

均胜电子 (600699)

证券研究报告

2017年04月25日

汽车电子龙头整合持续进行

事件:

公司发布一季报: 1Q17 营收增长 203%达到 65 亿元, 归母净利增长 72%达到 2.1 亿元, 加权平均 ROE 同比减少 1.5pp 为 1.6%。

点评:

营收增长较符合预期, 净利增速低于营收主要受毛利率和并购贷款利息等影响。 1Q17 公司营收增长 203%达到 65 亿元, 在受德系车销售偏弱的影响之下, 比较符合预期。由于去年二季度以来公司将新收购的毛利率相对主业较低的 KSS 和 TS (现改名为 PCC) 并表, 综合毛利率有所下滑, 分季度来看 1Q16-1Q17 分别为 21.6%、19.8%、20.7%、15.9%、18.6%, 其中 1Q17 虽较 1Q16 下降明显, 但相较于 4Q16 已有明显提高。随整合推进、均胜管理的全面渗透, 我们预计 KSS 和 PCC 的毛利率还有改善空间, 2016 全年 PCC 的毛利率就较 1H16 提升了 3pp。此外公司 1Q17 大致还了并购贷款的利息支出 0.15-0.20 亿元, 公允价值溢价的继续摊销 (大约 0.25 亿元/季度), 也对净利润造成了影响。

凭借 KSS 和 PCC 再度启航将加速落实公司智能驾驶+汽车电子战略。 公司先后成功收购 PREH、IMA、和 QUIN, 国际并购整合能力强; 2016 年定增收购的 KSS 与 PCC 补足公司在主被动安全和导航车载领域的空缺, 与原有 HMI 等产品具备协同效应。公司通过多次海外并购, 拥有先进产品技术和全球性资源。从 2017 年开始, 公司工作重心将落地在对 KSS 和 PCC 的持续整合上, 并继续展开环视、前视、内视等前沿技术的开发、设立保险公司将车辆数据与金融服务结合, 推动公司整体智能驾驶+汽车电子战略的落地。

看好公司四大产品系共增长。 在研发方面, 公司预计 2017 年将招募 300 名相关人员, 到年底将在全球形成 7 大研发中心 2,400 名研发和工程技术人员。具体业务来看, 1) 智能驾驶产品: 公司 HMI 产品将结合 KSS 主被动安全技术与 PCC 智能驾驶模块, 在均胜智能车联的平台上, 有望提供智能汽车模块化产品; 2) 高端功能件总成: 并购 Quin, 定位高端化、全球化; 3) 新能源管理业务: BMS 已为宝马新能源汽车 i3、i8 配套, 并在国内实现客户突破, 伴随国内新能源汽车行业增长, 将逐步开拓国内客户实现增长; 同时公司无线充电业务已开始在欧洲小批供货, 对接高通 Halo 技术前景较好; 4) 工业自动化及机器人: 通过德国普瑞的技术、产品与市场, 不断开拓海内外客户。

投资建议:

公司通过全球并购打造汽车电子+智能汽车的全球顶级供应商, 收购完善汽车安全、智能驾驶、车联网等领域的布局。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.18、1.34 元, 对应 PE 分别为 26、23 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 汽车销量不如预期; 开拓国内市场不如预期; 海外整合不如预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,082.53	18,552.41	21,366.81	24,685.08	28,970.40
增长率(%)	14.21	129.54	15.17	15.53	17.36
EBITDA(百万元)	1,150.06	2,306.90	2,280.27	2,590.15	3,041.46
净利润(百万元)	399.86	453.69	1,124.61	1,248.79	1,399.40
增长率(%)	15.27	13.46	147.88	11.04	12.06
EPS(元/股)	0.42	0.48	1.18	1.34	1.56
市盈率(P/E)	73.41	64.70	26.10	23.13	19.88
市净率(P/B)	7.74	2.31	2.10	1.93	1.76
市销率(P/S)	3.63	1.58	1.37	1.17	0.96
EV/EBITDA	18.21	15.55	13.65	11.82	8.70

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	30.92 元
目标价格	40 元
上次目标价	40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	949.29
流通 A 股股本(百万股)	689.37
A 股总市值(百万元)	29,352.02
流通 A 股市值(百万元)	21,315.31
每股净资产(元)	18.43
资产负债率(%)	62.82
一年内最高/最低(元)	40.87/29.00

作者

崔琰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	
娄周鑫	联系人
louzhouxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《均胜电子-公司点评:2016 完成重大转型 2017 持续整合再次启航》2017-04-17
- 《均胜电子-公司点评:非公开发行获批 加速打造汽车电子龙头》2016-12-12
- 《均胜电子-季报点评:业绩表现符合预期 打造全球汽车电子龙头》2016-10-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,424.56	9,191.00	1,709.34	1,974.81	3,804.95
应收账款	1,299.34	4,902.46	1,656.85	4,725.77	2,764.87
预付账款	51.73	283.94	144.83	329.56	223.29
存货	1,167.40	3,003.63	2,204.39	3,796.26	3,249.08
其他	1,042.15	1,385.69	730.12	1,462.10	985.32
流动资产合计	6,985.18	18,766.71	6,445.53	12,288.49	11,027.51
长期股权投资	31.29	117.09	117.09	117.09	117.09
固定资产	2,459.68	5,578.17	5,885.38	6,028.27	6,059.57
在建工程	461.58	1,072.10	679.26	455.56	303.33
无形资产	936.17	2,895.44	2,362.20	1,828.95	1,295.71
其他	535.49	8,803.05	8,093.59	8,204.13	8,342.80
非流动资产合计	4,424.21	18,465.86	17,137.52	16,634.01	16,118.50
资产总计	11,409.39	37,232.57	23,583.05	28,922.49	27,146.02
短期借款	1,772.58	3,625.48	2,245.69	1,994.51	0.00
应付账款	1,083.23	4,737.67	1,645.98	5,494.17	3,076.35
其他	2,718.01	3,581.78	2,928.26	2,959.69	3,694.00
流动负债合计	5,573.83	11,944.92	6,819.93	10,448.36	6,770.35
长期借款	573.74	9,113.49	0.00	0.00	0.00
应付债券	399.18	399.41	266.20	354.93	340.18
其他	886.24	1,930.00	1,218.55	1,344.93	1,497.83
非流动负债合计	1,859.16	11,442.90	1,484.75	1,699.86	1,838.01
负债合计	7,432.99	23,387.82	8,304.68	12,148.22	8,608.36
少数股东权益	182.17	1,141.34	1,303.23	1,550.33	1,914.32
股本	689.37	949.29	949.29	949.29	949.29
资本公积	2,253.31	10,111.84	10,111.84	10,111.84	10,111.84
留存收益	3,610.03	11,901.25	13,025.86	14,274.65	15,674.05
其他	(2,758.48)	(10,258.98)	(10,111.84)	(10,111.84)	(10,111.84)
股东权益合计	3,976.40	13,844.75	15,278.38	16,774.27	18,537.66
负债和股东权益总	11,409.39	37,232.57	23,583.05	28,922.49	27,146.02

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	417.18	675.36	1,124.61	1,248.79	1,399.40
折旧摊销	535.74	1,049.30	678.87	694.06	704.17
财务费用	132.24	510.74	96.57	139.62	259.66
投资损失	(73.25)	(18.52)	(42.50)	(41.80)	(43.80)
营运资金变动	584.69	(735.80)	1,514.90	(1,770.45)	1,339.94
其它	(1,011.45)	(807.39)	164.55	245.33	364.28
经营活动现金流	585.16	673.69	3,537.00	515.54	4,023.64
资本支出	1,312.17	12,931.29	771.45	(46.38)	(102.90)
长期投资	26.37	85.80	0.00	0.00	0.00
其他	(3,181.27)	(22,040.31)	(794.27)	11.73	96.10
投资活动现金流	(1,842.73)	(9,023.21)	(22.83)	(34.65)	(6.79)
债权融资	2,872.53	13,845.31	2,798.91	2,723.10	796.05
股权融资	928.94	7,966.13	50.56	(139.62)	(259.66)
其他	345.18	(7,789.15)	(13,845.31)	(2,798.91)	(2,723.10)
筹资活动现金流	4,146.64	14,022.29	(10,995.83)	(215.44)	(2,186.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,889.07	5,672.76	(7,481.66)	265.46	1,830.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,082.53	18,552.41	21,366.81	24,685.08	28,970.40
营业成本	6,332.88	15,055.79	17,307.12	19,982.57	23,422.57
营业税金及附加	9.79	26.74	32.05	37.03	42.89
营业费用	378.30	468.04	534.17	592.44	666.32
管理费用	784.01	1,736.96	1,923.01	2,196.97	2,520.43
财务费用	115.08	510.35	96.57	139.62	259.66
资产减值损失	20.00	13.35	14.23	20.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	2.66	(1.78)	0.30
投资净收益	73.25	18.52	42.50	41.80	43.80
其他	(146.49)	(37.03)	(90.33)	(80.05)	(88.19)
营业利润	515.72	759.69	1,504.82	1,756.47	2,077.64
营业外收入	50.26	57.57	52.31	52.99	54.29
营业外支出	7.04	7.77	7.14	7.18	7.36
利润总额	558.95	809.49	1,549.99	1,802.28	2,124.56
所得税	141.77	134.13	263.50	306.39	361.18
净利润	417.18	675.36	1,286.49	1,495.90	1,763.39
少数股东损益	17.32	221.66	161.88	247.10	363.99
归属于母公司净利润	399.86	453.69	1,124.61	1,248.79	1,399.40
每股收益(元)	0.42	0.48	1.18	1.34	1.56

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.21%	129.54%	15.17%	15.53%	17.36%
营业利润	21.55%	47.31%	98.08%	16.72%	18.28%
归属于母公司净利润	15.27%	13.46%	147.88%	11.04%	12.06%
获利能力					
毛利率	21.65%	18.85%	19.00%	19.05%	19.15%
净利率	4.95%	2.45%	5.26%	5.06%	4.83%
ROE	10.54%	3.57%	8.05%	8.20%	8.42%
ROIC	15.63%	33.18%	7.74%	10.00%	11.56%
偿债能力					
资产负债率	65.15%	62.82%	35.21%	42.00%	31.71%
净负债率	50.45%	8.20%	2.30%	22.63%	40.19%
流动比率	1.25	1.57	0.95	1.18	1.63
速动比率	1.04	1.32	0.62	0.81	1.15
营运能力					
应收账款周转率	6.64	5.98	6.51	7.74	7.74
存货周转率	7.90	8.90	8.21	8.23	8.22
总资产周转率	0.91	0.76	0.70	0.94	1.03
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.48	1.18	1.34	1.56
每股经营现金流	0.62	0.71	3.73	0.47	4.20
每股净资产	4.00	13.38	14.72	16.06	17.61
估值比率					
市盈率	73.41	64.70	26.10	23.13	19.88
市净率	7.74	2.31	2.10	1.93	1.76
EV/EBITDA	18.21	15.55	13.65	11.82	8.70
EV/EBIT	33.20	28.25	19.43	16.07	11.20

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com