

期待安全业务继续整合

——均胜电子（600699）三季度报点评

2018年10月26日

强烈推荐/维持

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
刘一鸣	研究助理	
	liu_ym@dxzq.net.cn	010-66554026

事件：

公司 1~3 季度营收 394.21 亿元，受高田并表影响同比增长 103.08%；归母净利润 10.58 亿元，同比增长 19.28%，增速不及营收增速主要是 2017 年非经常损益较高导致基数较高；扣非净利润 7.04 亿元，同比大增 47.12%，不及增收速度主要是由于新收购业务毛利率较低。公司 1~3 季度年毛利率 15.65%，比去年同期降 1.5%；净利润率 3.1%，比去年同期降 2.73%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	6526.28	6564.42	6320.88	7194.02	6984.88	15649.06	16787.27
增长率（%）	202.70%	72.99%	9.34%	5.47%	7.03%	138.39%	165.58%
毛利率（%）	18.59%	17.66%	15.14%	14.33%	17.14%	14.23%	16.36%
期间费用率（%）	13.32%	14.04%	-2.07%	30.03%	15.39%	13.03%	3.62%
营业利润率（%）	5.41%	9.35%	6.22%	-4.34%	2.02%	0.78%	2.36%
净利润（百万元）	305.26	490.10	336.55	-389.28	120.52	823.38	279.45
增长率（%）	146.04%	227.99%	45.09%	-329.11%	-60.52%	68.00%	-16.97%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.43	0.29	-0.52	0.03	0.83	0.25
资产负债率（%）	56.59%	55.97%	55.80%	61.24%	63.17%	64.86%	67.26%
净资产收益率（%）	2.16%	3.34%	2.28%	-2.84%	0.89%	4.68%	1.62%
总资产收益率（%）	0.94%	1.47%	1.01%	-1.10%	0.33%	1.64%	0.53%

观点：

➤ 高田完整并表首季，毛利率有所回升

- ◆ 2018三季度是公司收购高田以来的首个完整财季，营收同比增长超过100亿，主要是来自于原高田业务的贡献。我们评估二季度原高田的营收增长（参考公司79天的并表记录加以调整）也为100亿左右。考虑到三季度全球车市整体负增长，我们认为公司在把KSS和高田整合为均胜安全系统（JSS）后，业务的拓展已经有成效显现。
- ◆ 公司三季度的毛利率环比均显著提升，主要原因是公司对高田与KSS业务的整合的效用已经开始显现，

部分过剩产能开始得到处置以节省制造成本。同时我们认为公司与整车厂议价结束之后，与供应商的议价也对毛利率的提升有所贡献。

- ◆ 继续看好KSS与高田的整合，JSS将成为汽车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。在全球汽车行业增速放缓的前提下，公司的规模优势将更加明显。
- 三季度销售费用偏高，管理的整合需要进一步观察
 - ◆ 公司三季度销售费用占营收的4%，环比大幅上行2.3%，在近年仅次于2017年四季度
 - ◆ 1~3季度JSS新获订单75亿美金，超过JSS全年营收；3季度新获订单25亿，符合预期
 - ◆ 三季度极端天气下的加急运输导致物流成本较高。同时JSS获取的大量订单耗费了一定成本。
- BMS业务发展顺利
 - ◆ 公开信息表明公司是宝马新能源的BMS独家供应商，同时向奔驰供应48V混动系统。三季度以来新能源车销量增长超出预期，我们认为公司将显著受益

结论：

我们继续看好公司对 KSS 与高田被动安全系统业务的整合。未来随着 ADAS 的普及，公司主动、被动安全间的协同作用将更加明显，看好公司从汽车安全系统的产量全面龙头。预计 2018-2020 公司营收增长 117.7%/24.9%/6.7%，归母扣非净利润增长 11%/153%/73%，EPS 为 1.24/1.29/2.22 元，对应 PE 为 18.1/17.4/10.1。我们仍然看好公司利润的长期成长，给予 22 倍 PE，下调目标价至 27.31 元，目前股价有 22% 的上升空间，维持“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	17088	24454	29846	营业收入	18552	26606	57916	72363	77244
货币资金	9191	4185	2896	3618	3862	营业成本	15056	22245	49275	61110	64134
应收账款	4402	4358	5163	8923	11639	营业税金及附加	27	54	365	456	487
其他应收款	501	601	1309	1635	1745	营业费用	468	771	1737	1990	2124
预付款项	284	164	164	164	164	管理费用	1737	2540	5357	6513	6952
存货	3004	3788	4234	6805	8786	财务费用	510	509	444	606	761
其他流动资产	620	1658	1658	1658	1658	资产减值损失	13.35	160.92	128.93	128.93	128.93
非流动资产合计	18466	20152	20098	19748	19773	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	231.43	310.04
固定资产	5578.17	6284.18	8976.30	8749.85	8886.10	营业利润	760	1048	803	1791	2967
无形资产	2338	2387	2249	2124	2011	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	37186	44202	49618	利润总额	809	996	1723	1799	2967
流动负债合计	11945	13056	15354	21761	26127	所得税	134	254	420	448	732
短期借款	3625	4597	6728	9880	12055	净利润	675	743	1303	1351	2236
应付账款	4304	5128	4080	6805	8786	少数股东损益	222	347	125	125	125
预收款项	176	153	184	171	186	归属母公司净利润	454	396	1178	1226	2111
一年内到期的非流	707	869	869	869	869	EBITDA	4292	5031	2878	4219	5675
非流动负债合计	11443	8597	7544	7544	7544	EPS (元)	0.66	0.42	1.24	1.29	2.22
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	22898	29306	33671	成长能力					
少数股东权益	1141	1013	1137	1262	1386	营业收入增长	129.54%	43.41%	117.68%	24.95%	6.74%
实收资本(或股本)	949	949	949	949	949	营业利润增长	47.31%	37.89%	-23.32%	123.02%	65.62%
资本公积	10112	9997	9997	9997	9997	归属于母公司净利润	197.65%	4.09%	197.65%	4.09%	72.14%
未分配利润	1715	1886	2248	2607	3241	获利能力					
归属母公司股东权	12703	12690	13509	14123	15178	毛利率(%)	18.85%	16.39%	14.92%	15.55%	16.97%
负债和所有者权	37233	35355	37315	44460	50005	净利率(%)	3.64%	2.79%	2.25%	1.87%	2.89%
现金流量表						ROE (%)					
单位:百万元						2016A					
2016A						2017A					
2017A						2018E					
2018E						2019E					
2019E						2020E					
2020E											
经营活动现金流	674	1901	-303	295	1812	偿债能力					
净利润	675	743	1303	1351	2236	资产负债率(%)	63%	61%	61%	66%	
折旧摊销	3022.22	3474.23	0.00	1597.51	1734.81	流动比率		1.11	1.12	1.14	
财务费用	510	509	444	606	761	速动比率		0.84	0.81	0.81	
应付账款的变化	0	0	-805	-3760	-2716	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	1.59	1.77	1.64
投资活动现金流	-9023	-2987	-1648	-1506	-1927	应收账款周转率	7	6	12	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	12.58	13.30	9.91
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	231	310	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.42	1.24	1.29	2.22
筹资活动现金流	14022	-4095	663	1933	359	每股净现金流(最新)	5.98	-5.46	-1.36	0.76	0.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	13.38	13.37	14.23	14.88	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	34.02	53.45	18.09	17.38	10.09
资本公积增加	7859	-115	0	0	0	P/B	1.68	1.68	1.58	1.51	1.40
现金净增加额	5673	-5180	-1289	722	244	EV/EBITDA	6.05	5.82	11.35	8.32	6.53

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

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

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。