

整合顺利推进, 毛利率得到改善

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年三季度报, 实现营收394亿元, 同比增长103%, 归母净利润10.6亿元, 同比增长19.3%, 扣非净利润7.0亿元, 同比增长47.1%。单三季度实现营收168亿元, 同比增长165.6%, 归母净利润2.4亿元, 同比下降12.8%, 扣非净利润2.5亿元, 同比增长124.6%。
- **毛利率回升, 费用率小幅上升, 营业利润率改善。** 公司2018年4月12日完成对高田公司优质资产收购, 致使前三季度营收同比翻倍。随着公司整合推荐, 毛利率三季度相较二季度环比提升2.2个百分点。由于公司加大业务拓展力度获得较多新订单和新产品集中量产, 销售费用率三季度环比二季度提升2.3个百分点。公司财务费用率下降0.6个百分点, 管理费用率(含研发)下降1个百分点, 期间费用率总体小幅上升, 公司营业利润率环比得到改善。
- **巨额回购, 提振信心。** 公司2018年5月23日召开2017年年度股东大会审议并通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的预案》等议案, 拟自公司股东大会审议通过回购股份预案之日起不超过六个月, 回购18~22亿元, 回购价格不超过27.50元/股。截止2018年10月10日, 公司累计回购股份数量为5948万股, 占公司总股本6.27%, 金额15.20亿元(不含手续费、过户费等交易费用), 当前股价22.45元/股, 公司有望持续推进回购, 提振市场信心。
- **盈利预测与评级。** 鉴于公司持续获取较多新订单, 且毛利率改善, 整合推进顺利, 上调公司2018-2020年归母净利润至13.5/15.5/21.1亿元(原10.4/12.8/15.4亿元), 对应EPS分别为1.42/1.64/2.22元, 对应估值16倍、14倍、10倍。公司通过外延并购在汽车安全、汽车电子等领域深度布局, 技术全球领先, 正向国际化零部件巨头迈进, 细分领域发展空间大, 成长性好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单完成进度低于预期、整合进度低于预期、盈利修复低于预期等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26605.60	58187.48	68802.01	77199.14
增长率	43.41%	118.70%	18.24%	12.20%
归属母公司净利润(百万元)	395.87	1348.14	1553.25	2108.69
增长率	-12.75%	240.55%	15.21%	35.76%
每股收益EPS(元)	0.42	1.42	1.64	2.22
净资产收益率ROE	5.42%	10.33%	10.85%	13.10%
PE	54	16	14	10
PB	1.68	1.51	1.39	1.25

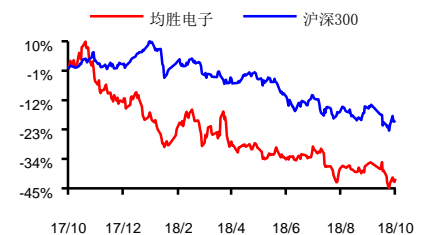
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
执业证号: S1250518090002
电话: 021-58351909
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

分析师: 梁美美
执业证号: S1250518100003
电话: 021-58351937
邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.49
流通A股(亿股)	9.49
52周内股价区间(元)	21.04-42.47
总市值(亿元)	213.12
总资产(亿元)	526.42
每股净资产(元)	15.11

相关研究

1. 均胜电子(600699): 高田并表完成, 整合效应渐显 (2018-08-24)

关键假设：

1) 汽车安全业务：2018 年高田并表营收大幅提升，后续产能持续释放，业绩保持稳定增长。同时并购协同效应逐渐显现，毛利率稳中有升。公司三季报披露显示，2018 年度均胜安全已获得约 75 亿美元新订单，并结合三季度较好营收表现，我们预计汽车安全业务 2018~2020 年销量增速分别为 220%、20%、12%，价格保持不变，随着整合推进，毛利率稳步上升，2018~2020 年分别为 14.4%、14.6%、14.7%。

2) 汽车电子业务：2018~2020 年下游订单旺盛，MQB 平台与某德系品牌产品将相继量产，预计 2018~2020 年公司汽车电子业务保持稳定增长，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分业务收入和毛利率情况

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	26605.6	58187.5	68802.0	77199.1
	yoy	43.4%	118.7%	18.2%	12.2%
	营业成本	22245.3	49151.4	58028.7	65024.3
	毛利率	16.4%	15.5%	15.7%	15.8%
汽车安全	收入	13795.0	44144.0	52972.8	59329.5
	yoy	-56.5%	220.0%	20.0%	12.0%
	成本	11905.1	37787.3	45238.8	50608.1
	毛利率	13.7%	14.4%	14.6%	14.7%
汽车电子	收入	5997.0	7196.4	8275.9	9517.2
	yoy	-57.3%	20.0%	15.0%	15.0%
	成本	4671.7	5598.8	6430.3	7385.4
	毛利率	22.1%	22.2%	22.3%	22.4%
车载互联	收入	3328.9	3828.2	4402.5	5062.8
	yoy	-61.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	2939.4	3380.3	3874.2	4440.1
	毛利率	11.7%	11.7%	12.0%	12.3%
内外饰件	收入	2658.8	2640.8	2772.9	2911.5
	yoy	20.8%	20.0%	5.0%	5.0%
	成本	2036.6	2007.0	2107.4	2212.8
	毛利率	23.4%	24.0%	24.0%	24.0%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26605.60	58187.48	68802.01	77199.14	净利润	742.63	1586.05	1827.35	2480.81
营业成本	22245.31	49151.43	58028.68	65024.34	折旧与摊销	1629.94	1121.89	1197.89	1292.89
营业税金及附加	54.08	98.84	121.58	138.07	财务费用	509.00	719.97	797.07	773.06
销售费用	770.96	1745.62	1720.05	1543.98	资产减值损失	160.92	120.00	100.00	100.00
管理费用	2540.09	5236.87	5848.17	6561.93	经营营运资本变动	-1541.88	-4818.48	-1411.89	-1608.35
财务费用	509.00	719.97	797.07	773.06	其他	400.73	-90.49	-30.00	-30.00
资产减值损失	160.92	120.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1901.33	-1361.06	2480.41	3008.41
投资收益	691.28	30.00	30.00	30.00	资本支出	-5335.61	-1100.00	-600.00	-700.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2348.69	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2986.92	-1070.00	-570.00	-670.00
营业利润	1047.56	1144.73	2216.47	3087.75	短期借款	971.93	4963.11	-288.26	-893.16
其他非经营损益	-51.35	970.00	220.00	220.00	长期借款	-2448.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	996.20	2114.73	2436.47	3307.75	股权融资	-114.92	0.00	0.00	0.00
所得税	253.57	528.68	609.12	826.94	支付股利	-189.86	-79.17	-269.63	-310.65
净利润	742.63	1586.05	1827.35	2480.81	其他	-2313.51	-1358.89	-797.07	-773.06
少数股东损益	346.76	237.91	274.10	372.12	筹资活动现金流净额	-4094.69	3525.05	-1354.96	-1976.87
归属母公司股东净利润	395.87	1348.14	1553.25	2108.69	现金流量净额	-5221.52	1093.99	555.45	361.54
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4184.78	5818.75	6880.20	7719.91	成长能力				
应收和预付款项	5572.03	13332.21	15905.32	17930.73	销售收入增长率	43.41%	118.70%	18.24%	12.20%
存货	3787.70	8600.37	10107.87	11274.65	营业利润增长率	37.89%	9.28%	93.62%	39.31%
其他流动资产	1659.02	3627.18	4288.85	4812.29	净利润增长率	9.96%	113.57%	15.21%	35.76%
长期股权投资	163.21	163.21	163.21	163.21	EBITDA 增长率	37.39%	-6.27%	41.01%	22.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7646.79	7202.13	6757.47	6312.80	毛利率	16.39%	15.53%	15.66%	15.77%
无形资产和开发支出	11334.75	11760.83	11610.91	11466.00	三费率	14.36%	13.24%	12.16%	11.50%
其他非流动资产	1006.76	1003.46	1000.15	996.85	净利率	2.79%	2.73%	2.66%	3.21%
资产总计	35355.04	51508.14	56713.98	60676.44	ROE	5.42%	10.33%	10.85%	13.10%
短期借款	4597.41	10100.51	10318.25	9903.26	ROA	2.10%	3.08%	3.22%	4.09%
应付和预收款项	6309.25	14562.01	17485.00	19292.42	ROIC	5.51%	5.16%	7.07%	8.58%
长期借款	6665.16	6665.16	6665.16	6665.16	EBITDA/销售收入	11.98%	5.13%	6.12%	6.68%
其他负债	4080.35	4740.71	5248.11	5647.96	营运能力				
负债合计	21652.18	36068.40	39716.52	41508.81	总资产周转率	0.73	1.34	1.27	1.32
股本	949.29	949.29	949.29	949.29	固定资产周转率	4.49	9.68	12.58	15.68
资本公积	9996.92	9996.92	9996.92	9996.92	应收账款周转率	6.07	7.89	6.01	5.80
留存收益	1974.01	3242.98	4526.60	6324.64	存货周转率	6.19	7.60	5.98	5.84
归属母公司股东权益	12690.21	14189.19	15472.81	17270.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.38%	—	—	—
少数股东权益	1012.65	1250.55	1524.66	1896.78	资本结构				
股东权益合计	13702.86	15439.74	16997.46	19167.63	资产负债率	61.24%	68.98%	68.19%	65.90%
负债和股东权益合计	35355.04	51508.14	56713.98	60676.44	带息债务/总负债	52.02%	45.67%	41.21%	37.63%
					流动比率	1.16	1.17	1.24	1.33
					速动比率	0.87	0.85	0.90	0.97
					股利支付率	47.96%	5.87%	17.36%	14.73%
					每股指标				
					每股收益	0.42	1.42	1.64	2.22
					每股净资产	13.37	14.86	16.14	17.96
					每股经营现金	2.00	-1.43	2.61	3.17
					每股股利	0.20	0.08	0.28	0.33
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3186.49	2986.59	4211.42	5153.70					
PE	53.83	15.81	13.72	10.11					
PB	1.68	1.51	1.39	1.25					
PS	0.80	0.37	0.31	0.28					
EV/EBITDA	8.88	10.29	6.98	5.37					
股息率	0.89%	0.37%	1.27%	1.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn