

均胜电子 (600699.SH) 汽车零配件行业

评级：买入维持评级

公司研究

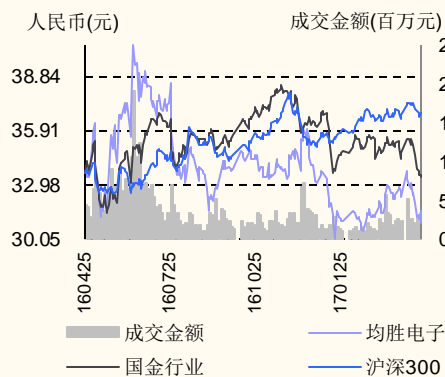
市场价格 (人民币): 30.96 元

目标价格 (人民币): 36.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	689.37
总市值(百万元)	29,389.99
年内股价最高最低(元)	40.50/30.05
沪深 300 指数	3466.79
上证指数	3173.15



业绩略低于预期，订单充裕未来业绩较快增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.580	0.658	1.059	1.250	1.489
每股净资产(元)	5.50	13.38	14.44	15.69	17.18
每股经营性现金流(元)	0.82	0.70	1.43	2.57	3.01
市盈率(倍)	53.88	50.28	29.41	24.91	20.91
行业优化市盈率(倍)	12.86	12.86	12.86	12.86	12.86
净利润增长率(%)	15.27%	13.46%	121.49%	18.07%	19.12%
净资产收益率(%)	10.54%	3.57%	7.33%	7.97%	8.67%
总股本(百万股)	689.37	689.37	949.29	949.29	949.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件阐述

公司发布 2016 年年报、2017 年一季度业绩预告。2016 年公司实现营业收入 185.52 亿元，同比增长 129.54%，归属于上市公司股东的净利润为 4.54 亿元，同比增长 13.46%，业绩略低于预期。公司预计 2017 年一季度实现归属于上市公司股东的净利润同比增长 70%~80%，即 2.05 亿元~2.17 亿元。

投资逻辑

- KSS 和 PCC 业绩小幅不及预期，影响当期利润。假设 KSS 和 PCC 业务全年并表，归母净利润为 5.94 亿元，略低于公司全年预测的 6.6 亿元。2016 年 KSS 实现归属于母公司股东净利润 3.78 亿元，与公司前期预测的 4.38 亿元存在一定差异，主要源于：并购交易而产生在本公司层面额外成本费用，以及控股股东变更所触发的 KSS 长期贷款再融资所发的融资成本费用；KSS 在墨西哥地区有 6 家主要生产制造基地大量依靠比索结算，墨西哥比索兑美元 2016 年贬值 17%，对 KSS 汇兑损失费用造成较大影响。
- KSS 订单充裕，未来业绩有保障。KSS 在 2016 年获得了近 50 亿美元新增订单，新客户开拓效果明显，成为特斯拉的供应商，进入日系客户（铃木、日产雷诺），国内除了原有上汽、长安外，新拓展了广汽、北汽等自主品牌，保障了 KSS 业绩未来较快增长。另外，KSS 在主动安全领域新获订单超过 1.2 亿美元，智能驾驶业务值得关注。
- 原有业务稳健增长，拟剥离智能制造业务。不考虑 KSS 和 PCC 业务并表，公司原有业务实现营业收入 91 亿元，同比增长 13%。其中，人机交互、新能源汽车电子、功能件、智能制造分别实现营业收入 51 亿元、4.43 亿元、24.50 亿元、7.57 亿元，同比变化+14%、+49%、-1.73%、+36%。公司智能制造业务由于受并购 KSS 影响，其主要客户对该项业务的同业竞争表达了担忧，如博世、大陆、采埃孚等希望公司工业机器人业务能够更加独立运营，为此，公司拟剥离智能制造业务，保障公司长期利益。

投资建议

- 公司在无人驾驶、新能源汽车电子深度布局，技术全球领先，将通过外延+整合向国际化零部件巨头迈进，发展空间大，成长性好。预计 2017~2019 年净利润分别为 10.05 亿元、11.86 亿元、14.13 亿元，EPS 分别为 1.06 元、1.25 元、1.49 元，首次覆盖给予买入评级，6 个月目标价 36 元。

风险

- 全球汽车行业产销增速不及预期，公司拓展业务发展不及预期。

刘洋 联系人
yang_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人
songweijian@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1、内生外延，业绩持续高增长.....	3
2、打造核心技术提供商，向国际零部件巨头迈进.....	4
3、KSS 订单充裕，保障未来业绩较快增长.....	5
4、投资建议与估值.....	6
5、风险提示.....	6

图表目录

图表 1：均胜电子目前覆盖的主要产品系列.....	3
图表 2：公司各项业务收入构成.....	3
图表 3：公司营收 2012~2016 年 CAGR 为 36%.....	4
图表 4：公司净利润 2012~2016 年 CAGR 为 21%.....	4
图表 5：公司海外业务占比超过 2/3.....	5
图表 6：公司海外业务持续快速增长.....	5
图表 7：KSS 在 2010~2014 年间的 CAGR 达 20%，远高于行业平均水平.....	5
图表 8：公司在汽车安全领域 2014 年全球市场份额约 7%.....	5

1、内生外延，业绩持续高增长

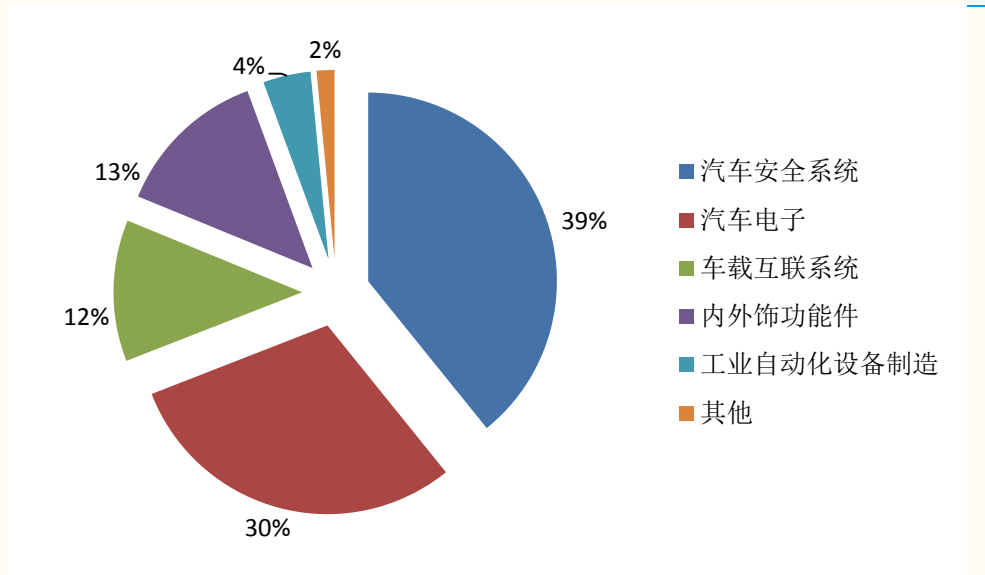
- 公司主要产品已覆盖与驾驶有关的四大领域，即：人机交互（HMI），行车安全（主、被动安全），影音娱乐（Infotainment）和车载互联（Connectivity），并在全球处于主流和领先水平。2016年，公司完成了对KSS和TS汽车电子事业部的并购，帮助其进行全球扩张、增加新的产能和整合提高运营效率，2016年获得新增订单近50亿美元，将于2018年下半年开始交付，其中包括日、韩客户，还有明星企业的知名项目。考虑KSS和TS全年并表，均胜2016年营收已超过200亿元，全球员工超过2万名，跻身全球前100大汽车供应商。

图表 1：均胜电子目前覆盖的主要产品系列



来源：公司公告，国金证券研究所

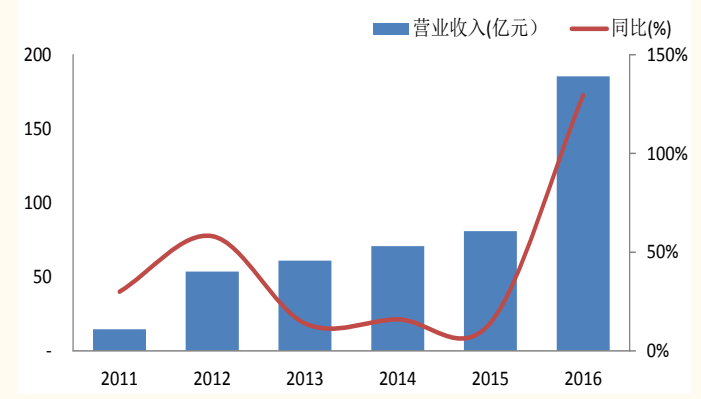
图表 2：公司各项业务收入构成



来源：wind，国金证券研究所

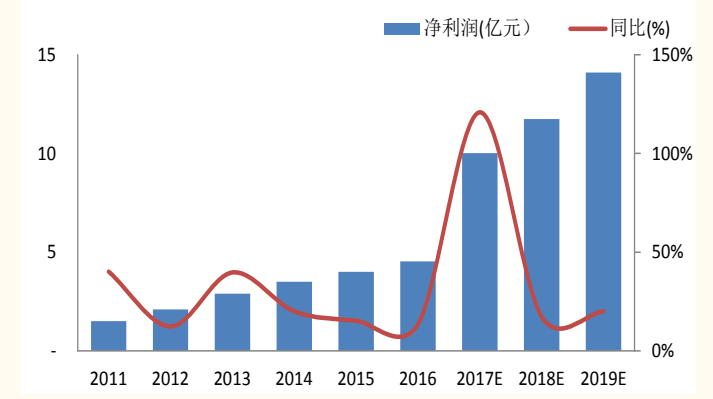
- 公司营收、净利润保持较快增长。2012~2016 年公司营收、净利润 CAGR 分别为 36%、21%，其中，2016 年营收、净利润增速分别为 130%、13%。不考虑 KSS 和 PCC 业务并表，公司原有业务实现营收 91 亿元，同比增长 13%。其中，人机交互、新能源汽车电子、功能件、智能制造分别实现营收 51 亿元、4.43 亿元、24.50 亿元、7.57 亿元，同比变化+14%、+49%、-1.73%、+36%，实现了较快增长。

图表 3：公司营收 2012~2016 年 CAGR 为 36%



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司净利润 2012~2016 年 CAGR 为 21%

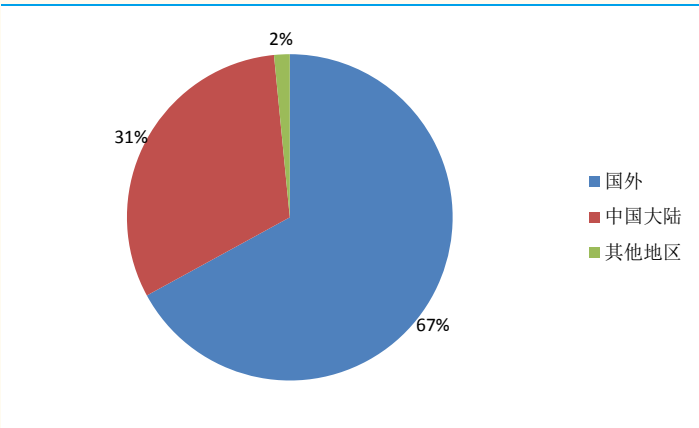


来源：wind，国金证券研究所

2、打造核心技术提供商，向国际零部件巨头迈进

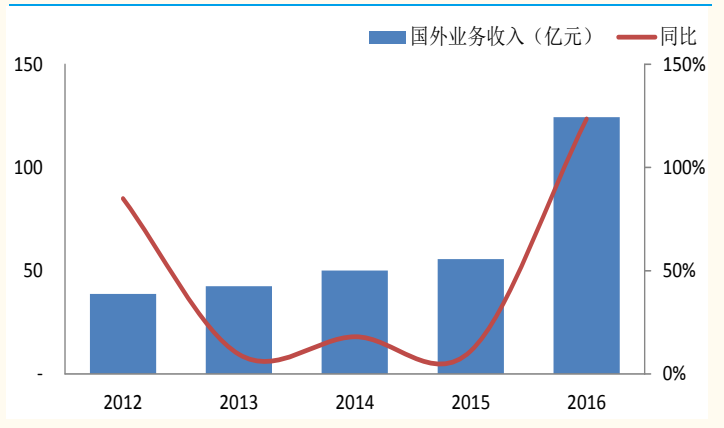
- 无人驾驶作为汽车行业发展大趋势，市场空间万亿。布局无人驾驶的企业数量快速增加，但大部分企业基于资金实力与技术储备相对薄弱，倾向于在某一细分领域持续研发。公司则通过并购全球汽车安全领域领先企业 KSS，获取行车安全相关的丰富数据以及众多无人驾驶产品，通过并购 TS 获取拓展自动驾驶领域的关键软件技术，同时结合子公司德国普瑞在驾驶控制系统领域的硬件研发制造能力，使公司拥有开发感知系统、决策系统、执行系统的丰富数据与软硬件研制能力，可围绕无人驾驶开发多个产品，并具备总成能力。目前公司与沃尔沃、雷诺等共同开发主动安全系统，并已实现商业量产。基于公司新一代高级辅助驾驶系统（第三级）与新一代 HMI 系统的整车已开始商业交通环境下的自动驾驶测试，有望在 2018 年前后进入商业量产。公司新能源汽车电子全球领先，BMS（电池管理系统）独家供货宝马 i 系列，并拓展了特斯拉、奔驰、吉利、奇瑞等国内外大客户，有望凭借核心技术实现快速增长。
- 向国际零部件巨头迈进，成长性好，发展空间大。公司在欧洲、北美、亚洲等汽车主要制造大国深度布局，海外业务占比超 2/3，随着被收购公司 KSS 和 TS 并表，海外业务占比将持续提升。公司各项业务成长性好。汽车电子业务受益全球汽车电子渗透率提升；主动安全产品逐步量产，被动安全业务受高田召回事件利好影响订单饱满，发展快速；新能源汽车受益行业迅猛发展有望翻倍式增长。我们认为，公司业务多元，全球拓展，是站在汽车行业技术制高点的全球化企业，成长性好，与国际零部件巨头相比，营收和利润与之相差 10 倍，发展空间大。

图表 5：公司海外业务占比超过 2/3



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：公司海外业务持续快速增长

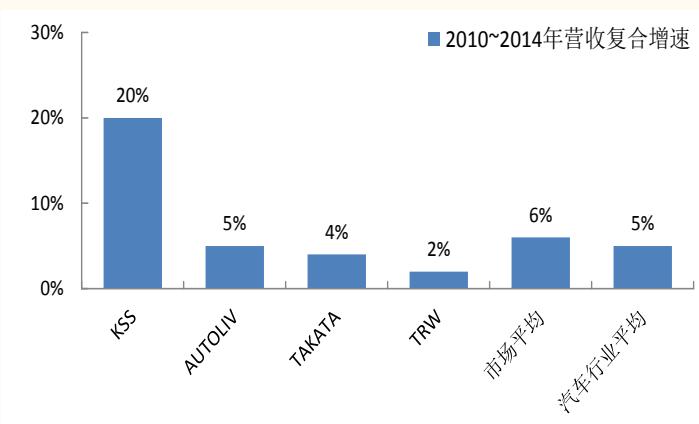


来源：wind，国金证券研究所

3、KSS 订单充裕，保障未来业绩较快增长

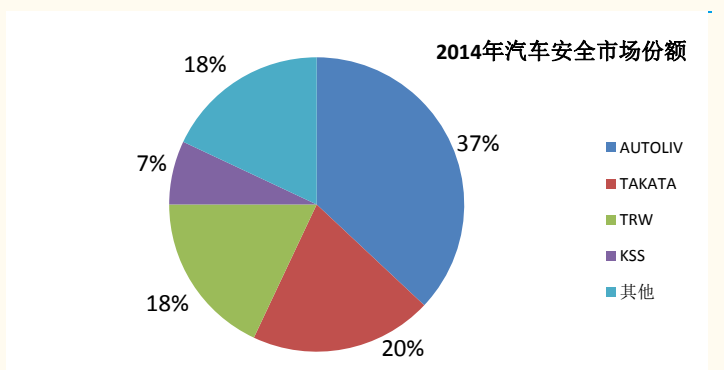
- 过去 5 年快速增长，增速高于行业主要竞争者。KSS 在 2010~2014 年营收复合增速达到 20%，高于市场平均 6% 的增速，且远高于行业汽车行业平均 5% 的增速，显示 KSS 在全球市场领先的竞争实力。我们认为，随着消费者对汽车智能、安全要求的持续提升，汽车安全市场将持续较快增长。另外，高田作为 2014 年全球第二大汽车安全系统厂商，在召回事件影响下，市场份额预计将被同行逐步蚕食，KSS 有望获得更快发展。
- 高田事件影响严重，KSS 迎发展机遇。高田是全球第二大安全气囊生产商，主要为日系品牌配套，2014 年全球市占率达 20%。但由于质量问题，自 2008 年开始高田气囊多次被召回，根据盖世汽车网数据，目前，高田安全气囊在全球范围内已经至少致死 14 人，150 多人致伤，超过 1.2 亿辆汽车被迫召回。高田事件对其销量及品牌造成了严重打击。我们认为，高田事件影响严重，造成行业洗牌，其份额将被 Autoliv、KSS 等巨头蚕食。
- KSS 订单充裕，未来业绩有保障。KSS 在 2016 年获得了近 50 亿美元新增订单，新客户开拓效果明显，成为特斯拉的供应商，进入日系客户（铃木、日产雷诺），国内除了原有上汽、长安外，新拓展了广汽、北汽等自主品牌，保障了 KSS 业绩未来较快增长。另外，KSS 在主动安全领域新获订单超过 1.2 亿美元，智能驾驶业务值得关注。

图表 7：KSS 在 2010~2014 年间的 CAGR 达 20%，远高于行业平均水平



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司在汽车安全领域 2014 年全球市场份额约 7%



来源：公司公告，国金证券研究所

4、投资建议与估值

- 公司在无人驾驶、新能源汽车电子深度布局，技术全球领先，将通过外延+整合向国际化零部件巨头迈进，发展空间大，成长性好。预计 2017~2019 年净利润分别为 10.05 亿元、11.86 亿元、14.13 亿元，EPS 分别为 1.06 元、1.25 元、1.49 元，首次覆盖给予买入评级，6 个月目标价 36 元。

5、风险提示

- 全球汽车行业产销增速不及预期。
- 公司拓展业务发展不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,077	8,083	18,552	33,484	38,502	44,206	货币资金	558	3,425	9,191	7,000	10,000	12,000
增长率		14.2%	129.5%	80.5%	15.0%	14.8%	应收账款	1,216	1,411	5,655	10,284	11,825	13,577
主营业务成本	-5,692	-6,333	-15,056	-27,548	-31,647	-36,099	存货	878	1,167	3,004	4,906	5,636	6,429
%销售收入	80.4%	78.4%	81.2%	82.3%	82.2%	81.7%	其他流动资产	137	983	906	565	572	652
毛利	1,385	1,750	3,497	5,935	6,855	8,107	流动资产	2,789	6,985	18,755	22,754	28,032	32,657
%销售收入	19.6%	21.6%	18.8%	17.7%	17.8%	18.3%	%总资产	44.6%	61.2%	50.4%	57.1%	63.9%	68.3%
营业税金及附加	-10	-10	-27	-47	-54	-62	长期投资	16	91	256	257	256	256
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	2,439	2,921	6,650	6,534	5,558	5,148
营业费用	-243	-378	-468	-770	-1,040	-1,105	%总资产	39.0%	25.6%	17.9%	16.4%	12.7%	10.8%
%销售收入	3.4%	4.7%	2.5%	2.3%	2.7%	2.5%	无形资产	927	1,271	10,402	9,004	8,691	8,429
管理费用	-635	-784	-1,737	-3,114	-3,696	-4,177	非流动资产	3,471	4,424	18,466	17,105	15,815	15,143
%销售收入	9.0%	9.7%	9.4%	9.3%	9.6%	9.5%	%总资产	55.4%	38.8%	49.6%	42.9%	36.1%	31.7%
息税前利润 (EBIT)	497	578	1,265	2,004	2,065	2,763	资产总计	6,259	11,409	37,221	39,859	43,848	47,800
%销售收入	7.0%	7.1%	6.8%	6.0%	5.4%	6.2%	短期借款	897	1,900	4,332	5,282	7,498	8,973
财务费用	-63	-115	-510	-546	-655	-755	应付账款	1,270	1,328	5,030	8,944	10,282	11,728
%销售收入	0.9%	1.4%	2.8%	1.6%	1.7%	1.7%	其他流动负债	455	2,346	2,580	3,129	3,327	3,624
资产减值损失	-12	-20	-13	0	0	0	流动负债	2,622	5,574	11,943	17,354	21,107	24,324
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	长期贷款	328	574	9,113	5,113	4,113	3,113
投资收益	1	73	19	20	20	20	其他长期负债	839	1,285	2,329	2,279	2,279	2,279
%税前利润	0.1%	13.1%	2.3%	1.3%	1.4%	1.0%	负债	3,789	7,433	23,386	24,747	27,500	29,717
营业利润	424	516	760	1,479	1,431	2,028	普通股股东权益	2,420	3,794	12,703	13,708	14,895	16,308
营业利润率	6.0%	6.4%	4.1%	4.4%	3.7%	4.6%	少数股东权益	50	182	1,141	1,413	1,463	1,785
营业外收支	34	43	50	50	50	50	负债股东权益合计	6,259	11,409	37,231	39,869	43,857	47,810
税前利润	459	559	809	1,529	1,481	2,078	比率分析						
利润率	6.5%	6.9%	4.4%	4.6%	3.8%	4.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-109	-142	-134	-252	-244	-343	每股指标						
所得税率	23.8%	25.4%	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%	每股收益	0.545	0.580	0.658	1.059	1.250	1.489
净利润	350	417	675	1,277	1,236	1,735	每股净资产	3.805	5.504	13.382	14.441	15.690	17.179
少数股东损益	3	17	222	272	50	322	每股经营现金净流	1.150	0.825	0.697	1.428	2.570	3.007
归属于母公司的净利润	347	400	454	1,005	1,186	1,413	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.9%	4.9%	2.4%	3.0%	3.1%	3.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.33%	10.54%	3.57%	7.33%	7.97%	8.67%
净利润	350	417	675	1,277	1,236	1,735	总资产收益率	5.54%	3.50%	1.22%	2.52%	2.71%	2.96%
少数股东损益	3	17	222	272	50	322	投入资本收益率	9.45%	5.98%	3.70%	6.26%	5.91%	7.35%
非现金支出	480	539	1,050	1,391	1,392	1,377	增长率						
非经营收益	33	12	231	405	552	624	主营业务收入增长率	15.95%	14.21%	129.54%	80.48%	14.99%	14.81%
营运资金变动	-131	-400	-1,295	-1,717	-742	-881	EBIT增长率	6.91%	16.09%	119.01%	58.47%	3.04%	33.77%
经营活动现金净流	731	569	661	1,356	2,439	2,855	净利润增长率	20.03%	15.27%	13.46%	121.49%	18.07%	19.12%
资本开支	-742	-835	-2,005	170	-53	-655	总资产增长率	8.93%	82.28%	226.32%	7.09%	10.01%	9.01%
投资	-101	-93	-7,483	-1	0	0	资产管理能力						
其他	-1	-915	465	20	20	20	应收账款周转天数	47.7	48.2	54.3	88.0	88.0	88.0
投资活动现金净流	-844	-1,843	-9,023	189	-33	-635	存货周转天数	55.3	58.9	50.6	65.0	65.0	65.0
股权募资	1	1,147	8,250	0	0	0	应付账款周转天数	60.3	58.0	64.5	100.0	100.0	100.0
债权募资	207	3,171	8,208	-3,092	1,216	474	固定资产周转天数	109.3	111.1	109.7	58.4	39.7	29.5
其他	65	-191	-2,402	-643	-622	-694	偿债能力						
筹资活动现金净流	274	4,127	14,055	-3,735	594	-219	净负债/股东权益	26.69%	-13.88%	33.62%	25.10%	12.29%	2.68%
现金净流量	161	2,853	5,693	-2,191	3,000	2,000	EBIT利息保障倍数	7.9	5.0	2.5	3.7	3.2	3.7
							资产负债率	60.54%	65.15%	62.81%	62.07%	62.70%	62.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	22
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.19

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7BD