

公司研究/季报点评

2019年11月01日

电力设备与新能源/电力设备 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 19.92
合理价格区间(元): 24.64~26.95

黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

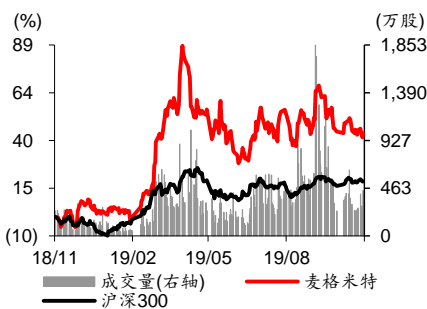
孙纯鹏 执业证书编号: S0570518080007
研究员 sunchunpeng@htsc.com

张志邦 01056793931
联系人 zhangzhibang@htsc.com

相关研究

- 1《麦格米特(002851,增持): 业绩超预期, 持续打造平台竞争力》2019.04
- 2《麦格米特(002851,增持): 多元化布局, 业绩平稳增长》2018.10
- 3《麦格米特(002851,增持): 多业务布局已成, 业绩快速增长》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩持续高增, 平台化效应显现

麦格米特(002851)

新能源车业务持续超预期, 多业务快速增长, 维持“增持”评级

19 前三季度公司实现营收 26.52 亿元 (同比+64.7%), 归母净利 2.76 亿元 (同比+125.1%); Q3 实现营收 9.92 亿 (同比+71%), 归母净利 1.14 亿, 同比 (+99%), 业绩符合预期。Q3 卫浴回暖、新能源车电控超预期, 我们预计 19-21 年的 EPS 分别为 0.77、0.98 和 1.23 元, 可比公司 19 年平均 P/E28.65 倍, 考虑到公司平台化布局及优秀的研发、管理能力, 给予公司 19 年 32-35 倍 P/E, 目标价 24.64~26.95 元, 维持“增持”评级。

平台效应初步显现, 新能源车电控表现持续亮眼

考虑到收购三家子公司少数股权于 2018 年 9 月并表, 剔除并表因素影响, 选用净利润作为业绩增长指标更具参考性, 公司前三季度净利润同比增长 56.4%; 单季度净利润同比增长 50.7%。公司多业务协同高增长, 新能源车电控主要客户北汽新能源 2019Q3 销量同比大增, 根据乘联会数据, EU 系列、EX 系列及 EC5 等车型实现销售 3.52 万辆, 同比增长 94%。考虑到订单交付到业绩确认, 我们认为四季度电控业绩维持高增长。

智能卫浴三季度迎来复苏, 加速工业自动化布局

受智能卫浴行业增速放缓和智米去年同期高基数影响, 19H1 智能卫浴业务增速有所放缓。三季度订单快速回暖, 毛利率同比提升。新客户导入速度加快, 带动公司卫浴产能利用率提升; 公司加快端到端整合, 收入利润有望重回高增长通道。加强营销渠道建设, 行业底部加速工业自动化布局。公司近两年在国内外各地建立代表处并海外布局。工业自动化加强技术平台建设, 根据公司披露, 麦格米特已在德国设立研究中心, 国内并入优势技术团队在运动控制/PLC/伺服/电机等领域全面布局, 奠定未来发展基础。

业务结构变动拖累整体毛利率, 期间费用率显著下降

根据公司披露, 2019 年前三季度公司综合毛利率 25.0% (同比-4.9pct), 我们认为主要受业务结构变动影响, 新能源车电控毛利水平较低, 业务占比提升拖累公司整体毛利率。前三季度期间费用为 3.77 万元, 占营收比例为 14.22% (同比-5.29pct), 主要系新能源车销售规模快速放量, 带动销售费用率下降。公司重视研发投入, 前三季度研发费用为 2.26 亿元, 同比增长 23.5%, 新能源车业务放量摊薄研发费用率, 研发费用率为 8.52% (同比-2.84pct)。

业绩持续高增长, 持续打造平台竞争力, 维持“增持”评级

公司作为拥有核心竞争力和长期技术积累的公司, 发展思路清晰, 技术和产品竞争力不断增强。公司新能源车业务增长超预期, 我们上调 19-21 年的归母净利润至 3.60/4.59/5.78 亿元 (前值为 3.14/3.8/4.61 亿元), 参考可比公司 19 年平均 P/E28.65 倍, 考虑到公司平台化布局及优秀的研发、管理能力, 给予公司 19 年 32-35 倍 P/E, 目标价 24.64~26.95 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济波动影响; 新产能投产不及预期; 新能源汽车行业波动风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	469.46
流通 A 股 (百万股)	258.33
52 周内股价区间 (元)	17.46-38.85
总市值 (百万元)	9,352
总资产 (百万元)	3,834
每股净资产 (元)	4.02

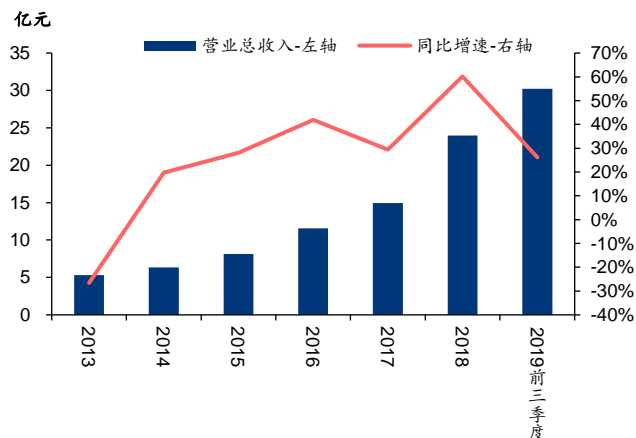
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,494	2,394	3,663	4,800	6,123
+/-%	29.48	60.17	53.04	31.03	27.55
归属母公司净利润 (百万元)	117.05	202.10	360.35	458.98	577.82
+/-%	6.73	72.66	78.30	27.37	25.89
EPS (元, 最新摊薄)	0.25	0.43	0.77	0.98	1.23
PE (倍)	79.89	46.27	25.95	20.37	16.18

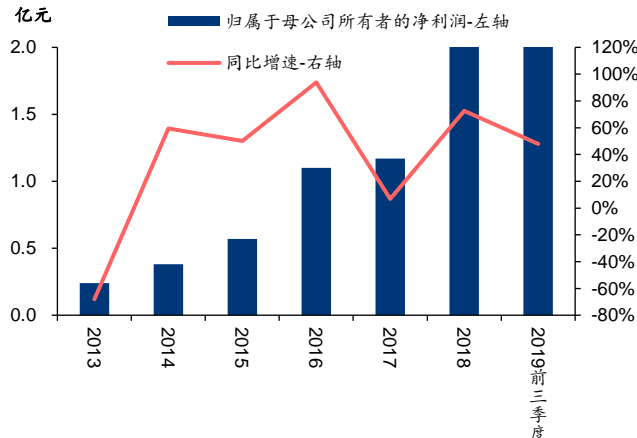
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2013-2019 前三季度营业总收入及同比增速



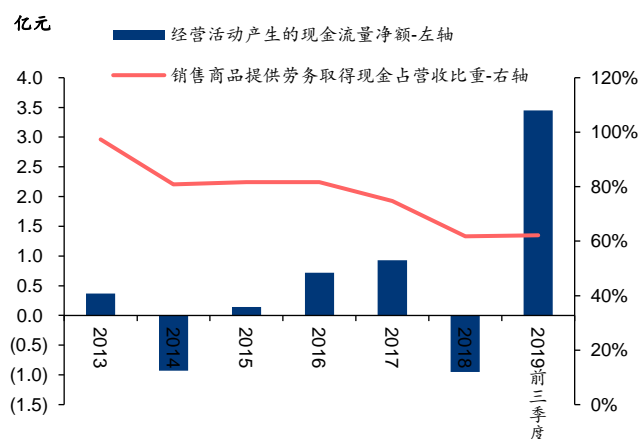
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2013-2019 前三季度营业总收入及同比增速



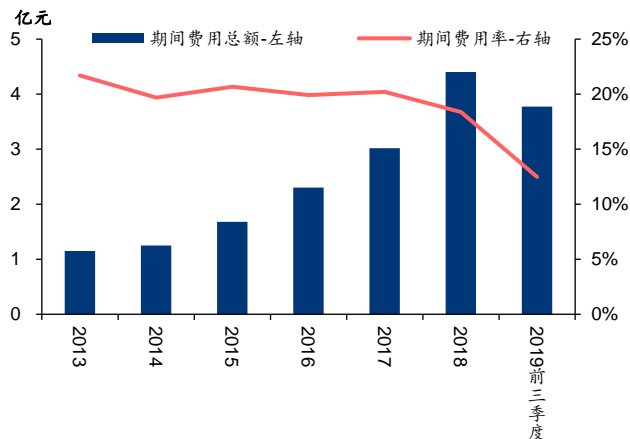
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 2013-2019 前三季度经营性现金流情况



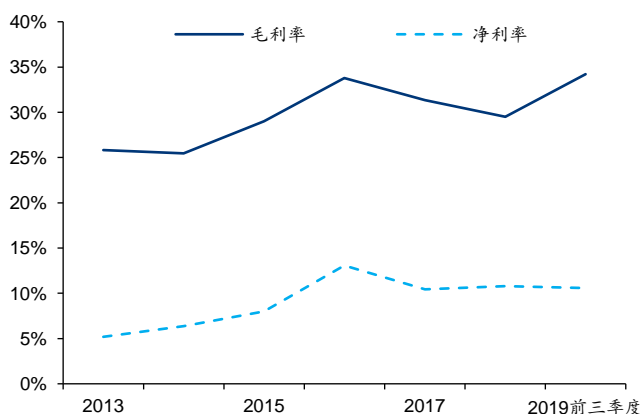
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 2013-2019 前三季度期间费用情况



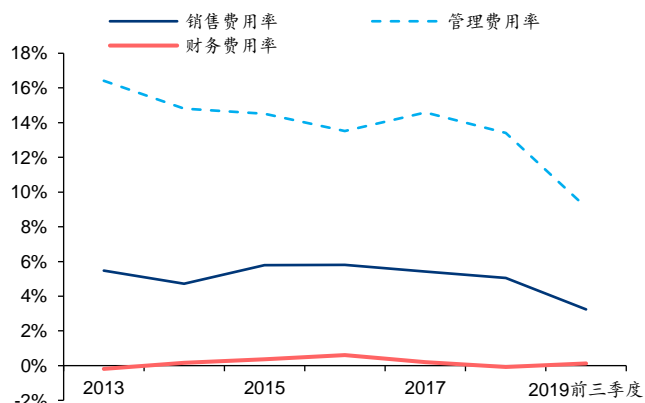
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 2013-2019 前三季度毛利率和净利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

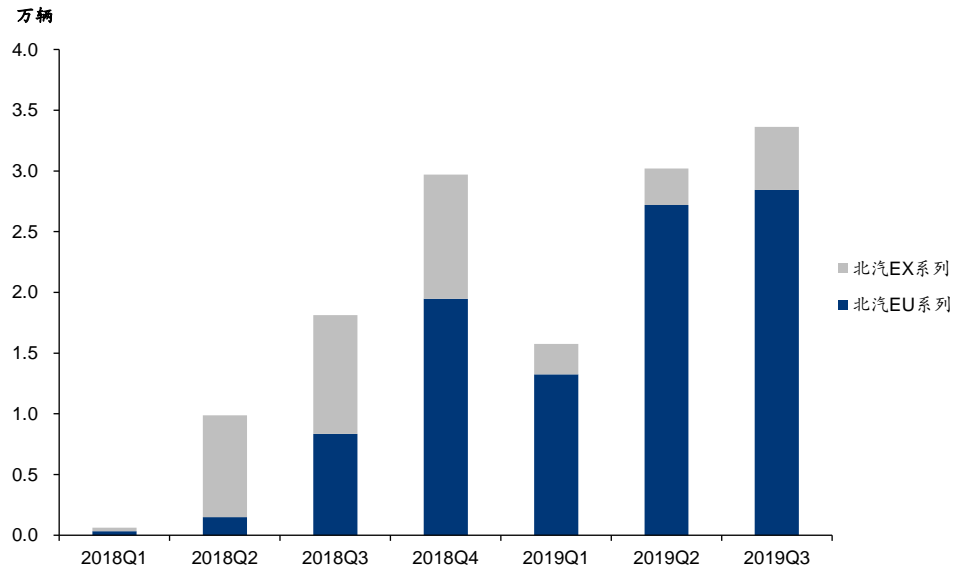
图表6: 2013-2019 前三季度销售及管理费用情况



注: 为保证数据可比, 管理费用中已加入研发费用

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7： 2018年至今北汽EU/EX系列产量



资料来源：动力电池产业联盟，华泰证券研究所

图表8： 可比公司估值水平对比表（以2019年11月1日收盘价计）

代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300124.SZ	汇川技术	25.03	0.70	0.71	0.90	1.1191	35.76	35.38	27.72	22.37
603416.SH	信捷电气	26.88	0.82	1.19	1.46	1.8119	32.78	22.53	17.11	13.81
002050.SZ	三花智控	14.30	0.61	0.51	0.60	0.69	23.44	28.03	23.94	20.79
	平均值		0.71	0.80	0.99	1.21	30.66	28.65	22.93	18.99
002851.SZ	麦格米特	19.56	0.43	0.77	0.98	1.23	46.27	25.95	20.37	16.18

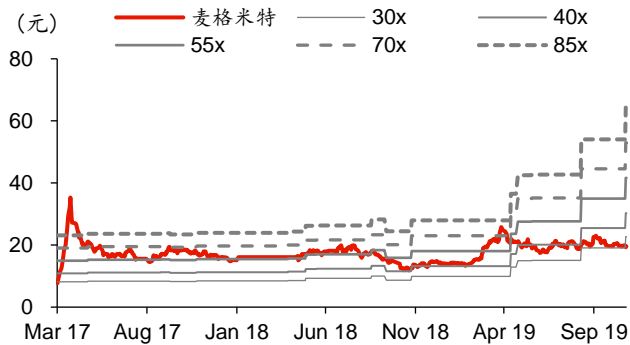
注：因wind尚未提供英搏尔20-21年一致预期EPS，可比公司中移除英搏尔，新增工控业务公司信捷电气和三花智控。

注：除麦格米特外，其余均采用Wind一致预期。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

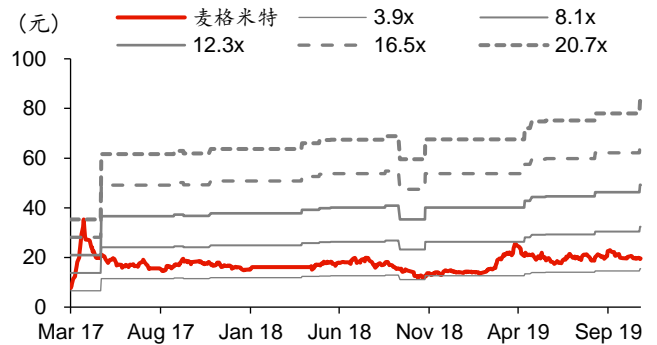
PE/PB - Bands

图表9： 麦格米特历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10： 麦格米特历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,776	2,570	3,498	4,362	5,314
现金	150.83	151.20	158.76	166.70	175.03
应收账款	426.21	690.34	1,027	1,366	1,742
其他应收账款	9.73	12.52	19.16	25.10	32.02
预付账款	8.99	12.41	19.02	25.03	32.02
存货	482.72	827.81	1,340	1,560	1,909
其他流动资产	697.91	875.84	934.31	1,219	1,425
非流动资产	524.61	612.03	575.28	605.86	637.20
长期投资	14.80	31.98	35.18	38.70	42.57
固定投资	248.68	295.09	312.69	339.47	369.17
无形资产	70.28	68.80	64.74	60.60	56.49
其他非流动资产	190.86	216.15	162.67	167.09	168.97
资产总计	2,301	3,182	4,073	4,968	5,951
流动负债	826.77	1,451	1,578	1,928	2,187
短期借款	0.00	7.99	24.75	25.93	14.67
应付账款	658.24	862.40	1,365	1,703	1,960
其他流动负债	168.53	580.37	188.31	199.46	212.43
非流动负债	48.70	47.17	46.59	52.73	53.36
长期借款	25.00	20.00	25.00	31.25	31.56
其他非流动负债	23.70	27.17	21.59	21.48	21.80
负债合计	875.47	1,498	1,625	1,981	2,241
少数股东权益	115.50	37.40	50.40	68.40	93.40
股本	180.67	312.97	469.46	469.46	469.46
资本公积	663.12	673.44	905.57	1,014	1,134
留存公积	528.24	703.24	1,023	1,435	2,013
归属母公司股东权益	1,310	1,647	2,398	2,918	3,617
负债和股东权益	2,301	3,182	4,073	4,968	5,951

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	95.68	(94.87)	(371.35)	0.12	(33.45)
净利润	155.99	257.57	373.35	476.98	602.82
折旧摊销	37.41	44.23	43.15	48.97	56.05
财务费用	3.25	(2.45)	2.34	3.07	2.71
投资损失	(13.05)	(20.18)	(20.18)	(20.18)	(20.18)
营运资金变动	(110.60)	(426.44)	(834.72)	(533.43)	(698.86)
其他经营现金	22.69	52.40	64.72	24.71	24.00
投资活动现金	(485.32)	132.36	(31.62)	(57.57)	(65.38)
资本支出	61.95	57.38	50.00	65.00	75.00
长期投资	410.90	(170.60)	(4.88)	6.14	3.90
其他投资现金	(12.47)	19.13	13.49	13.57	13.53
筹资活动现金	462.04	(52.68)	410.53	65.39	107.16
短期借款	(71.00)	7.99	16.76	1.19	(11.27)
长期借款	(5.00)	(5.00)	5.00	6.25	0.31
普通股增加	47.44	132.31	156.49	0.00	0.00
资本公积增加	518.64	10.32	232.14	107.97	120.83
其他筹资现金	(28.04)	(198.29)	0.15	(50.01)	(2.71)
现金净增加额	68.22	(5.63)	7.56	7.94	8.33

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,494	2,394	3,663	4,800	6,123
营业成本	1,026	1,688	2,587	3,406	4,356
营业税金及附加	11.04	12.53	21.33	28.34	37.27
营业费用	81.41	120.77	194.63	251.82	320.51
管理费用	41.71	68.56	457.91	600.01	765.31
财务费用	3.25	(2.45)	2.34	3.07	2.71
资产减值损失	9.69	39.04	39.04	39.04	39.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.05	20.18	20.18	20.18	20.18
营业利润	171.47	266.45	380.88	491.81	621.71
营业外收入	1.34	1.96	6.67	3.32	3.98
营业外支出	0.38	1.49	0.64	0.84	0.99
利润总额	172.43	266.93	386.90	494.29	624.71
所得税	16.44	9.35	13.55	17.32	21.88
净利润	155.99	257.57	373.35	476.98	602.82
少数股东损益	38.94	55.48	13.00	18.00	25.00
归属母公司净利润	117.05	202.10	360.35	458.98	577.82
EBITDA	212.12	308.23	426.36	543.84	680.48
EPS (元, 基本)	0.65	0.65	0.77	0.98	1.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	29.48	60.17	53.04	31.03	27.55
营业利润	10.44	55.39	42.94	29.13	26.41
归属母公司净利润	6.73	72.66	78.30	27.37	25.89
获利能力 (%)					
毛利率	31.33	29.49	29.37	29.04	28.85
净利率	7.83	8.44	9.84	9.56	9.44
ROE	8.94	12.27	15.03	15.73	15.98
ROIC	12.96	17.84	16.36	17.09	17.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.05	47.07	39.88	39.88	37.65
净负债比率 (%)	2.86	1.87	3.06	2.89	2.06
流动比率	2.15	1.77	2.22	2.26	2.43
速动比率	1.56	1.19	1.36	1.45	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.87	1.01	1.06	1.12
应收账款周转率	3.79	4.02	4.00	3.75	3.69
应付账款周转率	2.01	2.22	2.32	2.22	2.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.43	0.77	0.98	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	(0.20)	(0.79)	0.00	(0.07)
每股净资产(最新摊薄)	2.79	3.51	5.11	6.22	7.70
估值比率					
PE (倍)	79.89	46.27	25.95	20.37	16.18
PB (倍)	7.14	5.68	3.90	3.20	2.59
EV_EBITDA (倍)	43.00	29.60	21.40	16.77	13.41

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com