安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告　　均胜电子(600699)

维持评级

汽车零部件/汽车与零部件

打造汽车电子新巨头的重要步骤

－均胜电子资产注入方案分析

报告关键点:

- 德国普瑞在全球汽车电子行业中占有重要地位
- 资产注入提升公司核心竞争力，是打造全球汽车电子巨头的重要步骤
- 资产整合效应已经逐步显现，资产注入有助于实现协同效益最大化

报告摘要:

事件：3月30日公司发布公告，以7.81元/股向均胜集团发行约2.35亿股购买其持有的德国普瑞控股74.90%的股权及德国普瑞5.10%的股权，同时支付现金购买其他七名外方股东持有的德国普瑞控股25.10%的股权，并且以不低于7.03元/股向不超过10名投资者发行股份募集配套资金用于补充上市公司的流动资金，募集资金总额不超过本次交易总额的25%。

点评:

- **德国普瑞在全球汽车电子行业中占有重要地位**。德国普瑞主要面向汽车电子驱动控制系统细分市场，是国际主要汽车厂商（如：宝马、大众/奥迪、福特、通用、戴姆勒）的"OEM 前三位供应商"，同时也是部分主要汽车配件商（约翰迪尔、博世、日立）的"OEM 前三位供应商"。凭借在汽车电子产品领域内的强大技术实力和研发能力，普瑞开发出了包括宝马 I-Drive 和奥迪 MMI 等明星产品。2011 年普瑞实现营业收入 38.8 亿元人民币，净利润 1.27 亿元人民币。
- **资产注入提升公司核心竞争力，打造全球汽车电子巨头**。普瑞资产注入上市公司后，将提高公司产品电子化水平，加快公司自身产品结构升级，增强公司在上下游的定价和议价能力，同时又可以使普瑞的先进产品更快进入并占领中国市场。这项资产注入方案也将成为公司全球化的重要一步，通过全球化，公司不仅能够在全球范围内合理配置研发、采购和销售资源，而且还能够利用不同地域的税务和资本成本差异进行全球资源平台的投融资运作，大大提高公司的国际竞争力。
- **资产整合效应已经逐步显现，资产注入有助于实现协同效益最大化**。2008 年公司收购普瑞后，管理团队和普瑞之间就建立了良好的沟通制度，双方经常就日常经营中的生产、销售、财务状况进行实时沟通，并就日常经营中出现的问题召开定期会议。2010 年 12 月，公司与普瑞在宁波合资成立了普瑞均胜，主营业务为汽车电子设备和传感器的研发和制造。2011 年普瑞均胜实现营业收入 1,927.13 万元，净利润 250.93 万元，优势互补和业务整合带来的协同效应已经逐步显现。资产注入完成后，双方将全面实现业务整合，实现协同效益最大化。
- **盈利预测与投资建议**：假定此次资产注入顺利完成，我们预计公司2012-2013年EPS分别为0.84和1.08元（按总股本6.27亿股计算），其中宁波均胜贡献EPS0.27和0.34元，德国普瑞贡献EPS0.57和0.74元。参考汽车零部件和汽车电子类公司估值水平，我们给予宁波均胜2012年10倍PE，给予德国普瑞2012年20倍PE，目标价14.1元，维持"买入-B"投资评级。
- **风险提示**：此次资产注入尚需股东大会通过并上报证监会核准，存在不确定性。

财务和估值数据摘要

（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	154.3	1,462.2	6,891.3	8,372.9	10,064.2
Growth(%)	*-40.1%*	*847.6%*	*371.3%*	*21.5%*	*20.2%*
净利润	112.2	151.6	524.6	678.5	836.6
Growth(%)	*-131.7%*	*35.2%*	*246.0%*	*29.3%*	*23.3%*
毛利率(%)	-7.1%	20.5%	17.6%	18.0%	18.2%
净利润率(%)	72.7%	10.4%	7.6%	8.1%	8.3%
每股收益(元)	0.29	0.39	0.84	1.08	1.33
每股净资产(元)	-	1.44	2.59	3.35	4.29
市盈率	31.8	23.5	10.9	8.4	6.8
市净率	-2,377.6	6.3	3.5	2.7	2.1
净资产收益率(%)	-7476.1%	26.5%	30.4%	30.8%	30.0%
ROIC(%)	26.4%	-12913.8%	77.1%	31.6%	33.6%
EV/EBITDA	-56.7	12.2	9.8	7.5	5.9

评级: 买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格: 14.10 元

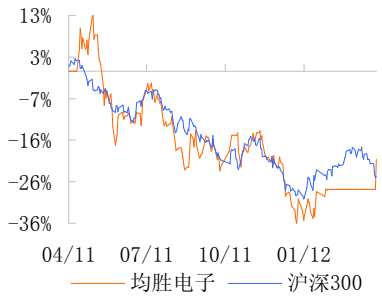
期限: 6 个月　上次预测: 20.00 元

现价（2012 年 03 月 30 日）: 9.10 元

报告日期: 2012-04-04

总市值(百万元)	3,567.64
流通市值(百万元)	1,690.09
总股本(百万股)	392.05
流通股本(百万股)	185.72
12 个月最低/最高	7.06/13.64 元
十大流通股东(%)	33.71%
股东户数	15,077

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.44	12.15	4.06
绝对收益	10.04	18.94	(20.93)

胡又文　行业分析师
021-68766271　huyw@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511050001
侯利　高级行业分析师
010-66581842　houli@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020031

前期研究成果

*ST 得亨：迈向全球汽车电子巨头的重要一步

2011-06-30

*ST 得亨：华丽转身：汽车电子新旗舰启航！

2011-05-10

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**154.3**	**1,462.2**	**6,891.3**	**8,372.9**	**10,064.2**
减: 营业成本	165.3	1,161.7	5,678.4	6,865.8	8,232.5
营业税费	0.4	5.4	34.5	41.9	50.3
销售费用	1.3	28.6	206.7	251.2	301.9
管理费用	29.8	39.4	344.6	418.6	503.2
财务费用	22.2	16.9	9.4	7.2	2.0
资产减值损失	1.5	0.3	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-1.6	-10.5	-	-
投资和汇兑收益	-	0.1	-	-	-
营业利润	**-66.2**	**208.4**	**607.2**	**788.2**	**974.3**
加: 营业外净收支	178.4	5.5	10.0	10.0	10.0
利润总额	**112.2**	**213.9**	**617.2**	**798.2**	**984.3**
减: 所得税	-	37.0	92.6	119.7	147.6
净利润	**112.2**	**151.6**	**524.6**	**678.5**	**836.6**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	-	157.4	-	-	-
交易性金融资产	-	10.5	-	-	-
应收帐款	-	382.2	2,014.5	2,447.6	2,942.1
应收票据	-	28.8	188.8	229.4	275.7
预付帐款	-	37.9	37.9	37.9	37.9
存货	-	161.3	1,244.6	1,504.8	1,804.4
其他流动资产	-	2.1	2.1	2.1	2.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	23.6	20.0	20.0	20.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	-	375.9	358.0	340.2	322.3
在建工程	-	101.9	101.9	101.9	101.9
无形资产	-	65.0	60.7	56.6	52.8
其他非流动资产	-	22.5	16.0	16.0	16.0
资产总额	**-**	**1,368.9**	**4,044.4**	**4,756.5**	**5,575.2**
短期债务	-	178.6	437.0	288.0	78.4
应付帐款	1.5	397.3	1,633.5	1,975.1	2,368.3
应付票据	-	23.6	155.6	188.1	225.5
其他流动负债	-	56.6	68.2	80.2	92.2
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	25.3	21.4	21.4	21.4
负债总额	**1.5**	**701.6**	**2,315.8**	**2,552.9**	**2,786.0**
少数股东权益	**-**	**101.9**	**101.9**	**101.9**	**101.9**
股本	185.7	392.0	627.0	627.0	627.0
留存收益	-187.2	173.4	999.6	1,474.6	2,060.2
股东权益	**-1.5**	**667.4**	**1,728.6**	**2,203.6**	**2,789.2**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	112.2	176.9	524.6	678.5	836.6
加: 折旧和摊销	13.7	43.0	22.2	21.9	21.6
资产减值准备	1.5	0.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	1.6	-10.5	-	-
财务费用	22.3	12.1	9.4	7.2	2.0
投资收益	-	-0.1	-	-	-
少数股东损益	-	25.2	-	-	-
营运资金的变动	-303.3	-5.3	-1,553.6	-361.3	-413.0
经营活动产生现金流量	**-97.1**	**209.2**	**-1,007.8**	**346.4**	**447.2**
投资活动产生现金流量	**95.3**	**-168.8**	**14.1**	**-**	**-**
融资活动产生现金流量	**-7.7**	**-20.9**	**765.5**	**-359.7**	**-462.5**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	-40.1%	847.6%	371.3%	21.5%	20.2%
营业利润增长率	-81.3%	-414.9%	191.3%	29.8%	23.6%
净利润增长率	-131.7%	35.2%	246.0%	29.3%	23.3%
EBITDA 增长率	-87.4%	-981.2%	139.7%	27.9%	22.1%
EBIT 增长率	-84.0%	-612.2%	173.7%	29.0%	22.7%
NOPLAT 增长率	-148.5%	44.2%	174.9%	28.5%	22.4%
投资资本增长率	-100.3%	-46145.3%	213.4%	15.1%	15.1%
净资产增长率	-99.1%	-44575.8%	159.0%	27.5%	26.6%
利润率					
毛利率	-7.1%	20.5%	17.6%	18.0%	18.2%
营业利润率	-42.9%	14.3%	8.8%	9.4%	9.7%
净利润率	72.7%	10.4%	7.6%	8.1%	8.3%
EBITDA/营业收入	-19.6%	18.2%	9.3%	9.8%	9.9%
EBIT/营业收入	-28.5%	15.4%	8.9%	9.5%	9.7%
运营效率					
固定资产周转天数	715	46	19	15	12
流动营业资本周转天数	-148	16	46	78	78
流动资产周转天数	152	96	111	166	166
应收帐款周转天数	21	44	59	90	90
存货周转天数	61	20	37	59	59
总资产周转天数	952	169	141	189	185
投资资本周转天数	593	85	75	100	96
投资回报率					
ROE	-7476.1%	26.5%	30.4%	30.8%	30.0%
ROA		12.9%	13.0%	14.3%	15.0%
ROIC	26.4%	-12913.8%	77.1%	31.6%	33.6%
费用率					
销售费用率	0.8%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用率	19.3%	2.7%	5.0%	5.0%	5.0%
财务费用率	14.4%	1.2%	0.1%	0.1%	0.0%
三费/营业收入	34.5%	5.8%	8.1%	8.1%	8.0%
偿债能力					
资产负债率		51.2%	57.3%	53.7%	50.0%
负债权益比	-100.0%	105.1%	134.0%	115.9%	99.9%
流动比率	-	1.15	1.52	1.67	1.83
速动比率	-	0.91	0.98	1.07	1.18
利息保障倍数	1.98	13.35	65.57	110.49	498.18
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.25	0.32	0.40
分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	2.8%	3.6%	4.4%
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	0.29	0.39	0.84	1.08	1.33
BVPS(元)	-	1.44	2.59	3.35	4.29
PE(X)	31.8	23.5	10.9	8.4	6.8
PB(X)	-2,377.6	6.3	3.5	2.7	2.1
P/FCF	-52.3	-10.4	-8.0	28.0	22.7
P/S	23.1	2.4	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	-56.7	12.2	9.8	7.5	5.9
CAGR(%)	82.2%	67.9%	25.5%	23.6%	24.0%
PEG	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
ROIC/WACC	2.8	-1,377.8	8.2	3.4	3.6
REP	-406.1	-	0.4	0.7	0.6

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

胡又文，计算机行业分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008 年加入安信证券销售交易部，2010 年加入安信证券研究中心。
侯利，计算机行业高级分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

胡又文、侯利分别声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

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;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034