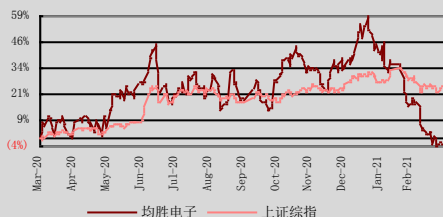


600699.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 18.39

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	(29.5)	(14.5)	(29.6)	(7.4)
相对上证指数	(28.2)	(13.0)	(31.4)	(32.1)

发行股数(百万)	1,368
流通股(%)	90
总市值(人民币 百万)	25,159
3个月日均交易额(人民币 百万)	646
净负债比率(%) (2021E)	31
主要股东(%)	
均胜集团有限公司	35

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2021年3月30日收市价为标准

相关研究报告

 《均胜电子: Q3 业绩显著改善, 未来发展看好》
 20201028

 《均胜电子: 业绩符合预期, 新能源及车联网
 前景看好》 20200422

 《均胜电子: 内生外延双轮驱动, 全面布局智
 能网联汽车》 20160420

 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: 汽车零部件

证券分析师: 朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

均胜电子

业绩有望筑底回升, 新能源智能网联前景看好

公司发布 2020 年报, 全年共实现营业收入 478.9 亿元 (-22.4%), 归属于上市公司股东的净利润 6.2 亿元 (-34.5%), 扣非净利润 3.4 亿元 (-66.0%), 每股收益 0.49 元, 拟每 10 股派发现金红利 1.5 元 (含税)。受新冠疫情影响, 2020 年收入及盈利大幅下滑。公司全年新获订单超过 596 亿元, 安全业务收入逐步回暖, 整合推进有望提升毛利率; 汽车电子及智能车联等业务订单充裕, 收入有望高速增长, 配套特斯拉、大众 MEB 等优质客户, 发展前景可期。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.83 元、1.15 元和 1.47 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **Q4 收入环比提升, 毛利率短期承压。**受疫情影响, 2020 年国内外汽车销量下降, 安全业务受新旧订单切换等影响收入下降 29.6%, 功能件下降 4.3%, 汽车电子及智能车联基本持平, 整体收入下降 22.4%。毛利率方面, 受疫情停工等影响, 汽车安全、汽车电子、功能件分别下降 4.0pct、2.1pct 及 1.5pct, 智能车联上升 6.1pct, 整体毛利率下降 2.7pct。费用方面, 运费科目调整导致销售费用下降 39.8%, 管理和研发费用分别下降 15.4%、11.8%, 财务费用小幅上升 5.6%, 四项费用率上升 1.2pct。收入及毛利率下降、费用率上升, 全年扣非净利润下滑 66.0%。若剔除延锋百利得合营公司收入出表的影响, 则 2020 年国内业务主营业务收入与 2019 年相比略有增长, 同时主营业务毛利率增加 1.3pct。Q4 国内汽车销量恢复但海外部分地区停产, 收入环比提升但同比下降 11.9%, 预计受停工及供应链等影响毛利率下滑 4.4pct, 扣非净利润下降 61.0%。

■ **国内外汽车销量回暖, 安全业务收入及毛利率有望恢复增长。**随着疫情影响减弱, 国内外汽车销量逐步恢复。公司汽车安全业务全年新增订单约 375 亿元, 此外受疫情影响推迟的项目发包有望恢复, 预计 2021 年将获取超 80 亿美金新订单, 未来项目落地将推动公司收入快速增长。毛利率方面, 短期受疫情停工影响出现下滑, 目前业务重组接近尾声, 工厂及人员逐步优化, 未来毛利率有望提升, 并推动业绩增长。

■ **新能源及智能网联全面布局, 未来发展看好。**汽车电子业务 2020 年收入 76.0 亿元 (+1.5%), 全年收获订单约 140 亿元, 充裕订单确保未来收入高速增长。其中新能源方面, BMS 产品获得大众累计订单超过 100 亿元, 混动及 48V 等 BMS 产品陆续进入量产阶段, 有望受益于 MEB 车型上量及国内 48V 渗透率提升。智能车联业务 2020 年收入基本持平, 产品更新及成本控制推动毛利率提升 6.1pct, 全年收获订单约 10 亿元, 包括蔚来 5G-V2X 等前瞻性订单, 已完成对激光雷达制造商图达通的战略投资, 未来发展看好。此外公司计划在国内加大研发投入, 有望降低成本、提升服务能力, 利好客户拓展及盈利提升。

估值

■ 我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.83 元、1.15 元和 1.47 元, 新能源及智能网联前景看好, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 汽车销量不及预期; 2) 安全业务整合及汽车电子等发展不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	61,699	47,890	55,552	62,218	68,440
变动(%)	10	(22)	16	12	10
净利润(人民币 百万)	940	616	1,130	1,579	2,015
全面摊薄每股收益(人民币)	0.687	0.450	0.826	1.154	1.473
变动(%)	(28.7)	(34.5)	83.4	39.8	27.6
全面摊薄市盈率(倍)	26.8	40.8	22.3	15.9	12.5
价格/每股现金流量(倍)	6.4	8.1	4.6	5.2	5.4
每股现金流量(人民币)	2.86	2.28	3.99	3.53	3.40
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	12.3	5.8	4.7	3.9
每股股息(人民币)	0.063	0.149	0.248	0.346	0.442
股息率(%)	0.3	0.8	1.3	1.9	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020 年业绩摘要

(人民币, 亿元)	2020 年	2019 年	同比变动(%)
营业总收入	478.9	617.0	(22.4)
营业利润	4.9	15.4	(68.4)
净利润	2.0	14.5	(86.0)
归属于上市公司股东的净利润	6.2	9.4	(34.5)
扣非后归属于上市公司股东的净利润	3.4	10.1	(66.0)
营业成本	415.2	518.3	(19.9)
毛利润	63.7	98.7	(35.4)
销售费用	9.0	15.0	(39.8)
管理费用	30.7	36.3	(15.4)
研发费用	23.0	26.1	(11.8)
财务费用	10.7	10.2	5.6
资产+信用减值损失	(2.4)	(2.5)	(7.5)
销售费用率(%)	1.9	2.4	
管理费用率(%)	6.4	5.9	
研发费用率(%)	4.8	4.2	
财务费用率(%)	2.2	1.6	
毛利率(%)	13.3	16.0	
净利率(%)	0.4	2.4	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2020 年四季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2020Q4	2019Q4	同比变动(%)
营业收入	140.1	158.9	(11.9)
营业利润	10.2	(1.5)	774.6
净利润	7.2	2.5	183.6
归属于上市公司股东的净利润	9.0	2.4	277.8
扣非后归属于上市公司股东的净利润	0.7	1.9	(61.0)
营业成本	127.9	138.1	(7.4)
毛利润	12.2	20.8	(41.4)
销售费用	(0.7)	4.6	(114.5)
管理费用	9.7	9.6	1.1
研发费用	6.0	6.1	(1.3)
财务费用	2.6	2.4	9.0
资产+信用减值损失	(1.5)	(1.8)	(15.6)
销售费用率(%)	(0.5)	2.9	
管理费用率(%)	6.9	6.0	
研发费用率(%)	4.3	3.8	
财务费用率(%)	1.8	1.5	
毛利率(%)	8.7	13.1	
净利率(%)	5.1	1.6	

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	61,699	47,890	55,552	62,218	68,440
销售成本	(51,978)	(41,651)	(46,525)	(51,797)	(56,737)
经营费用	(4,383)	(3,568)	(3,722)	(4,302)	(4,829)
息税折旧前利润	5,337	2,671	5,305	6,120	6,875
折旧及摊销	(3,096)	(2,939)	(3,244)	(3,464)	(3,684)
经营利润(息税前利润)	2,241	(268)	2,061	2,655	3,190
净利息收入/(费用)	(1,016)	(1,073)	(968)	(956)	(931)
其他收益/(损失)	797	1,834	680	682	704
税前利润	1,511	494	1,772	2,382	2,963
所得税	(59)	(290)	(266)	(357)	(444)
少数股东权益	(512)	412	(377)	(445)	(504)
净利润	940	616	1,130	1,579	2,015
核心净利润	940	616	1,130	1,579	2,015
每股收益(人民币)	0.687	0.450	0.826	1.154	1.473
核心每股收益(人民币)	0.687	0.450	0.826	1.154	1.473
每股股息(人民币)	0.063	0.149	0.248	0.346	0.442
收入增长(%)	10	(22)	16	12	10
息税前利润增长(%)	(52)	(112)	(870)	29	20
息税折旧前利润增长(%)	(26)	(50)	99	15	12
每股收益增长(%)	(29)	(34)	83	40	28
核心每股收益增长(%)	(29)	(34)	83	40	28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6,580	8,650	11,353	13,554	15,395
应收帐款	9,657	8,193	11,559	10,672	14,094
库存	7,287	6,330	7,843	7,996	9,733
其他流动资产	2,264	3,006	3,319	3,053	3,346
流动资产总计	25,788	26,179	34,074	35,275	42,568
固定资产	14,904	13,517	13,141	12,565	11,787
无形资产	4,878	4,459	3,690	2,903	2,096
其他长期资产	3,381	4,797	4,299	4,489	4,528
长期资产总计	23,163	22,773	21,131	19,956	18,412
总资产	56,925	56,265	62,485	62,497	68,245
应付帐款	9,847	8,050	10,246	10,487	12,648
短期债务	6,486	4,613	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	5,660	7,861	7,937	6,547	8,443
流动负债总计	21,993	20,524	23,183	22,035	26,091
长期借款	13,250	12,389	13,027	13,036	12,862
其他长期负债	4,575	3,883	4,829	4,429	4,380
股本	1,237	1,368	1,368	1,368	1,368
储备	11,534	14,611	15,402	16,508	17,918
股东权益	12,771	15,979	16,770	17,876	19,286
少数股东权益	4,529	4,300	4,676	5,122	5,625
总负债及权益	56,925	56,265	62,485	62,497	68,245
每股帐面价值(人民币)	9.34	11.68	12.26	13.07	14.10
每股有形资产(人民币)	6.38	8.42	9.56	10.94	12.57
每股净负债/(现金)(人民币)	9.37	5.72	4.13	2.52	1.17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,511	494	1,772	2,382	2,963
折旧与摊销	3,096	2,939	3,244	3,464	3,684
净利息费用	1,016	1,073	968	956	931
运营资本变动	(831)	(216)	(47)	60	(149)
税金	(57)	(702)	(266)	(357)	(444)
其他经营现金流	(1,327)	(467)	(211)	(1,670)	(2,339)
经营活动产生的现金流	3,919	3,121	5,461	4,835	4,646
购买固定资产净值	266	(419)	2,100	2,100	2,100
投资减少/增加	224	1,433	600	600	600
其他投资现金流	(4,186)	(3,710)	(4,200)	(4,200)	(4,200)
投资活动产生的现金流	(3,696)	(2,696)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
净增权益	(86)	(204)	(339)	(474)	(604)
净增债务	1,680	1,013	(1,264)	286	405
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(3,396)	82	293	(1,049)	(1,326)
融资活动产生的现金流	(1,803)	918	(1,257)	(1,134)	(1,305)
现金变动	(1,580)	1,343	2,703	2,201	1,841
期初现金	7,817	6,580	8,650	11,353	13,554
公司自由现金流	223	425	3,961	3,335	3,146
权益自由现金流	2,919	2,511	3,664	4,577	4,481

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.7	5.6	9.6	9.8	10.0
息税前利润率(%)	3.6	(0.6)	3.7	4.3	4.7
税前利润率(%)	3.3	1.0	3.2	3.8	4.3
净利率(%)	2.4	1.3	2.0	2.5	2.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	2.2	(0.2)	2.1	2.8	3.4
净权益负债率(%)	76.0	41.2	31.1	19.5	9.9
速动比率(倍)	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	26.8	40.8	22.3	15.9	12.5
核心业务市盈率(倍)	26.8	40.8	22.3	15.9	12.5
市净率(倍)	2.0	1.6	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	6.4	8.1	4.6	5.2	5.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	12.3	5.8	4.7	3.9
周转率					
存货周转天数	52.2	59.7	55.6	55.8	57.0
应收帐款周转天数	62.7	68.0	64.9	65.2	66.0
应付帐款周转天数	58.1	68.2	60.1	60.8	61.7
回报率					
股息支付率(%)	5.9	33.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	10.8	4.3	6.9	9.1	10.8
资产收益率(%)	3.7	(0.2)	3.0	3.6	4.1
已运用资本收益率(%)	0.6	0.4	0.7	1.0	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371