

2019年10月29日

整合持续推进 业绩稳步增长

均胜电子(600699)

事件概述

公司发布三季报：2019Q1-Q3 实现营收 458.1 亿元，同比增长 16.2%；归母净利 7.0 亿元，同比下滑 33.6%，扣非归母净利 8.1 亿元，同比增长 15.7%；加权平均净资产收益率 5.5%，较上年减少 2.3pp。其中，2019Q3 实现营收 149.8 亿元，同比下滑 10.8%，环比下滑 2.7%；2019Q3 归母净利 1.9 亿元，同比下滑 20.4%，环比下滑 20.3%；2019Q3 扣非净利 2.4 亿元，同比下滑 2.5%，环比下滑 14.1%。

分析判断

► **营收、扣非归母净利稳步增长，全球化运营优势体现**
报告期内，中国车市存在一定程度下滑，2019Q1-Q3 乘用车行业累计销量同比下滑 11.3%，但公司得益于客户结构全球化分布，受中国车市影响减小，公司核心经营财务数据逆市增长：1) 2019Q1-Q3 公司营收同比增长 16.2%，随着均胜安全整合工作的持续推进、全球采购体系的不断完善、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，驱动毛利率同比增长 1.35%。2) 2019Q1-Q3 扣非归母净利同比增长 15.7%，主要受益于公司业务持续发展以及均胜安全整合工作的持续推进使得业绩稳步增长；同期归母净利同比下滑 33.6%，主要原因在于 2018H1 公司完成对高田公司优质资产的收购，期间确认了部分非经常性收益，而本期无该类非经常性收益所致。3) 报告期经营性现金流 19.4 亿元，同比增长 42.4%，源于公司在业务发展的同时，积极加强对营运资金的管理。4) 业务结构来看，2019Q3 汽车电子和功能件总成毛利率环比略有提升，汽车安全系统业务受全球车市波动及通用北美罢工影响毛利率环比略有下滑；利空出尽后，汽车安全毛利率预计于 2019Q4 回升。

► **汽车安全系统锦上添花，引领产业发展方向**

公司在核心业务汽车安全系统（包括被动及主动）领域具备极强竞争优势。报告期内，公司凭借主动反馈触觉数字化 3D 开关技术荣获“2020 年汽车新闻 PACE 奖”、凭借电动安全带和三区感应智能方向盘荣获“2019 铃轩奖车身类零部件、智能网联类零部件年度贡献奖”，并荣获由中国汽车工业协会颁发的安全带专业委员会“最佳合作奖”，继续引领汽车安全产业的发展方向。

► **新能源电子产品落地，加大车联网、自动驾驶投入**

1) 新能源电子领域产品落地：公司为德系豪华品牌定制开发的高压快充系统进入量产阶段，该系统仅需 15 分钟即可充入可供车辆行驶 400 公里的电量；未来该产品也将在国内市场进行推

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	17.4
最新收盘价:	15.69
股票代码:	600699
52 周最高价/最低价:	29.04/13.8
总市值(亿)	204.00
自由流通市值(亿)	204.00
自由流通股数(百万)	1,300.22



分析师: 崔琰
邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

分析师: 周沐
邮箱: zhoumu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090004

广，弥补电动车充电慢的短板。2) 车联网方面技术升级：公司在 2018 年推出基于 5G 技术的 V2X 车载模组和系统，目前已实现量产配套，2019 年积极推进该系统的集成、测试，进一步实现高清定位，支持多种模式交互和上层安全协议标准。3) 自动驾驶绑定科技巨头：2019 年 9 月法兰克福车展上，公司展示与微软合作打造的面向自动驾驶的智能、安全一体化座舱系统，搭载面向智能驾驶的虚拟助手，为未来出行创造价值。

投资建议

全球被动安全龙头整合持续进行，业绩逐步释放。均胜安全进一步整合优质资产，通过供应链体系、管理、人员结构、产能等方面实现全面升级，该业务业绩稳步增长；而汽车电子方面，公司紧紧抓住汽车产业“新四化”的趋势，稳步推进各项业务的发展，为公司长期业绩增速提供弹性。盈利预测：预计 2019-2021 实现营收 610.7、661.5、701.8 亿元，归母净利润 11.3、14.8、18.2 亿元，EPS 分别为 0.87、1.14、1.40 元，对应 PE 分别为 18.0、13.8、11.2 倍。参考申万汽车零部件 II (801093) 板块目前动态 PE 估值 16.7 倍，鉴于公司业绩逆市增长，给予公司 2019 年 20 倍目标 PE，目标价 17.4 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

全球车市波动影响公司主营业务；均胜安全资产整合进程不达预期；汽车电子方面新技术研发进程不达预期；汽车电子方面客户配套及量产规模不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26605.60	56180.93	61074.67	66148.32	70178.83
YoY (%)	43.41	111.16	8.71	8.31	6.09
归母净利润(百万元)	395.87	1317.99	1131.78	1481.15	1822.27
YoY (%)	-12.75	232.93	-14.13	30.87	23.03
毛利率 (%)	16.39	17.00	17.22	17.77	18.37
每股收益 (元)	0.30	1.01	0.87	1.14	1.40
ROE	3.12	10.60	8.49	10.00	10.96
市盈率	51.53	15.48	18.03	13.77	11.20

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	56180.93	61074.67	66148.32	70178.83	净利润	2126.74	1915.56	2466.66	3051.07
YoY(%)	111.16%	8.71%	8.31%	6.09%	折旧和摊销	2500.40	2609.36	2778.37	2933.90
营业成本	46630.81	50555.10	54395.06	57290.19	营运资金变动	-2833.67	1536.04	-260.49	-399.84
营业税金及附加	102.20	91.61	99.22	105.27	经营活动现金流	2974.23	6837.35	5697.47	6222.29
销售费用	1432.95	1404.72	1554.49	1649.20	资本开支	-3379.73	-1682.07	-2486.11	-2324.52
管理费用	3102.60	3401.98	3674.08	3901.67	投资	-6724.79	0.00	0.00	0.00
财务费用	1072.36	1136.05	985.46	987.27	投资活动现金流	-9332.84	-1322.07	-2086.11	-1824.52
资产减值损失	210.51	-15.27	12.76	10.99	股权募资	3535.40	0.00	0.00	0.00
投资收益	55.04	360.00	400.00	500.00	债务募资	6961.89	-2500.00	-1000.00	1500.00
营业利润	855.60	2677.49	3381.32	4127.09	筹资活动现金流	9431.97	-4437.16	-1852.17	132.83
营业外收支	1905.24	-17.00	-48.00	-59.00	现金净流量	3073.36	1078.13	1759.18	4530.59
利润总额	2760.83	2660.49	3333.32	4068.09	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	634.10	744.94	866.66	1017.02	成长能力 (%)				
净利润	2126.74	1915.56	2466.66	3051.07	营业收入增长率	111.16%	8.71%	8.31%	6.09%
归属于母公司净利润	1317.99	1131.78	1481.15	1822.27	净利润增长率	232.93%	-14.13%	30.87%	23.03%
YoY(%)	232.93%	-14.13%	30.87%	23.03%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.01	0.87	1.14	1.40	毛利率	17.00%	17.22%	17.77%	18.37%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	3.79%	3.14%	3.73%	4.35%
货币资金	7816.80	8894.93	10654.11	15184.70	总资产收益率 ROA	2.22%	1.97%	2.47%	2.81%
预付款项	712.52	669.31	703.92	769.42	净资产收益率 ROE	10.60%	8.49%	10.00%	10.96%
存货	7566.24	6675.50	6995.77	7433.68	偿债能力 (%)				
其他流动资产	13101.57	11949.76	12804.37	13268.72	流动比率	1.28	1.27	1.34	1.54
流动资产合计	29197.13	28189.49	31158.17	36656.52	速动比率	0.92	0.94	1.01	1.19
长期股权投资	75.28	75.28	75.28	75.28	现金比率	0.34	0.40	0.46	0.64
固定资产	12824.30	11905.26	11342.84	10372.52	资产负债率	69.35%	65.42%	62.83%	60.89%
无形资产	3016.69	2826.37	2410.42	2146.84	经营效率 (%)				
非流动资产合计	30123.05	29238.66	28898.40	28230.02	总资产周转率	1.19	1.05	1.13	1.12
资产合计	59320.18	57428.15	60056.57	64886.54	每股指标 (元)				
短期借款	5165.91	5165.91	5165.91	5165.91	每股收益	1.01	0.87	1.14	1.40
应付账款及票据	9794.10	8988.43	9737.74	10065.31	每股净资产	9.57	10.25	11.39	12.79
其他流动负债	7884.62	8125.19	8337.63	8588.97	每股经营现金流	2.29	5.26	4.38	4.79
流动负债合计	22844.63	22279.53	23241.29	23820.19	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	11263.06	8763.06	7763.06	9263.06	估值分析				
其他长期负债	7028.22	6528.22	6728.22	6428.22	PE	15.48	18.03	13.77	11.20
非流动负债合计	18291.28	15291.28	14491.28	15691.28	PB	2.44	1.53	1.38	1.23
负债合计	41135.91	37570.81	37732.57	39511.47					
股本	949.29	949.29	949.29	949.29					
少数股东权益	5746.18	6529.95	7515.46	8744.26					
股东权益合计	18184.27	19857.34	22324.00	25375.07					
负债和股东权益合计	59320.18	57428.15	60056.57	64886.54					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。