

均胜电子 (600699)

证券研究报告

2018年10月26日

毛利率拐点向上 有望稳步提升

事件概述:

公司发布三季报: 公司前三季度实现营收 394.2 亿元, 同比增长 103.1%; 归母净利润 10.6 亿元, 同比增长 19.3%; 扣除非经常性损益的净利润 7.0 亿元, 同比增长 47.1%, 业绩低于市场预期。

事件评论:

并表高田, 公司业绩快速增长。 受益于高田 4 月 12 日正式交割, 公司第二与第三季度营收大幅增长, 公司前三季度实现营收 394.2 亿元, 同比增长 103.1%。受 JSS 整合等多重因素影响, 公司前三季度毛利率同比减少 1.5 个百分点至 15.7%。最终公司前三季度归母净利润和扣非归母净利润分别为 10.6 亿元和 7.0 亿元, 分别同比增长 19.3%和 47.1%。

费用大幅增加, 业绩低于市场预期。 公司三季度实现营收 167.9 亿元, 同比增长 165.6%; 归母净利润 2.4 亿元, 同比下降 12.8%, 环比下降 70.1%; 扣非归母净利润 2.5 亿元, 同比增长 125%, 环比下降 44%。其中, 公司三季度毛利率分别同比和环比增长 1.2 和 2.1 个百分点至 16.4%。在毛利率大幅上升的情况下, 我们认为净利润环比大幅下降的原因主要有两点: 1) **销售费用大幅上升:** 公司三季度新增订单金额约 25 亿美元, 前三季度总新增订单额升至约 75 亿美元。为此, 公司前三季度销售费用同比大幅提升 205%至 10.8 亿元; 其中三季度销售费用约 6.8 亿元, 分别同比和环比增长 431.5%和 159.1%。2) **真实管理费用的提升:** 我们认为, 公司二季度因高田资产交易发生的中介、交易等约 5.1 亿元费用, 多数被计入管理费用等相关费用中。相较三季度的 8.8%, 二季度的真实管理费用率或约 6.6%。

回归整合, 利润率有望稳步提升。 均胜两大业务板块均有望迎拐点: 1) **汽车安全:** 公司上半年汽车安全毛利率为 13.4%。随整合持续进行, 原 KSS 业务有望克服规模较小和新产线良品率不足, 原高田业务有望摆脱安全事件的负面拖累。2) **汽车电子:** 随新客户拓展以及研发型公司 PCC 借助 PREH 落地, 利润率有望提升。

投资建议: 公司以超强并购整合能力为基, 借 KSS+高田进军汽车安全和 ADAS, 依托普瑞+PCC 布局车载信息系统, 着力整合技术提供智能驾驶综合解决方案, 有望夺取车载智能时代竞争高地。由于盈利改善速度低于预期, 下调 18-20 年盈利预测, 归母净利润从 15.0、18.6、23.7 亿元下调至 13.5、14.5、20.3 亿元, EPS 分别为 1.42、1.53、2.14 元/股。且由于行业估值中枢受整体宏观环境影响较大, 已降至 16 倍, 给予公司 19 年 17 倍 PE, 下调目标价至 26 元。下调评级, 由“买入”下调至“增持”评级。

风险提示: 均胜安全整合速度不及预期、PCC 落地速度不及预期、新订单数量不及预期、全球汽车销量低迷等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,552.41	26,605.60	55,193.50	68,362.49	71,629.35
增长率(%)	129.54	43.41	107.45	23.86	4.78
EBITDA(百万元)	2,306.90	3,143.13	2,659.28	3,612.59	4,412.93
净利润(百万元)	453.69	395.87	1,348.79	1,451.29	2,031.84
增长率(%)	13.46	(12.75)	240.72	7.60	40.00
EPS(元/股)	0.48	0.42	1.42	1.53	2.14
市盈率(P/E)	46.97	53.83	15.80	14.68	10.49
市净率(P/B)	1.68	1.68	1.53	1.42	1.29
市销率(P/S)	1.15	0.80	0.39	0.31	0.30
EV/EBITDA	15.55	12.46	13.11	6.68	7.03

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	增持 (调低评级)
当前价格	22.45 元
目标价格	26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	949.29
流通 A 股股本(百万股)	949.29
A 股总市值(百万元)	21,311.54
流通 A 股市值(百万元)	21,311.54
每股净资产(元)	15.11
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	43.41/20.02

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
娄周鑫	联系人
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:并表高田 18Q2 成业绩拐点》 2018-08-23
- 《均胜电子-季报点评:并表高田 18Q2 将为业绩拐点》 2018-05-01
- 《均胜电子-公司点评:并表高田 开启均胜智能驾驶时代》 2018-04-12

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	9,191.00	4,184.78	4,415.48	7,798.13	5,730.35
应收账款	4,902.46	4,958.97	13,549.59	6,357.80	14,500.91
预付账款	283.94	163.90	867.08	364.31	898.79
存货	3,003.63	3,787.70	10,230.68	6,616.43	11,203.85
其他	1,385.69	2,108.19	2,752.24	2,412.87	3,029.99
流动资产合计	18,766.71	15,203.53	31,815.07	23,549.53	35,363.88
长期股权投资	117.09	163.21	163.21	163.21	163.21
固定资产	5,578.17	6,284.18	6,545.87	6,593.26	6,499.08
在建工程	1,072.10	1,362.61	853.57	560.14	366.08
无形资产	2,895.44	3,505.94	2,924.50	2,343.06	1,761.62
其他	8,803.05	8,835.57	8,692.90	8,872.99	8,778.91
非流动资产合计	18,465.86	20,151.51	19,180.05	18,532.66	17,568.91
资产总计	37,232.57	35,355.04	50,995.12	42,082.19	52,932.80
短期借款	3,625.48	4,597.41	9,175.33	1,800.00	5,663.32
应付账款	4,737.67	5,818.36	12,651.20	11,334.94	14,211.44
其他	3,581.78	2,639.87	4,532.56	2,993.17	4,764.55
流动负债合计	11,944.92	13,055.65	26,359.09	16,128.11	24,639.32
长期借款	9,113.49	6,665.16	7,617.66	7,560.00	8,248.59
应付债券	399.41	0.00	266.20	221.87	162.69
其他	1,930.00	1,931.37	1,582.54	1,814.63	1,776.18
非流动负债合计	11,442.90	8,596.53	9,466.40	9,596.50	10,187.46
负债合计	23,387.82	21,652.18	35,825.49	25,724.61	34,826.78
少数股东权益	1,141.34	1,012.65	1,196.57	1,357.83	1,583.59
股本	949.29	949.29	949.29	949.29	949.29
资本公积	10,111.84	9,996.92	9,996.92	9,996.92	9,996.92
留存收益	11,901.25	11,970.93	13,023.77	14,050.46	15,573.14
其他	(10,258.98)	(10,226.93)	(9,996.92)	(9,996.92)	(9,996.92)
股东权益合计	13,844.75	13,702.86	15,169.63	16,357.58	18,106.01
负债和股东权益总	37,232.57	35,355.04	50,995.12	42,082.19	52,932.80

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	675.36	742.63	1,348.79	1,451.29	2,031.84
折旧摊销	1,049.30	1,629.94	888.80	907.47	919.67
财务费用	510.74	550.43	666.86	615.05	543.12
投资损失	(18.52)	(691.28)	(60.00)	(50.00)	(40.00)
营运资金变动	(735.80)	(2,088.14)	(7,560.18)	8,697.68	(9,181.14)
其它	(807.39)	1,757.75	183.93	161.25	225.76
经营活动现金流	673.69	1,901.33	(4,531.81)	11,782.75	(5,500.74)
资本支出	12,931.29	3,629.75	408.83	(152.10)	88.45
长期投资	85.80	46.12	0.00	0.00	0.00
其他	(22,040.31)	(6,662.79)	(408.83)	122.10	(98.45)
投资活动现金流	(9,023.21)	(2,986.92)	0.00	(30.00)	(10.00)
债权融资	13,845.31	12,131.50	17,626.81	10,296.36	14,791.62
股权融资	7,966.13	(706.79)	(436.85)	(615.05)	(543.12)
其他	(7,789.15)	(15,519.39)	(12,427.45)	(18,051.41)	(10,805.53)
筹资活动现金流	14,022.29	(4,094.69)	4,762.51	(8,370.10)	3,442.96
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,672.76	(5,180.28)	230.70	3,382.65	(2,067.78)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	18,552.41	26,605.60	55,193.50	68,362.49	71,629.35
营业成本	15,055.79	22,245.31	46,456.56	57,168.08	59,333.52
营业税金及附加	26.74	54.08	104.87	123.05	128.93
营业费用	468.04	770.96	1,573.01	1,886.80	1,919.67
管理费用	1,736.96	2,540.09	5,298.58	6,494.44	6,768.97
财务费用	510.35	509.00	666.86	615.05	543.12
资产减值损失	13.35	160.92	50.00	35.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.52	691.28	60.00	50.00	40.00
其他	(37.03)	(1,413.60)	(120.00)	(100.00)	(80.00)
营业利润	759.69	1,047.56	1,103.63	2,090.06	2,950.14
营业外收入	57.57	7.74	1,000.00	100.00	100.00
营业外支出	7.77	59.10	60.00	40.00	40.00
利润总额	809.49	996.20	2,043.63	2,150.06	3,010.14
所得税	134.13	253.57	510.91	537.52	752.53
净利润	675.36	742.63	1,532.72	1,612.55	2,257.60
少数股东损益	221.66	346.76	183.93	161.25	225.76
归属于母公司净利润	453.69	395.87	1,348.79	1,451.29	2,031.84
每股收益(元)	0.48	0.42	1.42	1.53	2.14

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	129.54%	43.41%	107.45%	23.86%	4.78%
营业利润	47.31%	37.89%	5.35%	89.38%	41.15%
归属于母公司净利润	13.46%	-12.75%	240.72%	7.60%	40.00%
获利能力					
毛利率	18.85%	16.39%	15.83%	16.38%	17.17%
净利率	2.45%	1.49%	2.44%	2.12%	2.84%
ROE	3.57%	3.12%	9.65%	9.68%	12.30%
ROIC	33.18%	6.76%	6.43%	7.37%	14.71%
偿债能力					
资产负债率	62.82%	61.24%	70.25%	61.13%	65.79%
净负债率	8.20%	2.57%	35.17%	84.26%	42.14%
流动比率	1.57	1.16	1.21	1.46	1.44
速动比率	1.32	0.87	0.82	1.05	0.98
营运能力					
应收账款周转率	5.98	5.40	5.96	6.87	6.87
存货周转率	8.90	7.84	7.87	8.12	8.04
总资产周转率	0.76	0.73	1.28	1.47	1.51
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.42	1.42	1.53	2.14
每股经营现金流	0.71	2.00	-4.77	12.41	-5.79
每股净资产	13.38	13.37	14.72	15.80	17.41
估值比率					
市盈率	46.97	53.83	15.80	14.68	10.49
市净率	1.68	1.68	1.53	1.42	1.29
EV/EBITDA	15.55	12.46	13.11	6.68	7.03
EV/EBIT	28.25	25.67	19.69	8.92	8.88

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com