

均胜电子（600699）：裁撤工厂有成效，新能源产品线快速扩张

——2019 年中报点评

2019 年 08 月 23 日

强烈推荐/维持

均胜电子 公司报告

报告摘要：

中报摘要：均胜电子 2019 年上半年营收 308.27 亿元，同比增长 36.2%；归母净利润 5.1 亿元，同比大幅下滑 37.4%，但是扣非归母净利润同比大幅增长 25.5%。公司 2019 年上半年毛利率为 17.3%，同比增长 2.2%；净利率为 3%，同比下滑 1.2%。

均胜电子营收同比大幅增长主要是新增了并表的高田汽车安全业务，目前在汽车安全被动领域（主要是安全带、安全气囊）市占率达到 30%，成为全球龙头，议价能力较高。在汽车零部件公司受下游挤压较多的环境下，公司净营业周期维持低位。此外尽管全球乘用车市萎靡，公司原有电子及内外饰业务逆市增长。

公司通过裁撤、整合安全业务制造基地，明显提升了盈利能力。公司安全业务截止目前的制造基地数量为 86 个，同比减少了 19 个，单个基地产值增长了 8%，达到 5.55 亿元。相比国际上 2 亿美元的最优产值，公司的工厂布局还有进一步优化的空间。

均胜电子的新能源车相关专用零部件（公司成为 E-Mobility）业务发展迅速。公司产品匹配了宝马、吉利、大众和保时捷等主流整车厂，未来一年大众 MEB 等新能源专用平台将陆续量产，公司相关营收将大幅增长。截至 2019 年上半年，公司 E-mobility 业务总计获得 131 亿元订单

此外，公司的 48V 系统已经配套奔驰全系，结合工信部对国内配套量有望爆发。

盈利预测：预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 606/699/751 亿元，归母净利润分别为 10.8/13.1/14.9 亿元，EPS 分别为 0.83/1.01/1.15 元，分别同比增长-18.3%/21.5%/14.1%，对应 PE 为 17.6/14.5/12.7x。给予公司 2019 年底 23.6x P/E，目标价 19.6 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：乘用车消费不及预期；原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,606	56,181	60,568	69,918	75,121
增长率 (%)	43.4%	111.2%	7.8%	15.4%	7.4%
净利润(百万元)	743	2,127	1,738	2,112	2,410
增长率 (%)	10.0%	186.4%	-18.3%	21.5%	14.1%
净资产收益率 (%)	3.1%	10.6%	7.8%	9.9%	12.0%
每股收益(元)	0.42	1.43	0.83	1.01	1.15
PE	34.7	10.2	17.6	14.5	12.7
PB	1.09	1.11	1.37	1.44	1.52

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

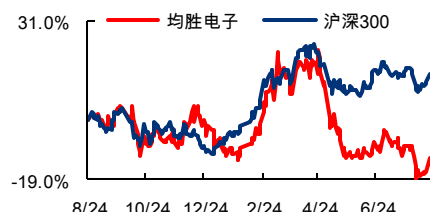
均胜电子主营为汽车零部件，包括汽车安全件（气囊、安全带）、汽车电子（HMI、BMS 和 V2X 系统）以及内外饰功能件等多个产品线。公司由 10 年先后收购的普瑞（汽车电子）、百利得（安全）和高田（安全）等公司加上公司原有内外饰业务整合而成。公司主要客户囊括了全球主要的乘用车企业。均胜电子是汽车安全件全球龙头。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.58-22.56
总市值 (亿元)	189.57
流通市值 (亿元)	189.57
总股本/流通 A 股 (万股)	130022/130022
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.7

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：

刘一鸣

021-25102862

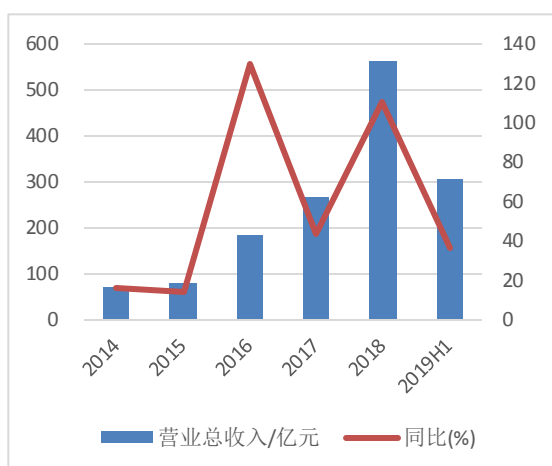
liu_ym@dxzq.net.cn

1. 高田安全业务并表增厚业绩，扣非净利润大幅增长

均胜电子 2019 年上半年营收 308.27 亿元，同比增长 36.2%；归母净利润 5.1 亿元，同比大幅下滑 37.4%，但是扣非归母净利润同比大幅增长 25.5%。

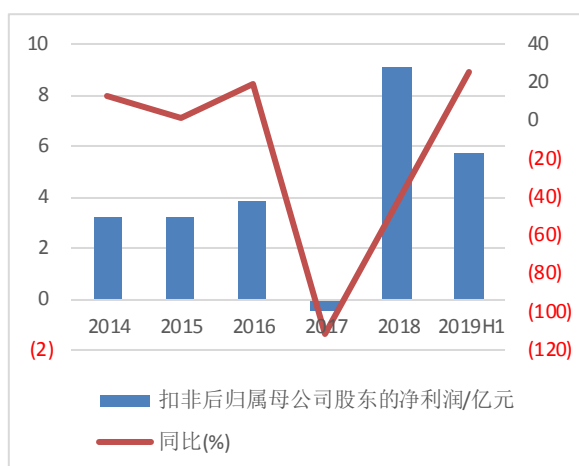
公司 2019 年上半年毛利率为 17.3%，同比增长 2.2%；净利率为 3%，同比下滑 1.2%。

图 1：均胜电子营收及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：均胜电子归母净利润及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

公司营收同比大幅增长主要是新增了并表的高田汽车安全业务。公司收购的高田业务与 2018 年 4 月正式并表，在 2019 年上半年报表中得到了全部体现。公司将高田与原有百利得安全业务整合为 JSS 公司，目前在汽车安全被动领域（主要是安全带、安全气囊）市占率达到 30%，成为全球龙头。被动安全领域市场格局较为稳定，公司与 ZF（主要是收购的 TRW 业务）和奥托立夫为三大巨头，对上下游的议价能力都较高。

全球乘用车市萎靡，公司原有业务逆市增长。2019 年上半年全球主要乘用车市场（中\美\欧\日\印\巴西\俄）合计乘用车销量同比下滑 6%，对上游造成了较大冲击。公司的汽车电子和内外饰功能件业务营收分别逆市增长 2.36%和 11.52%，显示了较强的营销能力和产品力。

2. 裁撤工厂成效显著，盈利能力有望继续提升

均胜电子通过裁撤、整合安全业务制造基地，明显提升了盈利能力。根据公司介绍，公司安全业务截止目前的制造基地数量为 86 个，同比减少了 19 个。

报告期内公司为了裁撤基地和人员，新增了 2.85 亿元的费用，但是通过把安全业务毛利率提升了 3.3%，长期效益明显。根据我们的测算，公司收购高田业务交割之初，单个工厂平均 5.14 亿元，目前已经提升到了 5.55 亿元，同比提升近 8%。公司的生产基地多数布局在海外，单个工厂的规模距离海外通常的最优营收规模——2 亿美元还有相当大的距离，有望通过进一步整合以提升规模效应。

表格 1：公司生产基地分析

	2018H1	2019H1	YoY
安全业务工厂数	105	86	-18.1%
安全业务年化营收/亿元	540	477	-11.6%
单工厂年化营收/亿元	5.14	5.55	7.9%
毛利率	13.4%	16.7%	3.3%

资料来源：公司年报；东兴证券研究所

公司在裁撤冗余的同时也在潜力市场加强布局。近日，公司与印度汽车零部件领先企业阿南德集团（ANAND Group）以及阿布舍克工业集团（Abhishek Industries）成立合资企业印度均胜阿南德阿布舍克汽车安全系统公司（简称 JAASS），继续深化在印度市场的布局。印度政府及其国人近两年对行车安全系数的要求也越来越高，例如安全气囊和 ABS（制动防抱死系统）加入强制性要求。根据印度官方发布的计划，到 2019 年末将对所有新车实施安全气囊和 ABS 强制要求。

3. 新能源车 BMS 发展迅速，48V 产品受益于国内低油耗车推广

均胜电子的新能源车相关专用零部件（公司称为 E-Mobility）业务发展迅速。除了重要客户宝马、奔驰和吉利外，公司陆续获得了保时捷新一代旗舰电动超跑 Taycan 的电池管理和充放电系统、大众 MQB 及 MEB 平台、奔驰新一代电动化平台、日产、福特和上汽通用五菱等客户的新能源汽车管理系统相关的订单。未来一年大众 MEB 等新能源专用平台将陆续量产，公司相关营收将大幅增长。公司的车载充电器（OBC）产品已获得沃尔沃、法拉利等全球整车厂商多项订单。截至 2019 年上半年，E-Mobility 业务总计获得 131 亿元订单

此外，公司的 48V 系统已经配套奔驰全系，未来在国内配套量有望爆发。根据工信部 2019 年公布的 2021-2023 年“双积分”征求意见稿，政策对包含 48V 在内的轻混、微混等低油耗车型的支持力度相对较大。公司携在奔驰的高端配套能力，以及 BMS、HMI 等产品的横向扩张能力，有望在国内的 48V 市场占得先机。

4. 盈利预测与估值

公司最主要的业务板块——汽车安全目前在全球的地位已经与另外两大巨头奥托立夫和 ZF 接近，未来随着人员和生产规模继续优化，毛利率有望进一步提升。。

预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 606/699/751 亿元, 归母净利润分别为 10.8/13.1/14.9 亿元, EPS 分别为 0.83/1.01/1.15 元, 分别同比增长-18.3%/21.5%/14.1%, 对应 PE 为 17.6/14.5/12.7x。给予公司 2019 年底 23.6x P/E, 目标价 19.6 元, 维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

全球乘用车消费不及预期;

原材料价格大幅上涨。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	15204	29197	31235	38376	41093	营业收入	26606	56181	60568	69918	75121
货币资金	4185	7817	9085	13984	15024	营业成本	22245	46631	50160	57323	61398
应收账款	4358	10081	9956	11493	12349	营业税金及附加	54	102	121	140	150
其他应收款	601	621	669	773	830	营业费用	771	1433	1363	1573	1690
预付款项	164	713	713	713	713	管理费用	2540	3103	6057	7341	7888
存货	3788	7566	8245	8638	9252	财务费用	509	1072	352	521	549
其他流动资产	1658	1555	1599	1693	1745	资产减值损失	160.92	210.51	210.51	210.51	210.51
非流动资产合计	20152	30123	26210	24549	23066	公允价值变动收益	0.00	-25.36	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	163	75	75	75	75	投资净收益	691.28	55.04	44.08	46.89	48.45
固定资产	6284	12824	13244	11812	10546	营业利润	1048	856	2349	2857	3283
无形资产	2387	3017	2765	2539	2325	营业外收入	7.74	1991.32	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	244	334	334	334	334	营业外支出	59.10	86.08	92.81	115.50	154.44
资产总计	35355	59320	57445	62925	64160	利润总额	996	2761	2257	2741	3129
流动负债合计	13056	22845	23605	28911	29947	所得税	254	634	518	630	719
短期借款	4597	5166	9938	14914	14830	净利润	743	2127	1738	2112	2410
应付账款	5128	9661	8933	8638	9252	少数股东损益	347	809	661	803	917
预收款项	153	550	738	1093	1400	归属母公司净利润	396	1318	1077	1309	1494
一年内到期的非流动	869	1075	1075	1075	1075	EBITDA	5031	6789	4787	5485	5953
非流动负债合计	8597	18291	13361	13361	13361	EPS (元)	0.42	1.43	0.83	1.01	1.15
长期借款	6665	11263	11263	11263	11263	主要财务比率					
应付债券	0	1000	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	21652	41136	36966	42272	43308	成长能力					
少数股东权益	1013	5746	6407	7210	8127	营业收入增长	43.41%	111.16%	7.81%	15.44%	7.44%
实收资本 (或股本)	949	949	1300	1300	1300	营业利润增长	37.89%	-18.32%	174.60%	21.59%	14.94%
资本公积	9997	9873	9873	9873	9873	归属于母公司净利	-18.26%	21.47%	-18.26%	21.47%	14.15%
未分配利润	1886	3071	2392	1613	698	获利能力					
归属母公司股东权益	12690	12438	13830	13200	12482	毛利率 (%)	16.39%	17.00%	17.18%	18.01%	18.27%
负债和所有者权益	35355	59320	57445	62925	64160	净利率 (%)	2.79%	3.79%	2.87%	3.02%	3.21%
现金流量表						总资产净利润 (%)	6.87%	1.12%	2.22%	1.88%	2.08%
						ROE (%)	3.12%	10.60%	7.79%	9.91%	11.97%
经营活动现金流	1901	2974	-1720	2999	4693	偿债能力					
净利润	743	2127	1738	2112	2410	资产负债率 (%)	61%	69%	64%	67%	68%
折旧摊销	3474	4861	0	1831	1867	流动比率	1.16	1.28	1.32	1.33	1.37
财务费用	509	1072	352	521	549	速动比率	0.87	0.95	0.97	1.03	1.06
应付账款的变化	0	0	125	-1537	-855	营运能力					
预收账款的变化	0	0	187	356	307	总资产周转率	0.73	1.19	1.04	1.16	1.18
投资活动现金流	-2987	-9333	1654	-619	-807	应收账款周转率	6	8	6	7	6
公允价值变动收益	0	-25	0	0	0	应付账款周转率	5.64	7.60	6.52	7.96	8.40
长期股权投资减少	0	0	880	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	691	55	44	47	48	每股收益 (最新摊)	0.42	1.43	0.83	1.01	1.15
筹资活动现金流	-4095	9432	1335	2518	-2846	每股净现金流 (最新)	-5.46	3.24	0.98	3.77	0.80
应付债券增加	0	0	-1000	0	0	每股净资产 (最新摊)	13.37	13.10	10.64	10.15	9.60
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	351	0	0	P/E	34.71	10.20	17.60	14.49	12.69
资本公积增加	-115	-124	0	0	0	P/B	1.09	1.11	1.37	1.44	1.52
现金净增加额	-5180	3073	1268	4898	1040	EV/EBITDA	4.33	3.61	6.72	5.88	5.22

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	均胜电子（600699）2018 年报及 2019 年一季报点评：安全件利润提升，发力新能源	2019-4-23
公司	均胜电子（600699）2018 年三季报点评：期待安全业务继续整合	2018-10-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士, 军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者, 历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师, 华商基金研究部工业品研究组组长, 2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士, 美国达特茅斯学院硕士, 7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券, 从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。