

投资评级 优于大市 维持

工业电源、工业自动化业务快速增长

股票数据

08月28日收盘价(元)	30.31
52周股价波动(元)	18.00-33.57
总股本/流通A股(百万股)	493/355
总市值/流通市值(百万元)	14949/10761

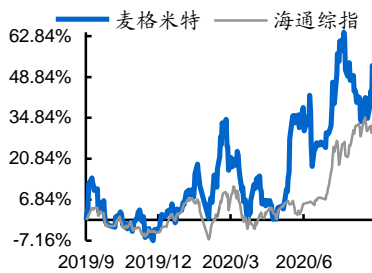
相关研究

《Q3收入增速环比大幅提升,净利润持续高增》2019.10.31

《新能源车业务高歌猛进,归母净利高增约1.5倍》2019.08.18

《19H1归母净利预增110%-160%,多元布局显成效》2019.07.16

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.5	20.0	14.7
相对涨幅(%)	-5.5	3.0	-10.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:房青

Tel:(021)23219692

Email:fangq@htsec.com

证书:S0850512050003

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

投资要点:

- **2020年上半年营收同比降7.14%，归母净利润同比降4.76%。**2020年上半年，公司实现营收15.42亿元，同比降7.14%；综合毛利率28.12%，同比增3.27pct；归母净利润1.54亿元，同比降4.76%。

分板块看：

工业电源和工业自动化板块均出现大幅增长，智能家电电控产品平稳增长。其中，油服设备、医疗电源、变频家电、工业微波、通信电源、驱动及控制产品线均保持持续高速增长。新能源汽车和智能卫浴产品线上半年出现下滑。

- **2020年第二季度营收同比降0.55%，归母净利润同比降6.09%。**2020年第二季度，公司实现营收8.82亿元，同比降0.55%；综合毛利率28.89%，同比增3.80pct；归母净利润0.97亿元，同比降6.09%。归母净利润下降幅度大于营收下降幅度源于期间费用率上升等。

- **2020年上半年期间费率上升。**2020年上半年，公司期间费率19.26%，同比增4.47pct。销售费率、管理费率、财务费率、研发费率均上升。我们认为，销售、管理、研发费率的提升主要源于收入下降。财务费率提升源于可转换债券计提利息。(1)销售费率4.77%，同比增0.98pct。(2)管理费率2.55%，同比增0.61pct。(3)财务费率1.20%，同比增1.07pct。(4)研发费率10.74%，同比增1.80pct。

- **工业电源产品快速增长。**2020年上半年，公司工业电源产品实现收入3.45亿元，同比增40.08%，占公司营业收入的22.39%。该板块毛利率32.18%，同比增加2.38pct。收入快速增长源于：

(1)受疫情影响，医疗电源需求上升，订单增长较大，并保持较高的毛利水平；(2)随着全球5G时代的来临和国内新基建政策的实施，公司5G电源给爱立信等客户的订单增长迅速。

- **智能家电电控产品略有增长。**2020年上半年，公司智能家电电控产品实现收入7.17亿元，同比增1.75%，占公司营业收入的46.49%。该板块毛利率22.32%，同比增加0.82pct。

其中：

(1)变频家电电控高压电源产品线迅速上升，尤其是微波炉电源市场份额迅速扩大；

(2)变频空调控制器在国内外均取得较好增长，一季度在印度的销量较大；

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2394	3560	3958	4927	6305
(+/-)YoY(%)	60.2%	48.7%	11.2%	24.5%	28.0%
净利润(百万元)	202	361	412	557	730
(+/-)YoY(%)	72.7%	78.7%	14.1%	35.2%	31.0%
全面摊薄EPS(元)	0.41	0.73	0.84	1.13	1.48
毛利率(%)	29.5%	25.9%	27.3%	27.2%	27.1%
净资产收益率(%)	12.3%	18.8%	17.4%	18.8%	19.4%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

- (3) 平板显示产品开始开拓日本办公自动化设备电源市场;
- (4) 智能卫浴因疫情影响, 2020 年上半年整体进度放缓, 一季度基本处于停滞状态, 二季度后有明显恢复。
- **工业自动化产品实现快速增长。**2020 年上半年, 公司工业自动化产品实现收入 1.95 亿元, 同比增长 26.76%, 占公司营业收入的 12.62%。该板块毛利率 44.09%, 同比增加 6.19pct。其中:
 - (1) 油服设备迅速增长, 技术方案得到各大油田的高度认可和推广使用, 进入了新的发展阶段, 但订单一定程度上也受到疫情和油价下跌的抑制;
 - (2) 疫情期间, 深圳驱动和深圳控制的口罩机自动化系统解决方案、注塑机业务、株洲微朗的“灭霸”系列抗疫杀菌等产品也有所贡献, 工控产品整体增幅较大。
- **新能源汽车&轨交产品下滑。**2020 年上半年, 公司新能源汽车及轨道交通产品实现收入 2.61 亿元, 同比下降 52.70%, 占公司营业收入的 16.94%。该板块毛利率 22.28%, 同比下降 0.87pct。收入降幅较大源于: 由于疫情影响及行业波动的影响, 新能源汽车订单同比下滑严重。其中, 北汽新能源上半年订单同比严重下滑。
公司的拓展:
 - (1) 不断接触其他整车厂, 提供核心部件, 并从事充电桩模块的销售;
 - (2) 在车载压缩机、热管理系统等领域不断探索和突破;
 - (3) 轨道交通方面, 主要是车辆空调控制器, 2020 年上半年取得了增长。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润为 4.12 亿元、5.57 亿元、7.30 亿元, 对应 EPS 分别为 0.84 元、1.13 元、1.48 元。参考可比公司估值, 给予 2020 年 40-45X, 对应合理价值区间为 33.6 元-37.8 元, 对应 2020 年 PS 为 4.16-4.68X。维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**新能源车行业需求低于预期, 技术孵化进度低于预期, 下游拓展不及预期。

表 1 麦格米特主要财务指标

指标	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3
营业收入(万元)	88169.27	65984.67	90766.14	99187.71
综合毛利率(%)	28.89	27.07	28.44	25.27
期间费用率	18.68%	20.03%	19.68%	13.27%
净利润率(%)	11.28	8.28	9.73	11.39
经营活动净现金流/营业收入(%)	27.56	13.67	29.41	6.80

资料来源: 公司 2020 半年报, 2019 年报, 海通证券研究所

表 2 麦格米特分项业务预测(万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
智能家电电控产品					
营业收入	109634.97	148797.25	180044.67	225055.84	292572.60
增长率		35.72%	21.00%	25.00%	30.00%
营业成本	83109.13	114436.95	136833.95	171042.44	222355.17
毛利率	24.19%	23.09%	24.00%	24.00%	24.00%
工业电源					
营业收入	42132.14	49786.66	69701.33	87126.66	108908.32
增长率		18.17%	40.00%	25.00%	25.00%
营业成本	29219.80	34760.24	47396.90	59246.13	74057.66
毛利率	30.65%	30.18%	32.00%	32.00%	32.00%
工业自动化产品					
营业收入	25550.69	39348.93	51153.61	66499.69	86449.59
增长率		54.00%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本	16669.86	24536.90	30692.16	39899.81	51869.76
毛利率	34.76%	37.64%	40.00%	40.00%	40.00%
新能源及轨道交通					
营业收入	60881.78	116917.63	93534.11	112240.93	140301.16
增长率		92.04%	-20.00%	20.00%	25.00%
营业成本	39129.03	89390.27	72021.26	87547.92	110136.41
毛利率	35.73%	23.54%	23.00%	22.00%	21.50%

其他					
营业收入	1165.91	1108.24	1329.89	1728.86	2247.52
增长率		-4.95%	20.00%	30.00%	30.00%
营业成本	659.46	717.46	864.43	1123.76	1460.89
毛利率	43.44%	35.26%	35.00%	35.00%	35.00%
合计					
营业收入	239365.47	355958.72	395763.61	492651.98	630479.19
增长率		48.71%	11.18%	24.48%	27.98%
营业成本	168787.27	263841.82	287808.71	358860.06	459879.89
毛利率	29.49%	25.88%	27.28%	27.16%	27.06%

资料来源: 公司 2018-2019 年报, 海通证券研究所

表 3 同业估值水平

		收盘价 (元)		总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)		
		8月28日	8月28日		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300124	汇川技术	57.89	995.55	0.55	0.91	1.14	104.59	63.92	50.59	
002747	埃斯顿	17.81	149.65	0.08	0.16	0.22	227.46	113.87	79.33	
300001	特锐德	21.05	209.99	0.27	0.37	0.56	77.70	57.53	37.42	
行业平均							136.58	78.44	55.78	

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

表 4 同业估值水平

		收盘价 (元)		总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (X)		
		8月28日	8月28日		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300124	汇川技术	57.89	995.55	73.90	103.02	126.46	13.47	9.66	7.87	
002747	埃斯顿	17.81	149.65	14.21	21.10	26.29	10.53	7.09	5.69	
300001	特锐德	21.05	209.99	67.39	80.01	104.75	3.12	2.62	2.00	
行业平均							9.04	6.46	5.19	

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3560	3958	4927	6305
每股收益	0.73	0.84	1.13	1.48	营业成本	2638	2878	3589	4599
每股净资产	3.90	4.80	6.02	7.63	毛利率%	25.9%	27.3%	27.2%	27.1%
每股经营现金流	1.25	0.87	1.29	1.68	营业税金及附加	23	25	32	40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	142	178	197	252
P/E	41.40	36.27	26.83	20.48	营业费用率%	4.0%	4.5%	4.0%	4.0%
P/B	7.76	6.31	5.03	3.97	管理费用	70	95	103	126
P/S	4.00	3.60	2.89	2.26	管理费用率%	2.0%	2.4%	2.1%	2.0%
EV/EBITDA	23.28	31.70	24.40	19.06	EBIT	351	409	543	695
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	9	20	16	8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.5%	0.3%	0.1%
毛利率	25.9%	27.3%	27.2%	27.1%	资产减值损失	-25	-20	-20	-20
净利润率	10.1%	10.4%	11.3%	11.6%	投资收益	4	5	6	8
净资产收益率	18.8%	17.4%	18.8%	19.4%	营业利润	387	441	596	781
资产回报率	9.2%	9.0%	9.8%	10.1%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	16.4%	15.6%	16.6%	16.9%	利润总额	387	441	597	782
盈利增长 (%)					EBITDA	408	448	582	734
营业收入增长率	48.7%	11.2%	24.5%	28.0%	所得税	22	25	34	44
EBIT 增长率	39.5%	16.4%	32.7%	28.0%	有效所得税率%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
净利润增长率	78.7%	14.1%	35.2%	31.0%	少数股东损益	4	4	6	8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	361	412	557	730
资产负债率	50.6%	47.5%	47.2%	47.3%					
流动比率	1.57	1.63	1.66	1.68	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.14	1.20	1.22	1.24	货币资金	313	109	115	324
现金比率	0.16	0.05	0.04	0.10	应收账款及应收票据	755	842	1049	1342
经营效率指标					存货	834	907	1131	1449
应收帐款周转天数	69.69	70.00	70.00	70.00	其它流动资产	1187	1642	2101	2565
存货周转天数	115.32	115.00	115.00	115.00	流动资产合计	3089	3499	4396	5680
总资产周转率	0.90	0.87	0.87	0.87	长期股权投资	51	67	85	103
固定资产周转率	10.54	9.57	9.76	10.33	固定资产	338	414	505	610
					在建工程	53	103	153	203
					无形资产	144	211	278	345
					非流动资产合计	858	1066	1292	1532
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3946	4566	5688	7212
净利润	361	412	557	730	短期借款	80	80	80	80
少数股东损益	4	4	6	8	应付票据及应付账款	1683	1829	2281	2923
非现金支出	88	59	59	59	预收账款	28	32	39	50
非经营收益	-10	15	10	0	其它流动负债	179	201	255	328
营运资金变动	174	-62	5	32	流动负债合计	1970	2142	2655	3381
经营活动现金流	616	429	637	829	长期借款	0	0	0	0
资产	-218	-200	-200	-200	其它长期负债	27	27	27	27
投资	-192	-418	-420	-420	非流动负债合计	27	27	27	27
其他	11	4	5	7	负债总计	1997	2169	2683	3409
投资活动现金流	-400	-614	-614	-613	实收资本	469	469	469	469
债权募资	72	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1925	2368	2971	3762
股权募资	12	0	0	0	少数股东权益	24	28	34	41
其他	-182	-20	-16	-8	负债和所有者权益合计	3946	4566	5688	7212
融资活动现金流	-98	-20	-16	-8					
现金净流量	123	-205	7	208					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业
张一弛 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 许继电气,卧龙电驱,信捷电气,良信电器,正泰电器,炬华科技,汇川技术,东方电气,科士达,国电南瑞,宏发股份,麦格米特

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。