

审慎推荐-A (首次)

麦格米特 002851.SZ

目标估值: 87.8-87.8 元

当前股价: 73.18 元

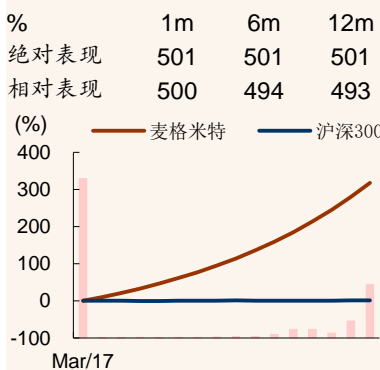
2017 年 03 月 27 日

技术创新、市场洗礼，平台型电气自动化公司初具雏形

基础数据

上证综指	3267
总股本(万股)	17773
已上市流通股(万股)	4450
总市值(亿元)	130
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	15.9
资产负债率	47.1%
主要股东	童永胜
主要股东持股比例	24.95%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《汇川技术(300124)——新能源车电驱继续成为增长主力，营收增长符合预期》2016-07-14
- 2、《汇川技术(300124)——平台化优势凸显，新能源车电驱、轨交业务成增长新引擎》2016-06-23
- 3、《英威腾(002334)——传统行业竞争加剧，轨道交通、新能源汽车行业静待突破》2016-08-05

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理
赵智勇
021-68407742
zhaozy5@cmschina.com.cn

公司 2003 年进入智能家电领域，经历 2007 年的多样化初步布局以及 2011-2014 年的收入波动，2016 年产品销售放量收入增速超 40%，同时毛利率大幅上升，完成智能家电、工业电源、工业自动化三大业务的布局。预计公司将继续加强高附加值产品的多样化布局，持续提升产品竞争力。

- 平台型电气自动化公司出具雏形，完成多领域产品布局。公司 2003 年成立，以平板电视电源为主产品进入智能家电完成资本、技术积累。2007 年开始推出工业电机驱动器、医疗设备电源等产品，电源产品从家电领域进入工业领域，同时依托功率变换硬件技术和数字化电源控制技术平台进入工业自动化领域。期间经历了 2012 至 2013 年的客户升级和业务梳理，从 2015 年开始公司多样化优势爆发放量，收入复合增速达到 30% 以上，进入快速增长时段。
- 电源板块，低毛利率产品逐渐退出，从家电领域进入工业领域。公司智能家电电控产品从 2013 年开始销售额和利润率大幅下滑，但随后几年公司对客户和产品结构做出调整，家电板块在客户群扩大的基础上平板电视电源放弃低毛利率型号产品，智能卫浴整机等高毛利产品销售收入增加，同时积极进入毛利率较高的工业定制电源领域，2012-2016 年工业定制电源产品复合增长 37%，进而公司综合毛利率从 2014 年的 26.65% 上升至 2016 年的 33.77%。
- 进军工业自动化业务展现公司多元化发展能力。公司依托功率变换硬件技术、数字化电源控制技术、系统控制与通讯软件技术三大平台进入工业自动化领域，产品包括新能源汽车系列产品，发展数字化焊机、工业微波设备等终端产品，2016 年其收入占比达到 22%，体现了公司多元化发展的能力。
- 管理层系艾默生、华为出身，利于公司技术提升和产品布局。公司核心管理层与技术人员 90% 以上有艾默生网络能源和华为电气的任职经历，为公司电气设备及自动化领域的布局提供优质人力资源。
- 首次给予“审慎推荐”投资评级。预计 2017-2019 年 PE 分别 71、50、37 倍。
- 风险提示：平板电视电源收入下滑风险，应收账款坏账风险，单一客户依赖风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	813	1154	1759	2377	3166
同比增长	28%	42%	52%	35%	33%
营业利润(百万元)	63	156	260	373	522
同比增长	69%	147%	67%	44%	40%
净利润(百万元)	57	110	183	258	356
同比增长	50%	94%	67%	41%	38%
每股收益(元)	0.32	0.62	1.03	1.45	2.00
PE	229.9	118.6	71.2	50.4	36.5
PB	22.4	18.9	14.3	11.3	8.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、依托三大技术平台，平台型电气自动化公司初具雏形.....	4
1.1 多技术平台、多产品领域的智能电控供应商.....	4
1.2 经历市场洗礼，产品布局多样化.....	5
1.3 管理层多有艾默生、华为经历，技术与管理经验丰富.....	7
二、从家电电源到工业电源，进军工业自动化领域.....	8
2.1 电源板块低毛利产品退出，扩大至工业电源.....	8
2.2 智能家电市场未来放量，工业电源前景良好.....	9
2.3 进军工业自动化，收入稳步提升.....	11
2.4 公司业务整体向高端应用转型，利润率大幅提升.....	12

图表目录

图 1：公司主要产品及应用领域.....	4
图 2：2016 年营业收入结构.....	5
图 3：公司发展历程.....	6
图 4：营业收入结构变化及增速（单位：百万元）.....	7
图 5：平板电视电源收入变化（单位：百万元）.....	7
图 6：智能家电电控产品销售收入（单位：百万元）.....	8
图 7：智能家电产品毛利率（%）.....	8
图 8：工业电源收入结构变化（单位：百万元）.....	9
图 9：工业定制电源各产品毛利率.....	9
图 10：平板电视发展趋势.....	10
图 11：变频家电市场规模.....	10
图 12：医疗器械市场规模.....	10
图 13：LED 市场规模及移动基站数.....	10
图 14：工业自动化产品增速.....	11
图 15：工业自动化业务收入占比及毛利率.....	11
图 16：自动化市场规模.....	11
图 17：自动化产品本土品牌市场份额.....	11
图 18：新能源汽车销量（单位：辆）.....	12
图 19：公司业务结构及毛利率.....	13

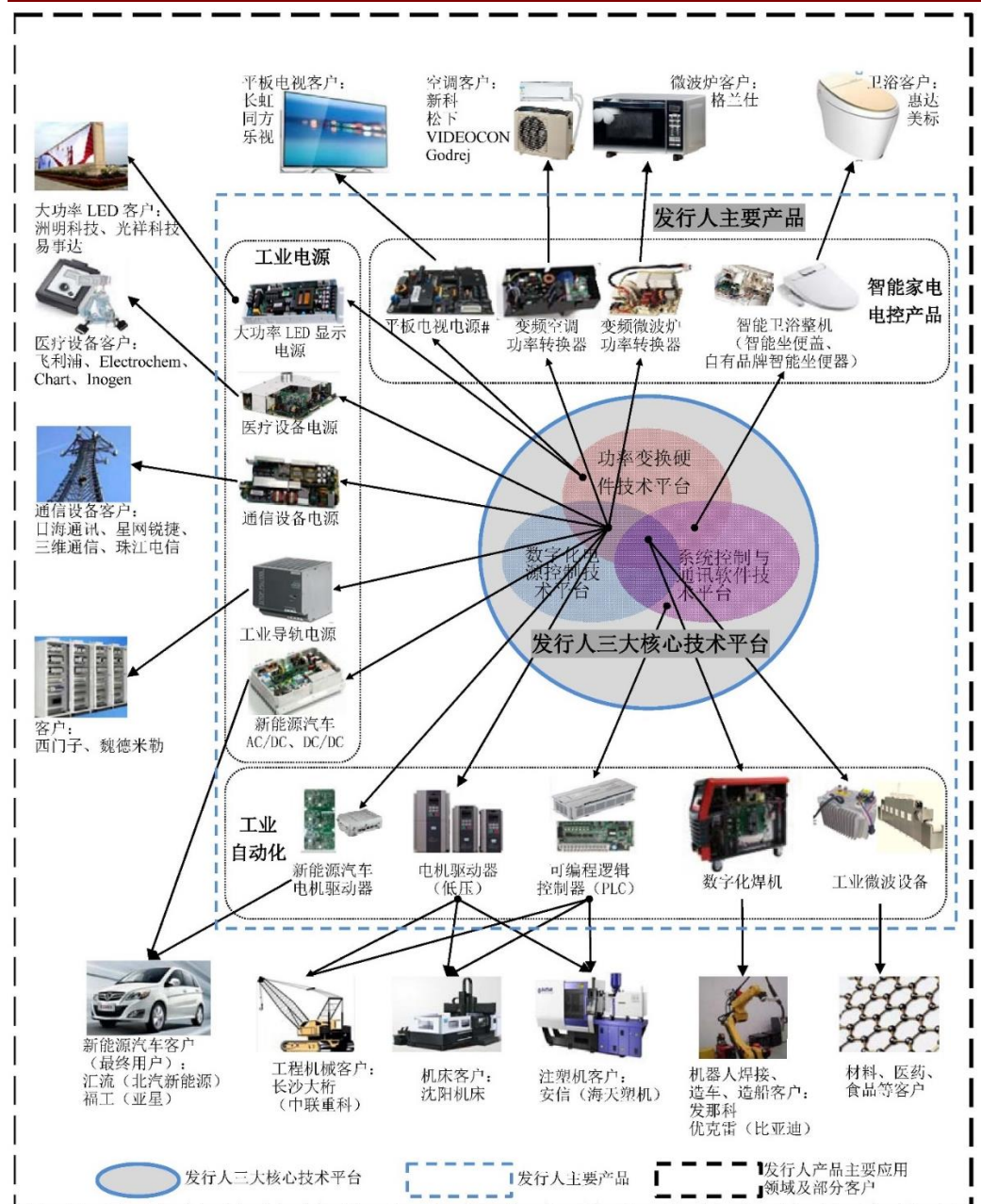
图 20: 公司直销前五大销售客户结构变化	13
表 1: 公司高级管理人员经历	7
附: 财务预测表	14

一、依托三大技术平台，平台型电气自动化公司初具雏形

1.1 多技术平台、多产品领域的智能电控供应商

公司系国内知名的智能家电电控产品、工业电源和工业自动化产品供应商，产品主要用于家电、工业设备、自动化设备中电能的变换、控制和应用。经过多年的研发投入，依托电力电子及相关控制技术平台，公司成功构建了功率变换硬件技术平台、数字化电源控制技术平台和系统控制与通讯软件技术平台三大核心技术平台，并通过上述平台的不断交叉应用及技术延伸，完成了在智能家电领域、工业电源领域和工业自动化领域的多样化产品布局，建立了跨领域的生产经营模式。

图 1：公司主要产品及应用领域



资料来源：招股说明书、招商证券

公司的产品主要为部件级产品,主要用于各类家电、工业设备等电气设备的电能转换(例如,我国工频电源为 220V、50Hz,但不同电气设备工作所需的电能各不相同,因此需要对电能进行各种转换,如直流转交流、交流转直流、交流电频率转换等等),是电气设备的核心部件。简单来讲,要实现电能转换通常需要以下步骤:

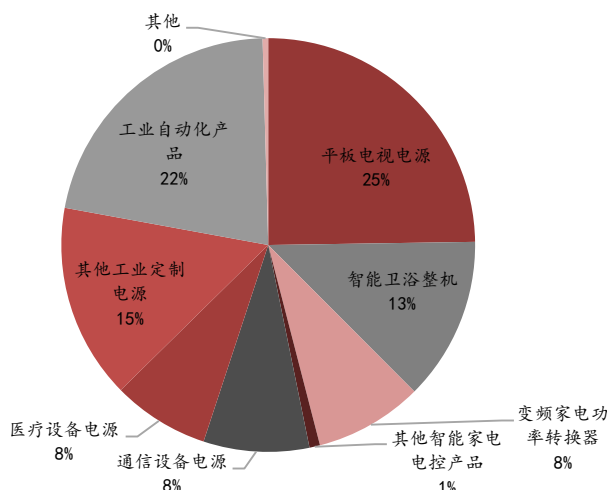
一是依托“数字化电源控制技术平台”发出控制指令,即根据程序形成操作指令,根据设备的需求下达如何进行电能变换的命令;

二是依托“功率变换硬件技术平台”进行电能转换,即执行第一步的操作指令,根据“数字化电源控制技术平台”或模拟控制电路的“命令”对输入设备的电能进行转换,输出设备所需要的电能,转换后的电能可用于驱动设备工作,如新能源汽车电机驱动器驱动电机、变频空调功率转换器驱动空调压缩机、平板电视电源驱动显示屏等等;

三是依托“系统控制与通信软件技术平台”下达多设备间的通信及协调指令,当电气设备较为复杂时,需要同时向多个设备“下达命令”(例如数控机床,需要同时控制多把刀具工作),因此需要通过各个设备间的通信和控制,协调各个设备的工作。

公司已构建以上三大技术平台,成为技术体系全面的电气自动化厂商,完成并继续进行多样性产品结构布局和业务的全局发展。

图 2: 2016 年营业收入结构

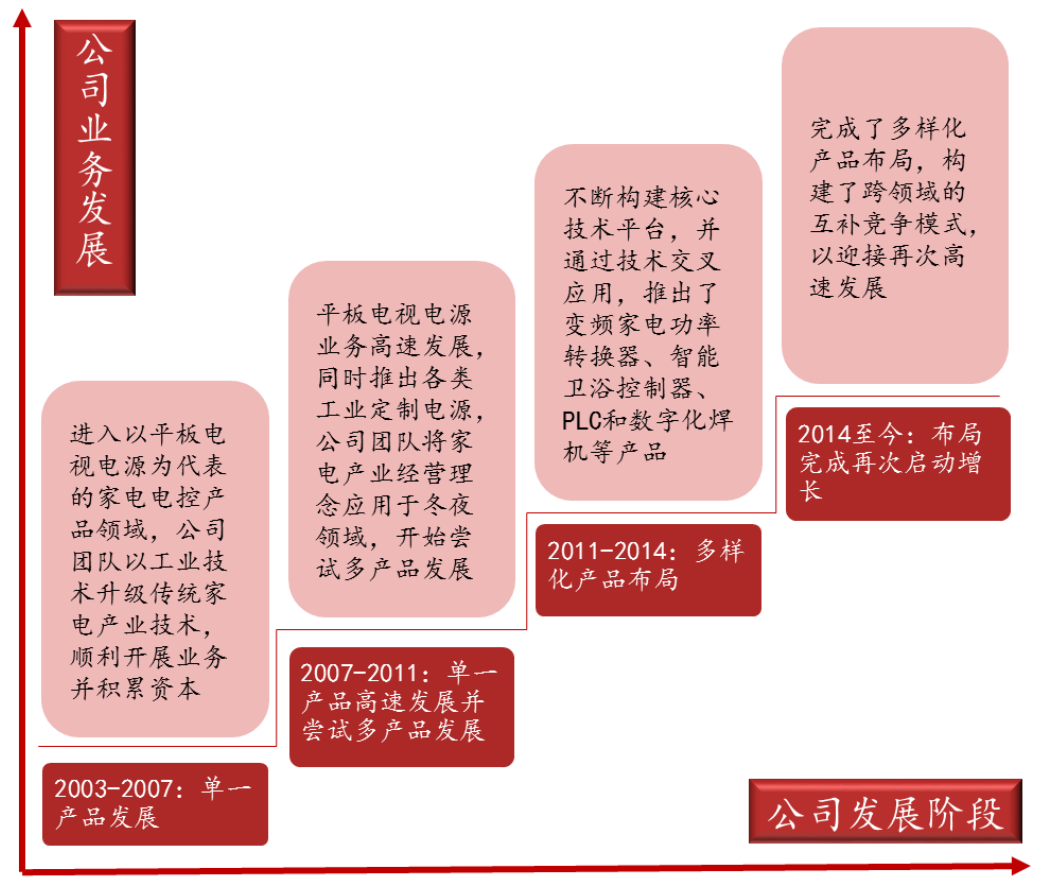


资料来源: Wind、招商证券

1.2 经历市场洗礼, 产品布局多样化

2003-2007: 单一产品发展进行资本积累。公司 2003 年成立于南山蛇口, 进入以平板电视电源为代表品的家电电控产品领域, 设立之初主要从事电视电源产品的研发和销售, 凭借强大的研发能力和电视机由传统电视逐步过渡到平板电视的市场契机, 公司在平板电视电源的国内市场占有率及品牌知名度一度达到行业领先地位。2005 年公司销售额达到 3000 万元并成立香港分公司, 2006 年销售收入突破 1 亿元, 成为国内平板电视电源的主流供应商。

图 3：公司发展历程

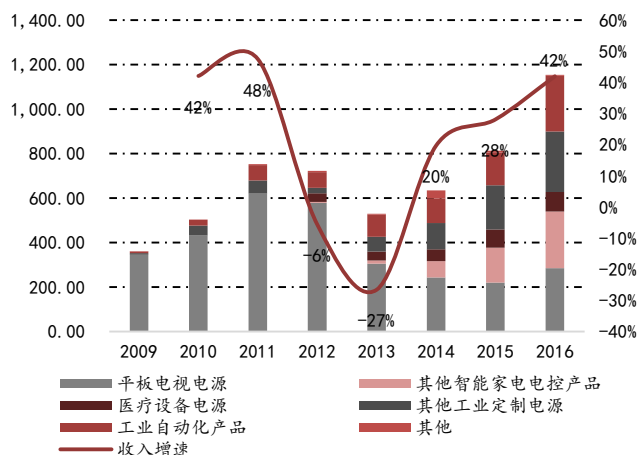


资料来源：招股说明书、招商证券

2007-2011：尝试多样化产品发展。公司成立以来平板电视电源业务高速发展，开始扩大产品范围，2007年分别推出工业马达驱动器、AD系列变频器产品，以及工业、通信、医疗等电源；2008年公司美国分公司成立，规模突破印度和巴西消费电子市场；2009年推出MC系列PLC产品、MV系列变频器、LED驱动电源；2010年推出全系列变频家电智能部件产品，启动麦格米特（株洲）全球制造基地和华东研发中心，电源销售量突破1100万套，并成功进入新能源汽车行业。

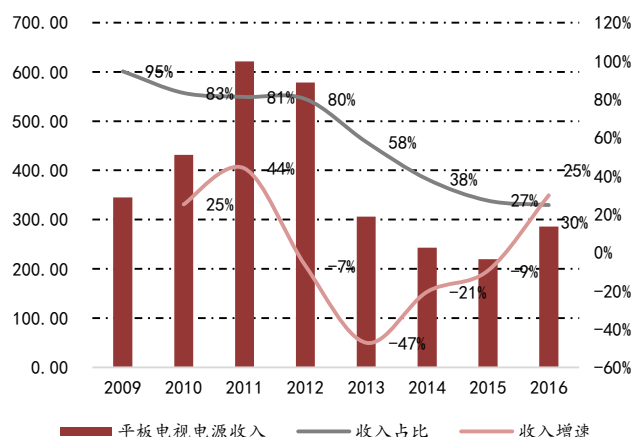
2011-2014：多样化产品坎坷布局。这四年公司分别推出全数字化工业焊机、工业微波、智能卫浴以及轨道交通部件，不断构建核心技术平台。在此过程中公司一方面由于销售产品退回，平板电源产品出现销售下滑，并连续影响2013年的销售收入；另一方面公司工业电源、工业自动化等产品都处于布局初期，2014年公司位于深圳的生产线整体迁移至株洲，设备、人员需要磨合的同时部分客户对新生产线也进行考察，因此2014年的收入达到历史低点。

图 4：营业收入结构变化及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

图 5：平板电视电源收入变化（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

2014 至今：完成多样化布局，再次进入高速增长。随着公司技术平台的完善及多种产品的放量,2014 年公司再次进入高速增长,2015-2016 年公司收入复合增长率达到 30%。目前公司已经成功构建了功率变换硬件技术平台、数字化电源控制技术平台和系统控制与通讯软件技术平台三大核心技术平台,并通过上述平台的不断交叉应用及技术延伸,完成了在智能家电领域、工业电源领域和工业自动化领域的多样化产品布局,建立了跨领域的生产经营模式,也为公司构建了向相关新产品快速拓展的技术基础和研发能力。

1.3 管理层多有艾默生、华为经历，技术与管理经验丰富

公司 12 名核心管理人员均具国内名校电气背景,专业背景过硬,9 人曾在艾默生任采购、管理与技术相关职位,10 人曾在华为电气任职,6 人在艾默生和华为都有任职经历,累计任职时间均超过 5 年,在管理方面累计充足经验。一方面管理层在华为和艾默生丰富的管理及技术经验能避免公司发展过程中出现不必要的失误,另外在同一公司的任职经历使管理层共同管理公司的过程中更加默契,有利于公司快速发展。

表 1：公司高级管理人员经历

姓名	职位	经历
童永胜	董事长、总经理	1996 年至 2001 年在深圳市华为电气技术有限公司任副总裁； 2001 年至 2005 年在艾默生网络能源有限公司任副总裁。 
张志	董事、首席运营官	1997 年至 1998 年在深圳市华为电气技术有限公司任研发部项目经理；1998 年至 2003 年在深圳市康达炜电子技术有限公司任研发部经理、首席技术官。 
王涛	首席财务官、董事会秘书	1997 年至 2001 年在深圳市华为电气技术有限公司任成本及预算管理部经理、财务总监助理；2001 年至 2010 年在艾默生网络能源有限公司任司库及分支机构管理部总监。 
沈楚春	首席技术官	1996 年至 2001 年在深圳市华为电气技术有限公司任一次电源产品线产品经理、成本经理、总工程师；2001 年至 2005 年在艾默生网络能源有限公司任 DC GLOBAL 部成本经理、总工程师。 

姓名	职位	经历
高军	技术总监	2002 年至 2011 年在艾默生网络能源有限公司任大项目经理、总工程师、技术专家。
高云	美国麦格米特负责人	1991 年至 1994 年在华为技术有限公司任电源开发部项目经理； 1994 年至 1996 年在深圳泰康信实业有限公司任副总工程师； 1997 年至 2001 年在 ELPACPOWER INTEGRATIONS, INC. (美国) 任高级应用工程师；2001 年至 2009 年在 ELECTRONICS, INC. (美国) 任高级工程师



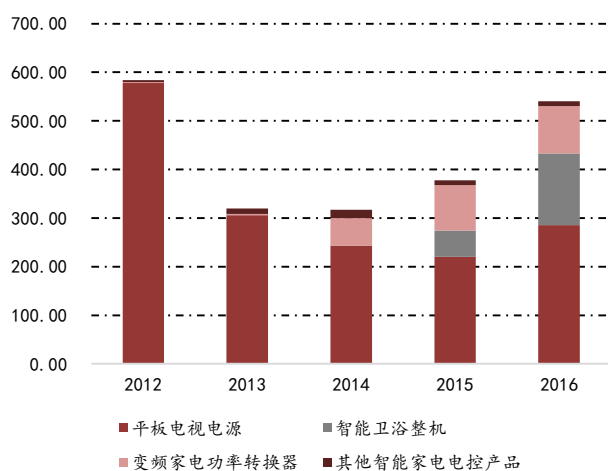
资料来源：招股说明书、招商证券

二、从家电电源到工业电源，进军工业自动化领域

2.1 电源板块低毛利产品退出，扩大至工业电源

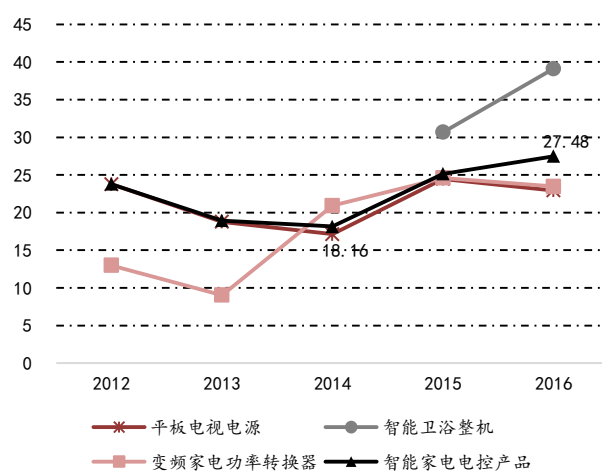
公司从平板电视电源发展起步，以其为基础搭建的功率变换硬件技术平台作为开发其他技术平台依托，并借平板电视电源的销售完成技术和资本的积累。2014 至 2016 公司智能家电电控产品毛利率从 18.16% 升至 27.48%，毛利迅速增长。

图 6：智能家电电控产品销售收入（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

图 7：智能家电产品毛利率（%）



资料来源：招股说明书、招商证券

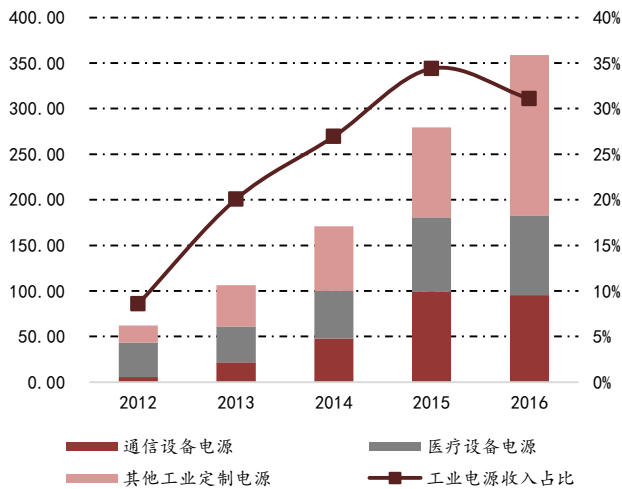
平板电视电源高端化发展，放弃低毛利产品。2012-2016 年该产品的毛利率经历先降后升的过程，公司从 2014 年开始逐渐放弃低毛利的低功率平板电视电源产品，开始开发互联网智能电视新客户，向毛利较高的高功率平板电视电源转变，因此公司平板电视电源在市场竞争激烈的背景下毛利仍有所提升。

扩大智能家电网络，延伸至变频家电、智能卫浴领域。公司从 2014 年开始扩大变频家电功率转换器的销售，2015 年收购怡和卫浴扩张智能卫浴产品生产，而公司高技术含量的智能卫浴整机产品销量在 2016 年大幅提升，因此公司该部分的毛利率从 30% 上升至相近 40%。

电源板块从家电领域扩展至工业领域。2007 年公司开始提前布局，依托自身成熟的平板电视电源技术研发平台，将电源类产品拓展至工业电源方向，形成了通信设备电源、医疗设备电源等一系列高毛利的工业定制电源产品，拓宽公司核心技术平台。从 2014 年起，公司工业定制电源毛利整体由 27.08% 上升至 34.69%。工业定制电源整体毛利率的大幅上升主要得益于公司医疗设备电源和其他电源设备毛利率的大幅上升，医疗设

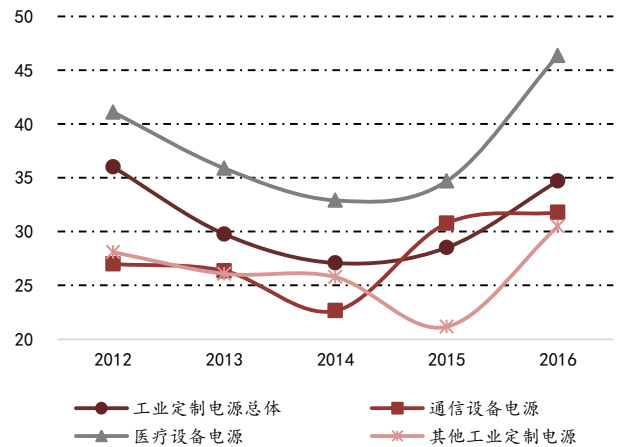
备电源从 2015 到 2016 年上升将近 12%，其他定制电源毛利率上升近 10%。

图 8：工业电源收入结构变化（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

图 9：工业定制电源各产品毛利率



资料来源：招股说明书、招商证券

受益人民币贬值、退出低毛利市场，医疗设备电源毛利大幅上升。公司自 2007 年推出工业电源、2008 年成立美国分公司以来，逐年扩大医疗设备电源在美国市场的销售，而医疗设备电源由于其稳定性、技术要求高的特性，有较高的毛利率。2016 年一方面人民币兑美元贬值 7%左右，另一方面公司放弃毛利率为 16.58%的低毛利医疗设备电源型号产品，因此公司该块业务毛利率大幅上升。

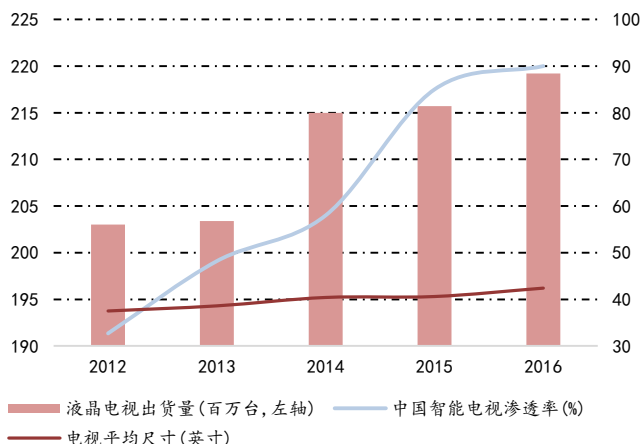
其他工业定制电源销量增加。其他工业定制电源主要包括大功率 LED 显示电源、工业导轨电源、新能源汽车充电桩等。2016 年公司向魏德米勒销售工业导轨电源的销售收入达到 4318 万元，占营业总收入 3.76%，而另一方面公司新能源汽车车载 AC/DC 等产品可与电机驱动器共享渠道资源，收入扩大。高毛利工业电源产品销售的增长对其整个业务板块毛利上升起到推动作用。

通信设备电源毛利正常回升。2014 年由于通信设备电源生产搬迁至株洲，通信直放站电源等产品返工较多、平均生产成本上升，拉低整体毛利率，到 2015、2016 年，公司通信设备电源产品订单增长较快，生产效率提升较快，随着产量大幅增长，产品毛利率迅速回升。

2.2 智能家电市场未来放量，工业电源前景良好

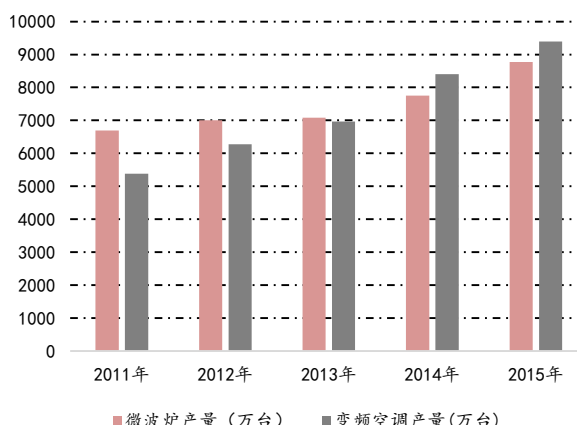
大屏化、智能化、高清化和节能化成为电视行业的发展趋势。Displaysearch 统计数据 displays 2015 年全球液晶电视出货量 2.24 亿台，我国出货量占全球 90%以上，处于主导地位。同时平板电视大屏化、智能化、高清化及节能化趋势明显，全球电视平均尺寸由 2008 年的不到 30 英寸提高到 2015 年的 42.4 英寸；我国智能电视渗透率在 2016 年预计超过 90%；Futuresource consulting 统计显示 2015 年全球超高清（UHD）4K 电视出货量为 3,200 万台(较 2014 年增长 160%)，预计到 2020 年达到 1.4 亿台。在此背景下，高端电视厂商对于具有核心技术实力及解决方案提供能力的电源企业将产生更强的依赖性，麦格米特这样拥有核心技术平台的电源企业将获得长期的市场需求。

图 10: 平板电视发展趋势



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 11: 变频家电市场规模



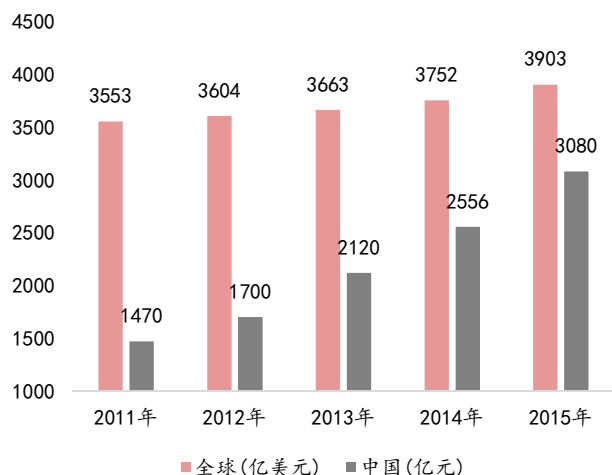
资料来源: 招股说明书、招商证券

变频家电市场规模快速增长, 控制技术国产化。一方面随着家电能效比要求的不断提高以及我国政府对于节能减排的积极推动, 变频家电 (变频空调和变频微波炉) 市场规模近几年快速增长; 另一方面近年来包括公司在内的国内其他少数企业已自主掌握涉及变频领域的一系列核心技术、突破国内企业的技术瓶颈, 并已经成功地向国内空调、微波炉、冰箱、洗衣机等智能家电厂商供应核心变频部件。

智能马桶市场潜力大。智能马桶作为智能卫浴领域的重要产品, 其智能化可满足消费者对于舒适化、便捷化的要求, 已经成为未来智能卫浴领域新的发展热点。智能马桶在日本的普及率已达到 70% 以上, 而在我国智能马桶主要应用于酒店、高档写字楼, 家用市场仍有待拓展。国家计生委统计数据显示 2014 年我国家庭数量已达到 4.3 亿户, 按未来 20% 的智能马桶普及率, 市场规模可达 8600 万台、2000 亿元以上。

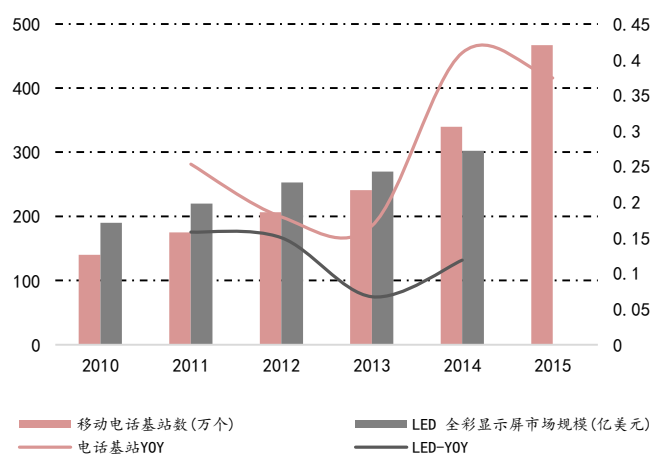
国内外医疗设备市场发展强劲。随着全球人口数量的持续增加、社会老龄化程度的提高以及健康保健意识的不断增强, 全球医疗设备市场规模持续增长。EvaluateMedTech 预测 2020 年全球医疗器械市场将达到 4775 亿美元、复合年均增长率为 4.1%。我国由于政策扶持、人口老龄化及新医改等因素的驱动, 医疗设备市场快速发展, 2010-2015 年医疗器械市场规模 CAGR 为 17.01%。

图 12: 医疗器械市场规模



资料来源: EvaluateMedTech、招商证券

图 13: LED 市场规模及移动基站数



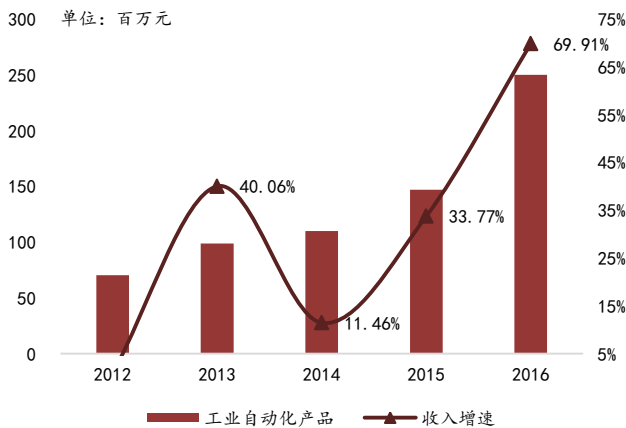
资料来源: 招股说明书、招商证券

通信设备电源市场前景良好，LED 规模快速增长。受益于通信设备及通信基站投资的兴起，通信设备行业稳步增长、通信设备电源市场前景良好。中国电源协会预测，我国作为通信设备及其电源的输出大国，预计到 2016 年的市场规模将达到 35.59 亿元。以 LED 显示电源为核心部件的大功率 LED 全彩显示屏正逐步替代户外霓虹灯、大型灯箱广告牌等传统广告工具，成为重要的新传媒载体，2014 年全国 LED 显示规模总额 302 亿元，比上年增长 11.85%。

2.3 进军工业自动化，收入稳步提升

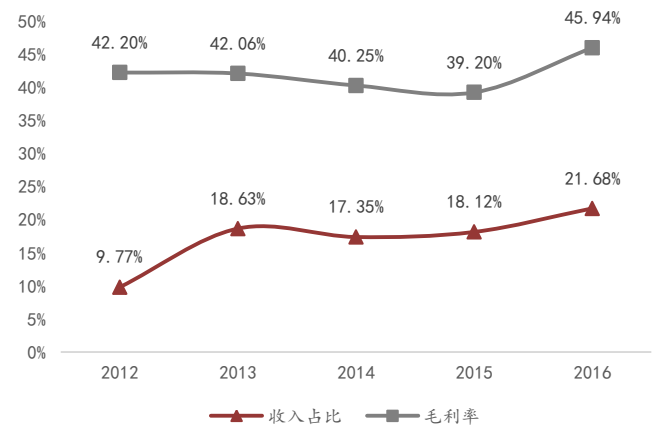
公司自 2007 年分别推出工业马达驱动器、2009 年推出 MC 系列 PLC 产品，就逐渐将公司技术平台伸展至系统控制与通讯软件技术平台，目前已经进入工业自动化细分领域，研发并推出定位于替代国外高端同类产品、高毛利的高端伺服驱动器、大中型 PLC 等相关组件，在新能源汽车电机驱动器领域做大做强，并发展数字化焊机、工业微波设备等终端产品。

图 14：工业自动化产品增速



资料来源：Wind、招商证券

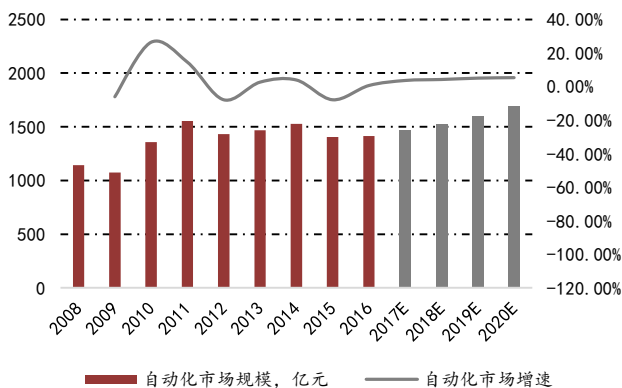
图 15：工业自动化业务收入占比及毛利率



资料来源：招股说明书、招商证券

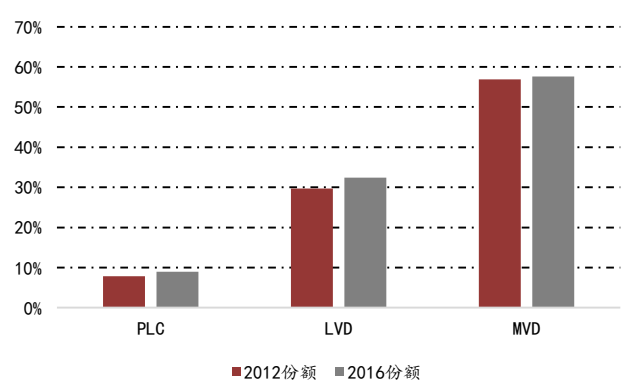
新能源汽车相关产品放量，带动毛利率增长。2016 年，新能源汽车电机驱动产品销量大幅上升，其收入占工业自动化产品收入比例从 2015 年的 17.55% 上升至 2016 年的 33.86%，该产品 2016 年毛利率为 46.96%，带动工业自动化整体业务毛利率上升。

图 16：自动化市场规模



资料来源：中国工控网、招商证券

图 17：自动化产品本土品牌市场份额

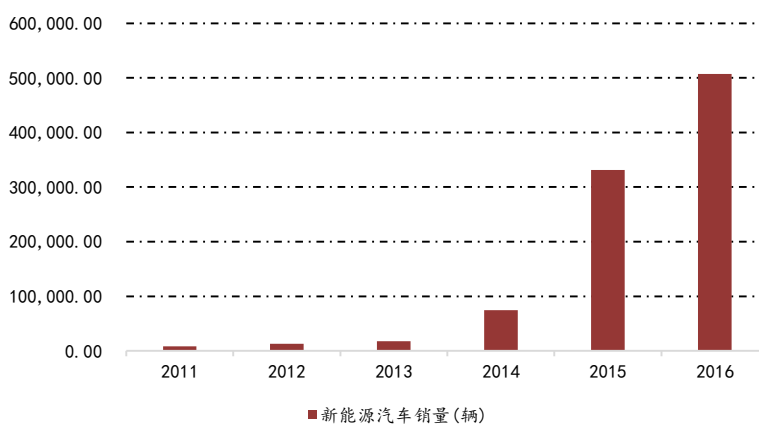


资料来源：中国工控网、招商证券

工业自动化市场回暖，产品国产替代趋势加强。经历 2015 年降幅将近 8% 的市场寒冬，中国自动化市场 2016 年全年增速为 0.6%，小幅回升。而另一方面我国自动化产品市场长期以来被 ABB、西门子、施耐德等国际巨头所占领，通过多年研发投入和发展，内资品牌自动化产品也逐渐获得了下游客户的接受和认可，其在国内市场替代进口的条件逐步形成。

新能源汽车爆发式增长带动配套电机驱动器市场放量。2014 年以来中国新能源汽车迎来飞速发展，年复合增速达到 289%，未来随着政策的倾斜和市场的发展，新能源汽车的关注度将继续提升、销量也随之上升。2015 年我国主要驱动电机生产企业的产销率超过 100%，销售收入翻番，“十三五”末我国新能源汽车驱动电机整体市场容量将达到 2500 亿元左右。

图 18：新能源汽车销量（单位：辆）



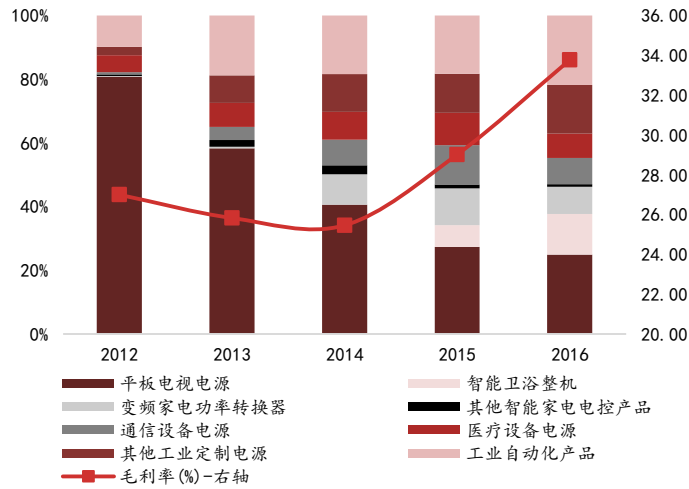
资料来源：Wind、招商证券

2.4 公司业务整体向高端应用转型，利润率大幅提升

毛利率先下降后回升，高毛利率趋势明显。总体来看，公司毛利呈现先下降后上升的过程。2012-2014 年，一方面公司多产品布局处于初级阶段，原有产品受挫；另一方面公司各生产线 2014 年从深圳向株洲搬迁，除智能卫浴整机在浙江生产不受影响外，其他产品生产线均经历了搬迁过程，新生产线的磨合、调试等因素影响公司的生产成本，对除智能卫浴整机外的各产品毛利率都存在影响，因此毛利率在 2012-2014 之间为下降趋势。

2015 年开始公司多产品布局以及生产进入稳定阶段，各产品客户群扩大，且智能卫浴整机、工业自动化产品等高毛利产品销售收入增加，医疗设备电源由于人民币贬值等因素毛利大幅上升，毛利率从 2014 年的 25.46% 上升至 2016 年的 33.77%。

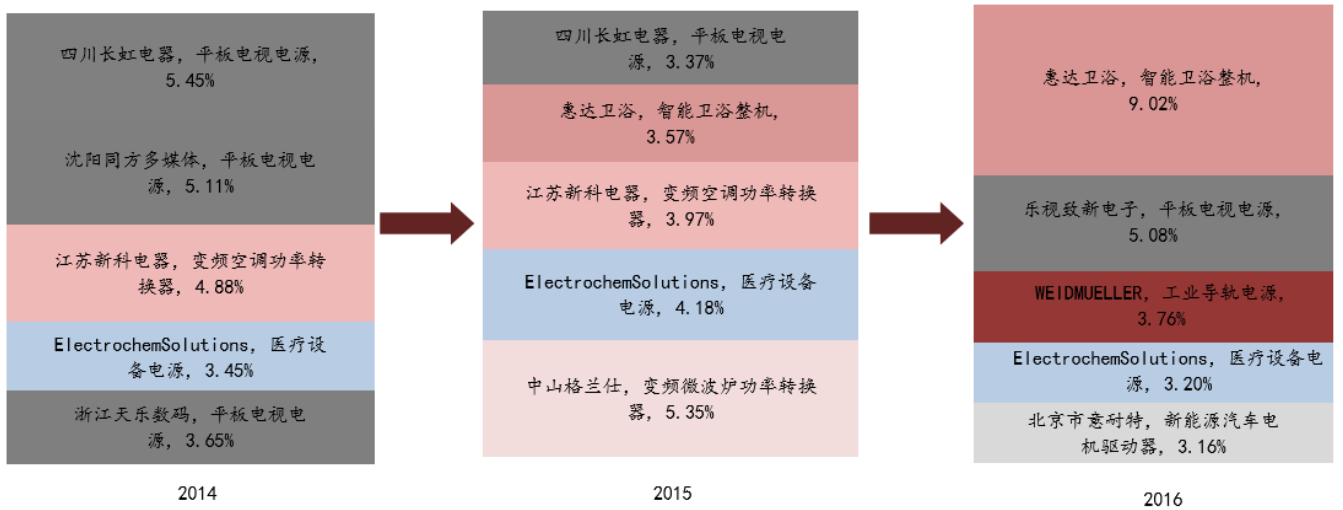
图 19：公司业务结构及毛利率



资料来源：Wind、招商证券

客户结构变化反应公司高毛利率的布局方向。从公司客户结构看来，2014 年前五大客户中有三家公司的销售产品都为平板电视电源，此时变频空调功率转换器产品的直销商已经跃入销售前五，2015-2016 年平板电视电源销售客户逐渐退出前五，2015 年向格兰仕销售变频微波炉转换器收入占比达到 5.35%，向惠达卫浴销售智能卫浴整机收入占比 3.57%，到 2016 年这一比例上升至 9.02%。公司智能家电产品逐渐向变频家电功率转换器与智能卫浴整机扩展。

图 20：公司直销前五大销售客户结构变化



资料来源：Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	801	1052	1719	2245	2904
现金	54	84	377	503	663
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	55	116	177	239	318
应收款项	245	309	440	594	792
其它应收款	12	7	11	15	19
存货	299	347	518	691	901
其他	136	190	196	203	211
非流动资产	329	390	385	383	383
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	154	208	230	237	246
无形资产	32	71	64	58	52
其他	142	111	91	88	85
资产总计	1130	1442	2104	2627	3287
流动负债	483	619	1001	1194	1399
短期借款	20	71	215	165	59
应付账款	305	363	543	724	954
预收账款	10	15	23	30	40
其他	147	169	220	276	345
长期负债	33	60	60	60	60
长期借款	0	30	30	30	30
其他	33	30	30	30	30
负债合计	516	679	1061	1254	1459
股本	133	133	178	178	178
资本公积金	146	145	145	145	145
留存收益	302	411	585	829	1165
少数股东权益	34	74	135	222	341
归属于母公司所有者权益	580	689	908	1152	1487
负债及权益合计	1130	1442	2104	2627	3287

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	14	72	141	220	312
净利润	57	110	183	258	356
折旧摊销	23	26	35	34	33
财务费用	2	3	4	3	(1)
投资收益	(8)	(7)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(84)	(118)	(146)	(169)	(206)
其它	25	56	73	100	136
投资活动现金流	(16)	(109)	(31)	(33)	(34)
资本支出	(37)	(72)	(31)	(32)	(33)
其他投资	21	(37)	(1)	(1)	(1)
筹资活动现金流	3	73	183	(61)	(118)
借款变动	(9)	82	144	(50)	(105)
普通股增加	0	0	45	0	0
资本公积增加	0	(1)	0	0	0
股利分配	(4)	(5)	(9)	(14)	(20)
其他	15	(3)	3	4	8
现金净增加额	1	35	293	126	160

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	813	1154	1759	2377	3166
营业成本	577	764	1142	1523	2007
营业税金及附加	4	6	9	12	16
营业费用	47	67	103	139	185
管理费用	118	156	237	321	427
财务费用	3	7	4	3	(1)
资产减值损失	8	5	11	13	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	7	7	7	7
营业利润	63	156	260	373	522
营业外收入	6	17	20	22	24
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	68	172	279	394	545
所得税	3	21	35	49	69
净利润	65	151	244	345	476
少数股东损益	9	41	62	87	120
归属于母公司净利润	57	110	183	258	356
EPS (元)	0.32	0.62	1.03	1.45	2.00

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	28%	42%	52%	35%	33%
营业利润	69%	147%	67%	44%	40%
净利润	50%	94%	67%	41%	38%
获利能力					
毛利率	29.0%	33.8%	35.1%	35.9%	36.6%
净利率	7.0%	9.5%	10.4%	10.8%	11.2%
ROE	9.8%	15.9%	20.1%	22.4%	23.9%
ROIC	9.9%	16.4%	17.9%	20.9%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	45.6%	47.1%	50.4%	47.7%	44.4%
净负债比率	1.8%	7.0%	11.6%	7.4%	2.7%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.9	2.1
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
存货周转率	2.3	2.4	2.6	2.5	2.5
应收帐款周转率	3.7	4.2	4.7	4.6	4.6
应付帐款周转率	2.2	2.3	2.5	2.4	2.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.32	0.62	1.03	1.45	2.00
每股经营现金	0.08	0.40	0.80	1.24	1.75
每股净资产	3.27	3.88	5.11	6.48	8.37
每股股利	0.01	0.05	0.08	0.11	0.16
估值比率					
PE	229.9	118.6	71.2	50.4	36.5
PB	22.4	18.9	14.3	11.3	8.7
EV/EBITDA	89.3	40.5	24.9	18.1	13.4

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。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

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。