

强烈推荐-A (维持)

均胜电子 600699.SH

目标估值：
当前股价：27.32 元
2015 年 03 月 17 日

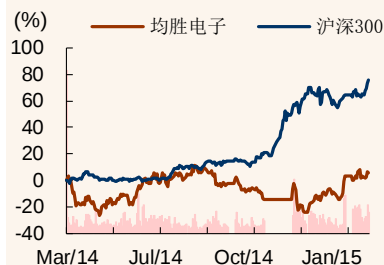
智能车联，紧握车联网入口

基础数据

上证综指	3503
总股本(万股)	63614
已上市流通股(万股)	44914
总市值(亿元)	174
流通市值(亿元)	123
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	13.6
资产负债率	62.6%
主要股东	宁波均胜投资集团有
主要股东持股比例	62.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	1	19
相对表现	12	-54	-55



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《均胜电子(600699)——收购 Quin 公司，国际化道路更进一步》
2014-12-16
- 2、《均胜电子(600699)——产品调整升级保障未来高成长》
2014-10-28
- 3、《均胜电子(600699)——中报业绩符合预期，并购整合战略推进顺利》
2014-09-01

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

彭琪

0755-83174724
pengqi@cmschina.com.cn
S1090514080003

唐楠

021-68407142
tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

事件：

公司发布公告，公司基于汽车智能化发展趋势需要，决定投资 5 亿元人民币（第一期出资人民币 2 亿元），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、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。公司计划通过投资完善在车联网互联、智能驾驶、自动驾驶等服务领域和软件领域的布局，实现协同发展。

评论：

1、“引进来，走出去”战略深化，三大产品系成立立体布局。

公司目前三大产品系：1、人车交互产品（HMI），是公司收入的主要构成部分，目前客户主要是宝马、大众、通用、奥迪及奔驰；2、新能源汽车 BMS（宝马 i3、i8）及涡轮增压系统；3、工业自动化及系统集成。从外延战略上，公司通过德国普瑞、IMA、以及 Qion 项目的收购实现了技术引入及欧美市场外延；从内生战略上，德国普瑞在自动化上的优势将使公司从配件向工具端渗透，Qion 的内饰及方向盘总成（主要客户：奔驰、宝马、奥迪，天津工厂主要供应北京奔驰）通过罗马尼亚、波兰对欧洲市场形成辐射，结合均胜自身的功能键业务形成产品耦合，最终达到市场共享、技术立体渗透。

2、紧握车联网入口，国际化管理团队对三大产品系形成有力耦合。

从战略上分析，我们认为均胜的最终目标是实现：汽车底层硬件到驾驶人之间的完整 HMI 系统集成商（人车交互+仪表盘及功能键→控制系统），公司本就是全球五大车企的汽车电子供应商，Qion 项目将使均胜从传统功能键业务进一步向方向盘及控制面板总成形成全面覆盖，加上公司为宝马、奥迪开发的 idrive、MMI 人车交互系统，公司在车联网前装入口上正逐步形成主导地位，另外加上普瑞所带来的自动化技术，均胜已经初步实现了“软件+硬件+工具+市场”的协同布局。我们认为均胜是国内首家真正具备向车联网入口进军的零配件企业，公司前期所作的产业链立体布局架构已经逐步明朗。

此次公司设立“智能车联”公司，进一步明确了公司的战略雄心。更重要的是，对公司之前陆续收购项目的意图形成了总领，让市场进一步看到了公司三大产品系之间的协同可能。我们认为，后续公司将继续围绕此框架延续收购扩张战略。欧洲市场渗透及产品协同将推动公司进入新的增长周期。公司在车联网领域的实质性基础将有力提升公司估值。我们预计公司 14、15 年 EPS 分别为 0.61 和 0.84 元。随着国内产品升级、市场开拓和海外订单规模释放，公司 15、16 年规模将进入快速扩张期。维持公司“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：后续欧洲市场渗透进度不达预期。

单季度业绩回顾

单位: 百万元	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3
一、营业总收入	325	356	391	4287	1335	1477	1557	1735	1623	1759	1749
二、营业总成本	295	314	343	4107	1259	1396	1457	1613	1529	1656	1657
其中: 营业成本	268	291	313	3539	1086	1209	1244	1400	1323	1442	1410
营业费用	9	6	8	164	46	58	55	55	56	59	64
管理费用	15	12	17	344	103	104	137	134	130	133	173
财务费用	3	2	4	50	22	22	20	13	18	14	13
三、其他经营收益	0	-1	1	0	0	0	1	0	0	0	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	1	0			1
投资收益	0	-1	1	0	0	0	0	0	0	0	1
四、营业利润	30	42	49	179	76	81	102	121	94	103	93
加: 营业外收入	0	1	13	2	1	5	1	2	6	12	4
减: 营业外支出	0	0	7	-4	0	2	0	2	1	1	1
五、利润总额	30	43	54	184	77	85	103	121	99	114	96
减: 所得税	5	12	9	37	18	18	31	19	28	29	28
六、净利润	25	31	45	147	59	67	72	102	71	85	68
减: 少数股东损益	4	4	6	27	5	4	0	1	1	1	0
七、归属母公司所有者净利润	21	27	39	120	54	63	71	101	70	84	68
EPS (元)	0.04	0.05	0.07	0.21	0.09	0.10	0.11	0.16	0.11	0.13	0.11
毛利率	17.6%	18.3%	19.8%	17.4%	18.7%	18.2%	20.1%	19.3%	18.5%	18.0%	19.4%
营业利润率	9.2%	11.8%	12.6%	4.2%	5.7%	5.5%	6.5%	7.0%	5.8%	5.9%	5.3%
净利率	7.7%	8.8%	11.5%	3.4%	4.4%	4.5%	4.6%	5.9%	4.4%	4.8%	3.9%
营业费率	2.7%	1.8%	2.0%	3.8%	3.5%	3.9%	3.5%	3.2%	3.5%	3.4%	3.7%
管理费费率	4.6%	3.4%	4.2%	8.0%	7.7%	7.0%	8.8%	7.7%	8.0%	7.6%	9.9%

资料来源: 公司报表, 招商证券

PE-PB Band

图 1: 均胜电子历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 均胜电子历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2051	2443	2814	2998	3466
现金	519	561	600	600	706
交易性投资	6	7	6	6	0
应收票据	46	66	214	249	288
应收款项	689	831	831	804	932
其它应收款	41	56	64	75	86
存货	682	846	804	926	1060
其他	67	76	294	340	393
非流动资产	3115	3303	3189	3192	3170
长期股权投资	0	5	5	5	5
固定资产	1991	2035	2072	2101	2126
无形资产	784	739	678	621	570
其他	340	524	435	465	469
资产总计	5166	5746	6003	6190	6636
流动负债	2425	2354	2437	2259	2265
短期借款	1160	795	895	517	300
应付账款	739	883	982	1131	1295
预收账款	136	142	58	67	76
其他	390	534	501	545	594
长期负债	941	1053	829	854	831
长期借款	223	219	219	219	219
其他	718	834	610	635	612
负债合计	3366	3407	3265	3113	3096
股本	579	636	636	636	636
资本公积金	866	1121	1121	1121	1121
留存收益	232	510	897	1219	1659
少数股东权益	124	51	63	80	103
归属于母公司所有者权益	1677	2267	2654	2976	3416
负债及权益合计	5166	5746	6003	6190	6636

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	605	650	526	1066	996
净利润	207	290	423	562	765
折旧摊销	0	0	332	330	329
财务费用	0	0	57	32	24
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(216)	17	(152)
其它	398	(290)	(71)	124	31
投资活动现金流	(544)	(530)	(214)	(333)	(301)
资本支出	0	0	(300)	(300)	(300)
其他投资	(544)	(530)	86	(33)	(1)
筹资活动现金流	57	(105)	(273)	(733)	(449)
借款变动	0	0	(100)	(413)	(119)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(225)	(306)
其他	57	(105)	(173)	(95)	(24)
现金净增加额	118	(636)	39	0	246

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5358	6104	7141	8284	9610
营业成本	4411	4939	5777	6652	7620
营业税金及附加	6	7	11	12	14
营业费用	187	214	264	282	317
管理费用	388	478	521	596	673
财务费用	59	76	61	38	25
资产减值损失	8	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	300	381	507	703	960
营业外收入	15	10	10	10	10
营业外支出	4	4	5	2	1
利润总额	312	387	512	711	969
所得税	63	86	113	157	214
净利润	249	301	399	554	755
少数股东损益	42	11	12	17	23
归属于母公司净利润	207	290	387	537	732
EPS (元)	0.36	0.46	0.61	0.84	1.15

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	266%	14%	17%	16%	16%
营业利润	44%	27%	33%	39%	37%
净利润	36%	40%	33%	39%	36%
获利能力					
毛利率	17.7%	19.1%	19.1%	19.7%	20.7%
净利率	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	7.6%
ROE	12.3%	12.8%	14.6%	18.1%	21.4%
ROIC	9.0%	10.3%	11.5%	15.2%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	59.3%	54.4%	50.3%	46.7%
净负债比率	27.0%	20.0%	18.6%	11.9%	7.8%
流动比率	0.8	1.0	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
存货周转率	10.5	6.5	7.0	7.7	7.7
应收帐款周转率	10.2	8.0	8.6	10.1	11.1
应付帐款周转率	7.8	6.1	6.2	6.3	6.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.36	0.46	0.61	0.84	1.15
每股经营现金	1.05	0.00	0.73	1.62	1.48
每股净资产	2.90	3.56	4.17	4.68	5.37
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.34	0.46
估值比率					
PE	57.4	44.9	33.7	24.3	17.8
PB	7.1	5.8	4.9	4.4	3.8
EV/EBITDA	26.8	15.8	13.9	10.3	9.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究9年。2008年获得英国金融时报与Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。