

2017年06月29日

麦格米特 (002851.SZ)

技术驱动产品储备丰富，业绩快速增长

■ **技术驱动，多领域快速发展：**2016年，公司实现营业收入11.54亿，同比增长41.98%，归属母公司净利润1.10亿，同比增长93.85%，业绩快速增长。受智能卫浴、电机控制器等产品快速增长的影响，毛利率提高至33.77%。公司注重研发，2016年研发投入为1.27亿元，占营收比例为10.98%，现有有效专利290余项。公司以客户需求为导向，形成了智能家电电控产品、工业电源和工业自动化产品三大产品系列，并在新领域不断渗透和拓展。

■ **电控多元布局，智能卫浴迅速发展：**2016年平板电视电源营收2.86亿元，同比增长29.86%。公司近几年逐步从低毛利率的平板电视电源业务向大尺寸、智能电视电源等毛利率产品转变。同时，加大对智能卫浴整体业务的整体布局，发展迅猛。2016年控股子公司怡和卫浴实现营业收入1.47亿元，同比增长101.86%，其中智能卫浴业务占总收入的12.82%。随着公司自有品牌的推广，消费升级导致的智能卫浴渗透率的提高，预计未来智能卫浴业务将有较快增长。

■ **新能源汽车放量，有望推动电机控制器业务快速发展：**根据公司官网介绍，麦格米特驱动已成为国内电动汽车与混合动力汽车电机控制器的主流供应商之一，有超过20家的汽车制造商批量或试用该公司的产品，汽车产品在市场的运用累计超过3000多套系统。是国家863电动商用车电机控制器项目、863中度混合动力汽车产业化电机控制器两个项目的参与单位，2012年在杭州混合动力12米客车搭载麦格米特电机控制的亚星客车在节油率大赛节油率第一名。公司电机控制器业务有望受益新能源汽车的快速发展，成为公司新增利润点。

■ **先进工业电源技术，积极布局医疗电源：**公司电源控制技术先进，主要业务有通信电源、医疗电源、定制电源，业务稳步增长。近年来，公司加速医疗电源的布局，针对美国医疗市场推出多种产品，电源业务有望随着医疗电源放量提升整体毛利率。随着公司生产线整体搬迁完毕，2017年医疗电源将持续放量保持高速增长。

■ **团队优秀，股权激励上下一心：**公司董事长兼总经理童永胜博士，具有博士学位和博士后研究工作经历，历任深圳市华为电气技术有限公司副总裁和艾默生网络能源有限公司副总裁，先后从事研发、市场、管理等各方面工作，拥有二十多年电力电子行业研发和管理经验，是行业内享有广泛声誉的专家。公司核心成员大多数具有博士、硕士学历，公司2017年6月1日晚披露2017年限制性股票激励计划草案，拟向110名激励对象公司（含控股子公司）任职的核心管理人员，核心业务（技术）骨干授予的限制性股票数量为300万股，股票来源为公司向激励对象定向发行股票，约占目前公司总股本的1.69%，授予价格为每股21.18元。

■ **募投增加产能，提升竞争力：**公司募集资金总额5.42亿元，用于株洲基地二期建设项目、营销和服务平台建设项目以及补充营运资金。2017年株洲基地二期建设达产后，三大产品自有产能将增加约1,082.50万台。产能和营销服务能力的大幅提升，将更好的满足国内外客户的需求，提高公司在全球高端市场中的竞争地位，拓宽公司的业务领域，为公司未来发展提供强有力的支持。

■ **投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价55元。我们预计公司2017年-2019年的收入分别为16.56/28.40/44.55亿元，同比增速分别为43.4%、71.5%、56.9%，净利润分别为1.75/3.16/4.86亿元，同比增速分别为59.3%、80.9%、

公司深度分析

证券研究报告

一次设备

投资评级 **买入-A**

首次评级

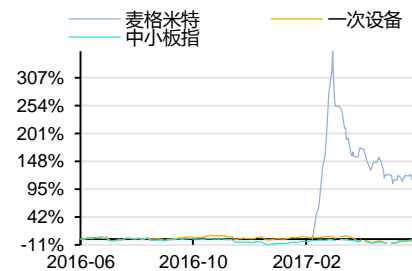
6个月目标价：**55.00元**

股价（2017-06-28）**36.94元**

交易数据

总市值(百万元)	6,565.17
流通市值(百万元)	1,643.83
总股本(百万股)	177.73
流通股本(百万股)	44.50
12个月价格区间	17.52/80.10元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.0	-54.8	0.31
绝对收益	-5.31	-53.88	

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人

chenle1@essence.com.cn

吴用

报告联系人

wuyong1@essence.com.cn

相关报告

53.7%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 55 元。

■ **风险提示：**智能卫浴发展不及预期，新能源汽车发展不及预期，产品竞争加剧。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	812.9	1,154.2	1,655.6	2,840.0	4,454.9
净利润	56.6	109.7	174.7	316.0	485.6
每股收益(元)	0.32	0.62	0.98	1.78	2.73
每股净资产(元)	3.27	3.88	5.11	6.89	9.62

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	116.0	59.9	37.6	20.8	13.5
市净率(倍)	11.3	9.5	7.2	5.4	3.8
净利润率	7.0%	9.5%	10.6%	11.1%	10.9%
净资产收益率	9.8%	15.9%	19.2%	25.8%	28.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	15.2%	29.4%	33.7%	49.4%	50.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 世界一流电气控制与节能领域方案提供商，业绩快速增长	5
1.1. 技术实力强劲，多项专利保驾护航	5
1.2. 核心骨干股权激励上下一心，募投助力公司发展	5
1.3. 业绩快速增长，产品结构持续优化	7
1.4. 内销为主，积极拓展海外市场	9
2. 持续高水平研发投入，技术为王驱动公司多产品线	9
2.1. 高强度的研发投入、交叉延伸的核心技术平台	9
2.2. 产品丰富，客户资源优质	10
3. 三大业务板块齐头并进，产品前景广阔	12
3.1. 家电电控多元布局，智能卫浴发展迅速	12
3.2. 先进工业电源研发技术，竞争优势明显	16
3.3. 工控行业回暖，新能源汽车推动电机驱动器发展	19
4. 投资建议	23
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历程图	5
图 2: 专利情况 (截至 2016 年 12 月 31 日)	5
图 3: 公司股权结构	6
图 4: 近四年公司产品结构变化情况	7
图 5: 近五年公司营业总收入情况	7
图 6: 近五年公司归母净利润情况	7
图 7: 近五年公司销售净利率与毛利率情况	8
图 8: 近五年公司毛利率变化情况	8
图 9: 近五年公司的费用率情况	8
图 10: 近五年公司存货周转率与应收账款周转率情况	8
图 11: 近四年公司在中国大陆和国外营收情况	9
图 12: 公司三大技术平台的组织架构图	10
图 13: 近三年公司研发费用及占比情况	10
图 14: 2016 年公司各部门人员情况	10
图 15: 公司产品主要应用领域及部分客户	11
图 16: 近五年智能家电电控产品营业收入 (百万元)	12
图 17: 近五年智能家电电控产品毛利率	12
图 18: 公司智能家电电控产品主要应用领域及部分客户	13
图 19: 近五年平板电视电源营业收入情况	13
图 20: 2011 年-2015 年中国液晶电视电源的市场规模	13
图 21: 近五年变频家电功率转换器营业收入情况	14
图 22: 2011 年-2015 年中国变频空调功率转换器市场规模	14
图 23: 2016 年-2021 年中国微波炉市场规模	14
图 24: 近五年智能卫浴产品营业收入情况	15
图 25: 日本、韩国和中国一线城市智能卫浴普及率状况	15

图 26: 到 2020 年不同普及率下的智能卫浴整机市场规模预测	16
图 27: 近五年工业电源产品营业收入 (百万元)	16
图 28: 近五年工业电源产品毛利率 (%)	16
图 29: 公司工业电源产品及应用领域	16
图 30: 近五年医疗设备电源营业收入情况	17
图 31: 2014 年-2017 年全球医疗设备电源规模预测	17
图 32: 近五年通信设备电源营业收入情况	18
图 33: 2012 年-2016 年中国通信电源市场规模	18
图 34: 2011 年-2016 年新能源汽车销量情况	19
图 35: 2012 年-2016 年国家电网累计建成充电桩数量	19
图 36: 2014 年-2016 年中国自动化市场规模及变化趋势	19
图 37: 近五年工业自动化产品营业收入 (百万元)	20
图 38: 近五年工业自动化产品毛利率	20
图 39: 工业自动化产品及应用领域	20
图 40: 2016 年-2019 年中国大陆 PLC 市场的增长判断	21
图 41: 2013-2019 年全球焊机设备规模及预测	22
图 42: 2013-2019 年全球工业微波设备市场规模及预测	22
表 1: 控股子公司和参股公司情况	6
表 2: 公司募集资金用途	7
表 3: 株洲基地二期建设项目达产情况	7
表 4: 2016 年公司前五大客户交易情况	12
表 5: 2016 年智能家电电控产品销售情况	13
表 6: 2016 年工业电源产品销售情况	17
表 7: 2016 年工业自动化产品销售情况	21

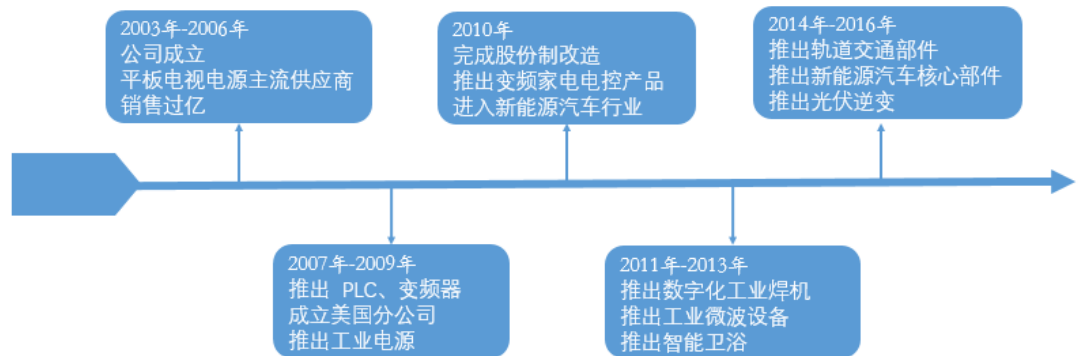
1. 世界一流电气控制与节能领域方案提供商，业绩快速增长

1.1. 技术实力强劲，多项专利保驾护航

深圳麦格米特电气股份有限公司是一家以电力电子及工业控制技术为核心，立志成为全球一流的电气控制与节能领域的方案提供者，业务涵盖智能家电、工业自动化、定制电源三大领域，产品广泛应用于平板显示、智能家电、医疗、通信、IT、电力、交通、节能照明、工业自动化、新能源汽车等数十大行业，荣获首批国家级高新技术企业。

公司研制的产品广泛应用于智能电视、变频家电、智能卫浴、医疗、通信、智能装备制造、新能源汽车、轨道交通等众多行业，并不断在新领域渗透和拓展。

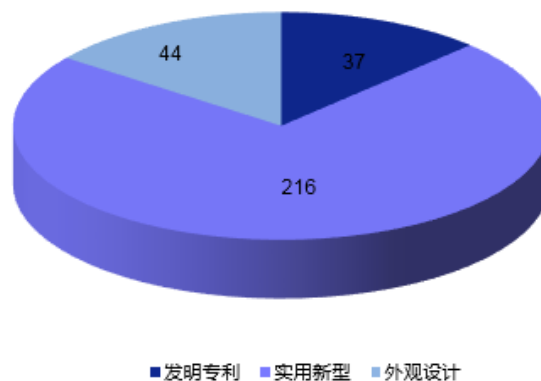
图 1：公司发展历程图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司是高新技术企业，多年来，公司始终专注于电力电子及相关控制领域的技术创新，有效使用的专利 290 余项，与飞利浦、西门子、德国魏德米勒等国际知名厂商展开了广泛的技术和市场合作，同时还与美国德州仪器公司建立了联合实验室，并被认定为广东省智能电源工程技术研究中心、深圳市市级研究开发中心（技术中心类）、深圳窄间隙焊接技术工程实验室。

图 2：专利情况（截至 2016 年 12 月 31 日）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

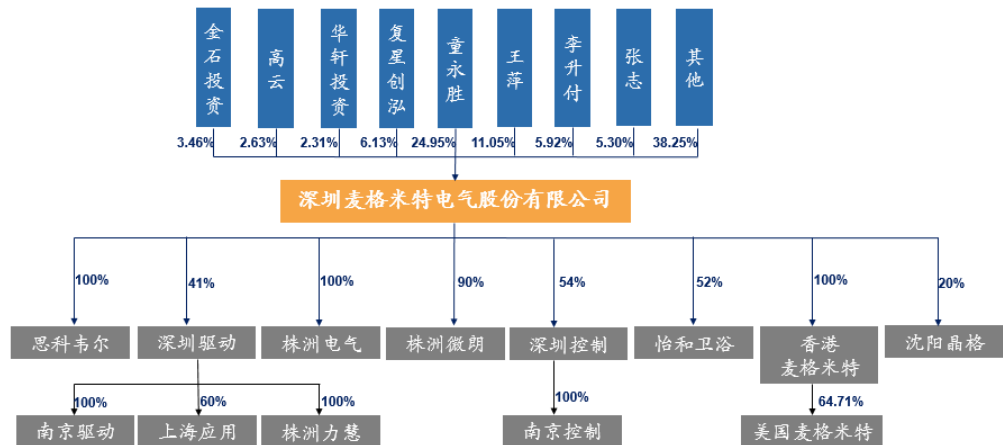
1.2. 核心骨干股权激励上下一心，募投助力公司发展

麦格米特是专业的智能家电电控产品、工业电源和工业自动化产品供应商，公司以电力

电子及工业控制技术为核心，以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平台为架构，建立了业界一流的产品研发、测试及制造的软硬件平台。

公司成立于 2003 年 7 月，并于 2010 年 8 月变更设立股份有限公司，改制后公司注册资本 1.33 亿元，实际控制人为童永胜。3 月 6 日，麦格米特在深交所中小板上市。麦格米特现有 12 家控股子公司和 1 家参股公司。

图 3：公司股权结构



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 1：控股子公司和参股公司情况

序号	公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	净资产 (万元)	净利润 (万元)
1	深圳市麦格米特控制技术有限公司	研发、销售	1000	4756.39	3966.22	378.57
2	南京麦格米特控制软件技术有限公司	研发、销售	50	292.53	254.12	334.44
3	深圳市麦格米特驱动技术有限公司	研发、销售、服务	1000	12992.81	4508.54	3369.58
4	南京麦格米特驱动软件技术有限公司	研发、销售	50	181.44	-216.14	342.79
5	麦格米特应用技术(上海)有限公司	销售、咨询	300	0.05	0.05	-0.84
6	株洲麦格米特电气有限责任公司	研发、生产、销售	3000	69580.29	4651.03	3699.27
7	株洲市微朗科技有限公司	研发、生产、销售	300	1901.89	674.95	390.25
8	麦格米特香港有限公司	购销	1000	637.25	514.22	67.06
9	MEGMEET USA, INC	销售	0.5 万美元	2268.47	176.17	58.39
10	浙江怡和卫浴有限公司	研发、生产、销售	3000	9637.35	5620.50	2969.72
11	浙江思科韦尔科技有限公司	研发、生产、销售	1000	6289.76	827.47	-172.53
12	株洲力慧科技有限公司	研发、生产、销售	500	13553.73	694.75	194.75
13	沈阳晶格自动化技术有限公司	设计、生产、服务	100	570.94	1.34	-20.22

资料来源：wind，安信证券研究中心

公司董事长兼总经理童永胜博士，具有博士学位和博士后研究工作经历，历任深圳市华为电气技术有限公司副总裁和艾默生网络能源有限公司副总裁，先后从事研发、市场、管理等各方面工作，拥有二十多年电力电子行业研发和管理经验，是行业内享有广泛声誉的专家。公司核心成员大多数具有博士、硕士学历，公司 2017 年 6 月 1 日晚披露 2017 年限制性股票激励计划草案，拟向 110 名激励对象公司（含控股子公司）任职的核心管理人员，核心业务（技术）骨干授予的限制性股票数量为 300 万股，股票来源为公司向激励对象定向发行股票，约占目前公司总股本的 1.69%，授予价格为每股 21.18 元。

表 2：公司募集资金用途

项目名称	项目投资总额 (万元)	预计募集资金 (万元)
株洲基地二期建设项目	19,815.30	18,173.82
营销和服务平台建设项目	7,795.00	7,795.00
补充营运资金	23,058.13	23,058.13
合计	50,668.43	49,026.95

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 3：株洲基地二期建设项目达产情况

产品	达产后产能增加 (万台)	时间	投产情况
智能家电电控产品	908.00	第一年	70%
工业电源	158.50	第二年	90%
工业自动化产品	16.00	第三年	100%
合计	1,082.50		

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

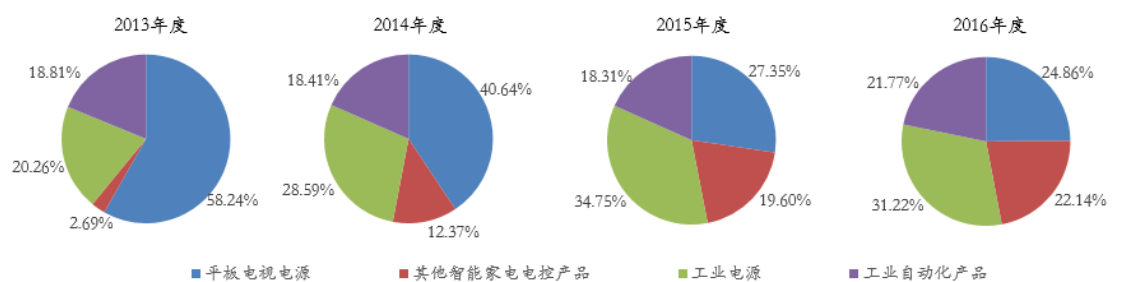
公司募集资金投入株洲基地二期建设项目，将建成智能家电电控产品、工业电源、工业自动化产品生产线，产能大幅提升，将为公司未来发展提供有强力的支持。

1.3. 业绩快速增长，产品结构持续优化

公司设立之初主要从事电视电源产品的研发和销售，在国内市场占有率及品牌知名度一度达到行业领先地位，但产品结构比较单一。从 2007 年开始，公司大力研发其他消费类、工业电源及工业自动化产品，同时渗透到高毛利、高附加值的工业自动化产品领域，到 2014 年，公司已基本形成智能家电电控产品、工业电源和工业自动化产品三大产品系列，产品结构逐渐丰富，摆脱了对单一产品的依赖。

公司依靠核心技术平台，通过技术交叉应用及延伸，在智能家电领域及工业领域完成了多样化产品布局，使公司实现了渠道资源共享，提升了解决方案和抗风险的能力水平。

图 4：近四年公司产品结构变化情况

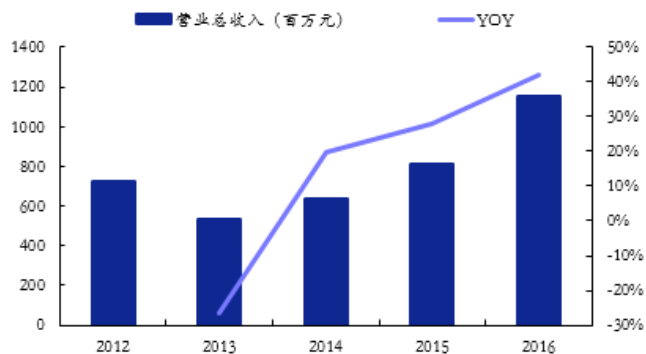


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

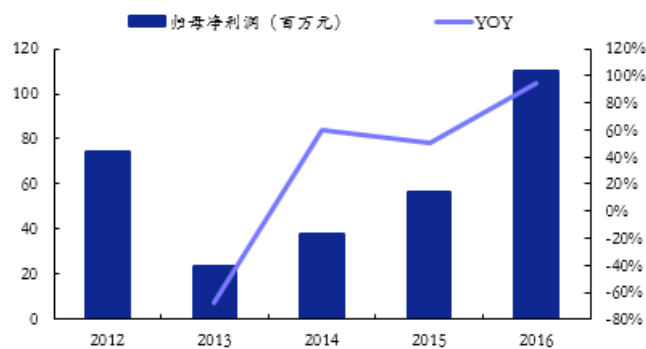
公司依托电力电子和相关控制核心技术平台，在各产品领域建立了一定的技术优势。2014 年开始，公司营业水平实现高速增长，2014 年-2016 年，公司营业收入复合增速为 34.87%，归母公司净利润复合增速高达 70.59%。2016 年，公司实现营业收入 11.54 亿，同比增长 41.98%，归属母公司净利润 1.10 亿，同比增长 93.85%，业绩持续稳定快速增长。

图 5：近五年公司营业总收入情况

图 6：近五年公司归母净利润情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

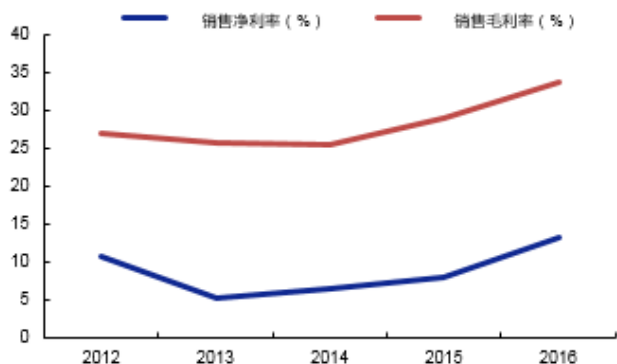


资料来源: wind, 安信证券研究中心

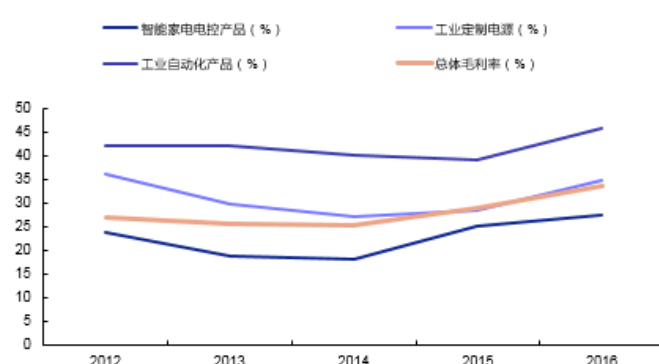
近三年公司毛利率和净利率都保持呈逐年上升的态势。智能家电电控产品、工业电源和工业自动化的毛利贡献分别在 40%左右、30%左右和 30%左右。2015 年, 公司部分放弃低毛利的低功率平板电视电源业务, 同时变频家电功率转换器开始大规模销售, 毛利率较高的工业电源业务实现快速增长, 带动了综合毛利率的上升。2016 年, 受到智能卫浴整机、医疗设备电源和工业自动化产品中的新能源汽车电机驱动器增长的影响, 毛利率进一步提高。

图 7: 近五年公司销售净利率与毛利率情况

图 8: 近五年公司毛利率变化情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心



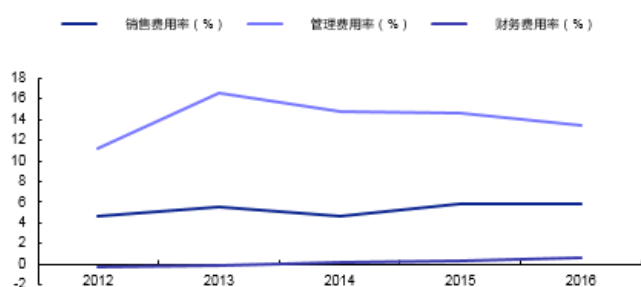
资料来源: wind, 安信证券研究中心

公司保持了较好的应收账款管理, 应收账款周转率逐年提升。存货周转率相对较低, 2016 年公司存货周转率略有回升, 整体存货周转率与工业自动化行业相关公司基本持平, 存货周转率水平合理。

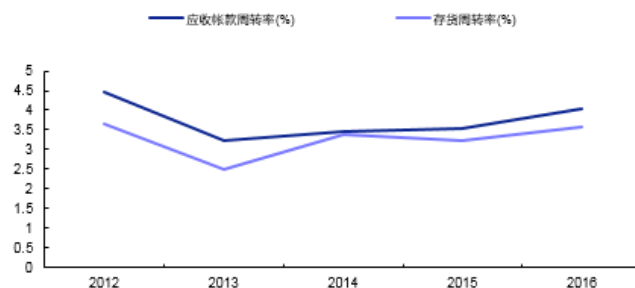
从公司整体情况来看, 公司的盈利能力和营运能力正常, 且财务状况较好, 公司依旧有巨大的成长空间。

图 9: 近五年公司的费用率情况

图 10: 近五年公司存货周转率与应收账款周转率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心



资料来源: wind, 安信证券研究中心

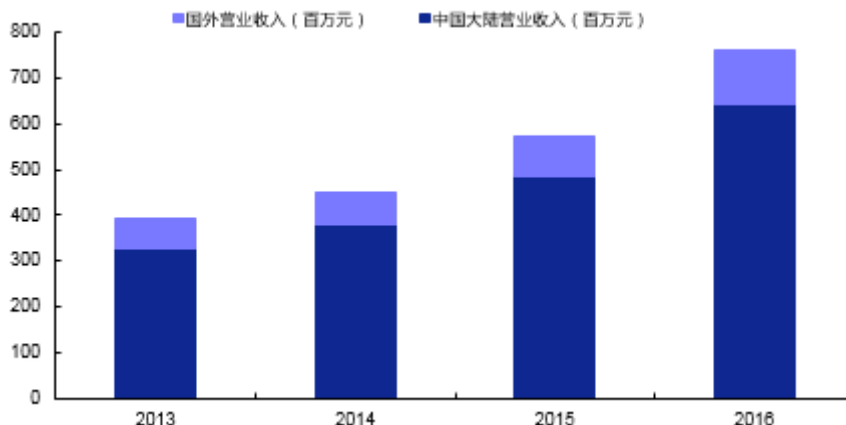
1.4. 内销为主，积极拓展海外市场

公司以内销为主，报告期内国内销售占比 80%以上，国外销售的销售渠道分为通过美国子公司美国麦格米特销售、通过香港子公司香港麦格米特销售和自行出口销售三种方式，出口产品主要为医疗电源、平板电视电源和工业导轨电源等。

2014 年至 2016 年，公司外销收入占主营业务收入的比重分别为 15.50%、15.41%和 15.53%，国内外销售结构相对稳定，国外销售对公司的经营状况影响较小。

公司出口销售收入主要来自于平板电视电源和医疗设备电源，由于公司产品质量和稳定性好，性价比高，成功地拓展了海外市场。公司国外销售的主要出口地包括美国、印度、巴西等国家。

图 11: 近四年公司在大陆和国外营收情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

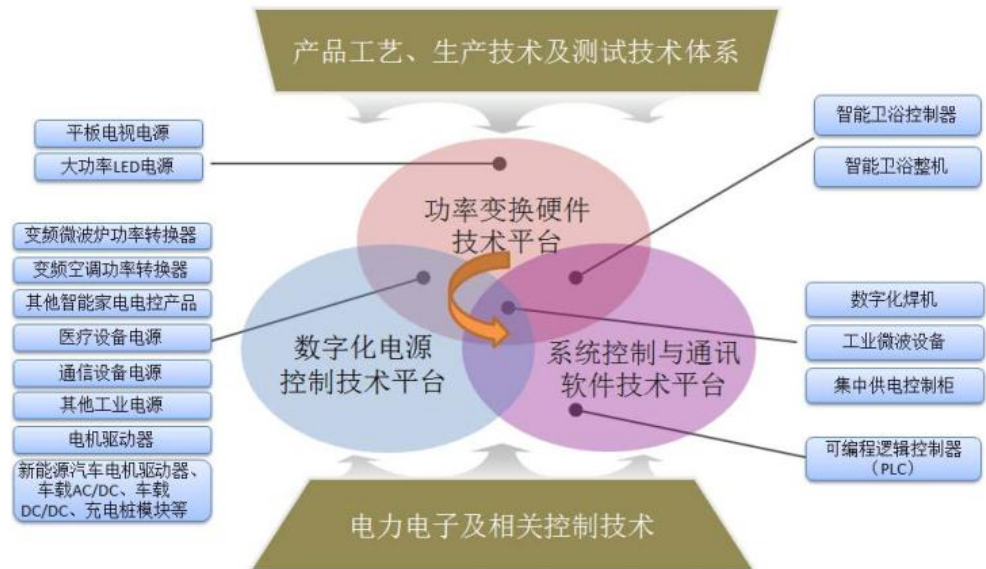
2. 持续高水平研发投入，技术为王驱动公司多产品线

2.1. 高强度的研发投入、交叉延伸的核心技术平台

公司坚持以“研发创新”为主线的经营模式，实施产品研发战略。产品以客户需求为导向，自主研发为基础，快速响应客户个性化需求，通过持续高强度的研发，建立强大的研发体系，为公司多样化产品布局打下坚实基础，实现公司产品的竞争力。

公司通过多年研发积累和技术创新，围绕电力电子和相关控制技术领域自主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，使公司可以不断通过技术交叉应用及延伸，满足下游客户多元性的产品和解决方案需求，公司现有有效使用的专利 290 余项。

图 12：公司三大技术平台的组织架构图

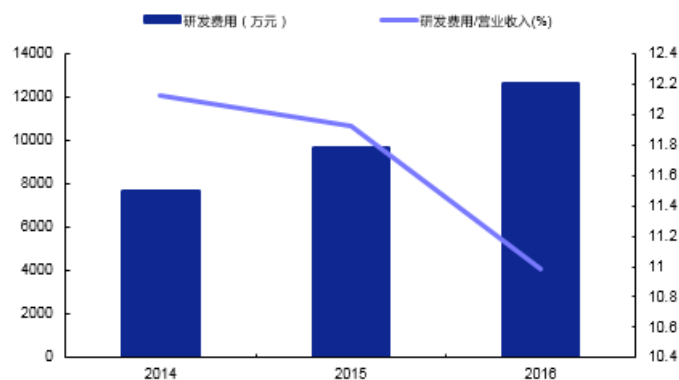


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司高度重视对研发体系的资金投入，2016年，公司研发费用投入分别为7,698.55万元、9,697.53万元和12,672.09万元，占当期营业收入的12.13%、11.93%和10.98%，公司研发投入强度较高，为产品战略和研发计划的实现提供了充足的技术支持。

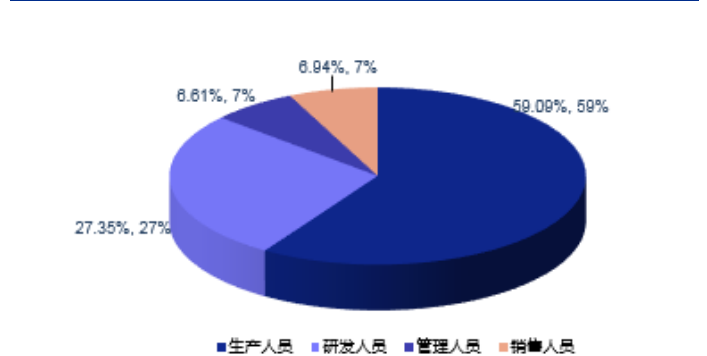
截至2016年12月31日，公司及控股子公司拥有有效使用的专利297项，其中发明专利37项、实用新型216项、外观设计44项，拥有近500名专业研发工程师，公司建立了业界一流的产品研发、测试及制造的软硬件平台，通过了ISO9001, ISO14001, ISO13485, TS16949等权威认证，赢得了40多个国家的600多家客户的信任。

图 13：近三年公司研发费用及占比情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 14：2016 年公司各部门人员情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 产品丰富，客户资源优质

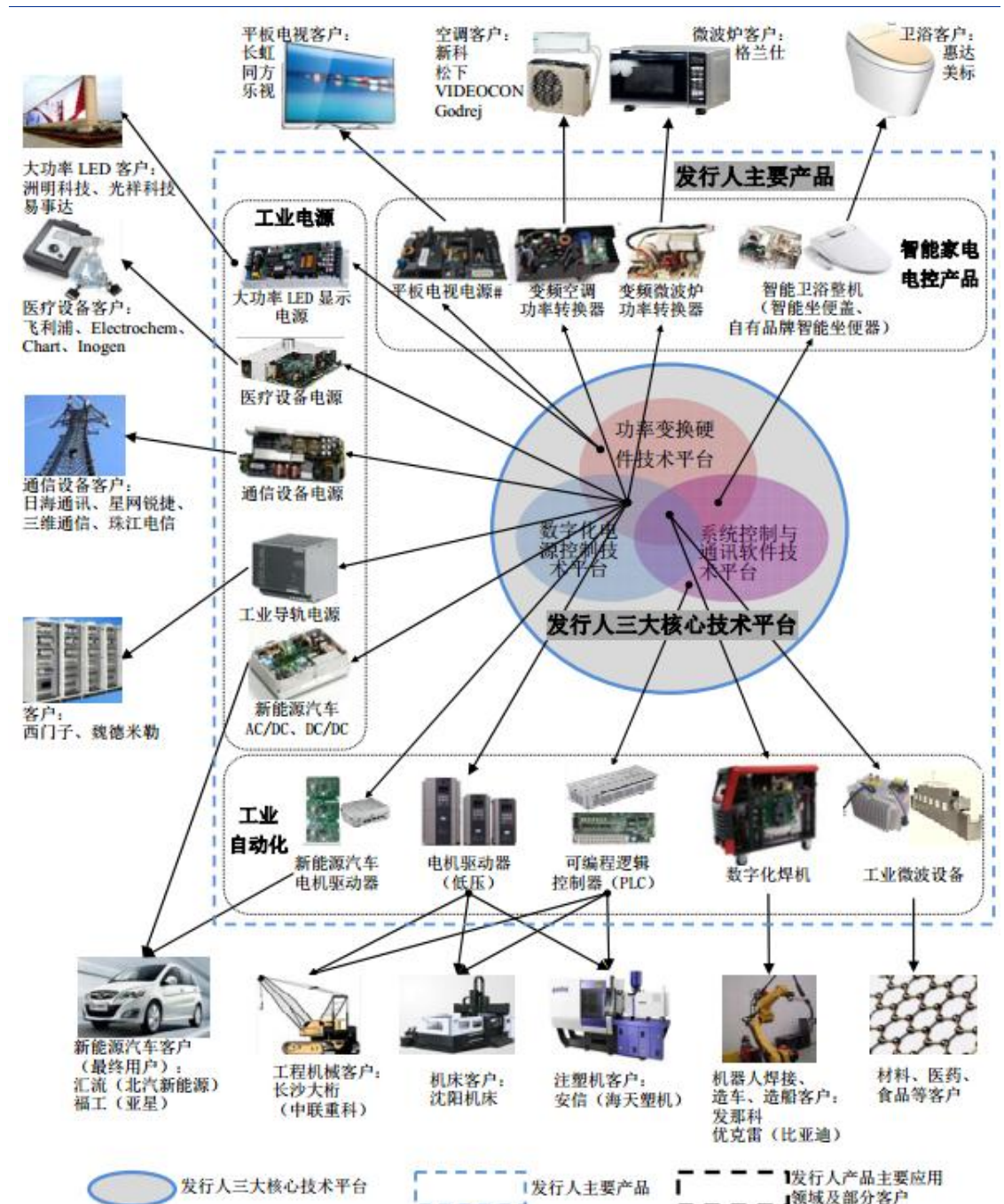
公司产品根据下游应用领域的不同特点，主要产品线包括智能家电电控产品、工业电源及工业自动化产品三大系列，产品以部件级产品为主，并逐步向设备级产品延伸。

其中，智能家电电控产品包括平板显示电源、变频空调功率转换器、变频微波炉功率转换器、智能卫浴、空气源热泵水机电控等；工业电源产品包括光伏逆变、工业微波电源、通信及IT高效电源、医疗设备电源、LED彩屏电源、工业控制导轨电源、新能源汽车电源及电力能源等；工业自动化产品包括新能源汽车电机驱动器、电机驱动器、PLC及工业数字

化智能焊机等。

公司产品的下游应用领域极为广泛，涉及智能家电、医疗、通讯、电力、交通、智能家居、工业自动化、节能环保等各行各业，下游涉及行业的广泛性保证了客户群体的广泛性。公司凭借自主掌握的核心技术、优质的产品质量、高效的服务以及良好的成本管理体系，不断在下游各个领域取得突破和发展，同时积累了一大批优势客户。

图 15：公司产品主要应用领域及部分客户



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

在智能家电电控产品领域，公司与长虹、同方、创维、乐视、小米等知名品牌建立了长期稳定的合作关系，同时凭借着自主掌握的变频技术，成为新科空调、格兰仕微波炉核心变频部件的重要供应商。

在工业电源领域，公司连续多年为 Philips、Electrochem Solutions、Inogen 等国际知名

医疗设备厂商提供医疗电源产品，并与珠江电信、日海通讯等国内知名通信设备公司建立了稳定的合作关系，同时为德国魏德米勒（Weidmuller）、西门子等国际知名电气公司提供工业导轨电源等。

在工业自动化领域，公司产品已应用于中联重科、沈阳机床等国内知名的工业设备厂商的产品，新能源汽车相关产品已应用于北京汽车相关产品。

众多优质的国内外客户资源保证了公司业务的稳健、持续增长，在与优质客户的合作过程中也提升了公司的研发、制造水平，同时，公司也凭借着在电力电子及相关控制领域的专业能力成为客户供应链的重要一环，从而越来越多地参与到客户早期的产品需求设计及方案开发工作当中，进一步加强了客户服务能力和客户黏性。

表 4：2016 年公司前五大客户交易情况

前五大直销客户名称	销售金额 (万元)	占当期营业收入比重	前五大经销客户名称	销售金额 (万元)	占当期营业收入比重
惠达卫浴股份有限公司	10,370.05	9.02%	上海君森电子科技有限公司	2,345.21	2.04%
乐视致新电子科技(天津)有限公司	5,840.22	5.08%	湘电莱特电气有限公司	1,978.19	1.72%
WEIDMUELLER	4,318.93	3.76%	深圳鑫丰源电子科技有限公司	1,538.47	1.34%
Electrochem Solutions, Inc	3,679.49	3.20%	深圳市普信特电子有限公司	892.61	0.78%
北京市意耐特科技有限公司	3,627.76	3.16%	北京稳固得电子有限公司	649.96	0.57%
合计	27,836.45	24.22%	合计	7404.44	6.44%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

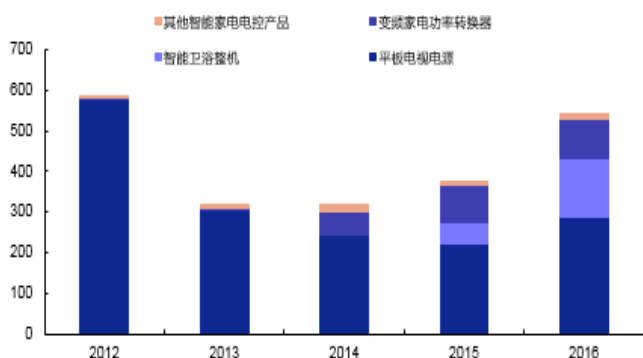
未来，公司将会进一步加大对研发的投入，提升自主创新能力、完善研发体系，建立并保持公司在行业内的技术优势，扩张产能满足市场需求，加强营销和客户服务能力，建设长期稳定的人才梯队体系，保证公司快速稳定的增长，打造电控节能的一流品牌。

3. 三大业务板块齐头并进，产品前景广阔

3.1. 家电电控多元布局，智能卫浴发展迅速

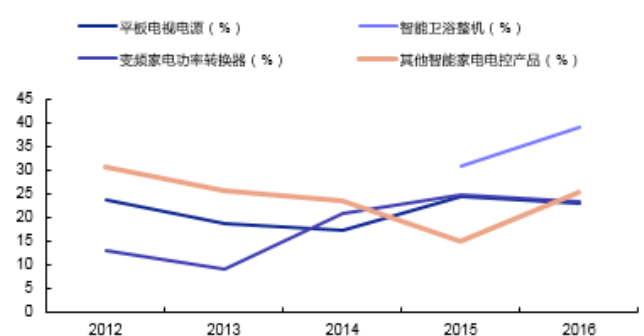
智能家电电源融合了功率变换、逻辑控制以及变频控制技术，是家用电器实现智能化的核心部件。公司在进一步巩固电视、空调、微波炉等智能家电电控产品发展的同时，又将产品业务扩展至其他消费类电器行业，如智能卫浴设备等，提供更高工作效率、更低待机功耗、更低成本，兼具智能化的供电解决方案产品。目前公司生产的产品主要包括平板电视电源、变频家电功率转换器和智能卫浴及控制器等。

图 16：近五年智能家电电控产品营业收入（百万元）











资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：近五年智能家电电控产品毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18：公司智能家电电控产品主要应用领域及部分客户

产品名称	产品图片	应用领域
平板电视电源		
变频空调功率转换器		
变频微波炉功率转换器		
智能卫浴及控制器		

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 5：2016 年智能家电电控产品销售情况

产品名称	销量 (万台)	单位售价 (元/台)	收入 (亿元)
平板电视电源	408.90	69.87	2.86
变频家电功率转换器	194.65	50.15	0.98
智能卫浴整机	15.05	978.92	1.47
合计	618.60	-	5.31

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1. 平板电视电源

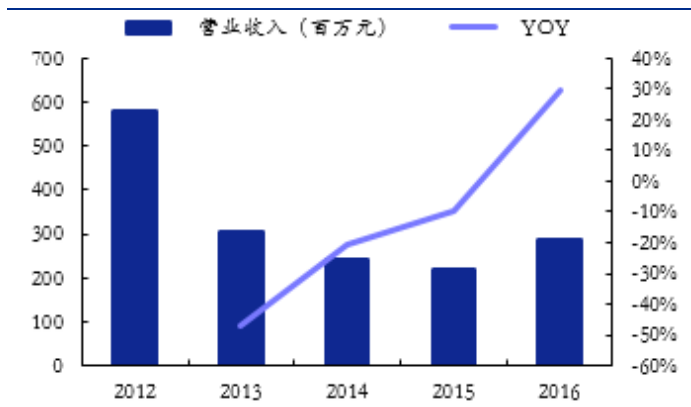
公司在大尺寸平板电视电源和智能电视电源领域继续保持竞争优势，目前已经成为智能化程度较高的乐视电视和小米电视的重要电源供应商。2016 年，公司平板电视电源销量为 408.90 万台，实现营业收入 2.86 亿元，同比增长 29.86%。

根据 Displaysearch 统计数据显示，2015 年全球液晶电视出货量为 2.24 亿台，2011 年到 2015 年复合增长率为 2.24%，我国平板电视的出货量占全球出货量九成以上，处于主导地位。根据公司招股说明书，按我国平板电视的出货量占全球出货量的 90%，一台平板电视电源价格为 70 元计算，2016 年全国液晶电视电源的市场规模约 140 亿。

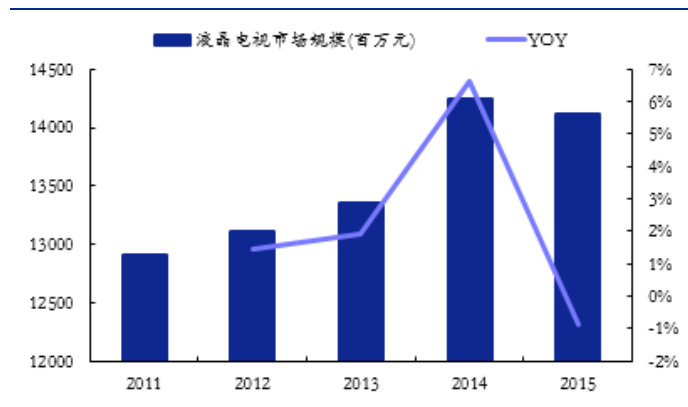
随着大屏化、智能化、高清化和节能化成为电视行业的发展趋势，大功率、高技术含量电源部件将拥有持续增长的市场空间。公司收缩低毛利平板电视电源产品业务，向大尺寸、智能电视等高功率产品切换，将为企业带来新的市场需求，将获得更多发展机会。

图 19：近五年平板电视电源营业收入情况

图 20：2011 年-2015 年中国液晶电视电源的市场规模



资料来源: wind, 安信证券研究中心



资料来源: Displaysearch, 安信证券研究中心

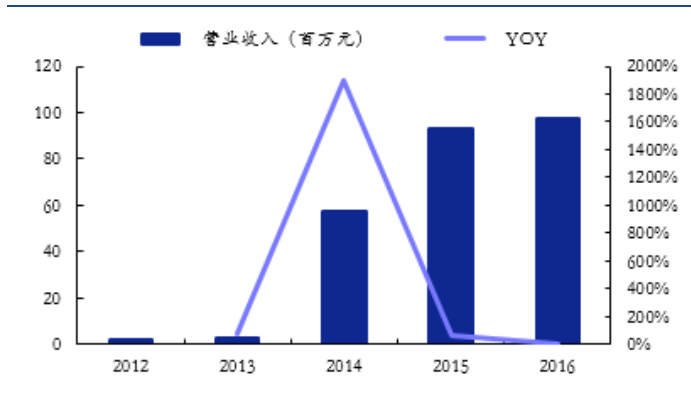
2.变频家电功率转换器

公司的变频家电功率转换器产品主要包括变频空调功率转换器和变频微波炉功率转换器。公司凭借着自主掌握的核心技术,变频家电功率转换器等产品已成功应用于格兰仕变频微波炉、松下空调、新科变频空调等品牌产品。同时,公司也在积极向印度等海外市场拓展。2016年,麦格米特的变频家电功率转换器销量为194.65万台,实现营业收入9761.01万元,同比增长4.96%。

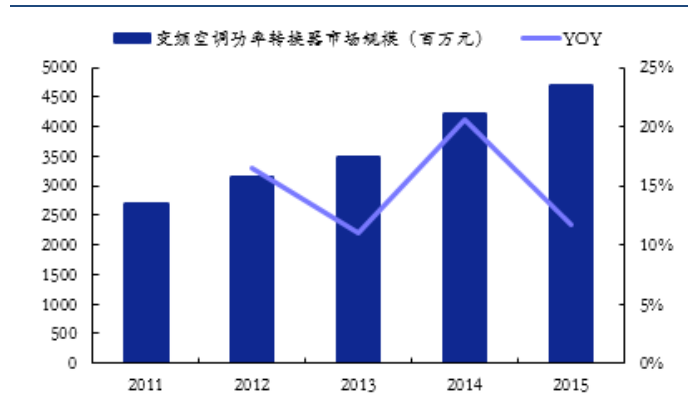
随着国家对空调能效比,即空调器的制冷性能系数要求的不断提高以及政府对节能减排的积极推动,变频空调市场规模近几年快速增长。2014年上半年,我国变频空调占空调市场的销售比重为58.20%,国内知名空调品牌格力、美的、海尔的变频空调销售比重都超过了60%。根据公司招股说明书,按每台变频家电功率转换器价格50元计算,2016年我国变频空调功率转换器市场规模约47亿元。

图 21: 近五年变频家电功率转换器营业收入情况

图 22: 2011年-2015年中国变频空调功率转换器市场规模



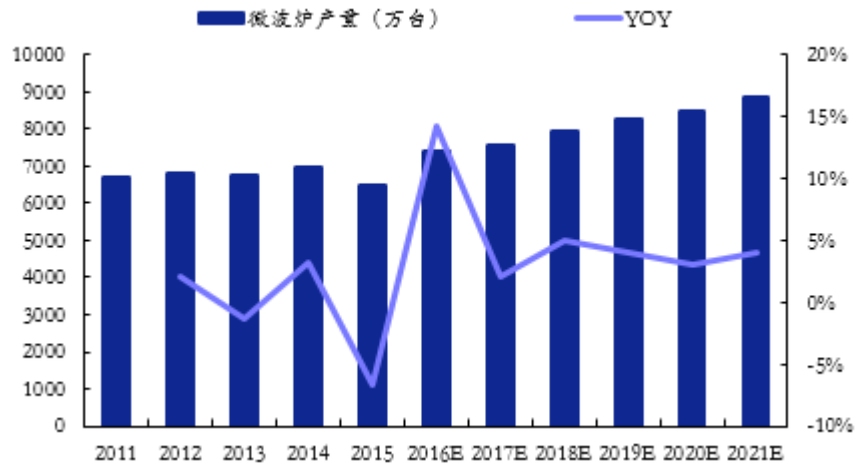
资料来源: wind, 安信证券研究中心



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

在变频微波炉方面,我国是微波炉的主要生产国,格兰仕和美的的产能占全球微波炉行业的约70%。在国内市场,2015年格兰仕微波炉内销达1,000万台。我国微波炉生产行业经过多年的快速发展,近年来产销量规模一直稳定在6000万台以上。根据《家用和类似用途微波炉能效限定值及能效限定等级》,要求微波炉的效率值不得低于54%,随着我国对于微波炉能效标准的不断提高,也将对变频微波炉的销售产生有利影响。

图 23: 2016年-2021年中国微波炉市场规模



资料来源：中国产业信息网，前瞻产业研究院，安信证券研究中心

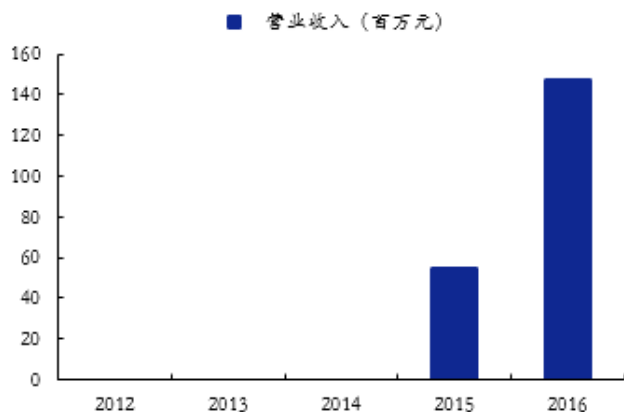
随着家电生产企业围绕节能化及智能化的不断升级，变频家电的核心变频部件将呈现巨大的发展潜力。

3.智能卫浴

智能卫浴由麦格米特的控股子公司怡和卫浴生产。2016年，怡和卫浴实现营业收入1.47亿元，同比增长101.86%，智能卫浴业务占总收入的12.82%。浙江怡和卫浴生产的智能坐便器是2016年G20峰会的指定产品。

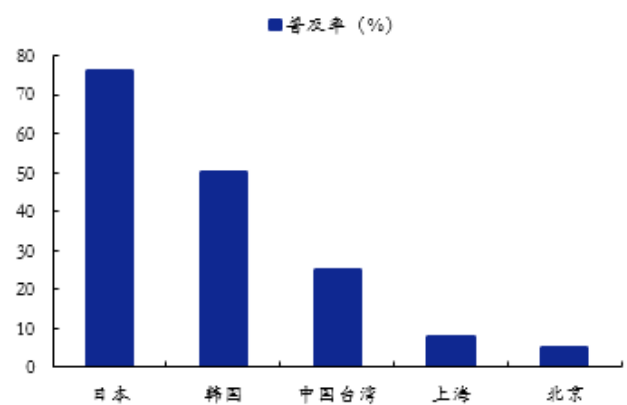
目前，智能卫浴在中国的普及率还非常低，一线城市智能卫浴普及率也仅为5%左右，中国家用电器协会智能卫浴电器专业委员会发布的《2016年中国智能坐便器行业发展报告》称，目前中国的智能卫浴保有量约为300至400万台，普及率仅为1%。未来，我国智能马桶的普及率将呈现起跳状态，市场空间十分广阔。预计到2017年，我国智能卫浴的数量将达到500万台以上，智能卫浴整机的市场规模可达50亿元以上。

图 24: 近五年智能卫浴产品营业收入情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

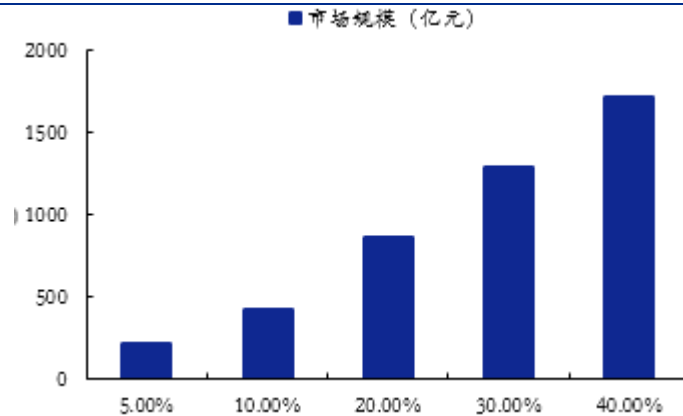
图 25: 日本、韩国和中国一线城市智能卫浴普及率状况



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

根据国家计生委发布的《中国家庭发展报告2014》，中国家庭数量已达到4.3亿，对比日本2009年72%的智能卫浴家庭普及率，根据公司招股说明书，按2020年，智能卫浴普及率分别为5%、10%、20%、30%和40%，以及每台智能卫浴整机的价格为5000元计算，得到智能卫浴整机的市场规模分别可达1075亿元、2150亿元、4300亿元、6450亿元和8600亿元。

图 26：到 2020 年不同普及率下的智能卫浴整机市场规模预测



资料来源：wind，安信证券研究中心

未来，公司变频空调功率转换器、变频微波炉功率转换器、智能卫浴等业务都有望保持较快的增长。

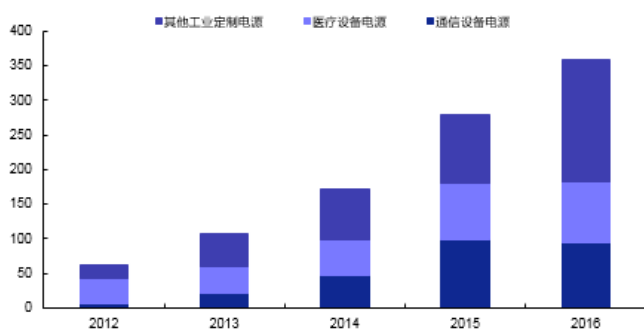
3.2. 先进工业电源研发技术，竞争优势明显

电源作为转化及稳定电能的供应装置，是各类工业用电子设备不可或缺的重要部件。公司连续多年为 Philips 等国际知名医疗设备厂商提供医疗电源产品，并与珠江电信、日海通讯等国内知名通信设备公司建立了稳定的合作关系，同时为德国魏德米勒、西门子等国际知名电气公司提供工业导轨电源等。

我国工业电源市场规模增长较快，下游应用企业产业升级、新兴行业需求增长以及国家政策扶持等因素对我国工业电源市场的发展有积极的推动作用，医疗设备电源、工业导轨电源等产品将在未来有较大的发展。根据中国电源协会研究报告显示，2009 年以来我国工业电源市场规模保持稳定增长，预计到 2016 年市场产值将达到 1,056.30 亿元，复合增长率为 11.13%。未来，随着电力电子技术和相关控制技术的不断发展，电源设备已经由传统的模拟控制、模数混合控制，进入到全数字控制阶段。

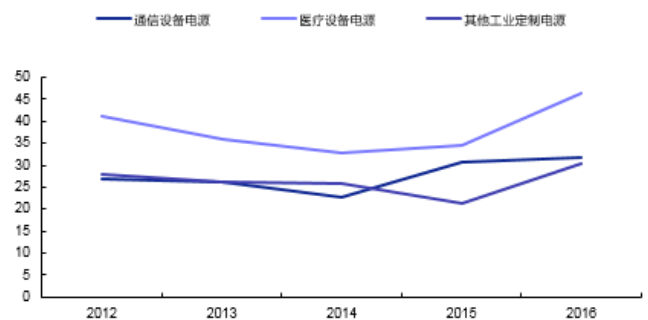
公司产品主要包括医疗设备电源、通信设备电源、LED 显示电源以及工业导轨电源、新能源汽车车载充电机、充电桩模块等新产品。未来公司将会着力发展新能源汽车车载 AC/DC、DC/DC、充电桩模块等产品。

图 27：近五年工业电源产品营业收入（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 28：近五年工业电源产品毛利率（%）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 29：公司工业电源产品及应用领域

产品名称	产品图片	应用领域
医疗设备电源		重症救护呼吸机、制氧机、B超机等专用医疗设备
通信设备电源		通信基站、大型服务器、云计算等通信设备
大功率 LED 显示电源		广告传媒、体育场馆、舞台背景、市政工程领域的 LED 全彩显示屏

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 6：2016 年工业电源产品销售情况

产品名称	销量 (万台)	单位售价 (元/台)	收入 (亿元)
医疗设备电源	54.46	160.39	0.87
通信设备电源	27.88	342.00	0.95
合计	82.34	-	1.82

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1. 医疗设备电源

2014 年至 2016 年，公司医疗设备电源收入分别为 5,222.59 万元、8,155.91 万元和 8,735.34 万元，2015 年度和 2016 年度分别较上年增长 56.17% 和 7.10%。公司针对美国医疗市场需求推出制氧机、呼吸机、B 超机和医学监护仪等多种类型医疗设备电源，因产品主要销往美国，毛利率较高。受益于产品质量、价格优势和美国巨大的市场空间，公司医疗设备电源发展迅速，公司的医疗设备电源大客户有 Electrochem Solutions 等。

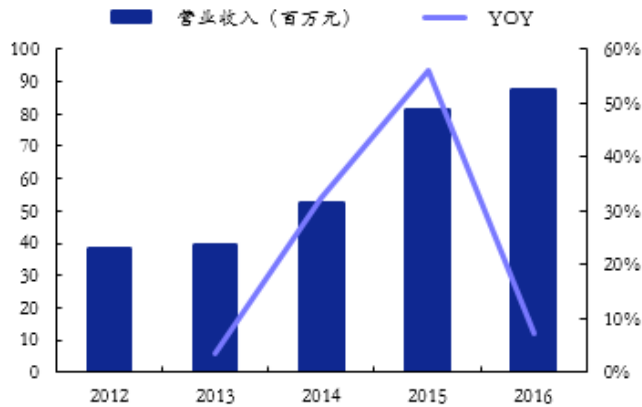
医疗设备电源市场空间不大，但其持续保持稳定增长，并且细分行业毛利率高，因此前景十分良好。公司 2014 年至 2016 年医疗设备电源毛利率分别为 32.90%、34.68% 和 46.35%。2016 年毛利率大幅提升一是因为医疗设备电源以美元定价；二是随着医疗设备电源收入的增长，公司放弃了部分低毛利医疗设备电源产品。

全球医疗设备市场在近几年保持持续增长。根据 EvaluateMedTech 的统计预测，2020 年全球医疗器械市场将达到 4775 亿美元，2016-2020 年间的复合年均增长率为 4.1%。全球医疗设备电源市场在医疗设备行业持续发展的背景下，也呈现出稳定增长的态势。根据 Markets and Markets 统计及预测，2012 年全球医疗设备电源市场规模约为 6.42 亿美元，到 2017 年市场规模可达 8.67 亿美元左右，年复合增长率 6.2%。

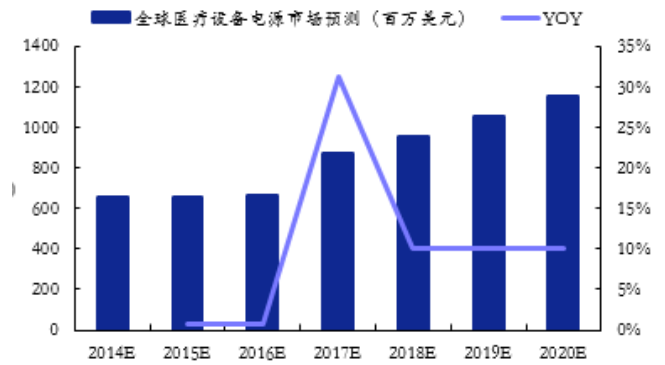
考虑到未来医疗水平的逐步提高，医疗电源市场按照年均 10% 的增速进行测算，2020 年全球市场规模约 12 亿美元。随着世界经济的一体化发展，发达国家逐渐将其医疗设备等高端设备制造业向中国转移，为我国医疗设备电源行业的发展提供了良好的机遇。

图 30：近五年医疗设备电源营业收入情况

图 31：2014 年-2017 年全球医疗设备电源规模预测



资料来源: wind, 安信证券研究中心



资料来源: Markets and Markets, 安信证券研究中心

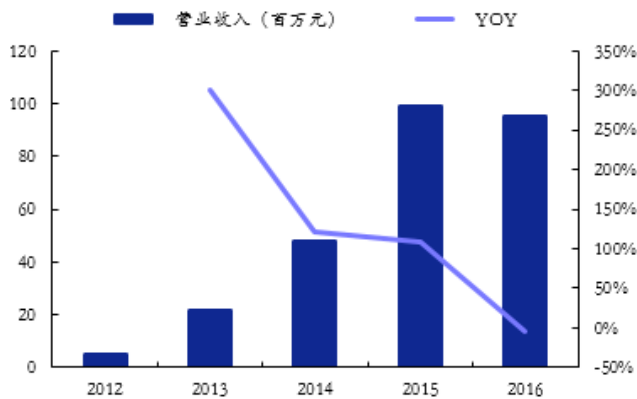
2. 通信设备电源

近年来,我国通信行业投资增长迅速,随着移动互联网、云计算等新兴技术的使用,我国通信设备市场快速发展。随着3G网络、4G网络的投资建设、中国铁塔公司的组建,我国移动通信基站数量快速增长。受益于通信设备及通信基站投资的兴起,近几年,通信设备行业稳步增长,公司通信电源营收快速增长。

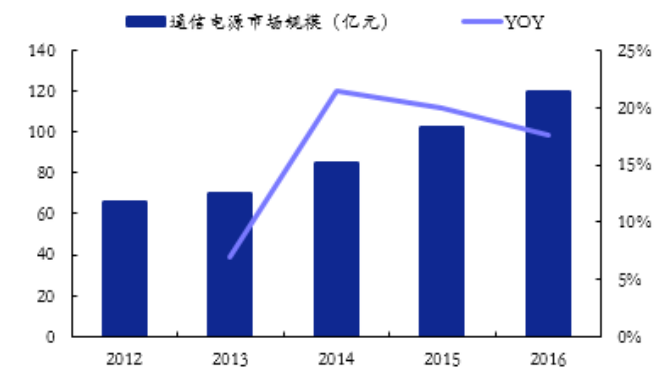
2016年,铁塔公司通信基站建设进入平稳阶段,麦格米特通信设备电源实现营业收入9534.91万元,同比增长-3.77%,增速放缓,市场需求平稳。根据智研咨询的报告,2016年我国市场规模约120亿元。预计未来仍将保持平稳发展。

图 32: 近五年通信设备电源营业收入情况

图 33: 2012年-2016年中国通信电源市场规模



资料来源: wind, 安信证券研究中心



资料来源: 智研咨询, 安信证券研究中心

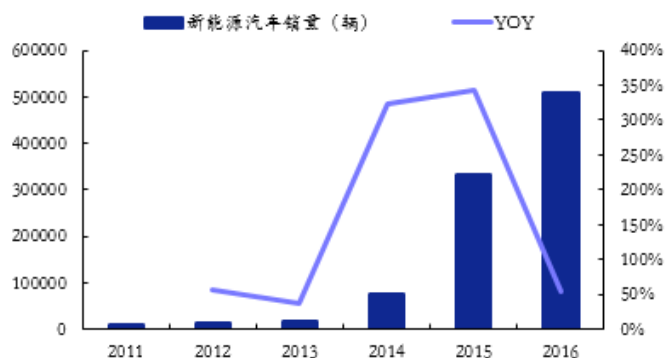
3. 新能源汽车相关电源产品

新能源汽车相关电源产品主要包括车载DC/DC变换器、车载AC/DC变换器及充电桩模块等。麦格米特电动汽车业务已经成为国内电动汽车与混合动力汽车电机控制器的主流供应商之一,有超过20家汽车制造商批量或试用公司产品,汽车产品在市场的运用累计超过3000多套系统。目前公司的新能源汽车充电桩模块等新产品已研制成功并取得部分订单。受益于新能源汽车市场的兴起,我国在新能源汽车行业的率先发展为相关部件产品打开了市场,产品发展前景广阔。

2016年新能源车市继续保持增长,根据中汽协的数据,2016年我国新能源汽车产量为51.60万辆,同比增长51.58%,新能源汽车销量为50.70万辆,同比增长53.13%。2017年5月,我国新能源汽车产销分别完成52447辆和45300辆,同比分别增长38.2%和31.8%,销售的大幅增长说明新能源汽车的发展前景良好。根据新能源汽车产业的发展规划,2020年新能

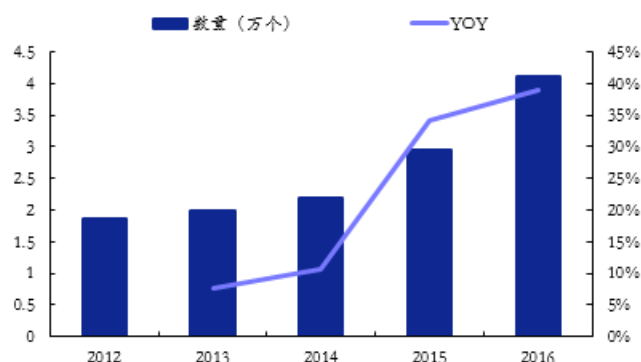
源汽车的年产量有望达到 200 万辆，未来几年行业仍将保持快速发展。

图 34：2011 年-2016 年新能源汽车销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，安信证券研究中心

图 35：2012 年-2016 年国家电网累计建成充电桩数量



资料来源：wind，安信证券研究中心

2016 年，我国新能源汽车充电量超过 12 亿千瓦时，替代燃油约 40 万吨。据统计，2016 年，全国新增公共充电桩 10 万个，已累计建成约 15 万个。国家能源局在《2017 年能源工作指导意见通知》中明确，2017 年内计划建成充电桩 90 万个；其中，公共充电桩 10 万个，私人充电桩 80 万个。这一数量较 2016 年年底充电桩保有量有超过 300% 的增长。

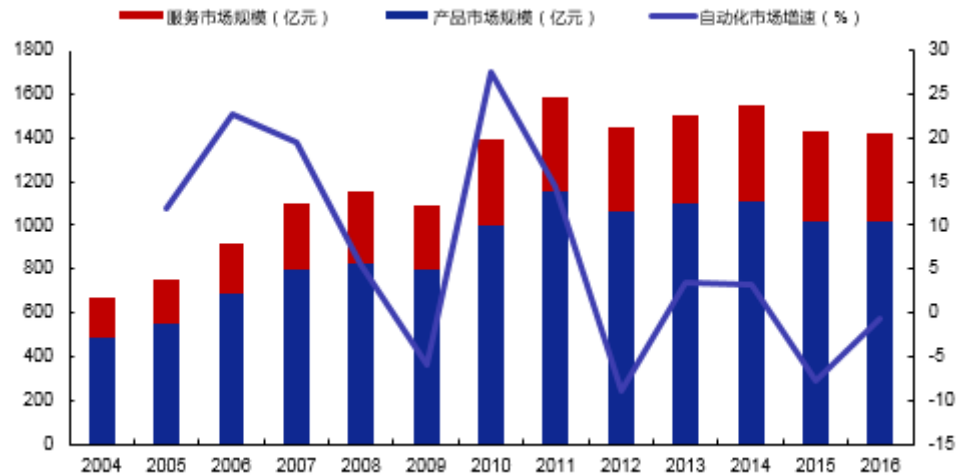
随着各项政策的陆续出台，预计未来五年各省市充电桩建设将进入集中爆发阶段。国家发改委印发的《电动电动汽车基础设施发展指南（2015-2020）》中规划，到 2020 年，我国将新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车的充电需求。按照充电设施与车的配置一般是公交车 1:3、乘用车 1:5 考虑，假设全部按照乘用车的标准 5:1 来配置充电桩，2020 年市场规模可达 1000 亿元。

3.3. 工控行业回暖，新能源汽车推动电机驱动器发展

工业自动化作为能够实现自动化生产过程的方法和技术被广泛应用于机械制造、电力、建筑、交通运输、信息技术、能源、航空航天等领域。

受制造业低迷和投资下降影响，主要的自动化产品自 2012 年以来需求出现负增长。但是随着宏观经济“新常态”趋于稳定，经济整体的回暖，工控自动化行业从 2016 年开始降速趋缓。PMI 指数 2016 年以来基本都在荣枯线以上并且有上扬趋势，工控下游需求呈现持续回暖。下游工业机器人、3C 自动化、新兴领域新能源汽车电控、低压变频器和伺服等产品等景气向上。根据《自动化与仪器仪表》发布的报告显示，预计到 2017 年，工业自动化产品市场规模将达到 2250 亿美元。未来，在电力电子和相关控制技术不断发展以及工业制造业的需求推动下，工业自动化驱动控制系统将不断向着智能化、网络化发展。

图 36：2014 年-2016 年中国自动化市场规模及变化趋势

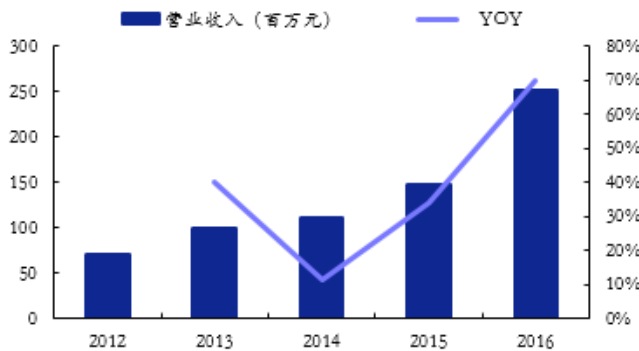


资料来源: 中国产业信息网, 安信证券研究中心

本公司在工业自动化领域主要专注于提供控制层中的 PLC 和驱动层中的电机驱动器（低压）两类核心部件，以及数字化焊机和工业微波设备两类工业自动化设备。公司产品已应用于中联重科、沈阳机床等国内知名的工业设备厂商的产品，新能源汽车相关产品已应用于北京汽车相关产品。

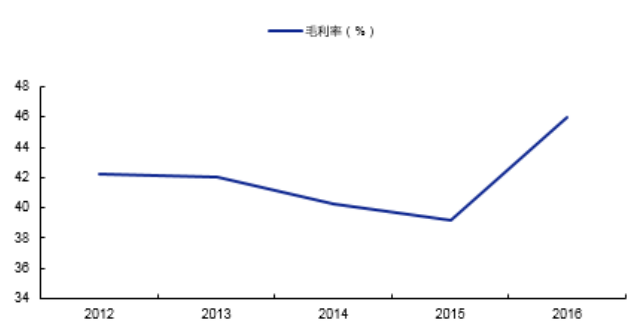
在工业自动化领域，公司销售的电机驱动器（低压）和 PLC 产品市场呈现国际、国内厂商共同竞争的市场格局，国际厂商拥有较强的品牌优势。与国际厂商的产品相比，公司产品具有价格优势，与国内产品相比，公司工业自动化产品技术较为成熟，具有较强的产品竞争力。2016 年，工业自动化产品实现营业收入 2.50 亿，同比增长 69.90%。

图 37: 近五年工业自动化产品营业收入 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 38: 近五年工业自动化产品毛利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 39: 工业自动化产品及应用领域

产品名称	产品图片	应用领域
电机驱动器 (低压)		应用于新能源汽车、纺织印染、电梯、起重机械、冶金、石油石化、建筑楼宇、市政、化工、建材及机床等行业的机械设备
可编程逻辑 控制器 (PLC)		工业自动化各行业的工业控制装置
数字化焊机		装备制造、造船、汽车等领域
工业微波设备		食品、制茶、制药、化工、陶瓷、家具、造纸等各类行业的干燥、杀菌及烧结工艺环节

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 7：2016 年工业自动化产品销售情况

产品名称	销量 (万台)	单位售价 (元/台)	收入 (亿元)
工业自动化产品	18.00	1390.27	2.50

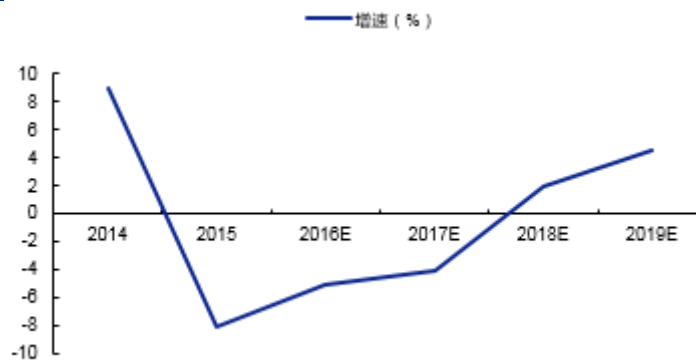
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1. PLC

2014 年，中国自动化市场本土品牌占比为 32.80%。在主要自动化产品中，PLC 等本土品牌占比还在 30% 以下，低于整体本土品牌占比。随着自动化需求的增加、工业机器人应用的扩展，将会吸引更多的国内厂商参与进来，吸取外资厂商的技术与经验，充分攫取自动化市场广阔的盈利空间。

PLC 作为装备制造业的核心设备，长期将受益于新一轮的产业升级及新兴产业崛起。国家十三五规划明确实施智能制造工程，构建新型制造体系，这些政策都会促进 PLC 产品健康快速发展。

图 40：2016 年-2019 年中国大陆 PLC 市场的增长判断

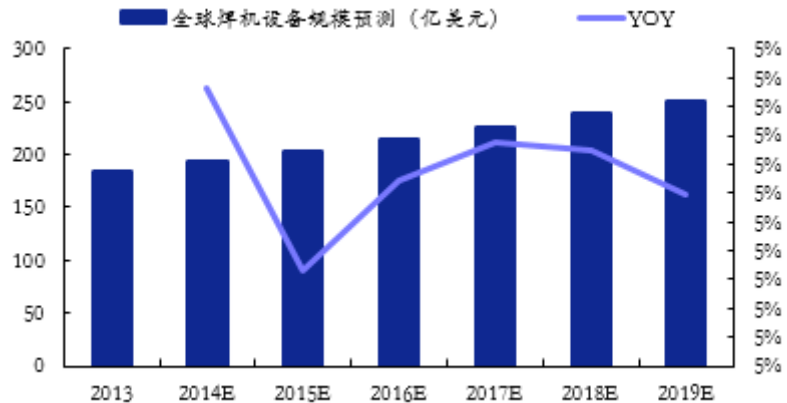


资料来源：《伺服与运动控制》，安信证券研究中心

2. 数字化焊机

据 Global Information, Inc. 市场调研报告显示, 2013 年全球焊机设备规模达到 184.00 亿美元, 预计到 2019 年将达到 250.80 亿美元。数字化焊机作为焊机设备行业的发展趋势, 随着焊机市场整体规模的不断扩大以及未来工业机器人的持续发展, 将迎来广阔的市场空间。

图 41: 2013-2019 年全球焊机设备规模及预测



资料来源: Global Information, Inc., 安信证券研究中心

3. 工业微波设备

2013 年全球工业微波设备市场规模为 9.82 亿美元, 预计到 2019 年, 全球工业微波设备市场规模将达到 12 亿美元。工业微波设备等产品也有望获得更多的市场机会。

图 42: 2013-2019 年全球工业微波设备市场规模及预测



资料来源: Global Information, Inc., 安信证券研究中心

4. 电机控制器

新能源汽车电机驱动器业务受新能源汽车行业快速发展的支持已实现快速的增长。根据公司官网描述, 麦格米特驱动的电动汽车业务经过多年的积累, 已经成为公司的核心业务之一, 并成为国内电动汽车与混合动力汽车电机控制器的主流供应商之一, 有超过 20 家的汽车制造商批量或试用该公司的产品, 汽车产品在市场的运用累计超过 3000 多套系统。是国家 863 电动商用车电机控制器项目、863 中度混合动力汽车产业化电机控制器两个项目的参与单位, 2012 年在杭州混合动力 12 米客车搭载麦格米特电机控制的亚星客车在节油率大赛节油率第一名。

麦格米特电动汽车产品主要覆盖混合动力和纯电驱动汽车的电机控制系统产品。主要产品有: 主驱动电机控制器、ISG 电机控制器、BSG 电机控制、电动空调控制器、助力转向系

统电机控制器、刹车系统电机控制器等。

从车型看，可以满足从低速短程电动车、电动轿车、大电动客车，专用电动车辆及对应混合动力车型；从母线电压等级分可以满足覆盖：24VDC—150VDC；160VDC-450VDC；400VDC-750VDC。从匹配电机类型看，可以满足永磁同步电机、永磁同步直流电机、交流异步电机、开关磁阻电机等。

4. 投资建议

买入-A 投资评级，6 个月目标价 55 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 16.56/28.40/44.55 亿元，同比增速分别为 43.4%、71.5%、56.9%，净利润分别为 1.75/3.16/4.86 亿元，同比增速分别为 59.3%、80.9%、53.7%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 55 元。

5. 风险提示

智能卫浴发展不及预期，新能源汽车发展不及预期，产品竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	812.9	1,154.2	1,655.6	2,840.0	4,454.9	成长性					
减:营业成本	577.1	764.4	1,061.5	1,789.5	2,819.9	营业收入增长率	28.1%	42.0%	43.4%	71.5%	56.9%
营业税费	4.5	6.0	8.6	14.7	23.0	营业利润增长率	69.2%	147.5%	65.5%	85.9%	55.5%
销售费用	47.5	67.5	96.8	166.1	260.5	净利润增长率	50.1%	93.8%	59.3%	80.9%	53.7%
管理费用	118.5	155.5	223.1	382.7	600.2	EBITDA 增长率	58.1%	119.2%	58.6%	77.4%	51.2%
财务费用	2.9	7.0	10.0	10.0	8.3	EBIT 增长率	74.2%	147.2%	64.5%	82.7%	54.0%
资产减值损失	7.8	4.6	4.6	4.6	4.6	NOPLAT 增长率	69.3%	125.8%	64.5%	82.7%	54.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.1%	43.5%	24.6%	49.4%	26.1%
投资和汇兑收益	8.2	6.6	6.6	6.6	6.6	净资产增长率	13.8%	24.3%	37.2%	41.5%	45.0%
营业利润	62.9	155.7	257.6	479.0	744.9	利润率					
加:营业外净收支	4.9	16.2	16.2	16.2	16.2	毛利率	29.0%	33.8%	35.9%	37.0%	36.7%
利润总额	67.8	171.9	273.8	495.2	761.1	营业利润率	7.7%	13.5%	15.6%	16.9%	16.7%
减:所得税	2.7	21.1	33.6	60.8	93.4	净利润率	7.0%	9.5%	10.6%	11.1%	10.9%
净利润	56.6	109.7	174.7	316.0	485.6	EBITDA/营业收入	10.4%	16.1%	17.8%	18.4%	17.8%
						EBIT/营业收入	8.1%	14.1%	16.2%	17.2%	16.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	66	56	48	31	21
						流动资产周转天数	115	110	106	95	89
						流动营业资本周转天数	315	289	289	267	262
						应收账款周转天数	102	89	89	89	89
						存货周转天数	111	101	98	96	96
						总资产周转天数	452	401	378	323	300
						投资资本周转天数	200	185	170	137	119
						投资回报率					
						ROE	9.8%	15.9%	19.2%	25.8%	28.4%
						ROA	5.8%	10.5%	11.8%	14.2%	15.3%
						ROIC	15.2%	29.4%	33.7%	49.4%	50.9%
						费用率					
						销售费用率	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
						管理费用率	14.6%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
						财务费用率	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%	0.2%
						三费/营业收入	20.8%	19.9%	19.9%	19.7%	19.5%
						偿债能力					
						资产负债率	45.6%	47.1%	48.4%	51.6%	50.9%
						负债权益比	83.9%	88.9%	93.9%	106.4%	103.6%
						流动比率	1.66	1.70	1.78	1.74	1.81
						速动比率	1.04	1.14	1.17	1.10	1.15
						利息保障倍数	22.45	23.10	26.64	48.75	90.75
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	53.8	83.6	221.1	231.7	565.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	257.3	315.7	506.3	903.8	1,308.0
应收票据	55.4	115.9	129.8	291.7	369.5
预付账款	11.1	12.9	20.4	35.8	52.8
存货	299.1	347.1	550.1	962.4	1,421.0
其他流动资产	124.5	177.1	177.1	177.1	177.1
可供出售金融资产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	35.0	34.1	34.1	34.1	34.1
固定资产	154.3	207.6	234.7	260.0	256.2
在建工程	32.9	12.0	21.0	25.5	55.5
无形资产	32.4	71.4	78.0	84.2	89.9
其他非流动资产	73.8	64.6	58.8	53.1	47.3
资产总额	1,129.9	1,442.1	2,031.7	3,059.4	4,377.2
短期债务	20.0	71.0	70.0	70.0	70.0
应付账款	311.0	372.6	576.6	1,023.6	1,498.0
应付票据	103.1	109.4	185.6	311.7	472.0
其他流动负债	48.8	65.8	71.8	92.0	107.5
长期借款	-	30.0	50.0	50.0	50.0
其他非流动负债	32.7	29.9	29.9	29.9	29.9
负债总额	515.6	678.7	984.0	1,577.3	2,227.4
少数股东权益	34.0	74.1	139.6	258.1	440.2
股本	133.2	133.2	177.7	177.7	177.7
留存收益	446.9	555.7	730.4	1,046.3	1,531.9
股东权益	614.3	763.4	1,047.7	1,482.1	2,149.8

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	65.1	150.8	174.7	316.0	485.6
加:折旧和摊销	22.8	26.5	27.2	34.1	38.0
资产减值准备	7.8	4.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.7	3.3	10.0	10.0	8.3
投资损失	-8.2	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
少数股东损益	8.5	41.1	65.5	118.5	182.1
营运资金的变动	-57.7	-145.3	-123.0	-388.0	-301.7
经营活动产生现金流量	13.9	71.6	147.9	84.1	405.7
投资活动产生现金流量	-16.2	-109.5	-63.4	-63.4	-63.4
融资活动产生现金流量	3.2	73.3	53.0	-10.0	-8.3

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.32	0.62	0.98	1.78	2.73
BVPS(元)	3.27	3.88	5.11	6.89	9.62
PE(X)	116.0	59.9	37.6	20.8	13.5
PB(X)	11.3	9.5	7.2	5.4	3.8
P/FCF	-699.0	-314.3	295.9	-57.8	44.9
P/S	8.1	5.7	4.0	2.3	1.5
EV/EBITDA	-	-	22.1	12.7	8.2
CAGR(%)	88.3%	64.2%	81.2%	88.3%	64.2%
PEG	1.3	0.9	0.5	0.2	0.2
ROIC/WACC	1.5	2.8	3.2	4.7	4.9
REP	-	-	2.3	1.1	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034