

均胜电子 (600699)

证券研究报告

2019年10月29日

整合效应显现 股权变更加速资产重组

事件概述:

事件一: 公司公布三季报, 2019年前三季度实现营收 458.1 亿元, 同比增长 16.2%; 归母净利润 7.02 亿元, 同比下降 33.6%; 扣非归母净利润 8.14 亿元, 同比增长 15.7%。

事件二: 公司董事会审议通过公司的重组计划, 将全资子公司 Preh GmbH 持有 PCC 100%股权转让给 JPCC。

事件点评:

整合效应逐步显现。 19Q1-Q3 公司实现营收 458.1 亿元, 同比增长 16.2%。而由于均胜安全整合工作的持续推进、全球供应链管理的优化、人员结构的逐渐合理化、产能利用率不断地提高等因素, 公司前三季度毛利率同比增长 1.4 个百分点至 17.0%。公司三费费用率整体维稳, 仅同比小幅提升 0.4 个百分点至 14.2%。公司实现扣非归母净利润 8.14 亿元, 同比增长 15.7%。我们预计公司 19 和 20 年扣非归母净利润有望达 11 和 14 亿元。

19Q3 业绩小幅下滑, 长期有望改善。 受全球汽车市场波动和通用北美罢工的影响, 公司 19Q3 实现营收 149.8 亿元, 同比下滑 10.8%, 环比下滑 2.7%。毛利率同比持平, 环比下降 1.1 个百分点至 16.4%。环比下滑主要因为: **1) 汽车电子和功能件业务:** 毛利率环比提升, 未来随智能车联和新能源业务订单下半年的释放有望继续提升; **2) 汽车安全业务:** 受通用罢工等因素影响毛利率出现小幅下滑。但预计随罢工结束和全球汽车市场的回暖, 加之公司执行的提效降本策略, 安全业务毛利率有望从 Q4 开始重新逐步回升。公司 19Q3 三费费用率同比提升 1 个百分点和环比下降 0.3 个百分点, 最终公司 19Q3 实现扣非归母净利润 2.42 亿元, 同比下降 2.5%。

新能源、智能网联、智能驾驶集大成者。 公司以 JSS 为基, 深度拓展汽车电子业务, 2019 年上半年共获 173 亿元全生命周期订单: **1) 智能车联:** 共新增 42 亿元订单。订单落地方面, 为上汽、一汽大众 MQB 和 MEB 平台配套的车载信息系统将于 2019 年下半年陆续量产; 为欧洲大众和奥迪配套的车载信息系统也将在 2020 年进入量产。 **3) E-mobility:** 主要产品为 BMS、OBC 等, 上半年共新增 131 亿元订单。BMS 客户主要为大众、奔驰、宝马、日产、福特等, OBC 主要配套客户为沃尔沃、法拉利等。此外, 我们认为刚刚通过的股权重组计划, 或代表着公司资产重组的步伐正在加速。

投资建议: 公司并表高田, 着力整合汽车安全业务, 利润率有望逐步改善; 以 JSS 为基拓展新能源、智能网联、智能驾驶领域, 有望夺取车载智能时代竞争高地。由于公司业绩改善速度略低于我们的预期, 下调 19-20 年归母净利润, 分别从 11.8、15.4 亿元下调至 10.1、14.0 亿元, 对应 EPS 分别为 0.78、1.07 元/股。维持“买入”评级。

风险提示: 均胜安全整合、车联网及汽车电子业务拓展不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,605.60	56,180.93	62,318.57	65,929.40	69,880.04
增长率(%)	43.41	111.16	10.92	5.79	5.99
EBITDA(百万元)	3,143.13	7,212.35	4,654.21	5,237.90	5,829.16
净利润(百万元)	395.87	1,317.99	1,012.82	1,395.06	1,780.42
增长率(%)	(12.75)	232.93	(23.15)	37.74	27.62
EPS(元/股)	0.30	1.01	0.78	1.07	1.37
市盈率(P/E)	51.53	15.48	20.14	14.62	11.46
市净率(P/B)	1.61	1.64	1.35	1.25	1.15
市销率(P/S)	0.77	0.36	0.33	0.31	0.29
EV/EBITDA	12.46	4.96	6.60	5.94	4.56

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	15.59 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,300.22
流通 A 股股本(百万股)	1,300.22
A 股总市值(百万元)	20,270.45
流通 A 股市值(百万元)	20,270.45
每股净资产(元)	13.67
资产负债率(%)	67.61
一年内最高/最低(元)	29.96/13.52

作者

邓学 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001
dengxue@tfzq.com

娄周鑫 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com

股价走势

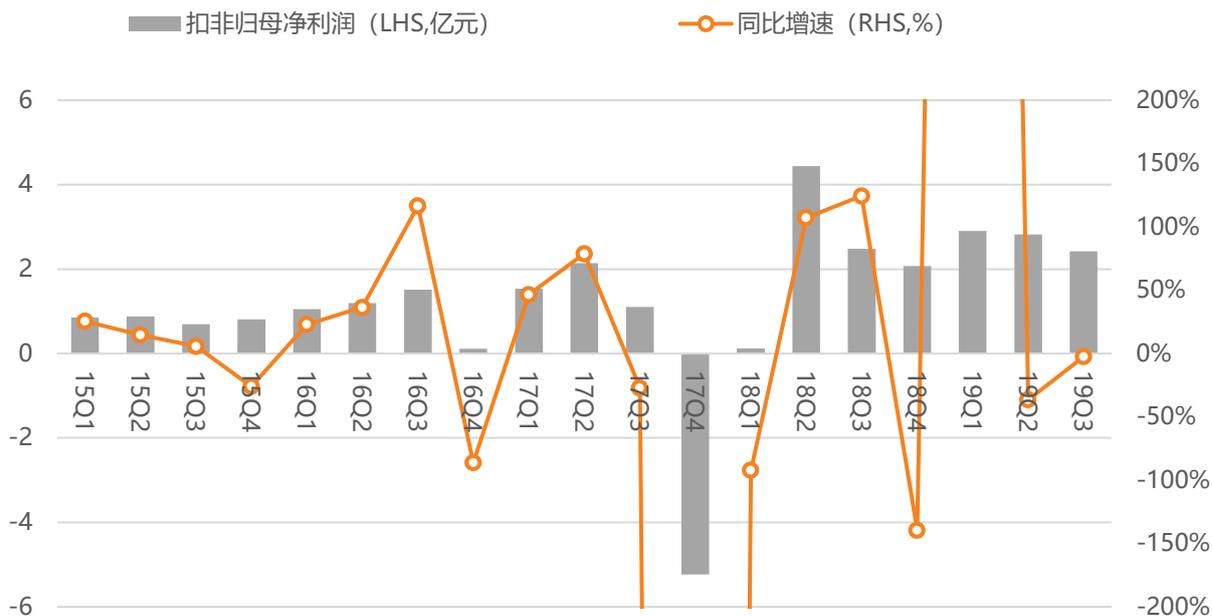


资料来源: 贝格数据

相关报告

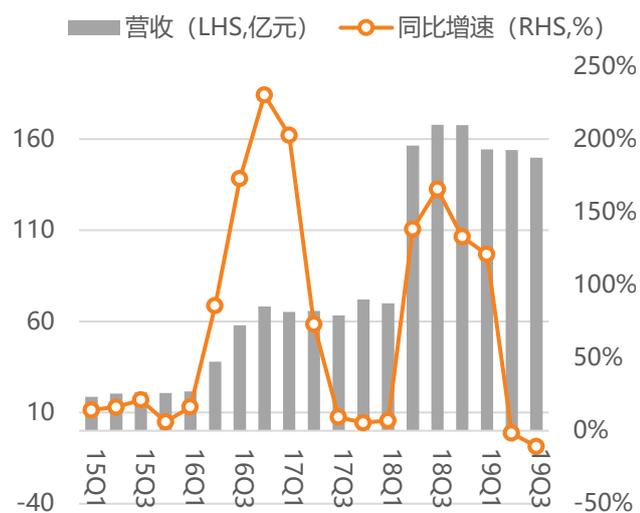
- 《均胜电子-半年报点评:19Q2 业绩维稳 盈利能力有望继续改善》 2019-08-20
- 《均胜电子-年报点评报告:整合效应初现 盈利能力大幅改善》 2019-04-23
- 《均胜电子-公司点评:数百亿订单彰显实力 集大成者引领时代》 2019-03-12

图 1：均胜电子历年扣非归母净利润



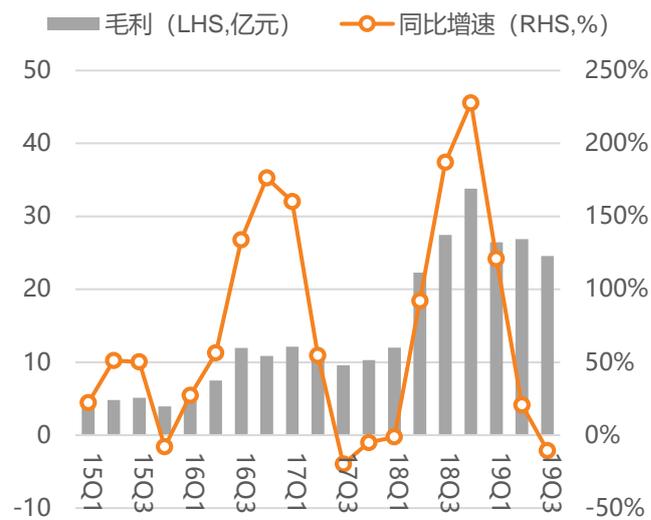
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 2：均胜电子历年营收&同比增速



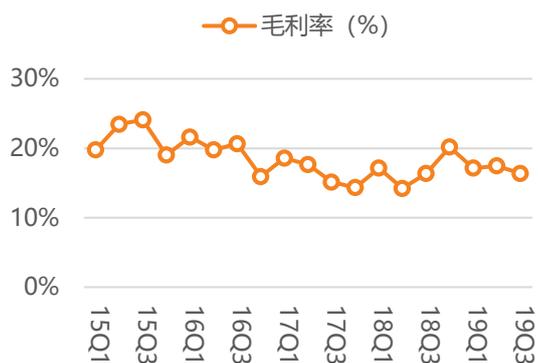
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 3：均胜电子历年毛利&同比增速



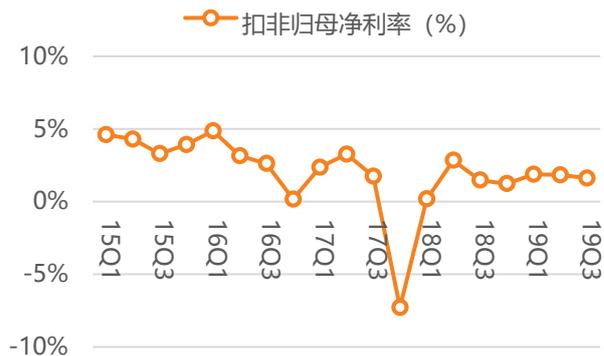
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 4：均胜电子历年毛利率



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 5：均胜电子历年扣非归母净利润率



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,184.78	7,816.80	10,155.56	8,117.01	12,371.54
应收票据及应收账款	4,807.01	10,923.47	6,387.24	11,926.48	8,261.08
预付账款	163.90	712.52	336.83	729.12	387.75
存货	3,787.70	7,566.24	5,288.89	9,061.39	6,187.06
其他	2,260.15	2,178.10	2,752.24	2,156.75	2,828.82
流动资产合计	15,203.53	29,197.13	24,920.77	31,990.74	30,036.26
长期股权投资	163.21	75.28	75.28	75.28	75.28
固定资产	6,284.18	12,824.30	12,614.59	12,237.67	11,690.43
在建工程	1,362.61	1,603.08	997.85	646.71	418.02
无形资产	3,505.94	4,612.27	3,888.87	3,165.47	2,442.08
其他	8,835.57	11,008.13	10,410.69	10,426.01	10,563.96
非流动资产合计	20,151.51	30,123.05	27,987.27	26,551.14	25,189.78
资产总计	35,355.04	59,320.18	52,908.04	58,541.88	55,226.04
短期借款	4,597.41	5,165.91	5,000.00	4,500.00	4,200.00
应付票据及应付账款	5,267.05	9,794.10	7,346.09	12,268.51	7,051.45
其他	3,191.19	7,884.62	5,274.16	6,106.94	6,155.30
流动负债合计	13,055.65	22,844.63	17,620.25	22,875.45	17,406.75
长期借款	6,665.16	11,263.06	10,000.00	8,000.00	7,000.00
应付债券	0.00	1,000.00	466.47	488.82	651.76
其他	1,931.37	6,028.22	3,296.53	3,752.04	4,358.93
非流动负债合计	8,596.53	18,291.28	13,763.00	12,240.86	12,010.69
负债合计	21,652.18	41,135.91	31,383.25	35,116.31	29,417.44
少数股东权益	1,012.65	5,746.18	6,366.94	7,151.66	8,110.35
股本	949.29	949.29	1,300.22	1,300.22	1,300.22
资本公积	9,996.92	9,872.96	9,872.96	9,872.96	9,872.96
留存收益	11,970.93	13,047.39	13,857.64	14,973.69	16,398.03
其他	(10,226.93)	(11,431.54)	(9,872.96)	(9,872.96)	(9,872.96)
股东权益合计	13,702.86	18,184.27	21,524.80	23,425.57	25,808.60
负债和股东权益总	35,355.04	59,320.18	52,908.04	58,541.88	55,226.04

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	742.63	2,126.74	1,012.82	1,395.06	1,780.42
折旧摊销	1,629.94	2,500.40	1,398.34	1,431.45	1,449.32
财务费用	550.43	1,025.76	1,089.34	942.55	792.56
投资损失	(691.28)	(55.04)	(360.00)	(150.00)	(120.00)
营运资金变动	(2,087.11)	4,230.16	(385.91)	(2,972.08)	1,484.65
其它	1,756.72	(6,853.79)	620.76	784.72	958.69
经营活动现金流	1,901.33	2,974.23	3,375.35	1,431.72	6,345.64
资本支出	3,629.75	6,536.48	2,591.69	(475.51)	(656.89)
长期投资	46.12	(87.93)	0.00	0.00	0.00
其他	(6,662.79)	(15,781.39)	(2,091.69)	645.51	826.89
投资活动现金流	(2,986.92)	(9,332.84)	500.00	170.00	170.00
债权融资	12,131.50	18,504.43	16,350.24	13,931.54	12,819.08
股权融资	(706.79)	(2,524.90)	820.17	(942.55)	(792.56)
其他	(15,519.39)	(6,547.57)	(18,707.00)	(16,629.25)	(14,287.62)
筹资活动现金流	(4,094.69)	9,431.97	(1,536.59)	(3,640.26)	(2,261.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,180.28)	3,073.36	2,338.76	(2,038.55)	4,254.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,605.60	56,180.93	62,318.57	65,929.40	69,880.04
营业成本	22,245.31	46,630.81	51,420.56	53,895.85	56,809.16
营业税金及附加	54.08	102.20	124.64	131.86	139.76
营业费用	770.96	1,432.95	1,433.33	1,582.31	1,677.12
管理费用	1,507.36	3,102.60	3,489.84	3,626.12	3,759.55
研发费用	1,032.73	2,927.33	2,804.34	2,966.82	3,144.60
财务费用	509.00	1,072.36	1,089.34	942.55	792.56
资产减值损失	160.92	210.51	150.00	70.00	90.00
公允价值变动收益	0.00	(25.36)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	691.28	55.04	360.00	150.00	120.00
其他	(1,413.60)	(183.11)	(720.00)	(300.00)	(240.00)
营业利润	1,047.56	855.60	2,166.53	2,863.89	3,587.28
营业外收入	7.74	1,991.32	15.00	17.00	20.00
营业外支出	59.10	86.08	60.00	50.00	50.00
利润总额	996.20	2,760.83	2,121.53	2,830.89	3,557.28
所得税	253.57	634.10	487.95	651.11	818.17
净利润	742.63	2,126.74	1,633.58	2,179.79	2,739.11
少数股东损益	346.76	808.75	620.76	784.72	958.69
归属于母公司净利润	395.87	1,317.99	1,012.82	1,395.06	1,780.42
每股收益(元)	0.30	1.01	0.78	1.07	1.37

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	43.41%	111.16%	10.92%	5.79%	5.99%
营业利润	37.89%	-18.32%	153.22%	32.19%	25.26%
归属于母公司净利润	-12.75%	232.93%	-23.15%	37.74%	27.62%
获利能力					
毛利率	16.39%	17.00%	17.49%	18.25%	18.70%
净利率	1.49%	2.35%	1.63%	2.12%	2.55%
ROE	3.12%	10.60%	6.68%	8.57%	10.06%
ROIC	6.76%	7.19%	9.63%	11.50%	12.49%
偿债能力					
资产负债率	61.24%	69.35%	59.32%	59.98%	53.27%
净负债率	57.99%	58.77%	28.78%	24.82%	1.73%
流动比率	1.16	1.28	1.41	1.40	1.73
速动比率	0.87	0.95	1.11	1.00	1.37
营运能力					
应收账款周转率	5.34	7.14	7.20	7.20	6.92
存货周转率	7.84	9.90	9.70	9.19	9.17
总资产周转率	0.73	1.19	1.11	1.18	1.23
每股指标(元)					
每股收益	0.30	1.01	0.78	1.07	1.37
每股经营现金流	1.46	2.29	2.60	1.10	4.88
每股净资产	9.76	9.57	11.66	12.52	13.61
估值比率					
市盈率	51.53	15.48	20.14	14.62	11.46
市净率	1.61	1.64	1.35	1.25	1.15
EV/EBITDA	12.46	4.96	6.60	5.94	4.56
EV/EBIT	25.67	7.56	9.44	8.18	6.07

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 10 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-50165671 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com