

关注高田安全系统业务与公司的融合

——均胜电子（600699）中报点评

2018年08月28日

强烈推荐/首次

均胜电子

财报点评

| | | |
|-----|--------------------|-----------------------|
| 杨若木 | 分析师 | 执业证书编号：S1480510120014 |
| | yangrm@dxzq.net.cn | 010-66554032 |

事件：

收购的高田汽车安全业务已并表。公司上半年营收 226.3 亿元，同比增长 72.9%；归母净利润 8.2 亿元，同比增长 33.39%，扣非净利润同比亦大增 23.87%。公司上半年毛利率 15.13%，比去年同期降 2.99%；净利润率 4.17%，比去年同期降 1.91%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|
| 营业收入（百万元） | 6820.81 | 6526.28 | 6564.42 | 6320.88 | 7194.02 | 6984.88 | 15649.06 |
| 增长率（%） | 230.25% | 202.70% | 72.99% | 9.34% | 5.47% | 7.03% | 138.39% |
| 毛利率（%） | 15.93% | 18.59% | 17.66% | 15.14% | 14.33% | 17.14% | 14.23% |
| 期间费用率（%） | 13.12% | 13.32% | 14.04% | 12.81% | 16.95% | 15.39% | 13.03% |
| 营业利润率（%） | 2.10% | 5.41% | 9.35% | 5.69% | -3.88% | 2.02% | 0.78% |
| 净利润（百万元） | 169.91 | 305.26 | 490.10 | 336.55 | -389.28 | 120.52 | 823.38 |
| 增长率（%） | 29.88% | 146.04% | 227.99% | 45.09% | -329.11% | -60.52% | 68.00% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.07 | 0.22 | 0.43 | 0.29 | -0.52 | 0.03 | 0.83 |
| 资产负债率（%） | 62.82% | 56.59% | 55.97% | 55.80% | 61.24% | 63.17% | 64.86% |
| 净资产收益率（%） | 1.23% | 2.16% | 3.34% | 2.28% | -2.84% | 0.89% | 4.68% |
| 总资产收益率（%） | 0.46% | 0.94% | 1.47% | 1.01% | -1.10% | 0.33% | 1.64% |

观点：

- 收购高田大幅增厚营收，短期利润率仍承压，长期看好
 - ◆ 公司上半年营收和净利润同比大幅增长，收购的高田汽车安全业务是主要来源
 - ◆ 收购高田后，均胜将高田与其早些时候收购的百利得（KSS）安全业务整合，在全球的市占率将达到30%左右，与奥托立夫和采埃孚-天合（主要是天合（TRW）旗下的安全事业部门）形成三足鼎立的局面。高田是全球第二大汽车被动安全系统（安全气囊、安全带等）的供应商，2016年全球市占率约为20%；KSS在2016年的市占率为7%左右。
 - ◆ 收购高田时的成本小于高田可辨认净资产共9.44亿，该部分所造成的收益在2018Q2利润表上反映。
 - ◆ 公司二季度的毛利率与净利率同比均显著降低，主要原因是收购的高田业务利润率较低、收购涉及

大量费用，以及与KSS合并的规模效应暂时未显现。

- ◆ 长期看好KSS与高田的整合：均胜安全业务将成为被动安全市场的强大一极：KSS主要面向欧美品牌整车，而高田在日系车型中表现突出，对二者的整合将一方面增强对下游的覆盖，扬长避短逐渐剔除高田之前破产对品牌的不利影响，另一方面发挥规模效应共享研发等资源，减少分摊的固定成本。
- ◆ 被动安全市场仍有较大空间：中国市场上乘用车的安全气囊配置尚显单薄，多数车仅配备主、副驾驶正面气囊以及前座的侧面气囊，部分车型甚至完全没有配备安全气囊。相比而言欧美国家的车型气囊配备较全。同时，安全气囊在欧美早已强制安装，而国内尚未强制配备。综合起来，国内车型安全气囊的单车价值尚有30%左右的增长空间。

➤ 主动与被动安全业务将形成合力

- ◆ 公司旗下的KSS苏州公司近年潜心研发ACC（自适应巡航）/AEB（自动紧急制动）等ADAS主动安全模块。欧美日等国近年已经将AEB纳入新车安全评价项目中，未来中国有望跟进。
- ◆ 同时我们注意到主动安全系统如ACC/AEB的配置与气囊配置的丰富程度存在正相关，因此未来ACC/AEB的推广将对公司主营的被动安全业务起到促进的作用

结论：

我们看好公司对 KSS 与高田被动安全系统业务的整合，以及公司未来主动安全系统的发展；对公司发挥产品线间协同作用，成为安全系统巨头持乐观态度。预计 2018-2020 公司营收增长 114%/27.7%/4.7%，归母扣非净利润增长 48%/121%/22%，EPS 为 1.43/1.5/1.83 元，对应 PE 为 16.7/15.9/13.1。我们非常看好公司利润的长期成长，给予目标价 32.85 元，目前股价有 38% 的上升空间，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

整车销量不及预期；行业竞争恶化。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产合计 | 18767 | 15204 | 17760 | 24600 | 27902 | 营业收入 | 18552 | 26606 | 57004 | 72818 | 76258 |
| 货币资金 | 9191 | 4185 | 2850 | 3641 | 3813 | 营业成本 | 15056 | 22245 | 48599 | 62214 | 64945 |
| 应收账款 | 4402 | 4358 | 5637 | 8753 | 10283 | 营业税金及附加 | 27 | 54 | 359 | 459 | 480 |
| 其他应收款 | 501 | 601 | 1288 | 1645 | 1723 | 营业费用 | 468 | 771 | 1283 | 1274 | 1335 |
| 预付款项 | 284 | 164 | 164 | 164 | 164 | 管理费用 | 1737 | 2540 | 5273 | 6372 | 6673 |
| 存货 | 3004 | 3788 | 4524 | 7077 | 8295 | 财务费用 | 510 | 509 | 345 | 346 | 362 |
| 其他流动资产 | 620 | 1658 | 1658 | 1658 | 1658 | 资产减值损失 | 13.35 | 160.92 | 64.76 | 64.76 | 64.76 |
| 非流动资产合计 | 18466 | 20152 | 17986 | 17080 | 16195 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 117 | 163 | 163 | 163 | 163 | 投资净收益 | 18.52 | 691.28 | 195.15 | 235.49 | 310.83 |
| 固定资产 | 5578.17 | 6284.18 | 6958.58 | 6270.37 | 5582.16 | 营业利润 | 760 | 1048 | 1276 | 2324 | 2710 |
| 无形资产 | 2338 | 2387 | 2149 | 1934 | 1740 | 营业外收入 | 57.57 | 7.74 | 944.41 | 38.52 | 38.52 |
| 其他非流动资产 | 107 | 244 | 244 | 244 | 244 | 营业外支出 | 7.77 | 59.10 | 24.63 | 30.50 | 38.08 |
| 资产总计 | 37233 | 35355 | 35746 | 41679 | 44098 | 利润总额 | 809 | 996 | 2196 | 2332 | 2710 |
| 流动负债合计 | 11945 | 13056 | 13474 | 18348 | 19552 | 所得税 | 134 | 254 | 493 | 559 | 629 |
| 短期借款 | 3625 | 4597 | 3398 | 4543 | 4089 | 净利润 | 675 | 743 | 1703 | 1774 | 2081 |
| 应付账款 | 4304 | 5128 | 5566 | 8706 | 10204 | 少数股东损益 | 222 | 347 | 347 | 347 | 347 |
| 预收款项 | 176 | 153 | 183 | 171 | 185 | 归属母公司净利润 | 454 | 396 | 1356 | 1427 | 1735 |
| 一年内到期的非流 | 707 | 869 | 869 | 869 | 869 | EBITDA | 4292 | 5031 | 2547 | 3573 | 3953 |
| 非流动负债合计 | 11443 | 8597 | 7544 | 7544 | 7544 | EPS (元) | 0.66 | 0.42 | 1.43 | 1.50 | 1.83 |
| 长期借款 | 9113 | 6665 | 6665 | 6665 | 6665 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 399 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 负债合计 | 23388 | 21652 | 21018 | 25892 | 27096 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1141 | 1013 | 1359 | 1706 | 2053 | 营业收入增长 | 129.54% | 43.41% | 114.26% | 27.74% | 4.72% |
| 实收资本(或股本) | 949 | 949 | 949 | 949 | 949 | 营业利润增长 | 47.31% | 37.89% | 21.79% | 82.19% | 16.59% |
| 资本公积 | 10112 | 9997 | 9997 | 9997 | 9997 | 归属于母公司净利润 | 242.51% | 5.24% | 242.51% | 5.24% | 21.57% |
| 未分配利润 | 1715 | 1886 | 2303 | 2720 | 3241 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 12703 | 12690 | 13598 | 14312 | 15179 | 毛利率(%) | 18.85% | 16.39% | 14.74% | 14.56% | 14.84% |
| 负债和所有者权 | 37233 | 35355 | 35746 | 41679 | 44098 | 净利率(%) | 3.64% | 2.79% | 2.99% | 2.44% | 2.73% |
| 现金流量表 | | | | | | ROE (%) | | | | | |
| 单位:百万元 | | | | | | | 1.22% | 1.12% | 3.79% | 3.42% | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 3.57% | 3.12% | 9.97% | 9.97% | 11.43% |
| 经营活动现金流 | 674 | 1901 | -44 | 534 | 1609 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 675 | 743 | 1703 | 1774 | 2081 | 资产负债率(%) | 63% | 61% | 59% | 62% | |
| 折旧摊销 | 3022.22 | 3474.23 | 0.00 | 688.21 | 688.21 | 流动比率 | | 1.32 | 1.34 | 1.43 | |
| 财务费用 | 510 | 509 | 345 | 346 | 362 | 速动比率 | | 0.98 | 0.96 | 1.00 | |
| 应付账款的变化 | 0 | 0 | -1280 | -3116 | -1530 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款的变化 | 0 | 0 | 31 | -13 | 14 | 总资产周转率 | 0.76 | 0.73 | 1.60 | 1.88 | 1.78 |
| 投资活动现金流 | -9023 | -2987 | 1366 | 171 | 246 | 应收账款周转率 | 7 | 6 | 11 | 10 | 8 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 6.98 | 5.64 | 10.66 | 10.20 | 8.07 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 117 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 19 | 691 | 195 | 235 | 311 | 每股收益(最新摊薄) | 0.66 | 0.42 | 1.43 | 1.50 | 1.83 |
| 筹资活动现金流 | 14022 | -4095 | -2657 | 86 | -1683 | 每股净现金流(最新) | 5.98 | -5.46 | -1.41 | 0.83 | 0.18 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 13.38 | 13.37 | 14.32 | 15.08 | 15.99 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 260 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 36.15 | 56.81 | 16.70 | 15.87 | 13.06 |
| 资本公积增加 | 7859 | -115 | 0 | 0 | 0 | P/B | 1.78 | 1.78 | 1.67 | 1.58 | 1.49 |
| 现金净增加额 | 5673 | -5180 | -1335 | 791 | 172 | EV/EBITDA | 6.36 | 6.08 | 12.06 | 8.70 | 7.71 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。