

中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

核心观点

公司 2020 年上半年实现营收 205.3 亿元，同比-33.4%；实现归母净利润-5.4 亿元，同比-204.9%；实现扣非归母净利润-0.6 亿元，同比-109.6%。其中二季度实现营收 83.1 亿元，同比-46.0%；实现归母净利润-6.0 亿元，同比-353.2%；实现扣非归母净利润-3.3 亿元，同比-217.7%。公司二季度业绩亏损明显，主要系全球业务受到新冠疫情影响。根据公司中报披露，预计三季度整体产能利用率将和去年同期持平，经营业绩在持续回升中。考虑新冠疫情对公司的短期影响，下调公司 2020 年 EPS 预测至 0.02 元（原预测为 0.27 元），维持 2021/22 年 EPS 预测 0.91/1.13 亿元，维持“买入”评级。

■ **二季度业绩持续承压，下游开始恢复。**公司 2020 年上半年实现营收 205.3 亿元，同比-33.4%；实现归母净利润-5.4 亿元，同比-204.9%；实现扣非归母净利润-0.6 亿元，同比-109.6%。其中二季度实现营收 83.1 亿元，同比-46.0%，环比-32.0%；实现归母净利润-6.0 亿元，同比-353.2%；实现扣非归母净利润-3.3 亿元，同比-217.7%。公司二季度业绩亏损明显，主要系全球业务受到新冠疫情影响。公司二季度毛利率为 9.5%，同比-3.6pcts，环比-7.9pcts，主要系疫情影响期间多处海外工厂一度停产，固定成本上升。根据公司中报披露，预计三季度整体产能利用率将和去年同期持平，经营业绩在持续回升中。

■ **汽车电子业务布局开始收获，定增蓄力长远发展。**公司 100%控股子公司德国普瑞为全球汽车电子龙头供应商，旗下座舱人机交互（HMI）、车联网和新能源动力控制系统三大业务均全球深度配套大众、奔驰和宝马等中高端整车品牌。2020 年上半年，公司汽车电子业务实现营收 30.2 亿元，毛利率为 15.5%，同比略有下降，其中人机交互业务收入下降，但新能源业务收入同比上升 74%。今年非公开发行募投项目之一即为扩大新能源汽车电池管理系统在国内的研发和产能，随着客户车型在未来几年持续放量，预计公司新能源汽车相关业务将显著受益，业务规模和盈利水平将呈现明显的提升。

■ **公司汽车安全业务整合空间大，经营效率提升可期。**公司先后收购美国百利得（KSS）和日本高田（Takata）的资产，成为全球第二大汽车安全系统供应商。对比全球第一的奥托立夫，公司的经营效率仍有较大提升空间。均胜安全不断加快先进产能的布局和替代，继均胜安全匈牙利“超级工厂”于 2019 年 11 月完成升级改造后，均胜安全宁波“超级工厂”于近期通过相关体系和客户认证，将成为公司国内最先进的汽车安全系统产品生产基地。同时，均胜安全于 2019 年在上海临港新设立了安全产品工厂，地址临近特斯拉上海超级工厂，在今年疫情期间业绩表现优异，目前特斯拉相关产品单为 75 亿元（全生命周期），后续随着特斯拉国产化程度的不断提升，均胜安全有望获得更多订单。

■ **风险因素：**汽车安全业务整合不及预期；新兴领域发展慢于预期；海外疫情反复。

■ **投资建议：**考虑新冠疫情对短期业绩的影响，下调公司 2020 年 EPS 预测至 0.02 元（原预测为 0.27 元），维持 2021/22 年 EPS 预测 0.91/1.13 亿元。公司是全球汽车智能、安全系统龙头供应商，汽车安全性业务全球领先，地位稳固；汽车电子业务产品和技术具有全球优势，在手订单充沛。公司短期业绩虽然受疫情冲击明显，但随着下游逐渐恢复，经营有望快速回升，维持“买入”评级。

均胜电子	600699
评级	买入（维持）
当前价	22.81 元
总股本	1,237 百万股
流通股本	1,237 百万股
52 周最高/最低价	31.23/14.3 元
近 1 月绝对涨幅	2.01%
近 12 月绝对涨幅	42.79%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	56,180.93	61,698.90	51,958.45	61,056.31	64,816.09
营业收入增长率	111%	10%	-16%	18%	6%
净利润(百万元)	1,317.99	940.06	21.68	1,125.75	1,400.45
净利润增长率	233%	-29%	-98%	5092%	24%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.43	0.77	0.02	0.91	1.13
毛利率%	17%	16%	16%	18%	18%
净资产收益率 ROE%	10.60%	7.47%	0.17%	8.26%	9.36%
每股净资产(元)	10.05	10.17	10.11	11.02	12.09
PE	16	30	1,302	25	20
PB	2.3	2.2	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	56,181	61,699	51,958	61,056	64,816	货币资金	7,817	6,580	6,981	7,736	7,944
营业成本	46,631	51,827	43,573	50,323	53,186	存货	7,566	7,287	6,849	7,716	8,039
毛利率	17.00%	16.00%	16.14%	17.58%	17.94%	应收账款	10,081	8,282	8,266	9,623	9,743
营业税金及附加	102	152	143	122	130	其他流动资产	3,733	3,639	3,725	3,832	3,946
销售费用	1,433	1,498	1,429	1,526	1,620	流动资产	29,197	25,788	25,822	28,908	29,673
营业费用率	2.55%	2.43%	2.75%	2.50%	2.50%	固定资产	12,824	12,956	13,314	13,531	13,824
管理费用	3,103	3,626	3,118	3,358	3,565	长期股权投资	75	873	873	873	873
管理费用率	5.52%	5.88%	6.00%	5.50%	5.50%	无形资产	3,017	3,952	3,952	3,952	3,952
财务费用	1,072	1,016	1,129	1,207	1,185	其他长期资产	14,207	13,357	14,206	14,473	14,662
财务费用率	1.91%	1.65%	2.17%	1.98%	1.83%	非流动资产	30,123	31,137	32,346	32,829	33,311
投资收益	55	726	10	50	50	资产总计	59,320	56,925	58,167	61,736	62,984
营业利润	856	1,539	153	1,880	2,344	短期借款	5,166	6,486	9,874	10,405	9,383
营业利润率	1.52%	2.49%	0.29%	3.08%	3.62%	应付账款	9,661	9,720	8,172	9,438	9,975
营业外收入	1,991	11	10	10	10	其他流动负债	8,018	5,786	5,191	5,548	5,584
营业外支出	86	38	50	50	50	流动负债	22,845	21,993	23,237	25,392	24,941
利润总额	2,761	1,511	113	1,840	2,304	长期借款	11,263	11,692	11,692	11,692	11,692
所得税	634	59	28	423	530	其他长期负债	7,028	6,133	6,133	6,133	6,133
所得税率	22.97%	3.89%	25.00%	23.00%	23.00%	非流动性负债	18,291	17,825	17,825	17,825	17,825
少数股东损益	809	512	63	291	374	负债合计	41,136	39,818	41,062	43,217	42,766
归属于母公司股东的净利润	1,318	940	22	1,126	1,400	股本	949	1,237	1,237	1,237	1,237
净利率	2.35%	1.52%	0.04%	1.84%	2.16%	资本公积	9,873	7,450	7,450	7,450	7,450
						归属于母公司所有者权益合计	12,438	12,578	12,513	13,637	14,961
						少数股东权益	5,746	4,529	4,592	4,883	5,257
						股东权益合计	18,184	17,107	17,105	18,520	20,218
						负债股东权益总计	59,320	56,925	58,167	61,736	62,984

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,761	1,511	113	1,840	2,304
所得税支出	-634	-59	-28	-423	-530
折旧和摊销	2,500	3,111	2,842	3,184	3,507
营运资金的变化	-2,834	-759	-1,764	-730	12
其他经营现金流	1,181	115	1,146	1,169	1,125
经营现金流合计	2,974	3,919	2,308	5,040	6,418
资本支出	-3,446	-4,481	-4,000	-3,600	-3,900
投资收益	55	726	10	50	50
其他投资现金流	-5,942	59	-89	-57	-76
投资现金流合计	-9,333	-3,696	-4,079	-3,607	-3,926
发行股票	3,535	15	0	0	0
负债变化	40,191	20,224	3,388	531	-1,023
股息支出	-95	0	-87	-2	-76
其他融资现金流	-34,199	-22,042	-1,129	-1,207	-1,185
融资现金流合计	9,432	-1,803	2,172	-678	-2,284
现金及现金等价物净增加额	3,073	-1,580	401	756	208

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	111.2%	9.82%	-15.8%	17.51%	6.16%
营业利润增长率	-18.3%	79.87%	-90.1%	1131%	24.67%
净利润增长率	232.9%	-28.7%	-97.7%	5092%	24.40%
毛利率	17.00%	16.00%	16.14%	17.58%	17.94%
EBITDA Margin	11.07%	9.10%	7.74%	9.73%	10.22%
净利率	2.35%	1.52%	0.04%	1.84%	2.16%
净资产收益率	10.60%	7.47%	0.17%	8.26%	9.36%
总资产收益率	2.22%	1.65%	0.04%	1.82%	2.22%
资产负债率	69.35%	69.95%	70.59%	70.00%	67.90%
所得税率	22.97%	3.89%	25.00%	23.00%	23.00%
股利支付率	0.00%	9.21%	11.06%	6.76%	9.01%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。