

投资评级：中性（下调）

报告日期：2017年09月04日

市场数据

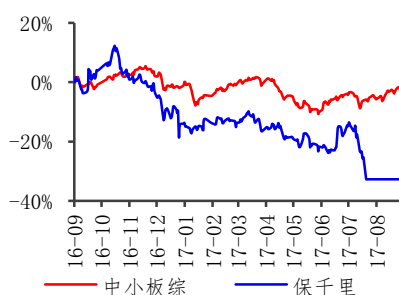
目前股价	10.39
总市值（亿元）	253.30
流通市值（亿元）	105.80
总股本（万股）	243,789
流通股本（万股）	101,831
12个月最高/最低	17.50/10.39

分析师

甄峰 075583516231

Email: zhenfeng@cgws.com

执业证书编号: S1070516100001

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

合作银行冻结部分资金及房产，短期或影响公司正常经营

——保千里（600074）公司动态点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	5636	7046	8455
(+/-%)	37.0%	25.0%	20.0%
净利润	910	1127	1338
(+/-%)	13.8%	23.8%	18.7%
摊薄 EPS	0.37	0.46	0.55
PE	27.83	22.48	18.93

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**9月4日，保千里（600074.SH）发布公告，汇丰银行深圳分行及平安银行深圳分行分别向法院申请诉前财产保全，公司及下属公司部分资金及房产被银行冻结。
- **“汇丰银行、平安银行”冻结保千里部分资金及房产，不排除其他合作银行采取同样行动。**根据保千里公告：1) 汇丰银行深圳分行单方面冻结：2017年4月13日保千里下属公司联合向汇丰银行深圳分行申请1.5亿元综合授信额度，保千里提供连带责任担保。目前，公司在汇丰银行深圳分行未清偿的授信函项下的款项为约为7200多万元。近日，汇丰银行深圳分行以“有权随时单方面取消借款人的授信、有权随时要求借款人立即偿还相关贷款”等理由，单方面冻结了公司存放在平安银行深圳分行的非公开增发募集资金7272.8万元。2) 平安银行深圳分行冻结资金及部分房产情况：2016年12月23日，保千里下属公司保千里电子向平安银行深圳分行申请3亿元综合授信额度，保千里为其提供连带责任担保。由于汇丰银行深圳分行单方面冻结了公司在平安银行的资金，平安银行深圳分行出于控制自身的风险的考虑，被迫连带冻结了公司部分资金及房产。截止目前，公司被冻结资金总额为1.73亿元，其中非公开增发募集资金1.70亿元。平安银行深圳分行同时冻结了公司位于深圳市南山区的两处房产，总建筑面积约4800平方米。此外，公司不排除上述事项可能会导致其他合作的银行采取同样措施，要求公司提前还款或冻结资金、房产。公司不排除上述事项有可能会影响公司资金链，从而影响公司正常生产经营。
- **保千里长短期偿债能力解读。**我们根据保千里《2017年中报》及Wind资讯，综合分析了保千里的财务状况如下：1) **新增借款增加较快：**2016年底，公司借款余额为37.61亿元，较2015年底新增借款33.44亿元。其中新增借款主要为：应付债券新增12亿元（发行“16千里01”债券）、银行贷款新增21.18亿元。截止2017年中报末，保千里向银行等金融机

构获得的贷款余额为 25.2 亿元。2) 长期偿债能力而言：2017 年中报末，保千里资产负债率为 49.55%（长期资本负债率为 21.17%），资产负债率较为接近“可比公司资产负债率平均值（43.73%、Wind）及保千里近两年资产负债率（~47%）”，财务杠杆处于合理区间；3) 短期偿债能力而言：2017 年末，保千里流动比率（1.41）及速动比率（1.20），低于可比公司流动比率平均值（2.57）及速动比率平均值（1.76）；4) 付息能力而言：2017 年中报末，保千里已获利息倍数（EBIT/利息费用）为 3.47，明显低于 2015 年（16.51）及 2016 年（12.57）水平，利息保障水平降低较快；此外，2015 年末、2016 年末、2017 年中报末，保千里的现金流量利息保证倍数分别为 -4.36、-3.70、-3.21；5) 债券评级机构观点存在一定分歧：联合评级将公司主体长期信用等级上调为“AA”，评级展望为“稳定”，同时将“16 千里 01”的债项信用评级上调为“AA”；但鹏元评级对保千里 2016 年非公开发行债券的 2017 年跟踪评级结果为：本期债券的信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望调整为负面。

- **归还较小欠款或可化解“银行连锁冻结资金”风险。**根据证券日报报告：保千里表示，汇丰银行可能是对本公司前期接受证监会调查一事过于谨慎。不久前，汇丰银行深圳分行口头要求公司对已开出信用证补充全额保证金，这相当于变相提前收贷，保千里认为其中途改变授信合约的理由不充分，且将白支付利息差给汇丰银行，因此拒绝汇丰银行的要求。保千里表示，在在汇丰银行深圳分行单方面冻结公司资金并恶意抽贷后，公司已经向深圳市中院提起了法律诉讼。公司不排除其他合作银行会采取同样冻结措施，引起连锁反应并影响公司经营。但保千里在汇丰银行深圳分行欠款仅为 7200 多万元，欠款较小，偿还难度较低，公司除采取法律措施应对外，还可及时筹措部分资金提前归还“汇丰银行深圳分行欠款”，化解合作银行相继冻结“公司资金及房产”风险。**就事件影响而言，我们认为：1) 短期内，该事项对公司经营存在一定冲击；2) 但中长期而言，公司资产负债率并不高，收购部分资产“延龙汽车、小豆科技”变现性均较强，该事项引起“重整或破产”等风险并不大。**
- **投资建议：**保千里作为国内领先的高端电子视像技术企业，始终专注于视频和图像的采集、分析、显示、传输、处理的完整技术链条，深耕高端视像技术多年，在“精密光机电成像+仿生智能算法”领域具备较强竞争优势，且持续加大研发投入，形成一定技术壁垒。“智能驾驶辅助系统”的潜在市场空间巨大，行业成长迅速，目前公司智能驾驶辅助系统及打令 VR 手机、打令宝机器人产品市场空间已初步打开，公司业绩有望持续。公司“智能驾驶辅助系统”业务持续向产业链下游延伸销售渠道下沉，与全国多个省份代理商签约，增强了对终端控制能力，第二代 VR 手机、大宝机器人有望更成为新增盈利亮点。本次合作银行冻结公司部分资金及房产，且存在其他合作银行仿效风险，短期内或对影响公司正常经营，但当前公司资产负债率并不高，事项引起“重整或破产”等风险并不大。由于“冻结资金范围及诉讼情况”存在较强不确定性，无法确切估计对公司经营（净利润）的影响程度。在不考虑该事项影响后，我们测算，公司 2017-2019 年实现净利润 9.10 亿、11.27 亿、13.38 亿，2017-2019 年 EPS 为 0.37、0.46、0.55 元股，当前股价对应 PE 为 27.8X、22.48X、18.9X，

下调为【中性】评级。

- **风险提示:**其他合作银行仿效冻结保千里资金,公司资金链持续恶化风险;“ADAS 系统及智能硬件+产品”市场增速不及预期风险;重大重组失败的风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1657	4114	5636	7046	8455	成长性					
营业成本	960	2437	3382	4298	5191	营业收入增长	124.0%	148.3%	37.0%	25.0%	20.0%
销售费用	80	145	224	280	336	营业成本增长	51.0%	153.9%	38.8%	27.1%	20.8%
管理费用	172	518	709	887	1064	营业利润增长	1142.0%	102.0%	44.1%	25.7%	20.0%
财务费用	28	77	71	29	16	利润总额增长	1324.6%	101.6%	39.5%	23.8%	18.7%
投资净收益	0	-45	0	0	0	净利润增长	1541.4%	114.1%	13.8%	23.8%	18.7%
营业利润	386	779	1123	1412	1693	盈利能力					
营业外收支	46	91	91	91	91	毛利率	42.1%	40.8%	40.0%	39.0%	38.6%
利润总额	432	870	1214	1503	1784	销售净利率	22.5%	19.4%	16.1%	16.0%	15.8%
所得税	58	71	303	376	446	ROE	25.7%	18.3%	17.2%	17.6%	17.3%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	48.2%	58.3%	15.2%	21.5%	17.7%
净利润	373	799	910	1127	1338	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.8%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
					(百万)	管理费用/营业收入	10.4%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
流动资产	1989	6308	4758	6499	7700	财务费用/营业收入	1.7%	1.9%	1.3%	0.4%	0.2%
货币资金	803	3201	2961	2144	4674	投资收益/营业利润	0.0%	-5.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收和预付款项	686	2114	679	2828	1388	所得税/利润总额	13.5%	8.1%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	496	923	1047	1456	1567	应收账款周转率	3.00	2.82	16.93	3.70	10.83
其他流动资产	4	71	71	71	71	存货周转率	1.93	2.64	3.23	2.95	3.31
非流动资产	587	2981	2849	2717	2584	流动资产周转率	0.90	0.47	0.79	0.79	0.83
固定资产	197	732	613	495	377	总资产周转率	0.64	0.44	0.74	0.76	0.82
资产总计	2577	9289	7607	9216	10285	偿债能力					
流动负债	1124	3194	602	1084	815	资产负债率	43.6%	49.4%	26.3%	26.9%	21.5%
短期借款	410	2328	0	0	0	流动比率	1.77	1.93	6.97	5.58	8.60
应付和预收款项	714	867	602	1084	815	速动比率	1.32	1.62	5.33	4.27	6.77
非流动负债	0	1395	1395	1395	1395	每股指标 (元)					
长期借款	0	1314	1314	1314	1314	EPS	0.15	0.33	0.37	0.46	0.55
负债合计	1124	4590	1997	2480	2210	每股净资产	0.60	1.93	2.30	2.76	3.31
股东权益	1452	4699	5609	6736	8074	每股经营现金流	0.25	0.93	-0.10	-0.34	1.04
股本	2306	2438	2438	2438	2438	每股经营现金/EPS	1.64	2.85	-0.26	-0.73	1.89
留存收益	733	1534	2445	3572	4910	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0	324	324	324	324	PE	67.82	31.68	27.83	22.48	18.93
负债和权益总计	2577	9289	7607	9216	10285	PEG	1.52	1.69	0.52	0.48	0.48
现金流量表					(百万)	PB	17.44	5.79	4.79	3.95	3.27
经营活动现金流	-147	-335	2089	-859	2476	EV/EBITDA	49.23	27.37	18.72	16.50	12.89
其中营运资本减少	-2123	2249	1042	1259	1471	EV/SALES	14.40	6.53	4.45	3.71	2.83
投资活动现金流	-294	-2478	68	68	68	EV/IC	17.66	4.56	4.99	3.61	3.77
其中资本支出	-121	380	0	0	0	ROIC/WACC	0.48	0.58	0.14	0.21	0.17
融资活动现金流	1054	5091	-2396	-26	-13	REP	36.66	7.81	35.97	17.53	22.67
净现金总变化	613	2280	-239	-817	2530						

资料来源：公司公告、长城证券研究所预测

研究员介绍及承诺

甄峰：首席中小市值研究员，2011年香港城市大学商学院管理科学博士毕业，研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化，6年证券研究经验，覆盖过中小市值（偏TMT），环保，交通运输等行业。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠：0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明：0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
佟骥：0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>