

2016年06月18日

## 均胜电子 (600699.SH)

## 深度分析

### 汽车智能化助力平台型公司再出发

基础化工 | 氨纶 III

#### 投资要点

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

53.00元

股价(2016-06-17)

39.47元

◆ **完成收购 TS 和 KSS，加大智能汽车业务投资，助力从国内有影响力企业走向国际有影响力目标的实现，竞争力再上台阶。**公司公告已完成德国 TS 道恩信息系统业务和美国百利得 (KSS) 的收购交割，加大对智能汽车领域的车联网、主被动安全等的业务投资，将有助于对未来汽车零部件技术发展趋势的引领，并有助于从国内有影响力走向国际有影响力零部件企业目标的实现。TS 是欧洲领先的车载信息娱乐和车联网系统提供商，为大众等整车巨头提供产品配套；KSS 是全球领先的汽车安全部件提供商，全球第四大安全气囊生产商，为通用、福特等汽车巨头提供产品配套，并在智能辅助驾驶 ADAS 等智能汽车业务领域有所突破，不排除成为特斯拉为人驾驶业务的供应商。

#### 交易数据

总市值(百万元)

27,209.43

流通市值(百万元)

25,108.64

总股本(百万股)

689.37

流通股本(百万股)

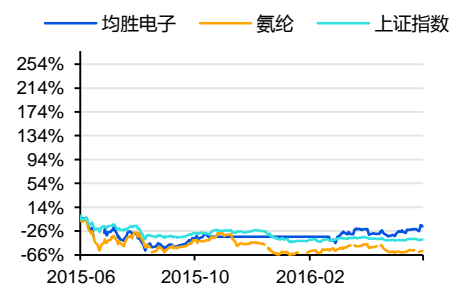
636.14

12个月价格区间

20.19/47.91元

◆ **内生外延并重驱动，平台型公司逐步成型。**2015年第四季度剥离华德，加速功能件的结构调整，注重公司内生性业务的优化和盈利能力提升；2016年已经完成对 TS、EVANA 和 KSS 的收购，外延式发展战略继续推进。牵手国内外整车巨头，加大国际影响力，充分整合国内资源，坚持内外并重的发展战略，汽车零部件一级供应商平台型公司已经成型。

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

◆ **优秀的管理层和管理能力提供强大护城河。**董事长等核心管理人员均有全球一流汽车零部件、整车企业或外资著名企业高管经历，管理能力及为公司设置的全球领先的管理体系是其它企业难以复制的，具有一定的稀缺性，并可为公司提供强大的护城河。

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

23.05

40.94

24.02

绝对收益

24.51

40.26

-17.9

◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.89、1.09 和 1.29 元。净资产收益率分别为 6.1%、7.0% 和 7.7%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 53.00 元，相当于 2016 年 60 倍的动态市盈率。

分析师

林帆

SAC 执业证书编号：S0910516040001

linfan@huajinsc.cn

◆ **风险提示：**外延式并购的整合低于预期；汇率大幅波动。

#### 相关报告

#### 财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	7,077.1	8,082.5	17,180.5	29,892.3	36,843.3
同比增长(%)	15.9%	14.2%	112.6%	74.0%	23.3%
营业利润(百万元)	424.3	515.7	1,079.9	1,323.7	1,597.5
同比增长(%)	11.7%	21.6%	109.4%	22.6%	20.7%
净利润(百万元)	346.9	399.9	824.6	1,011.6	1,203.3
同比增长(%)	20.0%	15.3%	106.2%	22.7%	19.0%
每股收益(元)	0.50	0.58	0.89	1.09	1.29
PE	70.4	61.1	39.9	32.5	27.4
PB	10.1	6.4	2.5	2.3	2.1

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

## 内容目录

<b>一、汽车智能化助力公司再出发</b>	<b>4</b>
(一) 完成收购 TS 和 KSS，加大智能汽车业务投资	4
1、KSS 完成交割，主被动安全业务平台成型	4
2、TS 完成交割，智能车联网平台成型	4
3、全球智能汽车发展热潮掀起	5
(二) 搭乘智能化快车，平台型公司再出发	7
<b>二、内生外延并重驱动，平台型公司逐步成型</b>	<b>9</b>
(一) 基本情况	9
1、主营业务	9
(1) 智能驾驶控制系统	9
(2) 新能源汽车动力控制系统	10
(3) 工业机器人	11
(4) 高端功能件	11
2、股权结构	12
3、发展历程	13
(二) 竞争分析	13
1、核心竞争力	13
2、竞争力分析	14
3、与同类型公司业务比较	15
4、与同类型公司财务比较	17
(三) 优秀的管理层和管理能力提供强大护城河	17
<b>三、盈利预测及投资建议</b>	<b>18</b>
(一) 对四大业务板块及并表子公司分别预测假设	19
(二) 投资建议	23
<b>四、风险提示</b>	<b>23</b>
(一) 外延式并购整合风险	23
(二) 汇率大幅波动风险	23

## 图表目录

图 1：美国百利得 KSS 主要业务	4
图 2：德国 TS 道恩信息化业务主要模块	5
图 3：汽车工业发展的不同时代	6
图 4：主要企业自动驾驶汽车上市时间	6
图 5：全球智能汽车中长期销量预测	6
图 6：苹果公司手机销量	7
图 7：特斯拉销量	7
图 8：均胜电子主营业务	9
图 9：2015 年营收占比	9
图 10：2015 年毛利占比	9
图 11：KSS 主要产品和业务	10
图 12：为奥迪 Q7 提供中控台部件	10

图 13 : 为保时捷 918 提供中控台部件 .....	10
图 14 : 为宝马 i 系列新能源车提供 BMS .....	11
图 15 : 公司生产的工业机器人自动化生产线 .....	11
图 16 : 公司提供的部分高端功能件 .....	12
图 17 : KSS 安全气囊 .....	12
图 18 : 均胜电子股权结构 .....	13
图 19 : 公司竞争优势 .....	14
图 20 : 公司竞争力分析 .....	15
图 21 : 与同类型公司营收规模和成长能力比较 .....	17
图 22 : 与同类型公司盈利能力比较 .....	17
图 23 : 平台型公司 .....	18
图 24 : 公司全球主要业务 .....	18
图 25 : 汽车电子类板块营收及增长率 .....	19
图 26 : 汽车电子类板块营业利润及增长率 .....	19
图 27 : 新能源汽车动力管理系统业务营收及增长率 .....	19
图 28 : 新能源汽车动力管理系统业务营业利润及增长率 .....	19
图 29 : 工业自动化及机器人集成业务营收及增长率 .....	20
图 32 : 高端汽车功能件总成业务营业利润及增长率 .....	20
图 33 : KSS 营收及增长率 .....	21
图 34 : KSS 营业利润及增长率 .....	21
图 35 : TS 道恩营收及增长率 .....	22
图 36 : TS 道恩营业利润及增长率 .....	22
图 37 : EVANA 营收及增长率 .....	22
图 38 : EVANA 营业利润及增长率 .....	22
表 1 : 特斯拉与苹果 iPhone 异同 .....	6
表 2 : 国内汽车零部件上市企业 2015 年营收前 10 名 .....	7
表 3 : 2015 年全球前 100 强汽车零部件企业收入排名 .....	8
表 4 : 公司发展大事记 .....	13
表 5 : 公司财务预测 .....	23
表 6 : 与同类型公司估值比较 .....	23

## 一、汽车智能化助力公司再出发

### (一) 完成收购 TS 和 KSS，加大智能汽车业务投资

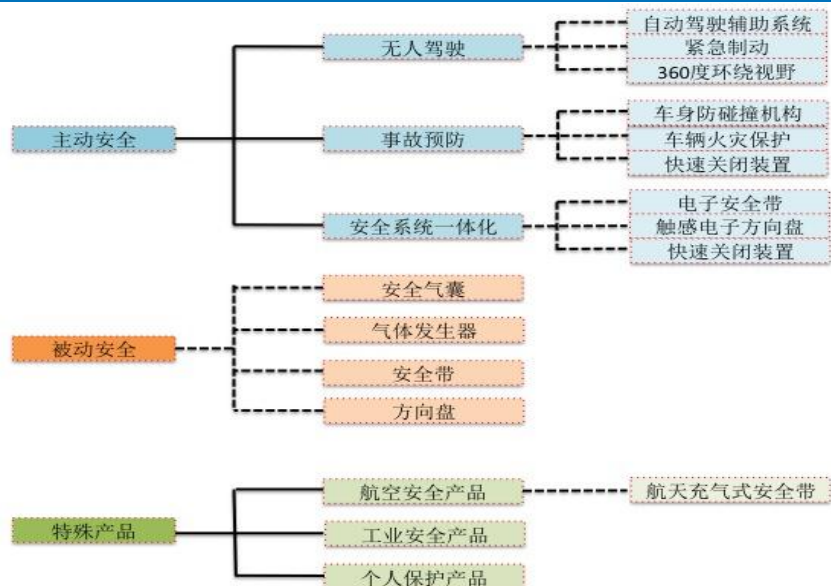
#### 1、KSS 完成交割，主被动安全业务平台成型

美国百利得 (KSS) 是全球领先的汽车主被动安全系统供应商之一，在汽车安全市场已涉足 60 多年，无论是技术还是规模均处于全球前列。主要产品包括汽车安全气囊、座椅安全带、方向盘和汽车全方位安全集成系统，是全球少数几家具备主动、被动安全技术整合能力的公司。2015 年营业收入超过 15 亿美元，其中 60% 以上的销售收入来自北美地区，主要客户包括戴姆勒 - 克莱斯勒、菲亚特、福特、通用、现代、标志雪铁龙、大众等国际知名汽车企业。

KSS 为全球第四大安全气囊提供商，仅次于瑞典奥托立夫 (Autoliv)、日本高田 (Takata) 和美国天合 (TRW)。行业的第二大巨头高田公司因为安全气囊质量问题导致召回的汽车总量接近 1 亿辆，特别是日系车丰田、本田和日产召回规模最大而遭受重大损失，客户流失惨重！根据盖世汽车网等媒体报道，丰田与本田汽车已经明确表态将取消与高田公司的合作。高田公司安全气囊全球市场占比约 20% 左右，此次大规模召回事件可能会重创其品牌形象和销量，为其它几大安全气囊生产商提供抢占市场的大好机会。我们推测，KSS 与均胜电子整合后，未来的重点或将是抢占中国和日韩安全气囊市场份额，带来新的增长良机。

主动安全业务板块，KSS 目前在无人驾驶的智能辅助驾驶 ADAS 领域已经有产品问世，未来不排除给特斯拉、克莱斯勒、福特和通用等主流整车企业配套。

图 1：美国百利得 KSS 主要业务



资料来源：公司公告，华金证券研究所

#### 2、TS 完成交割，智能车联网平台成型

德国 TS 道恩是汽车行业模块化信息系统的开发商、供应商和服务商，在汽车业务方面主要提供车载导航和影音娱乐系统、车机和数据安全系统等创新类的产品研发和生产，与大众集团保持多年的紧密关系，曾获得其 2012 年度最佳供应商称号。公司收购 TS 道恩汽车信息板块业务，将与现有的车载信息业务产生协同效应，智能车联网平台逐步成型。

TS 道恩信息化业务开始于 1997 年，从车载无线电系统、影音娱乐系统到前、后装市场的导航设备、数据安全，再到现在的车载模块化软硬一体化信息服务和数据安全系统，均能提供系列的配套，例如大众的 MIB 模块和奔驰等车机系统。完成此次交割后，公司将增加智能导航、辅助驾驶和车载信息系统模块化产品，通过与现有业务的整合，布局导航与辅助驾驶、车载影音娱乐、智能车联、数据安全与智能交通等四大自动驾驶关键软件，为整车厂商提供更加完整的解决方案。

图 2：德国 TS 道恩信息化业务主要模块



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 3、全球智能汽车发展热潮掀起

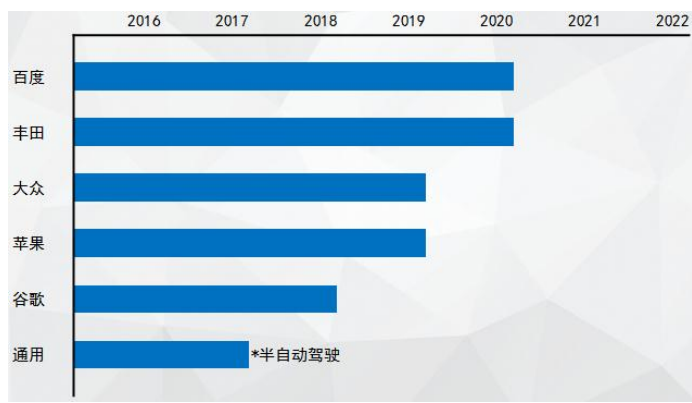
1886 年第一辆汽车诞生以来，经过 130 年的发展，汽车工业正从 3.0 时代逐步往 4.0 时代过渡。汽车 3.0 时代，电子化的应用得到高度发展，为汽车主动安全和新能源动力系统的突破等提供了强大的技术支持。未来的 4.0 时代，汽车智能化、自动驾驶和交通共享将会成为主流。

图 3：汽车工业发展的不同时代



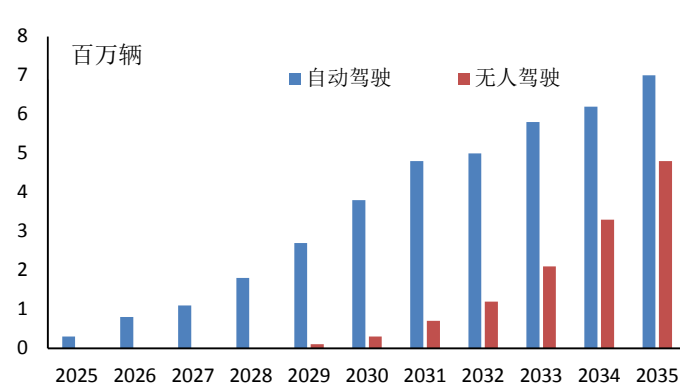
资料来源：华金证券研究所整理

图 4：主要企业自动驾驶汽车上市时间



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 5：全球智能汽车中长期销量预测



资料来源：IHS，华金证券研究所

随着电子技术和信息网络的飞速进步，未来智能汽车的发展速度有望超预期。我们熟知的美国电动汽车生产商特斯拉在今年 4 月 1 日发布的经济型新车 Model 3 (预计 2017 年底上市交付客户)，目前订单量已经超过 27 万辆。据特斯拉官方消息，Model 3 不仅是一款纯电动新能源车，还将是一款具有自动驾驶功能的智能汽车。

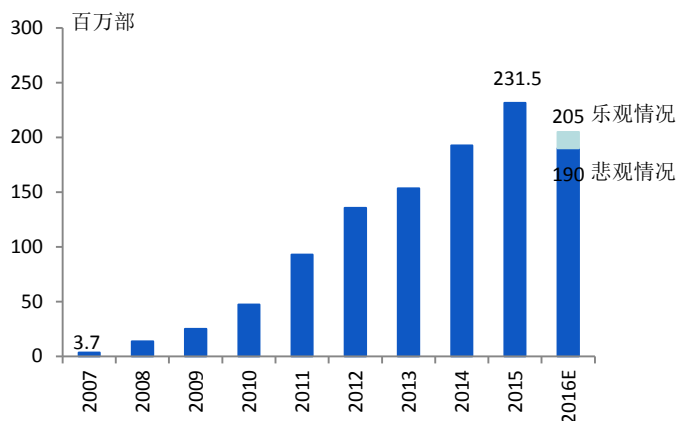
我们认为 Model 3 对智能汽车领域的颠覆可能会复制苹果 iPhone 智能手机对手机领域的颠覆之路。主要原因是目前汽车行业所处的变革环境与当年手机行业类似，并且特斯拉与苹果公司都具有极强的互联网思维和资源整合能力。

表 1：特斯拉与苹果 iPhone 异同

	Tesla	iPhone
行业发展	处于电动汽车变革期 重新定义汽车产业	处于智能手机变革期 颠覆手机行业
产品开发策略	中高端 - 大众化	中高端 - 大众化
商业模式	互联网思维，硬件升级接口	整合全球供应商，软硬件结合
营销模式	体验店销售、口碑营销	体验店销售
品牌价值	高	高
服务模式	增值服务 (免费充电、 售后服务中心等)	增值服务 (售后服务中心)

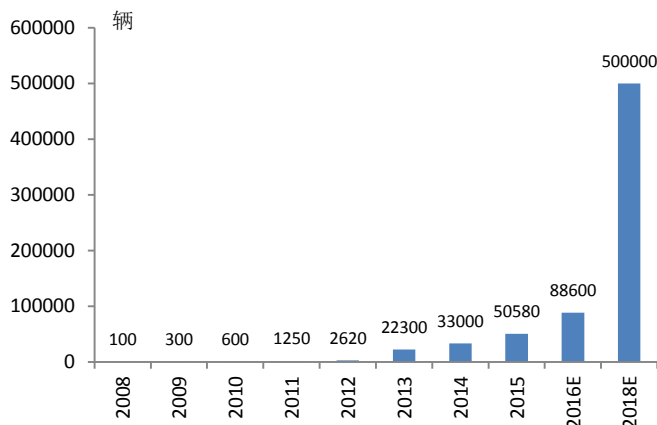
资料来源：华金证券研究所整理

图 6：苹果公司手机销量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：特斯拉销量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）搭乘智能化快车，平台型公司再出发

自 2011 年起，公司通过一系列外延式并购，已经具有了高端汽车功能件、新能源汽车动力管理系统、工业自动化及机器人集成总成和智能驾驶控制系统四大业务平台。从 2015 年年报公布的数据来看，公司营收 80.83 亿元，规模已经进入国内前十名，具有较强的影响力。未来，公司的战略重点将是从小国内有影响力的汽车零部件企业迈向国际上有影响力的汽车零部件企业，而通过收购 KSS 和 TS 等世界领先的一级供应商，将有助于公司下一步战略目标的实现。智能汽车是未来行业发展的新方向，公司或将以此为出发点，向着更伟大的目标再次出发。

表 2：国内汽车零部件上市企业 2015 年营收前 10 名

排名	公司	2015 年营业收入(亿元)
1	华域汽车	911.20
2	潍柴动力	737.20
3	华谊集团	406.16
4	福耀玻璃	135.73
5	信义玻璃	114.84
6	万向钱潮	102.41
7	宁波华翔	98.10
8	万丰奥威	84.81
9	均胜电子	80.83
10	威孚高科	57.42

资料来源：WIND，华金证券研究所

表 3 : 2015 年全球前 100 强汽车零部件企业收入排名

排名	公司	2014 年销售收入 (亿美元)	排名	公司	2014 年销售收入 (亿美元)	排名	公司	2014 年销售收入 (亿美元)
1	博世	442.40	35	海拉	69.00	69	英飞凌	28.90
2	麦格纳	363.25	36	博泽	68.72	70	NHK	28.87
3	大陆	344.18	37	丰田合成	67.00	71	现代岱摩斯	28.33
4	电装	323.65	38	加特可	66.33	72	陶氏化学	28.00
5	爱信精机	280.72	39	德纳控股	66.17	73	昭和	26.78
6	现代摩比斯	274.05	40	全耐塑料	64.90	74	三叶电机	26.74
7	佛吉亚	250.43	41	萨玛	61.00	75	西艾意汽车	26.16
8	江森自控	235.89	42	三菱电机	60.00	76	科世达	26.07
9	采埃孚	221.92	43	国际汽车	59.00	77	lochpe-Maxion	25.20
10	李尔	177.27	44	小糸制作所	58.05	78	恩坦华	25.00
11	法雷奥	168.78	45	万都	53.73	79	麦特达因集团	24.66
12	天合	162.40	46	Flex-N-Gate	51.03	80	KSPG	24.50
13	德尔福	160.02	47	固特异	50.00	81	中信戴卡	23.87
14	矢崎	152.00	48	东海理化	49.71	82	特瑞堡	23.52
15	蒂森克虏伯	128.01	49	高田	49.00	83	东海橡胶工业	23.01
16	巴斯夫	126.82	50	德科斯米尔	46.50	84	桥水内饰	22.82
17	住友电工	123.25	51	尼玛克	46.22	85	阿尔派电子	21.80
18	马勒	121.10	52	埃贝赫	46.00	86	塔奥国际	20.68
19	捷太格特	112.00	53	东京座椅	45.71	87	德士龙	19.80
20	康奈可	97.89	54	现代派沃森	44.19	88	日信工业	18.74
21	松下汽车系统	96.43	55	日本精工	43.94	89	欧拓	17.98
22	奥托立夫	92.40	56	恩梯恩	42.63	90	德韧汽车系统	17.54
23	舍弗勒	89.83	57	辉门	38.00	91	斯凯孚汽车	17.53
24	日立汽车系统	88.50	58	美国车桥控股	36.96	92	先锋	16.94
25	丰田纺织	87.30	59	莱尼	34.00	93	曙光制动器	16.78
26	延锋汽车内饰	85.92	60	京滨	33.94	94	F-Tech	15.97
27	天纳克	84.20	61	邦迪汽车	33.00	95	诺贝丽斯	15.81
28	海斯坦普	83.08	62	库博标准汽车	32.44	96	米其林集团	15.70
29	博格华纳	83.05	63	伟巴斯特	31.51	97	乔治费舍尔	15.46
30	马瑞利	80.52	64	杜邦	30.60	98	森萨塔科技	15.00
31	伟世通	75.09	65	利纳马	30.18	99	欧姆龙	14.46
32	现代威亚	73.68	66	安通林集团	29.57	100	歌乐	14.00
33	康明斯	71.50	67	霍尼韦尔	29.50			
34	吉凯恩	70.18	68	耐世特	29.00		<b>均胜电子</b>	<b>11.20</b>

资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

与国际上其它零部件企业比较，公司 2014 年营收 70.77 亿元（约合 11.20 亿美元，汇率按 6.30），2015 年营收 80.83 亿元（约合 12.44 亿美元，汇率按 6.50），与世界前 100 强零部件供应商规模相比尚有一定差距。2016 年完成对 KSS（2015 年营收约 15 亿美元）、TS（2015 年营收约 4 亿美元）和 EVANA（2015 年营收约 1500 万美元）收购并表后，公司营收有望到达约 35 亿美元，可以进入国际前 60 名、国内前 4 名位置，较大的提升公司规模和竞争实力。



## 二、内生外延并重驱动，平台型公司逐步成型

### (一) 基本情况

#### 1、主营业务

公司目前主营业务分为四大板块：汽车智能控制系统、新能源汽车动力控制系统、工业自动化及机器人集成和汽车内外饰功能件。

图 8：均胜电子主营业务

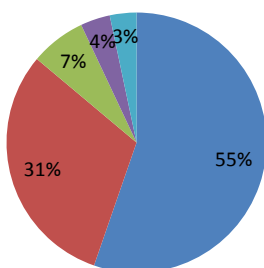


资料来源：公司公告，华金证券研究所

从 2015 年年报数据来看，目前汽车电子类产品仍为公司主要收入来源，占比 55%；内外饰功能件为公司第二大主要收入来源，占比 31%；工业自动化机器人和新能源汽车动力控制系统业务占比较小，但增速较高。

图 9：2015 年营收占比

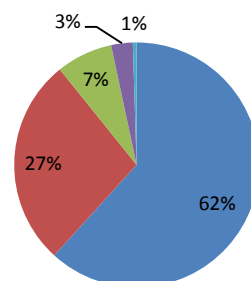
■ 汽车电子类  
■ 创新自动化(PIA)  
■ 其他  
■ 内外饰功能件  
■ 新能源动力控制系统



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：2015 年毛利占比

■ 汽车电子类  
■ 创新自动化(PIA)  
■ 其他  
■ 内外饰功能件  
■ 新能源动力控制系统



资料来源：公司公告，华金证券研究所

#### (1) 智能驾驶控制系统

公司在智能驾驶领域的布局主要包括人机交互 HMI、车机和车联网、智能辅助驾驶 ADAS 等。德国普瑞已经给宝马供应 iDrive、奥迪供应 MMI 系统，特别是最新研发的 3D 手势控制人机交互系统 HMI 给宝马新 7 系轿车配套，将会引领行业的发展；今年又通过收购 TS 道恩新增加了对大众 MIB 和奔驰 COMAND 的车机系统配套；车联网业务主要是通过参股车音网和 Carjoy 来发挥协同效应；ADAS 系统是未来智能汽车发展的保障手段，公司收购的百利得 KSS 是全球领先的主被动安全部件提供商，在智能辅助驾驶 ADAS 技术上有较强的技术实力，不排除成为特斯拉的供应商。

图 11：KSS 主要产品和业务



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：为奥迪 Q7 提供中控台部件



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 13：为保时捷 918 提供中控台部件

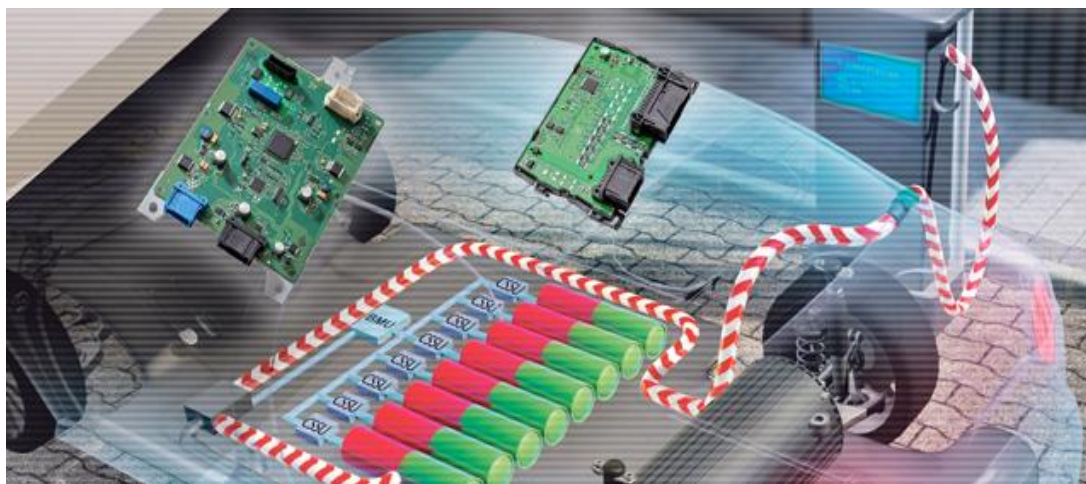


资料来源：公司官网，华金证券研究所

## (2) 新能源汽车动力控制系统

电池管理系统（BMS）是新能源汽车的核心零部件，公司的电池管理系统包括电池管理单元和电芯监控传感单元两个部分，是国内第一家向宝马 i 系列新能源车提供电池管理系统的零部件企业，也为特斯拉提供电池传感器等零部件。随着全球新能源汽车的高速增长，公司该块业务未来的前景非常光明。

图 14：为宝马 i 系列新能源车提供 BMS



资料来源：公司官网，华金证券研究所

### (3) 工业机器人

公司 2014 年收购了德国工业机器人领军企业 IMA 和 PIA，为博世、宝洁、罗氏制药、大陆等多家世界 500 强企业提供机器人生产线。2014 年 8 月设立的宁波均胜普瑞工业自动化及机器人有限公司，主要为公司国内生产基地和天合等外部客户提供自动生产线设备。2016 年收购美国 EVANA 机器人公司后，均胜基本完成了工业机器人自动化生产线的全球布局。

图 15：公司生产的工业机器人自动化生产线



资料来源：公司官网，华金证券研究所

### (4) 高端功能件

公司在汽车内外饰领域具有丰富的渠道与经验，在收购德国普瑞之前，最大的业务就是汽车内外饰功能件模块，在收购德国普瑞之后，汽车内饰件业务发展成公司第二大业务。

图 16：公司提供的部分高端功能件



资料来源：公司官网，华金证券研究所

近年来，通过收购普瑞与 QUIN，公司不断优化整合内外饰功能件业务，将相对低价的产品提升为高端产品，例如多功能方向盘、空调出风系统、后视镜和前面板总成等，下游配套厂商也从国内的合资和自主整车厂升级为宝马、奔驰、奥迪等豪车品牌高端功能件的全球供应商。

收购百利得 KSS 后，公司在安全气囊上业务迅速挤进全球前四，高端功能件业务又增加新的业务增长点，增长前景广阔。

图 17：KSS 安全气囊

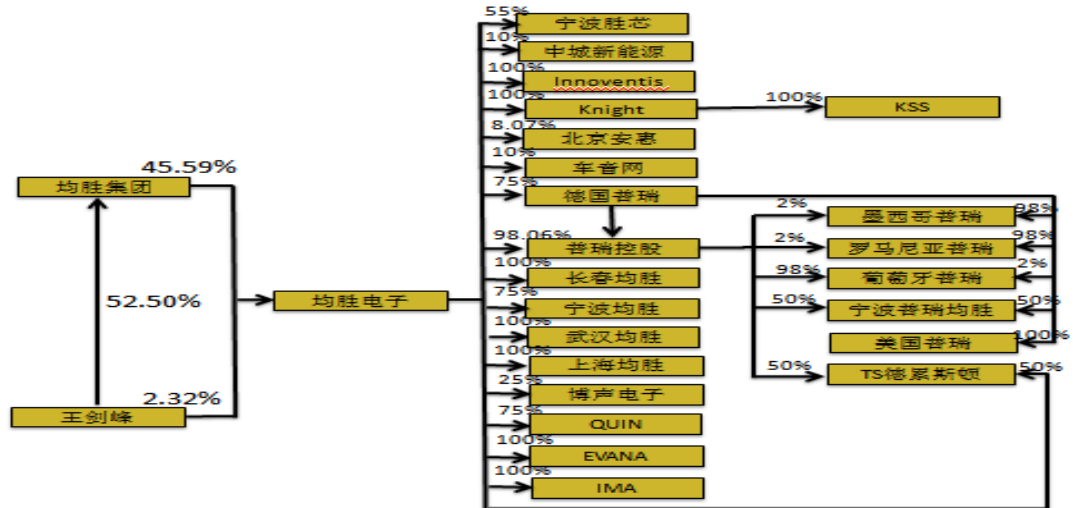


资料来源：百度，华金证券研究所

## 2、股权结构

宁波均胜集团拥有 45.59%股权，为公司第一大股东；王剑峰拥有均胜集团 52.50%股权，为公司实际控制人。

图 18：均胜电子股权结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 3、发展历程

2010 年之前，公司在汽车功能件领域快速发展，是大众、福特等国际品牌的核心供应商。2011 年，公司通过借壳 ST 得亨上市。5 年间，通过收购优质国际企业，不断扩张公司优良资产，已经实现汽车电子、高端汽车功能件、工业机器人、车联网等前沿领域的产业布局。目前，公司已经发展成为一家专注于环绕与人接触的、节能环保的、符合未来产业发展趋势的高科技汽车零部件提供商。

表 4：公司发展大事记

年份	主要事件
2004 年	公司成立，从事汽车功能件业务
2011 年	借壳 ST 得亨上市，收购德国汽车电子公司普瑞
2013 年	收购德国软件公司 INNOVENTS
2014 年	收购德国机器人公司 IMA，德国汽车零部件公司 Quin
2015 年	与车音网合作
2016 年	收购美国 KSS，德国 TS，美国 EVANA

资料来源：公司公告，华金证券研究所

通过对德国普瑞的并购和整合，公司形成了一套成熟的实际操作系统，能够将海外优质标的与公司现有资源有效的结合，发挥协同作用，拓展新市场新客户，快速提升竞争能力。可以说，公司已经完成平台型公司的打造，下一步将是协同发展提升效率，并从国内领先走向国际有影响力。

## （二）竞争分析

### 1、核心竞争力

- **客户优势。**公司在多年的经营中，形成了稳固的客户群体，并不断拓展新客户。主要合作伙伴涵盖宝马、戴姆勒、大众、奥迪、通用、福特、特斯拉和上汽荣威、长城汽车等全球著名整车厂商和国内一流自主品牌。
- **研发优势。**近几年，公司研发投入资金占销售收入的比率达 6%左右，在欧洲、美国等发达国家均有研发技术人员。在产业外延发展的过程中，通过兼并收购国内外优质标的获得研发和技术优势，并能很好的与公司现有业务和技术进行协同整合。
- **运营优势。**经过多年的内生外延式发展，公司业务已分布在亚洲、北美及欧洲，形成全球化运营格局，将有利于选取成本低的地区进行产能建设，能更好的配合不同整车厂商就近提供零部件的需求。
- **外延发展优势。**公司拥有多年的海外并购经验，对海外优质资产已形成自有的并购与整合方法，具有较丰富的实际操作经验，能够有效的发挥国内外运营布局协同效应。
- **公司文化优势。**公司提倡全球化的思维和视角，在各个事业部管理的理念和方法上，建立了普适性的文化和价值体系，并积极推进不同文化背景间的交流与包容。是目前国内零部件行业中国际化水平最高的标杆性企业。

图 19：公司竞争优势



资料来源：华金证券研究所整理

## 2、竞争力分析

公司所涉及的汽车电子领域、新能源汽车动力电池管理及工业自动化领域所需技术含量高，具有极高的技术壁垒和竞争优势。

我们以公司业务收入占比最高的汽车电子业务为例，进行波特五力分析：

- 行业内竞争：中

目前大部分的中高档汽车电子市场被国外巨头占有，博世、大陆、电装、德尔福、西门子、法雷奥等跨国巨头们掌握中国汽车电子市场 70%的市场份额。均胜电子通过兼并收购掌握北美、欧洲的先进技术和产品渠道将打破国外巨头垄断，为打造国产高端汽车电子企业开疆拓土。公司具有多次海外收购的经验，其业务整合已经形成了一套成熟的

体系，如果在从国内领先走向国际有影响力目标的目标实现后，将成为国际上汽车电子领域的新秀。

- 上游议价能力：低

公司的上游原材料包括钢材、塑料、橡胶、织物等，目前原材料及零部件的市场化水平非常高，竞争非常充分，对上游的议价能力较低。

- 下游议价能力：中

公司已成为下游整车厂和零部件系统集成企业的优质供应商，技术能力和产品质量在业务领先，配套关系确定后不会轻易改变。

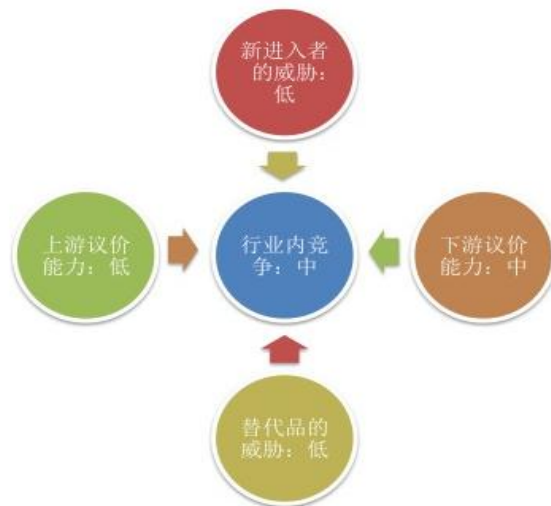
- 新进入者的威胁：中

汽车电子行业的技术门槛高，需要考虑安全性的问题，要求汽车电子在特殊情况下也能保证高精度和准确度，零部件企业为整车厂商生产配套产品需要经过国际相关管理体系的相关认证，且认证周期较长，通常要 18 个月以上，因此行业壁垒较高，新进入者很难打开市场。

- 替代品的威胁：低

汽车电子与消费电子不同，对产品的安全性要求较高，其替代产品较少。

图 20：公司竞争力分析



资料来源：华金证券研究所整理

### 3、与同类型公司业务比较

- 宏发股份

主营业务：继电器、低压电器、精密零部件和自动化生产设备等，汽车电子业务板块的主要产品是继电器。其中，低压继电器应用于传统燃油汽车和新能源汽车，高压直流

继电器用于新能源汽车。未来主要增长点：单台车用继电器数量的增多（新能源汽车需要配备 5-8 只高压直流继电器，随着汽车网联化的发展，单车继电器用量预计将会从每车 15-20 只增加到 30-35 只）；整车电压从 12V 升至 48V（升压工作欧洲已经逐步展开，未来全球推广的概率大，48V 用继电器盈利水平有望高于 12V 继电器），给特斯拉配套（公司称目前配套试验工作已经展开）。

主要客户：北汽新能源、江淮汽车、东风汽车、长沙众泰、康迪集团、比亚迪、南昌江铃、陆地方舟等。

● **得润电子**

主营业务：得润电子是电子连接器的龙头企业，汽车电子业务目前已成为公司业务的新发展方向，汽车电子业务板块主要产品包括连接器，线束、安全和告警连接器、新能源汽车充电模块和车联网硬件等。汽车连接器产品由于技术及认证壁垒极高，行业准入门槛高，公司与整车厂商合作的稳定性极高。未来主要增长点：电子化、新能源化和智能化的发展，将较大的提升汽车电子类产品的需求，电子类零部件在整车成本中的占比也将较大的增加，将提高业绩增长的弹性；完成对意大利 Meta 公司的收购，布局车联网和新能源汽车充电应用，新业务的布局和整合将发挥协同作用。

主要客户：一汽集团、长安汽车、江铃汽车、长安福特、宝马、标致雪铁龙等国内外领先整车制造商。

● **宁波华翔**

主营业务：汽车内外饰件、汽车底盘附件、汽车电器及空调配件、汽车发动机附件、汽车消声器等，主要应用于发动机附件系统、底盘系统、电器及空调系统、内外饰件系统等。公司未来发展方向为轻量化和汽车电子业务，汽车电子方面除自主研发外，通过参股德国 HELBAKO，从事报警器、燃油泵控制模块、无钥进入系统等高端汽车电子产品的研发、生产和销售。轻量化方面，公司不断加强在碳纤维、自然纤维、铝饰条等领域加重布局。未来主要增长点：轻量化材料的放量；不排除参考均胜模式进行外延式扩张。

主要客户：北京奔驰、华晨宝马、一汽大众、上海大众、一汽轿车、上海通用、长安福特、一汽丰田、东风日产等国内汽车制造商。

● **云意电气**

主营业务：国内领先的车用智能电源控制器龙头企业，主要产品为车用整流器和调节器、车用大功率二极管等。其中智能控制器产品不断开拓市场，大功率二极管作为车用整流器的关键零部件，未来五年的市场需求量将大幅提高，公司在此产品上成本低于市场平均水平的 10% - 15%。云意电气在不断寻找优质标的，拓展新能源起车和智能汽车相关产业链，目前拟收购上海力信电气，布局新能源汽车用电机和电机驱动控制系统相关业务。未来主要增长点：大功率二极管的持续上量；智能电机的投产能迅速上量；外延式并购产生的协同效应。

主要客户：长安福特、长安铃木、郑州日产等



● 均胜电子

主营业务：汽车智能控制系统、新能源汽车动力控制系统、工业自动化及机器人集成和汽车内外饰功能件四大业务板块，拳头产品安全气囊、新能源汽车电池管理系统 BMS 和人机交互系统 HMI，产品从高端客户逐步向主流车型渗透。未来主要增长点：日本高田大规模召回对 KSS 安全气囊业务抢占市场带来良机；受益于汽车智能化电子业务增速较高；不排除新的外延并购。

主要客户：宝马、奔驰、大众、福特、通用、特斯拉、日产、标致、现代、林肯、长城、长安、中车等国内外一线自主品牌。

宏发股份、得润电子、宁波华翔、云意电气所涉及到的汽车电子类产品细分不同，但以上公司均是各自细分领域内的领军企业。综合对比，无论从主营产品技术含量，客户的优质程度，还是跨国运营的管理能力，均胜电子作为平台型的龙头公司，均具有较大的领先优势。

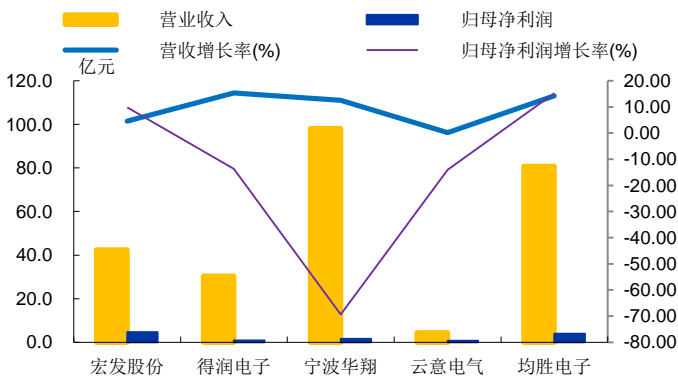
4、与同类型公司财务比较

公司 2015 年营业收入 80.83 亿元，同比增加 14.21%，归属于股东的净利润 4.00 亿元，同比增加 15.27%。在同类型公司中，均胜的营业收入仅次于宁波华翔，但营收增速高于宁波华翔。2016 年收购 KSS 和 TS 道恩后，公司的营收将会大幅增长，远远超越宁波华翔。

从盈利能力进行对比，公司的销售毛利率、净利率次于宏发股份和云意电气，优于宁波华翔和得润电子，位列第三。主要原因是因为宏发股份和云意电气产品较为单一，营收规模较小所致。ROE 仅次于宏发股份，处于第二位，显示出较强的盈利能力。

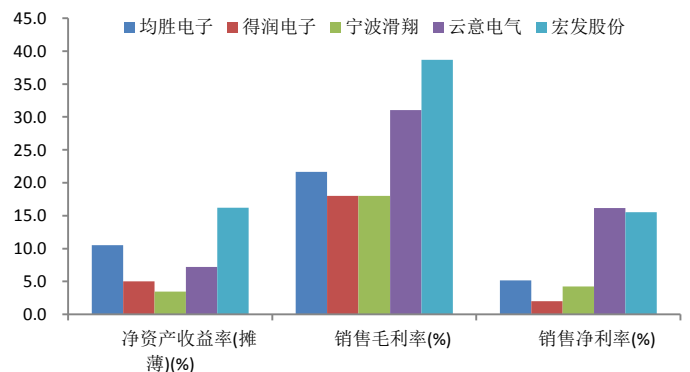
完成对 KSS 和 TS 的收购后，我们认为公司无论在营收规模还是在盈利能力方面，均会有显著的提升，竞争能力有望继续增强。

图 21：与同类型公司营收规模和成长能力比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 22：与同类型公司盈利能力比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

(三) 优秀的管理层和管理能力提供强大护城河

以董事长王剑锋为首的董事会成员,均具有多年国际大型零部件公司高管经验和硕士以上学历,拥有优秀的管理能力和国际化视野。

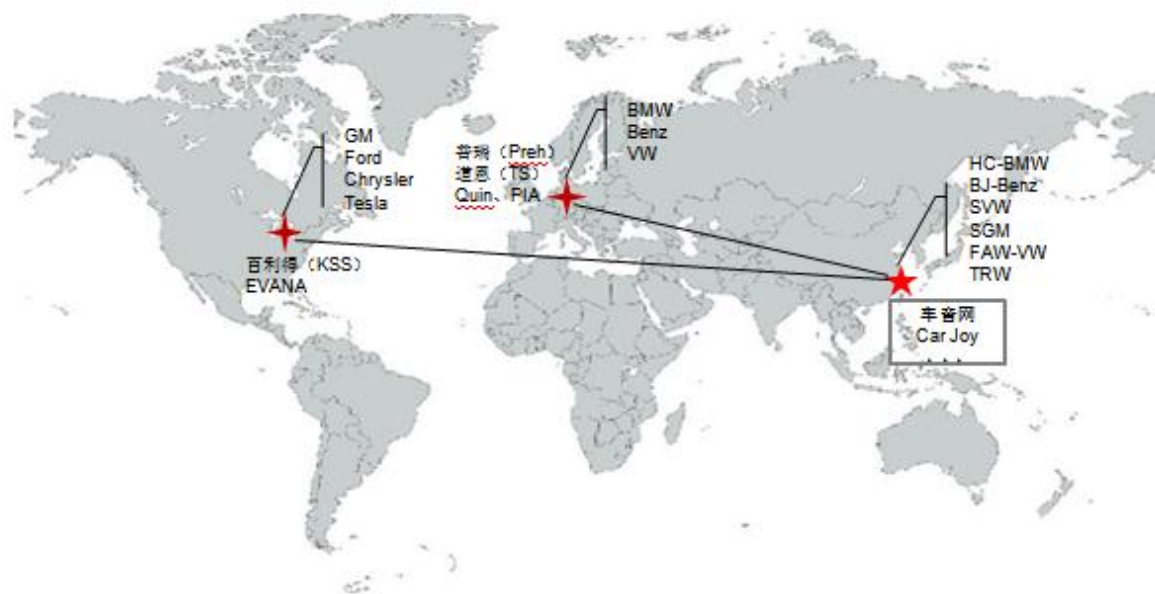
优秀的管理层和管理能力为跨国并购、平台型公司的建立提供了强大的实力保证,也为公司抵御外部竞争提供了强大的护城河,使公司在同行业中具有很强的稀缺性,有望成为国内乃至全球拥有核心技术和能力汽车电子零部件新贵!

图 23 : 平台型公司



资料来源: 华金证券研究所整理

图 24 : 公司全球主要业务



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

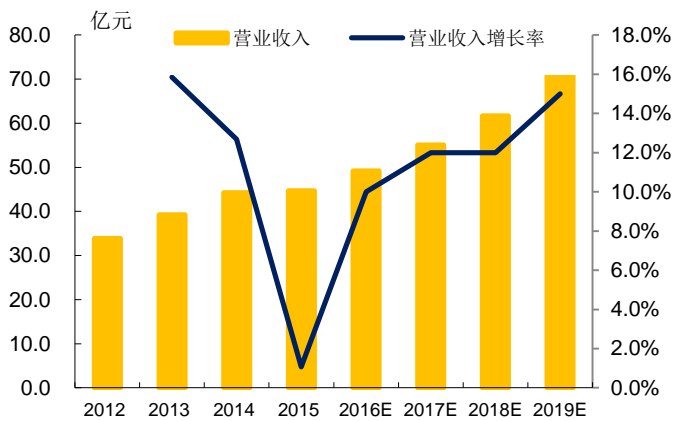
### 三、盈利预测及投资建议

## (一) 对四大业务板块及并表子公司分别预测假设

基于公司 2013-2015 年营业收入和营业利润，及我们对行业发展态势的判断，对公司未来几年汽车电子类、新能源汽车动力管理系统、工业自动化及机器人集成、高端汽车功能件总成四大业务板块分别进行盈利预测和假设。

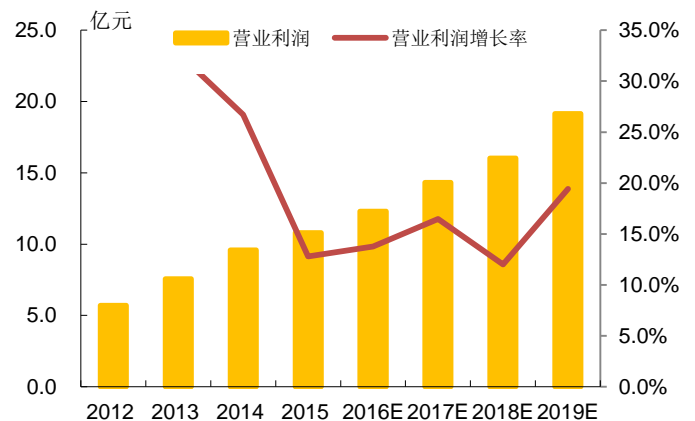
- ◇ 汽车电子类业务。汽车电子类业务是目前公司营收占比最高的业务，未来几年仍将是收入的主要来源。考虑到此块业务未来将受益于汽车智能化、电子化的发展，我们预测公司该块业务能够实现平稳较高增长。

图 25：汽车电子类板块营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 26：汽车电子类板块营业利润及增长率

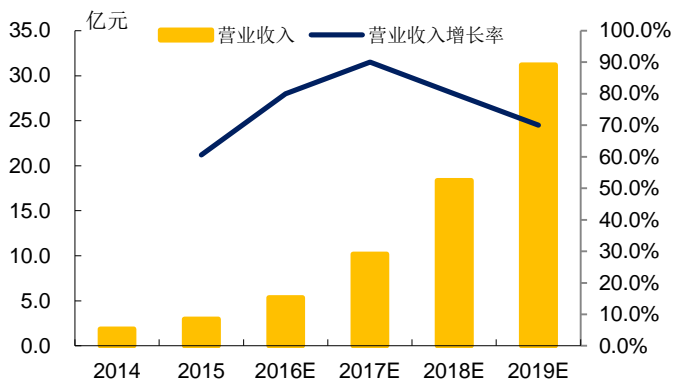


资料来源：WIND，华金证券研究所

我们假设 2016 年 - 2019 年汽车电子业务板块的营收分别为 49.17 亿元、55.07 亿元、61.68 亿元、70.93 亿，增速分别为 10%、12%、12%、15%；营业利润分别为 12.29 亿元、14.32 亿元、16.04 亿元、19.15 亿元，增速分别为 13.78%、16.48%、12.00%、19.42%。

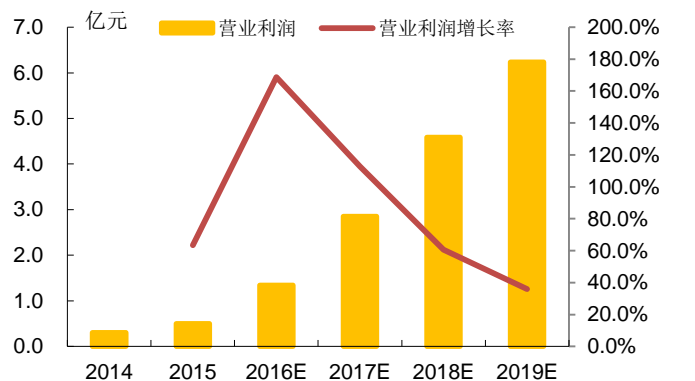
- ◇ 新能源汽车动力管理系统业务。公司提供的新能源动力管理系统 BMS 主要为宝马供货，目前已研制出第三代产品。现在正值新能源汽车的高速发展期，公司的合作整车厂商正加大新能源汽车的产量，不排除进行国产以降低成本更好的满足国内厂商的要求。我们预测公司的这块业务未来几年将会保持较高的增速。

图 27：新能源汽车动力管理系统业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 28：新能源汽车动力管理系统业务营业利润及增长率

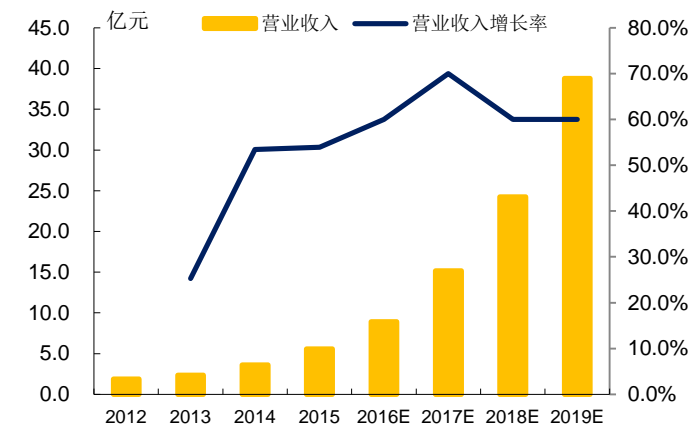


资料来源：WIND，华金证券研究所

我们假设 2016 年 - 2019 年公司新能源汽车动力管理系统业务板块的营收分别为 5.36 亿元、10.19 亿元、18.34 亿元、31.19 亿元，增速分别为 80%、90%、80%、70%；营业利润分别为 1.34 亿元、2.85 亿元、4.59 亿元、6.24 亿元，增速分别为 168.71%、112.80%、60.71%、36.00%。

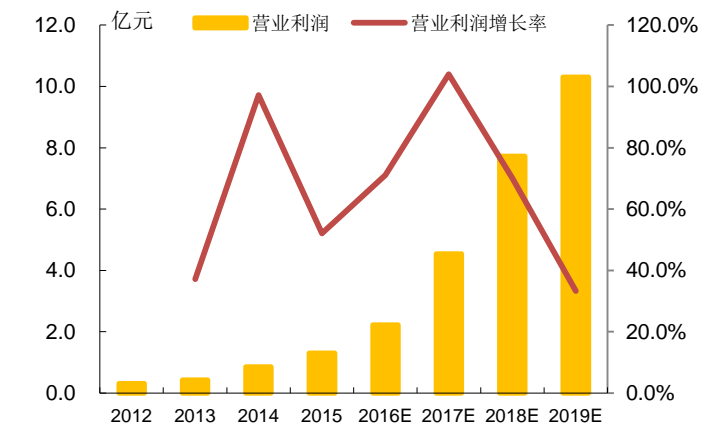
- ◇ 工业自动化及机器人集成业务。公司在收购欧洲普瑞 IMA 布局自动化业务后，今年再次出手收购美国机器人公司 EVANA，拓展北美市场。至此，公司已经完成了工业自动化机器人的全球布局，未来将会积极拓展国内市场。基于国内工业自动化机器人需求的高速增长，我们预测这块业务未来将实现高速增长。

图 29：工业自动化及机器人集成业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 30：工业自动化及机器人集成业务营业利润及增长率

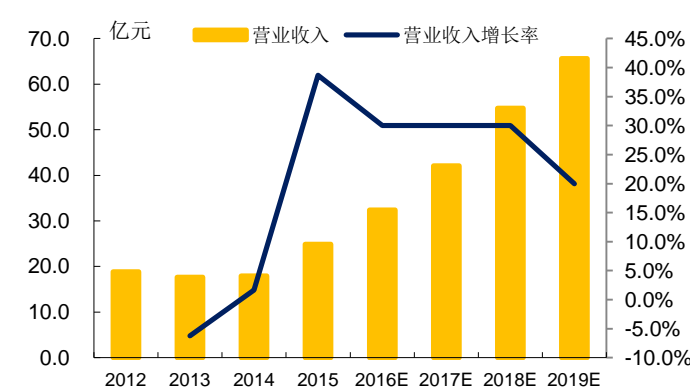


资料来源：WIND，华金证券研究所

我们假设 2016 年 - 2019 年公司工业自动化及机器人集成业务业务板块的营收分别为 8.91 亿元、15.15 亿元、24.23 亿元、38.77 亿元，增速分别为 60%、70%、60%、60%；营业利润分别为 2.23 亿元、4.54 亿元、7.72 亿元、10.30 亿元，增速分别为 71.14%、104.00%、70.00%、33.33%。

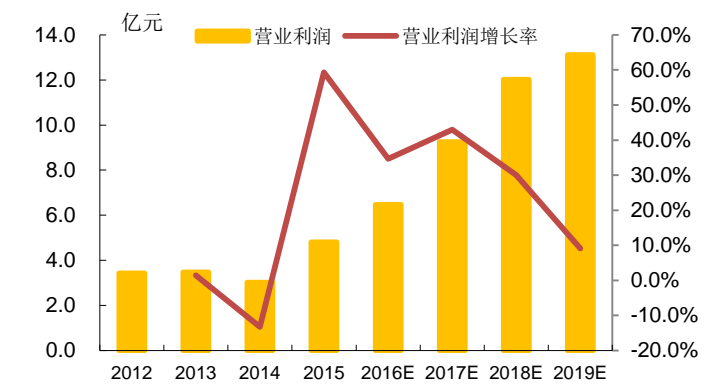
- ◇ 高端汽车功能件总成业务。高端功能件曾是公司最大的主营业务，随着公司开拓新业务类型，高端功能件业务营业收入占比虽然下降，但营业收入及增速均表现良好。在公司完成 KSS 收购之后，主被动安全业务将会有新的亮点，尤其是在今后几年，因为竞争对手日本高田的大规模召回，将会带来较大业绩的弹性。

图 31：高端汽车功能件总成业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 30：高端汽车功能件总成业务营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

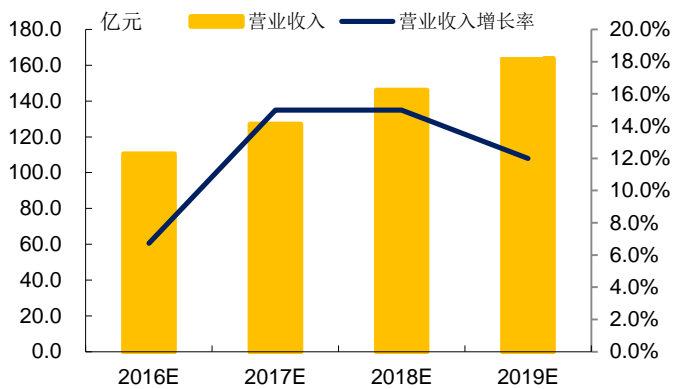
我们假设 2016 年 - 2019 年公司高端汽车功能件总成业务板块的营收分别为 32.36 亿元、42.07 亿元、54.69 亿元、65.63 亿元，增速分别为 30%、30%、30%、20%；营业利润分别为 6.47 亿元、9.25 亿元、12.03 亿元、13.13 亿元，增速分别为 34.69%、43.00%、30.00%和 9.09%。

基于公司在收购 KSS、TS 道恩及 EVANA 公司时的盈利和预测，及我们对行业发展态势的判断，对公司未来几年三家新收购子公司进行盈利预测和假设。

- ◇ 百利得 KSS。KSS 是全球领先的汽车主被动安全供应商，被公司收购后，将有助于 KSS 开拓中国市场。尤其是在 KSS 的竞争对手日本高田陷入召回门，日系车主要客户停止与高田合作之后，为 KSS 未来的业绩带来较高的弹性空间。

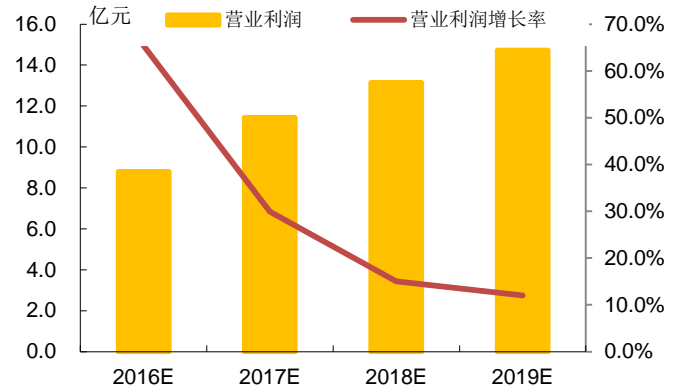
我们假设 2016 年 - 2019 年 KSS 公司的营收分别为 110.5 亿元、127.1 亿元、146.14 亿元、163.67 亿元，增速分别为 6.73%、15%、15%、12%；营业利润分别为 8.80 亿元、11.44 亿元、13.15 亿元、14.73 亿元，增速分别为 65.42%、29.92%、15.00%、12.00%。

图 31：KSS 营收及增长率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 32：KSS 营业利润及增长率

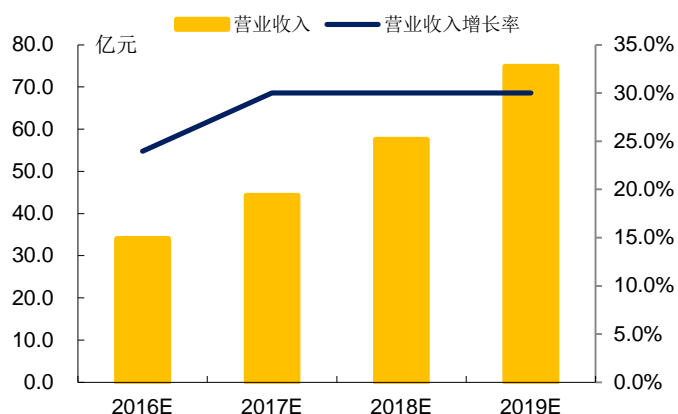


资料来源：公司公告，华金证券研究所

- ◇ TS 道恩。TS 道恩是全球领先的汽车电子类公司，随着智能汽车时代到来，车企对汽车车联网产品的需求进一步扩大，公司的车联智能平台为智能汽车制造商提供总体集成平台，主要客户是大众集团。大众是国内第一大乘用车品牌，如果 TS 产品顺利国产并实现对国内大众车型的配套，预计未来将会有较快的业绩增长。

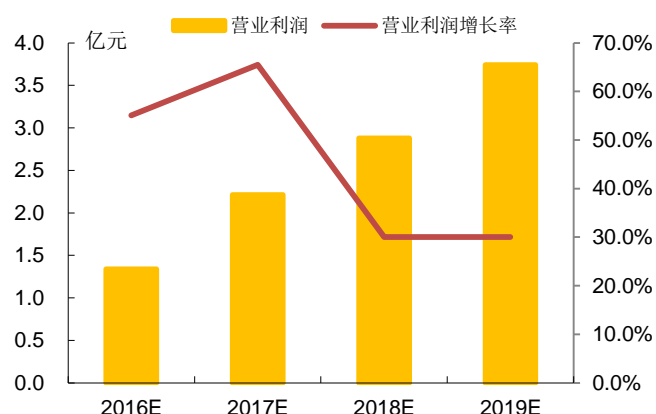
我们假设 2016 年 - 2019 年 TS 信息板块的营收分别为 34.07 亿元、44.30 亿元、57.58 亿元、74.86 亿元，增速分别为 23.96%、30.00%、30.00%、30.00%；营业利润分别为 1.34 亿元、2.21 亿元、2.88 亿元、3.74 亿元，增速分别为 55.09%、65.47%、30.00%、30.00%。

图 33 : TS 道恩营收及增长率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 34 : TS 道恩营业利润及增长率

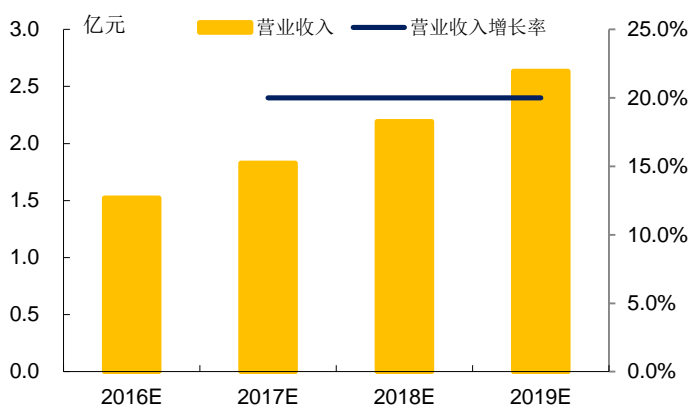


资料来源：公司公告，华金证券研究所

◇ 美国 EVANA 公司。EVANA 是北美领先的工业机器人公司，收购完成后，未来几年公司将带领 EVANA 进一步开拓中国市场。

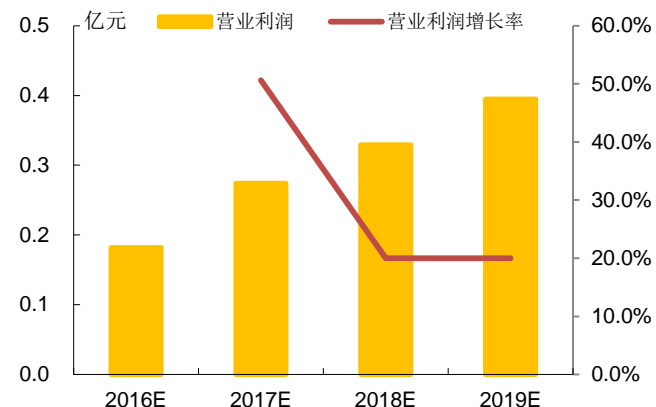
我们假设 2016 年 - 2019 年 EVANA 公司的营收分别为 1.52 亿元、1.83 亿元、2.19 亿元、2.63 亿元，2017-2019 的增速分别为 20%、20%、20%；营业利润分别为 0.18 亿元、0.27 亿元、0.33 亿元、0.39 亿元，2017-2019 的增速分别为 50.65%、20.00%、20.00%。

图 35 : EVANA 营收及增长率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 36 : EVANA 营业利润及增长率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

综上，我们预测公司 2016-2019 年营业收入分别为 171.81 亿元、298.92 亿元、368.43 亿元、451.61 亿元，增速分别为 112.56%、73.99%、23.25%、22.58%；营业利润分别为 10.80 亿元、13.24 亿元、15.98 亿元、19.08 亿元，增速分别为 109.40%、22.57%、20.69%、19.40%。

表 5：公司财务预测

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,077.09	8,082.53	17,180.49	29,892.29	36,843.28	45,161.15
增速	15.95%	14.21%	112.56%	73.99%	23.25%	22.58%
毛利率	19.57%	21.65%	19.44%	15.29%	15.19%	15.07%
净利润率	4.90%	4.95%	4.80%	3.38%	3.27%	3.17%
销售费用率	3.43%	4.68%	5.00%	4.70%	4.70%	4.70%
管理费用率	8.97%	9.70%	8.00%	6.00%	6.00%	6.00%
财务费用率	0.89%	1.42%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ROE	0.14	0.11	0.06	0.07	0.08	0.08
EPS	0.50	0.58	0.89	1.09	1.29	1.54

资料来源：WIND，华金证券研究所

## （二）投资建议

公司是国内前十大汽车零部件企业，且是汽车电子、新能源动力电池控制系统、主被动安全领域的翘楚。优秀的跨国并购能力，平台整合能力和管理能力，具有很强的稀缺性和强大的护城河，未来通过内生和外延，公司能够实现业绩平稳较高增长。与同类型公司比较，目前的估值低于平均水平。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.89、1.09 和 1.29 元。净资产收益率分别为 6.1%、7.0% 和 7.7%，首次覆盖，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 53.00 元，相当于 2016 年 60 倍的动态市盈率。

表 6：与同类型公司估值比较

公司名称	证券代码	收盘价 (2016.6.17)	EPS				PE			
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
宏发股份	600885	31.35	0.89	1.12	1.42	1.81	35.22	27.99	22.08	17.32
得润电子	002055	28.17	0.19	0.36	0.61	0.94	148.26	78.25	46.18	29.97
宁波华翔	002048	22.2	0.3	0.99	1.3	1.52	74.00	22.42	17.08	14.61
云意电气	300304	28.25	0.35	0.46	0.61	0.86	80.71	61.41	46.31	32.85
均胜电子	600699	39.47	0.89	1.09	1.29	1.45	44.48	36.26	30.48	27.22
PE 平均值							76.54	45.27	32.43	24.39

资料来源：WIND，华金证券研究所

## 四、风险提示

### （一）外延式并购整合风险

外延式并购是公司的长期战略，也是公司的核心竞争力之一。但是，随着国外并购项目的增多，地缘政治和文化差异、协调管理等问题带来的整合风险也逐步增大。

### （二）汇率大幅波动风险

全球经济发展的不平衡和地缘政治等因素带来汇率波动的风险加大,公司目前在海外的业务体量越来越大,由汇率波动带来的风险越来越需要重视。



财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,077.1	8,082.5	17,180.5	29,892.3	36,843.3	年增长率					
减:营业成本	5,692.3	6,332.9	13,841.0	25,321.4	31,246.6	营业收入增长率	15.9%	14.2%	112.6%	74.0%	23.3%
营业税费	10.1	9.8	22.0	39.0	46.6	营业利润增长率	11.7%	21.6%	109.4%	22.6%	20.7%
销售费用	242.6	378.3	859.0	1,404.9	1,731.6	净利润增长率	20.0%	15.3%	106.2%	22.7%	19.0%
管理费用	634.5	784.0	1,374.4	1,793.5	2,210.6	EBITDA 增长率	9.7%	20.4%	48.8%	21.3%	15.9%
财务费用	62.9	115.1	-	-	-	EBIT 增长率	6.8%	29.5%	71.2%	22.6%	20.7%
资产减值损失	12.0	20.0	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	4.6%	26.8%	72.0%	22.6%	20.7%
加:公允价值变动收益	1.1	-	5.0	-0.6	-1.2	投资资本增长率	10.5%	8.8%	40.5%	35.3%	7.8%
投资和汇兑收益	0.6	73.2	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	5.6%	61.0%	242.5%	7.6%	8.5%
营业利润	424.3	515.7	1,079.9	1,323.7	1,597.5	盈利能力					
加:营业外净收支	34.4	43.2	52.0	61.0	60.0	毛利率	19.6%	21.6%	19.4%	15.3%	15.2%
利润总额	458.7	558.9	1,131.9	1,384.7	1,657.5	营业利润率	6.0%	6.4%	6.3%	4.4%	4.3%
减:所得税	109.1	141.8	283.0	346.2	414.4	净利润率	4.9%	4.9%	4.8%	3.4%	3.3%
净利润	346.9	399.9	824.6	1,011.6	1,203.3	EBITDA/营业收入	13.5%	14.2%	10.0%	6.9%	6.5%
						EBIT/营业收入	6.9%	7.8%	6.3%	4.4%	4.3%
						偿债能力					
						资产负债率	60.5%	65.1%	38.5%	39.0%	37.5%
						负债权益比	153.4%	186.9%	62.7%	64.0%	60.1%
						流动比率	1.06	1.25	2.72	2.38	2.57
						速动比率	0.73	1.04	2.24	1.81	1.97
						利息保障倍数	7.74	5.48			
						营运能力					
						固定资产周转天数	106	102	52	30	22
						流动营业资本周转天数	21	9	10	23	32
						流动资产周转天数	133	218	260	226	203
						应收帐款周转天数	51	54	51	52	53
						存货周转天数	44	46	45	48	48
						总资产周转天数	305	393	352	278	242
						投资资本周转天数	138	133	78	62	60
						费用率					
						销售费用率	3.4%	4.7%	5.0%	4.7%	4.7%
						管理费用率	9.0%	9.7%	8.0%	6.0%	6.0%
						财务费用率	0.9%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	13.3%	15.8%	13.0%	10.7%	10.7%
						投资回报率					
						ROE	14.3%	10.5%	6.1%	7.0%	7.7%
						ROA	5.6%	3.7%	3.8%	4.3%	4.9%
						ROIC	14.4%	16.5%	26.1%	22.8%	20.3%
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	-	-	-	-
						分红比率	20.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.50	0.58	0.89	1.09	1.29
						BVPS(元)	3.51	5.50	14.43	15.52	16.82
						PE(X)	70.4	61.1	39.9	32.5	27.4
						PB(X)	10.1	6.4	2.5	2.3	2.1
						P/FCF	90.5	13.6	-15.6	-22.4	40.3
						P/S	3.5	3.0	1.9	1.1	0.9
						EV/EBITDA	24.0	20.6	13.9	11.8	9.8
						CAGR(%)	43.8%	43.9%	41.4%	43.8%	43.9%
						PEG	1.6	1.4	1.0	0.7	0.6
						ROIC/WACC	1.4	1.6	2.6	2.3	2.0

资产负债表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	558.0	3,424.6	10,202.6	8,758.9	9,621.1
交易性金融资产	8.0	-	5.0	4.3	3.1
应收帐款	1,134.2	1,299.3	3,577.8	5,096.4	5,651.2
应收票据	81.8	111.2	250.3	405.4	415.6
预付帐款	101.2	51.7	282.9	360.3	407.6
存货	877.7	1,167.4	3,147.0	4,765.3	5,099.3
其他流动资产	27.6	931.0	325.8	428.1	561.6
可供出售金融资产	-	50.0	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	4.9	31.3	31.3	31.3	31.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	2,119.6	2,459.7	2,506.8	2,402.6	2,163.1
在建工程	319.1	461.6	489.3	471.4	457.1
无形资产	635.2	847.9	791.7	762.1	508.1
其他非流动资产	391.9	573.8	546.9	547.8	542.9
资产总额	6,259.2	11,409.4	22,157.1	24,033.9	25,462.1
短期债务	870.1	1,772.6	-	-	-
应付帐款	1,016.4	1,083.2	3,606.8	4,948.3	5,553.3
应付票据	139.5	104.9	379.0	579.3	581.0
其他流动负债	595.8	2,613.1	2,564.5	2,810.3	2,322.7
长期借款	328.0	573.7	1,000.0	-	-
其他非流动负债	839.4	1,285.4	986.2	1,037.0	1,102.9
负债总额	3,789.2	7,433.0	8,536.6	9,374.9	9,559.9
少数股东权益	49.6	182.2	206.5	233.5	273.3
股本	636.1	689.4	929.4	929.4	929.4
留存收益	2,213.1	3,610.0	12,484.7	13,496.2	14,699.5
股东权益	2,470.0	3,976.4	13,620.5	14,659.1	15,902.2

现金流量表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	349.6	417.2	824.6	1,011.6	1,203.3
加:折旧和摊销	474.3	535.7	631.4	751.7	807.8
资产减值准备	12.0	20.0	-	-	-
公允价值变动损失	-1.1	-	5.0	-0.6	-1.2
财务费用	74.7	132.2	-	-	-
投资损失	-0.6	-73.2	-1.0	-1.0	-1.0
少数股东损益	2.7	17.3	24.3	27.0	39.8
营运资金的变动	-109.0	654.4	-1,210.6	-1,692.0	-963.5
经营活动产生现金流量	737.5	585.2	273.7	96.6	1,085.2
投资活动产生现金流量	-844.0	-1,842.7	-608.9	-597.7	-296.5
融资活动产生现金流量	288.2	4,146.6	7,113.2	-942.6	73.6

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn