

均胜电子 (600699)

证券研究报告

2019年04月23日

整合效应初现 盈利能力大幅改善

概述: 事件一: 公司 2018 年实现营收 561.8 亿元, 同比增长 111.2%; 归母净利润 13.2 亿元, 同比增长约 232.9%; 扣非归母净利润 9.1 亿元, 扭亏为盈。此外, 公司拟每 10 股转增 4 股。

事件二: 19Q1 实现营收 154.3 亿元, 同比增长 120.9%; 归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 792.5%; 扣非归母净利润 2.9 亿元, 同比增长 2314.8%。

点评:

并表高田, 回归整合, 盈利能力大幅提升。 公司营收实现同比 111.2% 的高增长, 毛利率环比改善 0.9 个百分点, 主要由于三大板块业务优异的表现: **1) 汽车安全:** 营收 428.8 亿元, 同比增长 210.8%; 毛利率为 15.7%, 同比增加 2.1 个百分点, 较 18H1 增加 2.3 个百分点。**2) 汽车电子:** 营收 92.3 亿元, 同比增长 1.8%; 毛利率为 21.1%, 同比增加 2.7 个百分点。**3) 功能件及总成:** 营收 35.9 亿元, 同比增长 22.8%; 毛利率 23.3% 同比减少 0.2 个百分点。其中, 公司 18 年全年研发费用高达 29.3 亿元, 营收占比约 5.2%。18Q4 实现营收 167.6 亿元, 同比增长 133.0%, 环比下降 -0.2%。毛利率同比增加 5.8 个和 3.8 个百分点至 20.2%, 三费费用率同比和环比分别增加 1.6 和 4.8 个百分点至 18.6%, 最终实归母净利润 2.6 亿元。

19Q1 盈利能力持续改善, 预计全年扣非有望达 13 亿。 19Q1 公司实现营收 154.3 亿元, 同比增长 120.9%, 环比减少 7.9%; 实现扣非归母净利润 2.9 亿元, 同比增长 2314.8%, 环比增长 40.1%。我们预计公司 19 年单季营收有望稳定在 160 亿, 扣非归母净利润有望超 3 亿元, 全年有望达 13 亿元。**利润率方面,** 19Q1 净利率同比和环比分别提升 1.6 和 1.7 个百分点至 3.3%。我们认为利润率有望继续提升: **1) 汽车安全:** 远低于主要竞争对手 Autoliv 约 20% 的毛利率。随 JSS 整合进行, 毛利率有望继续改善。**2) 汽车电子:** 随新客户拓展以及研发型公司 PCC 借助 PREH 落地, 利润率有望继续提升。

新能源、智能网联、智能驾驶集大成者。 公司以 JSS 为基, 高速拓展新业务, 18 年汽车电子业务获 170 亿元订单: **1) HMI:** 主要客户为大众、宝马、奔驰、福特等。**2) 智能车联:** 获南北大众 MQB 和 MEB 订单, 有望于 2019 年进入量产阶段, 此外均胜自主研发的 V2X 产品也即将于 2021 年量产, 有望成为全球首个 V2X 量产项目。**3) E-mobility:** 主要产品为 BMS 和 OBC, 也陆续获 MQB、MEB、奔驰新一代电动化平台、日产、福特等订单。

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。暂不考虑送股的影响, 由于公司非经常性收益略低于我们的预期, 下调 19-20 年归母净利润, 分别从 14.5、18.6 亿元下调至 13.7、16.6 亿元, 对应 EPS 分别为 1.45、1.75 元/股。维持“买入”评级。

风险提示: 均胜安全整合速度不及预期、新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	68,863.26	73,165.86	77,370.43
增长率(%)	43.41	111.16	22.57	6.25	5.75
EBITDA(百万元)	3,143.13	7,212.35	4,824.14	5,502.22	6,178.97
净利润(百万元)	395.87	1,317.99	1,372.17	1,664.88	2,081.04
增长率(%)	(12.75)	232.93	4.11	21.33	25.00
EPS(元/股)	0.42	1.39	1.45	1.75	2.19
市盈率(P/E)	67.36	20.23	19.43	16.02	12.81
市净率(P/B)	2.10	2.14	1.77	1.62	1.46
市销率(P/S)	1.00	0.47	0.39	0.36	0.34
EV/EBITDA	12.46	4.96	7.98	6.76	5.50

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	28.09 元
目标价格	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)	26,665.53
流通 A 股市值(百万元)	26,665.53
每股净资产(元)	13.28
资产负债率(%)	67.97
一年内最高/最低(元)	29.96/20.02

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

- 1 《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
- 2 《均胜电子-公司点评:业绩预告符合预期 整合能力迎大考》 2019-01-06
- 3 《均胜电子-公司点评:集大成者 引领时代》 2018-12-09

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	8,924.37	8,933.03	12,305.05
应收票据及应收账款	4,807.01	10,923.47	8,205.21	12,118.64	10,232.82
预付账款	163.90	712.52	446.03	734.72	494.10
存货	3,787.70	7,566.24	6,626.62	9,269.17	7,507.68
其他	2,260.15	2,178.10	2,971.82	2,170.64	3,033.57
流动资产合计	15,203.53	29,197.13	27,174.05	33,226.19	33,573.22
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	55,161.33	59,777.33	58,763.00
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	9,129.72	12,597.34	8,659.13
其他	3,191.19	7,884.62	5,570.70	6,159.79	6,432.32
流动负债合计	13,055.65	22,844.63	19,700.42	23,257.13	19,291.44
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	33,463.42	35,497.99	31,302.14
少数股东权益	1,012.65	5,746.18	6,630.15	7,801.55	9,160.43
股本	949.29	949.29	949.29	949.29	949.29
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	14,118.47	15,528.50	17,351.15
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	21,697.91	24,279.34	27,460.86
负债和股东权益总	35,355.04	59,320.18	55,161.33	59,777.33	58,763.00

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	742.63	2,126.74	1,372.17	1,664.88	2,081.04
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	450.74	354.28	232.22
投资损失	(691.28)	(55.04)	(350.00)	(260.00)	(150.00)
营运资金变动	(2,087.11)	4,230.16	(1,790.20)	(1,605.53)	(196.36)
其它	1,756.72	(6,853.79)	883.98	1,171.40	1,358.87
经营活动现金流	1,901.33	2,974.23	1,965.02	2,756.49	4,775.10
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)	(2,101.69)	755.51	856.89
投资活动现金流	(2,986.92)	(9,332.84)	490.00	280.00	200.00
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)	1,107.84	(354.28)	(232.22)
其他	(15,519.39)	(6,547.57)	(18,805.52)	(16,605.09)	(14,189.93)
筹资活动现金流	(4,094.69)	9,431.97	(1,347.44)	(3,027.83)	(1,603.08)
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	1,107.57	8.66	3,372.02

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	68,863.26	73,165.86	77,370.43
营业成本	22,245.31	46,630.81	56,771.46	59,700.36	62,503.36
营业税金及附加	54.08	102.20	137.73	146.33	154.74
营业费用	770.96	1,432.95	1,652.72	1,792.56	1,934.26
管理费用	2,540.09	3,102.60	3,732.39	3,987.54	4,239.90
研发费用	0.00	2,927.33	3,443.16	3,658.29	3,868.52
财务费用	509.00	1,072.36	450.74	354.28	232.22
资产减值损失	160.92	210.51	50.00	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	350.00	260.00	150.00
其他	(1,413.60)	(183.11)	(700.00)	(520.00)	(300.00)
营业利润	1,047.56	855.60	2,975.05	3,716.48	4,497.42
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	2,930.05	3,683.48	4,467.42
所得税	253.57	634.10	673.91	847.20	1,027.51
净利润	742.63	2,126.74	2,256.14	2,836.28	3,439.92
少数股东损益	346.76	808.75	883.98	1,171.40	1,358.87
归属于母公司净利润	395.87	1,317.99	1,372.17	1,664.88	2,081.04
每股收益(元)	0.42	1.39	1.45	1.75	2.19

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	43.41%	111.16%	22.57%	6.25%	5.75%
营业利润	37.89%	-18.32%	247.72%	24.92%	21.01%
归属于母公司净利润	-12.75%	232.93%	4.11%	21.33%	25.00%
获利能力					
毛利率	16.39%	17.00%	17.56%	18.40%	19.22%
净利率	1.49%	2.35%	1.99%	2.28%	2.69%
ROE	3.12%	10.60%	9.11%	10.10%	11.37%
ROIC	6.76%	7.19%	10.13%	11.65%	13.47%
偿债能力					
资产负债率	61.24%	69.35%	60.66%	59.38%	53.27%
净负债率	57.99%	58.77%	34.22%	20.59%	1.87%
流动比率	1.16	1.28	1.38	1.43	1.74
速动比率	0.87	0.95	1.04	1.03	1.35
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	9.21	9.22
总资产周转率	0.73	1.19	1.20	1.27	1.31
每股指标(元)					
每股收益	0.42	1.39	1.45	1.75	2.19
每股经营现金流	2.00	3.13	2.07	2.90	5.03
每股净资产	13.37	13.10	15.87	17.36	19.28
估值比率					
市盈率	67.36	20.23	19.43	16.02	12.81
市净率	2.10	2.14	1.77	1.62	1.46
EV/EBITDA	12.46	4.96	7.98	6.76	5.50
EV/EBIT	25.67	7.56	11.24	9.14	7.18

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 37 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 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com