

均胜电子 (600699)

业绩增速无忧、产品布局优异

强烈推荐 (维持)

现价: 31.45 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	
大股东/持股	宁波均胜投资集团有限公司 /33.56%
实际控制人/持股	王剑峰/%
总股本(百万股)	949
流通 A 股(百万股)	689
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	298.55
流通 A 股市值(亿元)	216.81
每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	82.10

行情走势图



相关研究报告

- 《均胜电子*600699*兼并收购典范、深度布局智能驾驶》 2016-12-15
- 《均胜电子*600699*主业持续增长, KSS 订单饱满业绩无忧》 2016-10-28

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

曹群海 一般从业资格编号
S1060116080003
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

平安观点:

- KSS 订单饱满增速无忧、产品布局优异:** 2016 年公司收购 KSS, 布局汽车主动安全领域。KSS 是全球主被动安全系统供应商, 近五年收入复合增速维持在约 20%, 远超同行业竞争对手。公司已经进入特斯拉供应体系, 获得 Model X 安全带订单, Model 3 方向盘、安全气囊项目订单, 显示出强劲的产品质量和客户拓展能力。在手订单饱满, 预计 2016 年新项目订单 50 亿美元, 业绩增速可期。未来有望在高端品牌奥迪、宝马和日韩系品牌进一步取得突破, 且受益于高田事件, 客户市场有望进一步扩大。公司深化主动安全产品研发与客户拓展, 预计公司将继续加大在算法和摄像头技术方面的投入, 借助其庞大的客户群体和优质客户关系, 在产品端进一步延伸, 有望拓展新的整车厂客户, 打开成长空间。我们估计 KSS 未来两年利润复合增速有望维持在 20%以上。
- 普瑞业务进一步整合、打造新一代座舱电子。** 2015 年公司剥离华德塑料, 由功能件逐步转向高附加值内饰产品, 盈利能力得到进一步提升。德国普瑞近几年其盈利能力和毛利率持续提升, 客户市场不断扩大, 在国内和北美市场不断拓展, 拿到多家主机厂订单, 市占率持续提升, 成就全球人机交互领先供应商。公司 2016 年收购智能车载终端供应商 TS 德累斯顿, 进一步拓展人机交互内部软件领域, 打造座舱电子全产业链。
- BMS 产品优异、高增长势头不减。** 普瑞是宝马的 BMS (电池管理系统) 独家供应商, 技术水平领先全球。拓展了奔驰、特斯拉、中国南车、吉利、奇瑞等新客户, 与国内长安、北汽、长城、蔚来汽车等整车厂的合作也在全面推进, 预计能保持每年 50%以上的高增速。
- 盈利预测与投资建议:** KSS 和 TS 与均胜电子原有业务形成协同并且打造全产业链平台, 产品布局优异, 市占率有望提升, 向全球汽车电子第一梯队进军。预测 2016 年、2017 年、2018 年均胜电子 EPS 分别为 0.78、1.33、1.64 元, 对应 PE 分别为 40.2X、23.7X、19.2X, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示:** 1) 国内汽车市场景气度不及预期; 2) 汇率波动风险。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7077	8,083	17,620	26,991	31,387
YoY(%)	15.9	14.2	118.0	53.2	16.3
净利润(百万元)	347	400	742	1,259	1,557
YoY(%)	20.0	15.3	85.6	69.6	23.7
毛利率(%)	19.6	21.6	17.8	18.1	18.9
净利率(%)	4.9	4.9	4.2	4.7	5.0
ROE(%)	14.2	10.5	15.2	20.5	20.4
EPS(摊薄/元)	0.37	0.42	0.78	1.33	1.64
P/E(倍)	86.1	74.7	40.2	23.7	19.2
P/B(倍)	12.3	7.9	6.2	5.0	4.0

正文目录

一、 外延能力卓越、打造汽车智能化平台	4
二、 打造智能人机交互系统	5
三、 KSS 订单饱满、增速无忧，产品布局优异	6
四、 电池管理系统高增速	8
五、 风险提示	8

图表目录

图表 1	均胜电子产业布局	4
图表 2	均胜电子公司历史	5
图表 3	均胜电子人机交互产品系列 (HMI Human Machine Interface)	5
图表 4	2015 年普瑞全球收入构成	6
图表 5	普瑞主要客户结构	6
图表 6	普瑞销售收入高增长单位: 亿欧元.....	6
图表 7	KSS 主营产品: 主动安全、被动安全、特殊产品	7
图表 8	KSS 年复合增长率 20%单位: 百万美元.....	7
图表 9	2014 年汽车安全市场份额	7
图表 10	新能源汽车电子产品	8

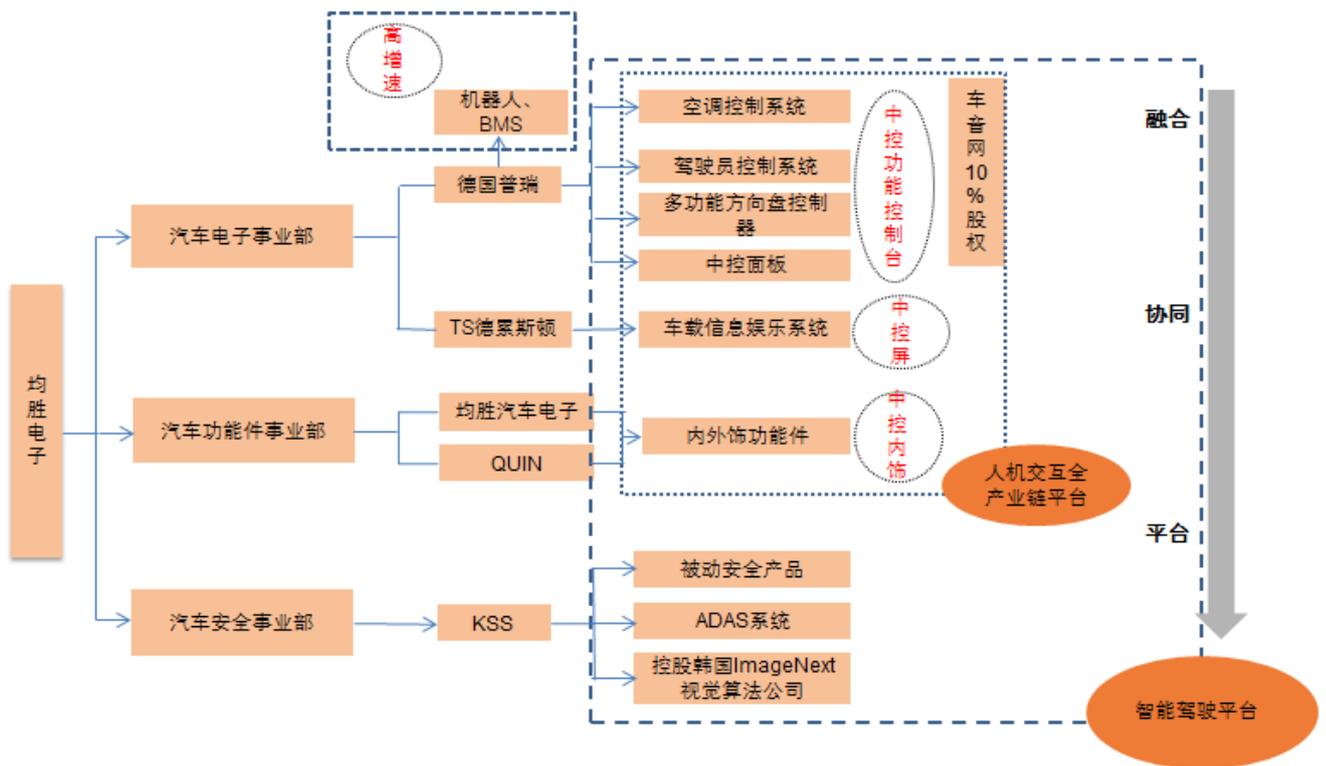
一、外延能力卓越、打造汽车智能化平台

均胜电子是一家全球化的汽车零部件顶级供应商，主要致力于智能驾驶系统、汽车安全系统、工业自动化及机器人、新能源汽车动力管理系统以及高端汽车功能件总成等的研发与制造。

公司通过收购德国普瑞、美国 KSS、德国 TS 德累斯顿等多家零部件企业，实现跨国并购整合，成功完成多业务全球化布局，形成以人机交互、无人驾驶为主线的多产业平台。新能源和工业自动化业务有望保持高增速，业绩进入收获期。

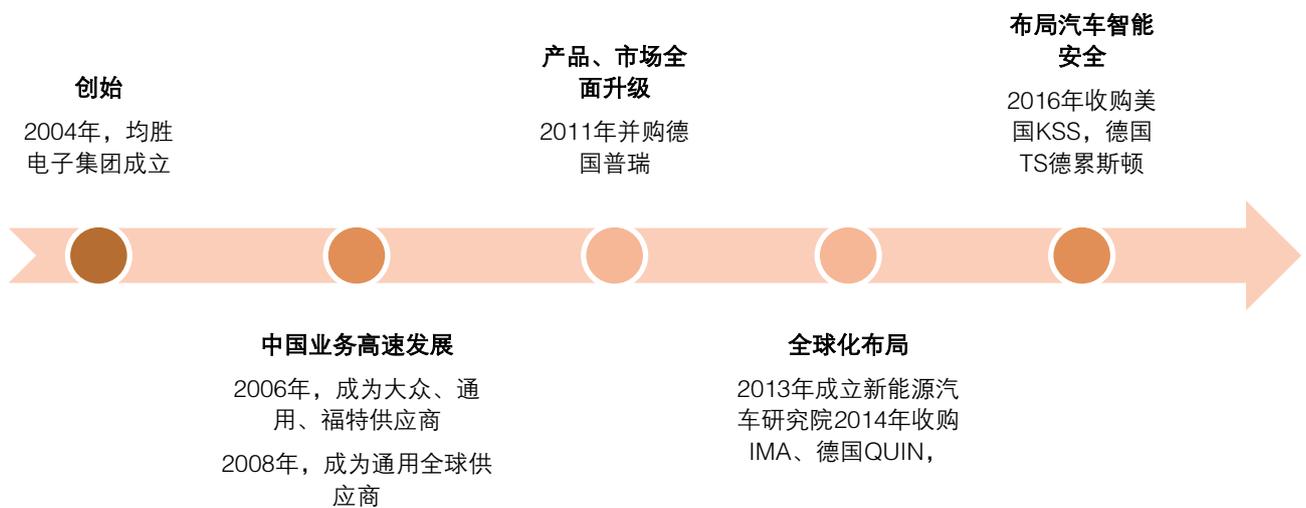
人机交互全产业链布局，智能驾驶平台雏形显现。公司通过收购 TS 德累斯顿，弥补了 HMI 车载终端系统的缺陷，打造了 HMI 全产业链，精准卡位未来集成式 HMI 的趋势，并且布局车联网领域，通过收购 KSS 切入智能驾驶传感层和决策层，在功能和软硬件体系与 HMI 形成产业协同效应，打造未来的智能驾驶大脑，契合智能驾驶平台化趋势。

图表1 均胜电子产业布局



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表2 均胜电子公司历史



资料来源: 公司网站

二、 打造智能人机交互系统

公司收购德国普瑞之后, 将汽车电子业务与公司传统业务融合, 继续打造智能化的人机交互系统, 并且持续拓展客户。

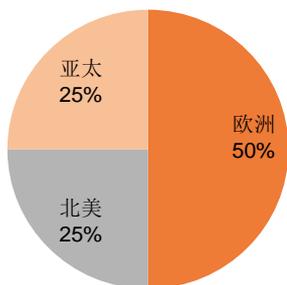
图表3 均胜电子人机交互产品系列 (HMI Human Machine Interface)



资料来源: 公司网站

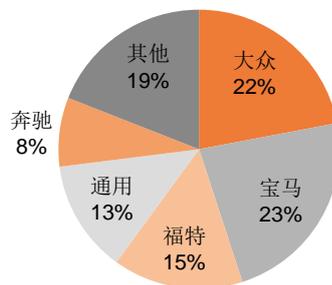
开拓中国市场、在手订单众多, 普瑞有望保持高增长。近年来, 全球汽车市场增速放缓, 但是德国普瑞依靠其领先同行业的技术水准, 大力拓展北美和中国市场, 在国内设立合资公司普瑞均胜, 先期以客户关系较好的德系车型为主, 后期也开始拓展福特、通用等美系厂商, 并且取得 3-5 年排期订单, 有望维持业绩高增速。

图表4 2015年普瑞全球收入构成



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

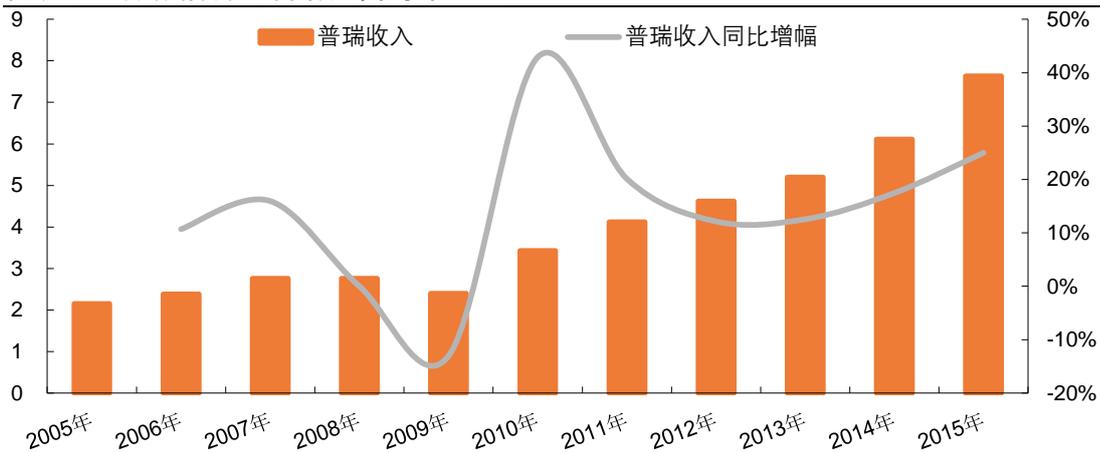
图表5 普瑞主要客户结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

公司整合能力卓越, 普瑞被收购后盈利能力得到显著提升。被收购前德国普瑞面临较高的财务杠杆, 资产负债率超过 80%; 而且其市场集中于欧洲、北美, 在汽车增速相对更高的新兴市场才刚刚起步。2005 到 2010 年德国普瑞收入复合增速 9.8%, 被均胜电子收购后, 普瑞的发展速度明显加快, 2010 年到 2015 年普瑞收入增幅明显提升, 复合增速升至 17.4%。

图表6 普瑞销售收入高增长单位: 亿欧元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

三、 KSS 订单饱满、增速无忧, 产品布局优异

公司于 2016 年 6 月 8 日完成对 KSS 的股权交割, KSS 为全球顶级汽车安全系统供应商, 主营业务为汽车安全系统, 主要包括被动安全和主动安全。

图表7 KSS 主营产品：主动安全、被动安全、特殊产品



主动安全

智能驾驶：自动驾驶辅助（ADAS）、紧急制动、360 度环绕视野技术
事故预防：车身防碰撞机构、车辆火灾保护系统、快速关闭装置
整合的主被动安全：电子安全带，触感电子方向盘，信息娱乐



被动安全

安全气囊：所有前面，侧面和所有车内保护气囊
气体发生器：火药、高压气体、混合型气体发生器
安全带：5 星级碰撞安全收紧器、气囊式安全带，一体化 BTS
方向盘：发热、木质方向盘，垂直一体化价值链



特殊产品

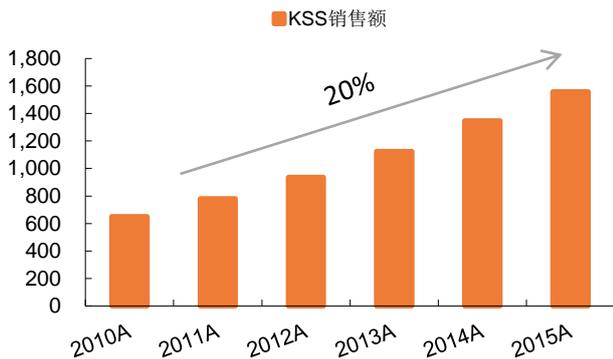
航空：市场上第一款里程碑式的安全气囊、充气式安全带
工业：创新型越野牵引器
个人保护：新型充气式安全头盔、坠车保护
高端产品：阿斯顿马丁/法拉利/玛莎拉蒂豪华品牌方向盘独家供应商，碳纤维内饰

资料来源:公司公告、平安证券研究所

国内安全气囊单车配套量有望从 2.5 个提升到 6 个。国内的单车安全气囊配置数量约为 2.5 个，而在欧洲安全气囊的单车数量为.5 个，美国的安全气囊单车配套数量为 6 个，随着安全气囊法规立法推进及消费者对安全配置的日益重视，我国的安全气囊市场单车配套量有较大提升空间，市场规模巨大。

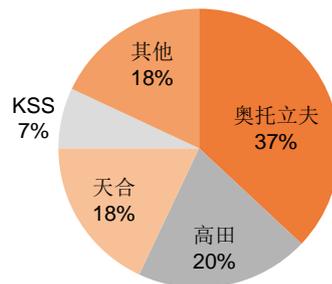
KSS 过去三年复合增速 20%，显著高于竞争对手。KSS 与奥托立夫、高田、天合同为四大汽车安全系统顶级供应商。受益于中国 SUV 市场的爆发性增长，与其他三家主要竞争厂商年复合 5% 的增长率相比，KSS 销售额年增长率达 20%，处于领先地位。

图表8 KSS 年复合增长率 20%单位：百万美元



资料来源:公司公告，平安证券研究所

图表9 2014 年汽车安全市场份额



资料来源:公司公告，平安证券研究所

绑定特斯拉，持续拓展优质客户。KSS 前六大客户配套大众、福特、克莱斯勒、现代、通用、上汽集团，各业务占比 10-15%之间，未来有望在**高端品牌奥迪、宝马和日韩系品牌取得突破**。公司已经进入特斯拉供应体系，获得 Model X 安全带订单，Model 3 方向盘、安全气囊项目订单，显示出强劲的产品质量和客户拓展能力，为进入主动安全和新能源汽车领域奠定先发优势。

布局 ADAS 产品，有望开拓国内市场。目前公司 ADAS 产品在全球有沃尔沃、雷诺、三星、双龙等丰富的客户资源，并且建立了美国、中国和韩国三大安全研究中心，公司不断加强在主动安全领域的投入，控股韩国视觉算法公司 Image Next，吸收在 ADAS 视觉算法技术能力，拓展国内市场。

四、 电池管理系统高增速

公司新能源汽车动力控制业务主要包括 BMS（电池管理系统）、CMS（电容管理系统）等，拥有电子控制单元、电压传感器等核心零部件研发能力。

普瑞 BMS 系统进入特斯拉以及国内厂商供应链。普瑞是宝马的电池管理系统的独家供应商，除给宝马独家供货外，并且已进入奔驰、特斯拉、中国南车、吉利、奇瑞等供应链，与国内长安、北汽、长城、蔚来汽车等整车厂的合作也在全面推进。

到 2020 年，全球电动车（包括混合型）年产量将达到 6 百万辆，为 2020 年轻型车产量的 5-6%，按 BMS 单套均价 5000 元计算，市场空间可达 300 亿。BMS 系统 2020 年国内市场规模有望达 180 亿元，年复合增长率 55%。

图表10 新能源汽车电子产品



资料来源:公司网站

五、 风险提示

- 1) 国内汽车市场景气度不及预期；
- 2) 汇率波动风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	6985	11800	13465	16554
现金	3425	2759	4227	4915
应收账款	1114	3537	3587	4697
其他应收款	186	469	533	632
预付账款	52	282	229	365
存货	1167	3512	3623	4599
其他流动资产	1042	1241	1266	1346
非流动资产	4424	7544	10322	10839
长期投资	31	58	84	110
固定资产	2460	5208	7717	8307
无形资产	936	978	1017	930
其他非流动资产	997	1301	1505	1491
资产总计	11409	19344	23788	27393
流动负债	5574	12453	15650	17966
短期借款	1773	5238	8543	9297
应付账款	1015	3589	3432	4659
其他流动负债	2786	3625	3676	4010
非流动负债	1859	1896	1891	1624
长期借款	973	1010	1004	737
其他非流动负债	886	886	886	886
负债合计	7433	14349	17540	19589
少数股东权益	182	199	218	250
股本	689	949	949	949
资本公积	2253	2253	2253	2253
留存收益	1357	2077	3275	4738
归属母公司股东权益	3794	4796	6029	7553
负债和股东权益	11409	19344	23788	27393

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	585	-482	2410	2630
净利润	417	759	1278	1589
折旧摊销	536	588	962	1238
财务费用	115	381	562	683
投资损失	-73	-18	-23	-29
营运资金变动	-400	-2191	-368	-850
其他经营现金流	-10	-1	-1	-1
投资活动现金流	-1843	-3689	-3715	-1725
资本支出	853	3094	2751	490
长期投资	-69	-26	-26	-26
其他投资现金流	-1059	-621	-990	-1261
筹资活动现金流	4147	41	-532	-971
短期借款	902	0	0	0
长期借款	645	37	-5	(267)
普通股增加	53	260	0	0
资本公积增加	1067	0	0	0
其他筹资现金流	1479	-256	-526	-704
现金净增加额	2870	-4130	-1837	-66

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8083	17620	26991	31387
营业成本	6333	14492	22096	25461
营业税金及附加	10	22	34	40
营业费用	378	352	486	628
管理费用	784	1410	2159	2511
财务费用	115	381	562	683
资产减值损失	20	21	32	38
公允价值变动收益	0	1	1	1
投资净收益	73	18	23	29
营业利润	516	960	1645	2056
营业外收入	50	29	32	38
营业外支出	7	7	5	6
利润总额	559	984	1672	2088
所得税	142	225	394	499
净利润	417	759	1278	1589
少数股东损益	17	17	19	32
归属母公司净利润	400	742	1259	1557
EBITDA	1164	1724	2979	3758
EPS (元)	0.42	0.78	1.33	1.64

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	14.2	118.0	53.2	16.3
营业利润(%)	21.6	86.2	71.3	25.0
归属于母公司净利润(%)	15.3	85.6	69.6	23.7
获利能力				
毛利率(%)	21.6	17.8	18.1	18.9
净利率(%)	4.9	4.2	4.7	5.0
ROE(%)	10.5	15.2	20.5	20.4
ROIC(%)	6.5	7.4	9.4	10.4
偿债能力				
资产负债率(%)	65.1	74.2	73.7	71.5
净负债比率(%)	-13.9	74.9	90.2	69.8
流动比率	1.3	0.9	0.9	0.9
速动比率	1.0	0.7	0.6	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.1	1.3	1.2
应收账款周转率	7.6	7.6	7.6	7.6
应付账款周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.78	1.33	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	-0.51	2.54	2.77
每股净资产(最新摊薄)	4.00	5.05	6.35	7.96
估值比率				
P/E	74.7	40.2	23.7	19.2
P/B	7.9	6.2	5.0	4.0
EV/EBITDA	25.8	19.9	12.2	9.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033