化产品和服务。2015 年，公司收购德国 Quin GmbH（收购金额 7 亿元），Quin 以方向盘，中控台等高端内饰业务为主，直接客户包括奔驰、宝马、宾利、保时捷等高端车企。2016 年，公司再次分别以 9.2 亿美元、1.8 亿欧元（合计约 73 亿人民币）巨资收购美国 KSS 100% 股权和 TS 道恩公司的汽车信息板块业务，进军汽车安全（主动安全、Adas）和车载信息系统业务。
- 外延带动内生，引进来，走出去，融合效应显现：**公司已经通过外延并购形成了一条行至有效的发展路径，通过收购国际大公司获取其核心技术、客户和市场，在通过内生式发展消化国外先进技术，实现有效整合。1) 汽车电子业务：公司在汽车电子业务上是零基础。通过借助德国普瑞、IMA 等在汽车电子、工业自动化、新能源汽车动力等技术优势，公司先后在国内设立普瑞均胜合资公司，均胜普瑞自动化及工业机器人有限公司和均胜新能源汽车研究院。这些企业通过消化吸收上述技术，借助中国新兴汽车市场优势，均取得较快的业务增长。普瑞均胜合资公司 2013 年国内业务收入实现 2 亿元，我们判断，2015 年其收入有望达到 8-10 亿，贡献了汽车电子业务的主要增长点。2) 内外饰功能件业务：公司靠该业务起家，但主要业务集中在国内，且产品高端化欠缺，2015 年，并购 Quin，两者在产品上有明显的互补，且公司可借助 Quin 实现“高端化”和“走出去”的发展战略。
- 业务新增长点多，未来各业务间的协同，融合是关键：**1) 汽车电子国内业务：普瑞均胜有限公司是公司国内汽车电子业务开展的平台，受益国内汽车市场规模巨大，汽车电子渗透率低，以及普瑞在汽车电子业务的技术优势，普瑞均胜业绩增长迅速。我们认为，在德国普瑞保持相对

稳定增长的情况，普瑞均胜将是其主要增长点，2016 年营业收入仍有望大幅超过 10 亿。2) **工业自动化及机器人业务**：欧盟工业 4.0、中国制造 2025 都将推动制造业升级，而汽车是利用机器人，工业自动化程度最高的行业，普瑞、IMA 作为各自细分市场（普瑞主要在汽车零部件，IMA 在消费品，医药等）自动化龙头企业，将充分受益。我们判断，这部分业务 1-2 年能仍有望保持 50% 以上的增速。3) **新能源动力控制业务**：公司目前是宝马 i 系列电动汽车的 BMS 独家供应商，同时为 Tesla 配套供应电池传感器。虽然这部分业务收入占比小（约 3%），考虑公司技术优势，宝马在电动车的发力，我们判断未来 2 年将保持 100% 的增速。4) **各业务间融合是关键**：公司目前业务集中在中控台（含仪表）、方向盘及相关的控制系统上，业务之间有很高的互补和协调效应，涵盖硬件和软件一体化，将实现汽车驾驶室内智能交互系统的模块供应。尤其是 KSS 和 TS 德累斯顿的加入，补充了主动安全和车载信息系统（软件）等环节。公司能否有效整合各板块业务，实现化学反应，是提升公司盈利能力和核心竞争力的关键。

- **公司在智能驾驶上的布局仍有想象空间**：智能化是公司重点的发展战略之一，2015 年公司设立均胜智能车联有限公司（简称均胜车联），投资金额 5 亿。均胜车联的主要目的即是针对全球智能驾驶和车联网产业处于成长期、扩张期、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。均胜车联成立后，先后参股了车音网、安惠汽配等车联网公司，牛刀小试。汽车智能化风潮方兴未艾，智能化将是公司未来重点布局方向，且公司融资能力强，结合公司一贯的外延式并购风格，我们判断，公司未来在智能驾驶上的布局仍有想象空间。
- **2015 年业绩受汇率下滑影响大，但仍难盖公司业绩成长**：由于普瑞、Quin、IMA 主要业务区域集中在欧洲，公司国外业务收入占比超过 70%。若不考虑汇率影响，公司业务主力-德国普瑞实现营业收入 76,350.13 万欧元，同比增长 24.99%，净利润（以欧元计）也同比增长 28%，但 2015 年欧元兑人民币汇率大幅下滑约 15%，导致收入增长仅为 7.8%。
- **风险提示**：欧元贬值风险，公司业务融合效果低于预期。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 主要财务指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|--------|-------|-------|--------|--------|-------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入 | 6104 | 7077 | 8087 | 20082 | 28788 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 4939 | 5692 | 6418 | 15809 | 22413 | 营业收入增长 | 13.91% | 15.95% | 14.27% | 148.32% | 43.35% |
| 销售费用 | 214 | 243 | 319 | 723 | 1065 | 营业成本增长 | 11.96% | 15.26% | 12.75% | 146.33% | 41.77% |
| 管理费用 | 478 | 635 | 768 | 1848 | 2677 | 营业利润增长 | 26.54% | 11.71% | 21.04% | 220.00% | 58.12% |
| 财务费用 | 76 | 63 | 57 | 31 | (7) | 利润总额增长 | 23.72% | 18.94% | 11.96% | 220.00% | 58.12% |
| 投资净收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长 | 39.72% | 20.03% | 10.33% | 220.00% | 58.12% |
| 营业利润 | 380 | 424 | 514 | 1643 | 2598 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业外收支 | 6 | 34 | 0 | 0 | 0 | 毛利率 | 19.09% | 19.57% | 20.64% | 21.28% | 22.14% |
| 利润总额 | 386 | 459 | 514 | 1643 | 2598 | 销售净利率 | 4.73% | 4.90% | 4.73% | 6.10% | 6.73% |
| 所得税 | 86 | 109 | 122 | 391 | 618 | ROE | 12.35% | 14.04% | 13.38% | 9.63% | 13.18% |
| 少数股东损益 | 11 | 3 | 9 | 28 | 44 | ROIC | 9.29% | 9.44% | 9.29% | 18.25% | 19.24% |
| 净利润 | 289 | 347 | 383 | 1225 | 1936 | 营运效率 | | | | | |
| 资产负债表 | (百万) | | | | | 销售费用/营业收入 | 3.51% | 3.43% | 3.94% | 3.60% | 3.70% |
| 流动资产 | 2443 | 2789 | 3054 | 12859 | 15762 | 管理费用/营业收入 | 7.83% | 8.97% | 9.50% | 9.20% | 9.30% |
| 货币资金 | 561 | 558 | 638 | 6880 | 7234 | 财务费用/营业收入 | 1.25% | 0.89% | 0.71% | 0.15% | -0.02% |
| 应收账款 | 831 | 1020 | 1102 | 2736 | 3923 | 投资收益/营业利润 | 0.00% | 0.13% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 应收票据 | 66 | 82 | 83 | 207 | 297 | 所得税/利润总额 | 22.21% | 23.79% | 23.79% | 23.79% | 23.79% |
| 存货 | 846 | 878 | 1027 | 2530 | 3587 | 应收账款周转率 | 6.60 | 6.67 | 4.21 | 6.03 | 6.67 |
| 非流动资产 | 3303 | 3471 | 3777 | 6363 | 7453 | 存货周转率 | 5.73 | 5.98 | 3.61 | 5.17 | 5.67 |
| 固定资产 | 2297 | 2439 | 2917 | 5674 | 6936 | 流动资产周转率 | 2.33 | 2.42 | 1.02 | 1.40 | 1.71 |
| 资产总计 | 5746 | 6259 | 6831 | 19222 | 23215 | 总资产周转率 | 1.02 | 1.08 | 0.62 | 0.95 | 1.15 |
| 流动负债 | 2354 | 2622 | 2845 | 5356 | 7373 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期借款 | 795 | 870 | 546 | 546 | 546 | 资产负债率 | 0.59 | 0.61 | 0.58 | 0.34 | 0.37 |
| 应付款项 | 971 | 1136 | 1226 | 3021 | 4283 | 流动比率 | 1.04 | 1.06 | 1.07 | 2.40 | 2.14 |
| 非流动负债 | 1053 | 1167 | 1125 | 1151 | 1148 | 速动比率 | 0.68 | 0.73 | 0.71 | 1.93 | 1.65 |
| 长期借款 | 219 | 328 | 328 | 328 | 328 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 负债合计 | 3407 | 3789 | 3970 | 6508 | 8521 | EPS | 0.45 | 0.55 | 0.60 | 1.23 | 1.94 |
| 股东权益 | 2339 | 2470 | 2861 | 12714 | 14694 | 每股净资产 | 3.68 | 3.88 | 4.50 | 12.76 | 14.75 |
| 股本 | 636 | 636 | 636 | 996 | 996 | 每股经营现金流 | 1.02 | 1.16 | 1.41 | 1.23 | 2.37 |
| 留存收益 | 1652 | 1784 | 2167 | 11632 | 13568 | 每股经营现金/EPS | 2.25 | 2.13 | 2.35 | 1.00 | 1.22 |
| 少数股东权益 | 51 | 50 | 58 | 86 | 130 | 估值 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 负债和权益总计 | 5746 | 6259 | 6831 | 19222 | 23215 | PE | 73.54 | 61.27 | 55.53 | 27.18 | 17.19 |
| 现金流量表 | (百万) | | | | | PEG | 1.21 | 0.79 | 0.44 | 0.47 | - |
| 经营活动现金流 | 650 | 738 | 898 | 1225 | 2363 | PB | 9.09 | 8.60 | 7.43 | 2.62 | 2.26 |
| 其中营运资本减少 | (55) | (155) | 6 | (703) | (532) | EV/EBITDA | 25.93 | 23.15 | 20.89 | 15.06 | 9.97 |
| 投资活动现金流 | (530) | (844) | (841) | (3235) | (2008) | EV/SALES | 3.78 | 3.29 | 2.88 | 1.74 | 1.21 |
| 其中资本支出 | (579) | (758) | (849) | (3235) | (2008) | EV/IC | 5.64 | 5.18 | 4.77 | 3.84 | 3.06 |
| 融资活动现金流 | (105) | 288 | (324) | 8600 | 0 | ROIC/WACC | 0.91 | 0.93 | 0.91 | 1.79 | 1.89 |
| 净现金总变化 | 16 | 167 | (268) | 6590 | 354 | REP | 6.19 | 5.60 | 5.24 | 2.14 | 1.62 |

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

李金锦: 汽车行业分析师, 2009-2015 年就职于国家信息中心, 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>