



600699.SH

买入

市场价格：人民币 15.43

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.4)	(4.5)	(2.5)	0.4
相对上证指数	(27.6)	(2.9)	(3.8)	(17.7)

发行股数(百万)	1,300
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	20,062
3个月日均交易额(人民币 百万)	217
净负债比率(%) (2019E)	28
主要股东(%)	
均胜集团有限公司	35

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年10月18日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

均胜电子

安全整合推动业绩增长，汽车电子前景广阔

公司是国内知名的汽车电子及汽车安全系统供应商，主要产品包括汽车主动安全系统、汽车电子系统（HMI、智能车联、E-mobility）及功能件，主要客户涵盖国内外主流整车厂商。公司2018年完成收购高田公司除PSAN业务以外主要资产的交割后，已成为全球第二大汽车安全产品生产厂商。随着整合过程持续推进，新增订单不断，安全业务毛利和净利率水平逐步提升，有望推动公司业绩快速增长。汽车电子业务方面，公司智能座舱、V2X车端产品、新能源汽车管理系统等产品技术先进前景广阔，2018年新获订单超过170亿元。此外公司车联网业务有望分拆上市，提升公司估值水平。我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.93元、1.17元和1.55元，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **收购成就全球第二大安全系统供应商，整合推动毛利率回升业绩增长。** 公司2018年完成高田公司除PSAN业务以外主要资产的交割后，已成为全球第二大汽车安全产品生产厂商。公司通过多种手段推进整合，并取得了较好效果。安全业务获得新增订单超过550亿元，全球市占率约30%，DMS等主动安全产品陆续量产。安全业务毛利率水平由2017年13.6%提升至2019H1的16.7%，随着产能优化、新增订单等带来成本结构优化，后续毛利率有望继续提升，并推动公司业绩快速增长。
- **汽车电子产品推陈出新，发展前景可期。** HMI业务方面，公司推出一体化智能座舱等前沿化新产品，并获得大量订单。智能车联方面，公司获得上汽及一汽大众MQB和MEB平台车载互联订单，自主研发V2X车端产品将于2021年量产，有望成为全球首个5G-V2X量产项目。5G时代来临，V2X车联网市场空间广阔，公司把握先机前景可期。E-mobility业务方面，公司新能源汽车管理系统等产品技术先进，陆续获得大众MQB及MEB、奔驰新一代电动化平台等新订单。此外公司在充电、配电、放电等全面布局，发展看好。
- **车联网业务有望分拆上市。** 2019年8月证监会发布《上市公司分拆所属于公司境内上市试点若干规定（征求意见稿）》，明确了上市公司分拆实质性条件等。公司车联网业务技术先进，订单充足，符合相关条件，未来有望分拆上市，并提升公司估值水平。

估值

- 我们预计公司2019-2021年每股收益分别为0.93元、1.17元和1.55元，公司在智能车联、新能源、汽车安全等领域前景良好，首次给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 安全业务整合进度不及预期；2) 汽车电子新业务发展不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	26,606	56,181	64,046	65,968	70,585
变动(%)	43	111	14	3	7
净利润(人民币 百万)	396	1,318	1,204	1,524	2,018
全面摊薄每股收益(人民币)	0.304	1.014	0.926	1.172	1.552
变动(%)	(12.7)	232.9	(8.6)	26.5	32.4
全面摊薄市盈率(倍)	50.7	15.2	16.7	13.2	9.9
价格/每股现金流量(倍)	7.7	4.9	4.8	4.2	4.2
每股现金流量(人民币)	2.00	3.13	3.19	3.64	3.64
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	6.7	4.7	3.8	3.1
每股股息(人民币)	0.100	0.000	0.185	0.234	0.310
股息率(%)	0.6	n.a.	1.2	1.5	2.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	26,606	56,181	64,046	65,968	70,585
销售成本	(22,299)	(46,733)	(53,094)	(54,489)	(58,021)
经营费用	(1,854)	(5,193)	(5,611)	(5,598)	(5,869)
息税折旧前利润	2,452	4,255	5,341	5,880	6,695
折旧及摊销	(1,618)	(2,481)	(2,075)	(2,204)	(2,328)
经营利润 (息税前利润)	834	1,775	3,266	3,676	4,367
净利息收入/(费用)	(509)	(1,072)	(1,100)	(826)	(684)
其他收益/(损失)	640	2,059	390	60	60
税前利润	996	2,761	2,556	2,910	3,743
所得税	(254)	(634)	(553)	(669)	(861)
少数股东权益	(347)	(809)	(649)	(717)	(865)
净利润	396	1,318	1,204	1,524	2,018
核心净利润	396	1,318	1,204	1,524	2,018
每股收益 (人民币)	0.304	1.014	0.926	1.172	1.552
核心每股收益 (人民币)	0.304	1.014	0.926	1.172	1.552
每股股息 (人民币)	0.100	0.000	0.185	0.234	0.310
收入增长(%)	43	111	14	3	7
息税前利润增长(%)	(33)	113	84	13	19
息税折旧前利润增长(%)	7	74	26	10	14
每股收益增长(%)	(13)	233	(9)	27	32
核心每股收益增长(%)	(13)	233	(9)	27	32

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	965	2,761	2,556	2,910	3,743
折旧与摊销	1,618	2,481	2,075	2,204	2,328
净利息费用	509	1,072	1,100	826	684
运营资本变动	640	1,010	(1,114)	2,575	(3,005)
税金	124	175	(703)	(669)	(861)
其他经营现金流	(1,955)	(4,525)	234	(3,115)	1,841
经营活动产生的现金流	1,901	2,974	4,148	4,731	4,730
购买固定资产净值	610	1,106	1,000	970	985
投资减少/增加	285	(211)	200	60	60
其他投资现金流	(3,882)	(10,229)	(2,000)	(1,940)	(1,970)
投资活动产生的现金流	(2,987)	(9,333)	(800)	(910)	(925)
净增权益	0	0	351	0	0
净增债务	(1,314)	5,373	(4,978)	(2,498)	(1,256)
支付股息	(95)	0	(241)	(305)	(404)
其他融资现金流	(2,685)	4,059	108	(826)	(1,684)
融资活动产生的现金流	(4,095)	9,432	(4,760)	(3,629)	(3,343)
现金变动	(5,180)	3,073	(1,412)	192	462
期初现金	9,191	4,185	7,817	6,405	6,597
公司自由现金流	(1,086)	(6,359)	3,348	3,821	3,805
权益自由现金流	(1,891)	87	(530)	2,149	3,234

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4,185	7,817	6,405	6,597	7,059
应收帐款	5,408	11,544	10,160	13,071	10,288
库存	3,788	7,566	7,147	7,830	7,543
其他流动资产	1,823	2,270	1,925	2,298	2,000
流动资产总计	15,204	29,197	25,637	29,795	26,889
固定资产	7,647	14,427	13,907	13,259	12,534
无形资产	3,506	4,612	4,058	3,471	2,854
其他长期资产	1,020	1,943	1,943	1,606	1,831
长期资产总计	12,173	20,983	19,908	18,337	17,219
总资产	35,355	59,320	54,671	57,245	53,197
应付帐款	5,267	9,794	6,831	12,599	6,585
短期债务	4,597	5,166	4,948	6,148	7,541
其他流动负债	3,191	7,885	8,005	6,670	7,548
流动负债总计	13,056	22,845	19,784	25,416	21,674
长期借款	6,665	12,263	7,503	3,875	180
其他长期负债	1,931	6,028	6,028	4,663	5,573
股本	949	949	1,300	1,300	1,300
储备	11,971	13,047	13,660	14,879	16,493
股东权益	12,920	13,997	14,960	16,179	17,793
少数股东权益	1,013	5,746	6,395	7,112	7,976
总负债及权益	35,355	59,320	54,671	57,245	53,197
每股帐面价值 (人民币)	13.61	14.74	11.51	12.44	13.68
每股有形资产 (人民币)	9.92	9.89	8.39	9.77	11.49
每股净负债/(现金)(人民币)	7.46	9.07	3.88	1.87	0.51

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.2	7.6	8.3	8.9	9.5
息税前利润率(%)	3.1	3.2	5.1	5.6	6.2
税前利润率(%)	3.6	4.9	4.0	4.4	5.3
净利率(%)	1.4	2.3	2.1	2.3	2.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	1.6	1.7	3.0	4.4	6.4
净权益负债率(%)	50.8	48.7	28.3	14.7	2.6
速动比率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	50.7	15.2	16.7	13.2	9.9
核心业务市盈率(倍)	50.7	15.2	16.7	13.2	9.9
市净率(倍)	1.1	1.0	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	7.7	4.9	4.8	4.2	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	6.7	4.7	3.8	3.1
周转率					
存货周转天数	55.6	44.3	50.6	50.2	48.4
应收帐款周转天数	75.9	55.1	61.8	64.3	60.4
应付帐款周转天数	66.5	48.9	47.4	53.8	49.6
回报率					
股息支付率(%)	26.0	0.0	17.8	20.0	20.0
净资产收益率(%)	2.8	9.8	9.4	9.8	11.9
资产收益率(%)	1.7	2.9	4.5	5.1	6.1
已运用资本收益率(%)	0.4	1.1	0.8	1.1	1.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测