

强烈推荐-A (维持)

均胜电子 600699.SH

当前股价: 15.69 元  
2019年10月28日

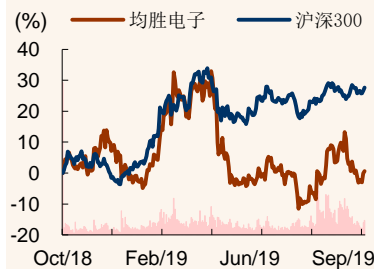
Q3业绩环比略降, 整合稳步推进

基础数据

上证综指	2980
总股本(万股)	130022
已上市流通股(万股)	130022
总市值(亿元)	204
流通市值(亿元)	204
每股净资产(MRQ)	10.1
ROE(TTM)	7.3
资产负债率	67.4%
主要股东	均胜集团有限公司
主要股东持股比例	35.98%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-26	-3
相对表现	-10	-25	-25



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《均胜电子(600699)一季报业绩超预期, 整合效应逐步凸显》2019-08-19
- 2、《均胜电子(600699)一季报业绩高增长, 汽车电子巨头扬帆待起航》2019-04-23
- 3、《均胜电子(600699)一季报毛利率显著提升, 静待整合逐步推进》2018-10-27

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

李懿洋

liyiyang@cmschina.com.cn  
S1090519070006

事件:

公司公布19年三季报, 19年Q1-3实现营收458.1亿(同比+16.2%), 实现归母净利润7.0亿(同比-33.6%), 实现扣非归母净利润8.1亿(同比+15.7%), 其中19年Q3实现扣非归母净利润2.4亿, 环比Q1降低0.4亿, 主要受全球车市影响及通用北美罢工影响, 汽车安全毛利率出现小幅波动。我们预计公司19年归母净利润11/14/18亿, 维持“强烈推荐-A”评级。

1、19年三季报拆分:

**利润情况:** 公司19年Q3实现扣非归母净利润2.4亿, 环比Q1降低0.4亿, 有一定幅度下滑, 具体业务来看, 公司汽车电子系统和功能件总成毛利率较二季度环比略有提升, 而汽车安全业务受全球汽车市场波动和通用北美罢工的影响毛利率出现小幅降低, 预计四季度有望改善;

**毛利率:** 公司19Q3毛利率16.4%, 环比Q2降低1.1pct, 其中汽车电子和功能件业务毛利率环比小幅提升, 而汽车安全业务受北美通用罢工拖累所致;

**三费率:** 销售费用率2.5%, 环比增加0.5pct, 管理费用率5.9%, 环比降低0.3pct, 财务费用率1.6%, 环比降低0.2pct, 整体三费率环比保持稳定;

**研发费用:** Q3研发费用7.0亿, 环比降低9.0%, 研发费用率对应4.7%, 保持稳定;

2、我们认为公司三季报受短期因素影响有一些波动, 但是长期发展逻辑仍然清晰。

**短期:** 充分受益并购整合效应带来的利润率提升, 抵消传统行业增速放缓带来的压力; **中期:** 受益2020年以后电动化、智能化快速渗透带来的业绩高增长, 汽车安全预计新增订单80亿美金, 市占率有望持续提升, 汽车电子新增订单173亿, 蓄力业绩高增长; **长期:** 看好公司在智能驾驶、汽车电子、新能源深度布局 and 持续研发投入, 未来有望成为国际化汽车电子巨头。

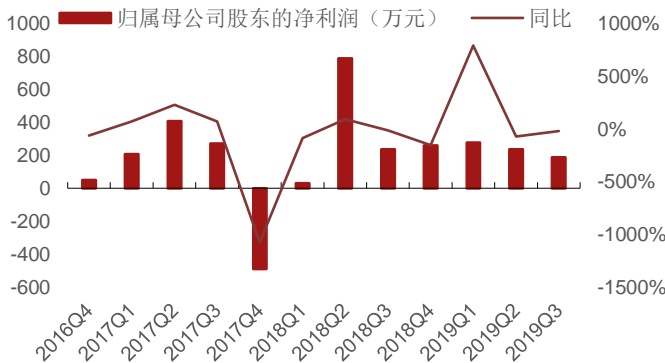
3、汽车安全: JSS全球市占率第二, 短期看整合后利润率恢复, 长期看市占率提升。

JSS目前具备全球30%左右的市占率, 实现全球25个国家布局, 虽然全球汽车销量增速放缓, 但受益单车安全气囊占比提升, 细分行业仍有高于行业增速, 同时18年度JSS新增订单550亿元, 主要源于日系客户回归, 考虑到订单滞后两年释放, 预计2021年开始市占率持续提升, 五年内目标40%; 短期受益利润率恢复, 竞争对手奥托立夫稳定毛利率18%以上。今年年中全球经营场所数量由交割日的105个降低到86个, 未来仍会逐步降低, 整合效应将继续显现;

**风险提示:** 新业务整合情况不及预期, 订单开展不及预期。

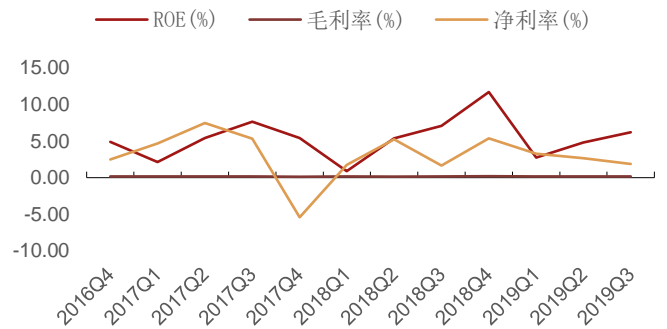
**4. 汽车电子：软硬结合实现全方位覆盖，深度布局智能电动。**目前板块包括普瑞、TS、BMS 三块业务，18 年营收 92.3 亿，毛利率 21%，新增订单超过 170 亿。目前普瑞已经与 TS 进行融合为 PCC，实现软硬件结合，未来仍有稳定增长，渠道打通，普瑞主要高端客户宝马奔驰奥迪等，TS 主要客户大众，并且已经取得大众 MQB 和 MEB 订单，19 年开始量产，同时，公司自主研发第一代 V2X 车端产品将在 2021 年量产，有望成为全球首个；新能源电子方面，持续推进新产品的布局和新客户的开拓，核心客户宝马、奔驰、保时捷、吉利以外还拿下大众 MEB 和 MQB 订单，奔驰新一代平台订单等，2020 年后或加速贡献业绩增量。

图 1 季度净利润及同比增速



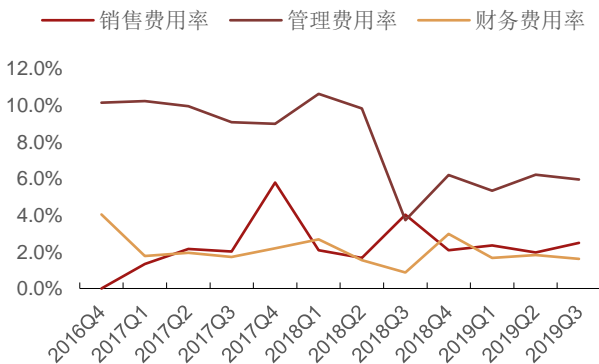
资料来源：公司公告 招商证券

图 2 公司毛利率、净利率、ROE 情况



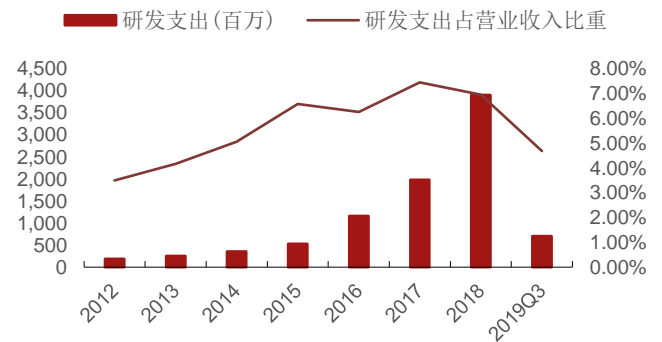
资料来源：公司公告 招商证券

图 3 季度三费比率变化



资料来源：公司公告 招商证券

图 4 研发支出和研发支出占比年度变化



资料来源：公司公告 招商证券

盈利预测与评级

我们认为公司三季报受短期影响有一些波动,但是长期发展逻辑仍然清晰,公司成长逻辑正在逐步兑现,短期:充分受益并购整合效应带来的利润率提升,抵消传统行业增速放缓带来的压力;中期:受益2020年以后电动化、智能化快速渗透带来的业绩高增长,汽车安全预计新增订单80亿美金,市占率有望持续提升,汽车电子新增订单173亿,蓄力业绩高增长;长期:看好公司在智能驾驶、汽车电子、新能源深度布局和持续研发投入,未来有望成为国际化汽车电子巨头。预计19-21年净利润11/14/18亿,给予“强烈推荐-A”评级。

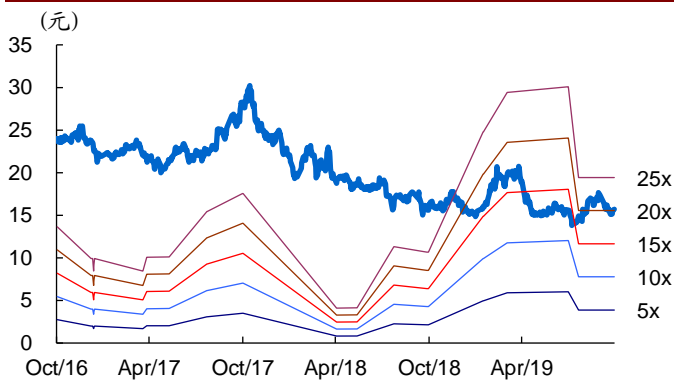
风险提示:新业务整合情况不及预期,订单开展不及预期。

表1:简式盈利预测模型

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	26606	56181	61799	66743	74752
同比增长	43%	111%	10%	8%	12%
营业利润(百万元)	1048	856	2509	3136	3994
同比增长	38%	-18%	193%	25%	27%
净利润(百万元)	396	1318	1137	1430	1832
同比增长	-13%	233%	-14%	26%	28%
每股收益(元)	0.42	1.39	0.87	1.10	1.41
P/E(倍)	37.6	11.3	17.9	14.3	11.1
P/B(倍)	1.2	1.2	1.5	1.4	1.3

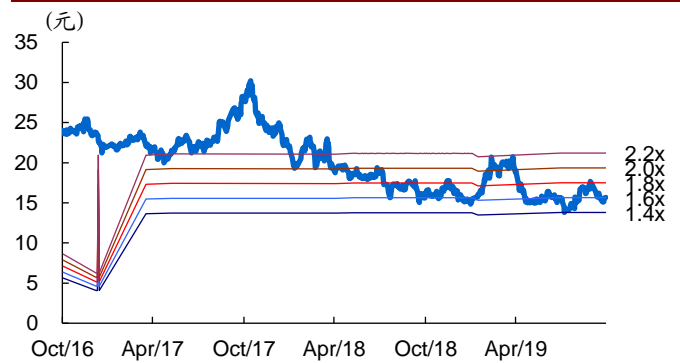
资料来源:招商证券

图5:均胜电子历史PE Band



资料来源:贝格数据、招商证券

图6:均胜电子历史PB Band



资料来源:贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	15204	29197	26857	28675	31628
现金	4185	7817	3400	3400	3400
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	449	842	926	1000	1120
应收款项	4358	10081	11071	11957	13392
其它应收款	601	621	683	738	826
存货	3788	7566	8283	8891	9886
其他	1823	2270	2494	2688	3004
<b>非流动资产</b>	20152	30123	35712	40195	43789
长期股权投资	163	75	75	75	75
固定资产	6284	12824	18731	23498	27346
无形资产	2387	3017	2715	2444	2199
其他	11317	14207	14191	14178	14168
<b>资产总计</b>	<b>35355</b>	<b>59320</b>	<b>62569</b>	<b>68870</b>	<b>75417</b>
<b>流动负债</b>	13056	22845	24382	29024	33265
短期借款	4597	5166	6349	9792	12074
应付账款	5128	9661	10588	11366	12637
预收账款	153	550	603	647	720
其他	3178	7468	6842	7218	7834
<b>长期负债</b>	8597	18291	18291	18291	18291
长期借款	6665	11263	11263	11263	11263
其他	1931	7028	7028	7028	7028
<b>负债合计</b>	<b>21652</b>	<b>41136</b>	<b>42673</b>	<b>47316</b>	<b>51557</b>
股本	949	949	1300	1300	1300
资本公积金	9767	8314	8314	8314	8314
留存收益	1974	3174	3837	4618	5799
少数股东权益	1013	5746	6444	7322	8446
归属于母公司所有者权益	12690	12438	13452	14232	15414
<b>负债及权益合计</b>	<b>35355</b>	<b>59320</b>	<b>62569</b>	<b>68870</b>	<b>75417</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1901	2974	4531	6140	7302
净利润	396	1318	1137	1430	1832
折旧摊销	1630	2500	2792	3899	4789
财务费用	550	1026	700	701	702
投资收益	(691)	(55)	(153)	(153)	(153)
营运资金变动	(100)	(2514)	(650)	(620)	(998)
其它	116	699	705	883	1130
<b>投资活动现金流</b>	(2987)	(9333)	(8385)	(8385)	(8385)
资本支出	(3082)	(3446)	(8385)	(8385)	(8385)
其他投资	95	(5887)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(4095)	9432	(563)	2246	1083
借款变动	(3339)	7944	108	3443	2282
普通股增加	(0)	0	351	0	0
资本公积增加	(198)	(1453)	0	0	0
股利分配	(475)	(475)	(475)	(650)	(650)
其他	(83)	3415	(547)	(548)	(549)
<b>现金净增加额</b>	<b>(5180)</b>	<b>3073</b>	<b>(4417)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	26606	56181	61799	66743	74752
营业成本	22245	46631	51108	54863	60998
营业税金及附加	54	102	112	121	136
营业费用	771	1433	1545	1669	1944
管理费用	2540	2973	3194	3577	2973
研发费用	0	2805	3013	3375	2805
财务费用	509	1072	700	701	702
资产减值损失	161	211	200	200	180
公允价值变动收益	0	(25)	(25)	(25)	(25)
投资收益	691	179	179	179	179
<b>营业利润</b>	1048	856	2509	3136	3994
营业外收入	8	1991	10	10	10
营业外支出	59	86	86	86	86
<b>利润总额</b>	996	2761	2433	3060	3918
所得税	254	634	597	751	962
<b>净利润</b>	743	2127	1835	2308	2956
少数股东损益	347	809	698	878	1124
<b>归属于母公司净利润</b>	396	1318	1137	1430	1832

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	43%	111%	10%	8%	12%
营业利润	38%	-18%	193%	25%	27%
净利润	-13%	233%	-14%	26%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.4%	17.0%	17.3%	17.8%	18.4%
净利率	1.5%	2.3%	1.8%	2.1%	2.5%
ROE	3.1%	10.6%	8.5%	10.1%	11.9%
ROIC	1.0%	4.1%	6.5%	6.8%	7.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.2%	69.3%	68.2%	68.7%	68.4%
净负债比率	34.3%	29.5%	28.1%	30.6%	30.9%
流动比率	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	6.6	8.2	6.4	6.4	6.5
应收帐款周转率	6.1	7.8	5.8	5.8	5.9
应付帐款周转率	4.7	6.3	5.0	5.0	5.1
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.42	1.39	0.87	1.10	1.41
每股经营现金	2.00	3.13	3.48	4.72	5.62
每股净资产	13.37	13.10	10.35	10.95	11.85
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>估值比率</b>					
PE	37.6	11.3	17.9	14.3	11.1
PB	1.2	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.4	9.4	5.9	4.6	3.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

马良旭，清华大学博士，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖商用车、新能源、智能汽车板块。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，2年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。