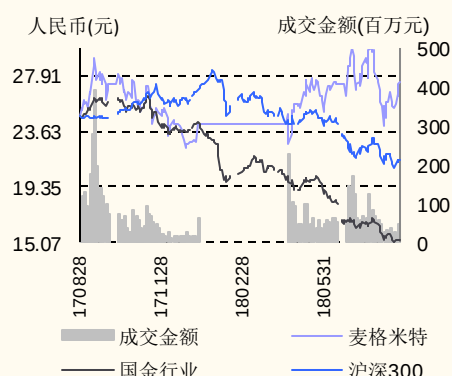


麦格米特 (002851.SZ) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 27.45 元
 目标价格 (人民币): 34.30-34.30 元
 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 125.43
 总市值 (百万元) 7,417.25
 年内股价最高最低 (元) 29.98/22.29
 沪深 300 指数 3325.34
 中小板综 8684.95



相关报告

1. 《麦格米特深度报告-电力电子成长黑马, 智能卫浴和医疗、通信电源...》, 2018.8.12
2. 《麦格米特深度研究报告-多元平台化布局初步成型, 电力电子新星跨...》, 2018.5.29

平台化布局日趋完善, 多元化发展多点开花

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.823	0.648	0.643	0.828	1.042
每股净资产 (元)	5.17	7.25	5.39	6.13	7.10
每股经营性现金流 (元)	0.53	0.51	0.38	0.60	0.69
市盈率 (倍)	0.00	52.99	42.54	33.07	26.27
净利润增长率 (%)	93.85%	6.73%	48.95%	28.65%	25.89%
净资产收益率 (%)	15.91%	8.94%	11.95%	13.51%	14.67%
总股本 (百万股)	133.23	180.67	271.00	271.00	271.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: 出于财务审慎原则不考虑并购重组情况

事件

- 公司发布中期报告, 半年报营收 10.3 亿元, 同比增长 63.36%, 营业利润、归母净利润分别为 1.11 亿、6515 万元, 同比分别增长 57.06%、40.38%。

经营分析

- 三大业务板块齐发力维持业绩高增长, 现金流及库存略微承压。18 年上半年公司维持业绩高速增长, 其中智能家电电控板块实现营收 5.7 亿 (+84.6%), 智能卫浴、空调变频器尤其突出, 涨幅分别达 93.5%、150%+, 工业自动化板块营收翻倍达 2.7 亿, 工业电源稳中有升达到 1.89 亿。即使实行限制性股票激励计划及重组业务大幅增加管理、销售费用, 公司仍实现 57.06% 营业利润增长。业绩大好一方面造成应收上涨, 一方面要求存货扩张, 两方面因素使得公司经营现金流略显不足。
- 智能卫浴热度不减, 变频空调持续强势。公司在智能卫浴业务板块全面布局, 惠达小米势头良好, 强势拉动电控产品需求, 上半年怡和卫浴净利润达到 3824 万 (+110%), 预计行业高增速维持, 依据模具投入情况, 18 年大概率实现预期营收。此外变频空调控制器延续 17 年良好势头, 同比增长超 150%, 显示电源业务成功融入小米生态链后, 亦有实现快速增长的趋势。
- 新能源车追赶政策红利再成业绩亮点, 驱动控制产品多点开花。新能源车补贴政策落地, 18 年 2-6 月补贴下调缓冲期间推动新能源车产销达到高潮, 18 年上半年产销增速分别达到 91.4%、111.6%, 公司合作伙伴北汽新能源产销增速超出均值, 年初 PEU 订单达 6.1 万, 预计交货规模超 8 亿, 切实保障未来业绩。此外受益于驱动器下游机械、轨交等市场复苏及公司渗透率提升, 公司驱动及 PLC 控制产品实现多点开花。
- 重组并表在即, 盈利能力将显著提升。目前对怡和卫浴、深圳驱动、深圳控制的并购重组步入收官阶段, 重组将显著增厚公司业绩, 大幅改善公司盈利能力, 预计 2018-2020 年 EPS 将分别提升 0.12 元、0.15 元、0.19 元。

盈利预测和投资建议

- 重组完成后, 公司 2018-2020 年备考净利润分别为 2.37 亿、3.06 亿、3.87 亿, 同比增长 56.5%、29.2%、26.7%。对应三年 PE 为 36x、28x、22x。鉴于公司基于电力电子技术平台化布局能力强, 研发和管理能力卓越, 我们给予公司目标价 34.3 元, 对应 2019 年备考 EPS 35x, 维持买入评级。

风险提示

细分业务差距较大存在管理风险; 新能源车补贴退坡; 电力电子元器件缺货

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
 (8621)61357595
 yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

1、业绩符合预期，股权激励和资产重组费用影响净利润释放	3
1.1 业务多点开花，智能卫浴、电动车等多项业务助力营收高增长.....	3
1.2 费用管控良好，经营性现金流和库存面临一些压力	3
2、怡和卫浴和新能源车成为最大业绩亮点	6
3、收购少数股东权益并表在即，盈利能力将大幅增强.....	10
4、风险提示	12

图表目录

图表 1：公司分板块收入（百万）	3
图表 2：公司业绩摘要（百万）	3
图表 3：公司费用率（%）	4
图表 4：现金流量流指标（百万）	4
图表 5：营运能力指标（百万）	4
图表 6：主要库存明细（百万）	5
图表 7：投资回报率情况（%）	5
图表 8：2016 年怡和卫浴客户营收份额.....	6
图表 9：2017 年怡和卫浴客户营收份额.....	6
图表 10：怡和卫浴收入和扣非净利润情况.....	7
图表 11：北汽新能源 2018 上半年产销量情况	7
图表 12：2017 年新能源乘用车品牌产量份额.....	8
图表 13：驱动公司收入和扣非净利润情况.....	8
图表 14：控制公司收入和扣非净利润情况.....	9
图表 15：重组公司净利润和承诺扣非净利润情况（万）	10
图表 16：公司收入拆分模型	10
图表 17：重组公司净利润和承诺扣非净利润情况（万）	11

1、业绩符合预期，股权激励和资产重组费用影响净利润释放

1.1 业务多点开花，智能卫浴、电动车等多项业务助力营收高增长

公司半年报营收 10.3 亿元，同比增长 63.36%，营业利润、归母净利润分别为 1.11 亿、6515 万元，同比分别增长 57.06%、40.38%。由于实施 2017 年度限制性股票激励计划形成的股份支付的和重大资产重组影响，期间费用增加 1860.6 万元（其中管理费用增加 1671.63 万，销售费用增加 188.97 万），如果扣除两事件影响，公司归母净利润将达到 8376.2 万，同比增长 80.97%。

公司打造电力电子平台，三大业务板块多点开花，智能家电电控和工业自动化实现营收 5.7、2.7 亿，分别增长 84.6%、101%，而工业电源达到 1.89 亿，增长 2.5%，表现较为平稳。

图表 1：公司分板块收入（百万）

单位（百万）	2016	2017	同比	2017H1	2018H1	同比
智能家电电控	540.2	731.6	35.4%	309.9	572.0	84.6%
其中：智能卫浴	147.3	236.8	60.7%	96.1	186.0	93.5%
其中：平板显示电源				94.6		
其中：变频功率转换器			空调 200%+			空调 150%+
工业电源	358.8	425.7	18.7%	184.7	189.3	2.5%
工业自动化	250.2	337.2	34.8%	134.0	269.4	101.0%
其中：驱动公司	169.8	187.1	10.2%	83.1	199.5	140%
其中：控制公司	32.8	34.6	5.6%		22.7	50%+
总收入	1154.2	1494.4	29.5%	630.9	1030.7	63.4%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：公司业绩摘要（百万）

	2018H1	2017H1	同比	2018Q2	2017Q2	同比
营业总收入	1,030.69	630.92	63.4%	646.60	371.78	73.9%
营业总成本	944.80	568.18	66.3%	586.04	327.76	78.8%
税金及附加	6.23	3.65	70.7%	3.92	1.79	119.0%
营业费用	51.78	33.70	53.7%	30.14	18.67	61.4%
管理费用	147.81	92.64	59.6%	84.78	48.13	76.2%
财务费用	-1.47	1.85	-179.3%	-2.92	0.73	-498.1%
资产减值损失	10.33	0.48	2034.9%	11.12	2.47	350.4%
投资收益	9.42	3.01	212.5%	2.94	1.62	82.2%
营业利润	111.45	72.28	57.1%	70.20	52.16	34.6%
营业外收入	0.11	0.54	-79.6%	0.06	-4.03	-101.5%
营业外支出	0.79	1.39	-43.3%	0.14	0.99	-85.8%
税前利润	110.77	71.42	55.1%	70.12	47.15	48.7%
净利润	101.46	65.41	55.1%	64.48	44.45	45.1%
少数股东损益	36.30	19.00	91.1%	23.66	13.19	79.4%
归属母公司股东的净利润	65.16	46.41	40.4%	40.82	31.26	30.6%
研发费用	112.88	71.33	58.3%			

来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 费用管控良好，经营性现金流和库存面临一些压力

公司各项费用管控较好，人民币贬值贡献汇兑收益。当期，公司管理费用率、销售费用率分别为 14.34%、5.02%，相对去年同期分别下降 0.34、0.32pct。公司国外销售额达到 2.3 亿，占比达到 22.51%，外币现金及现金等

价物盈余时，4 月份以来人民币贬值使得公司在报告期内产生 202 万元汇兑收益，而去年同期汇兑收益为-46.2 万元，受此影响，公司上半年财务费用为正收益 146.7 万元，同比去年变动-179.3%。

图表 3：公司费用率（%）

	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
销售费用占比	5.84	5.85	5.45	5.34	5.02	(0.32)
管理费用占比	14.57	13.47	14.60	14.68	14.34	(0.34)
财务费用占比	0.36	0.61	0.22	0.29	(0.14)	(0.44)
税金及附加占比	0.33	1.83	1.10	0.95	0.90	(0.05)
研发费用占比	11.93	10.98	11.81	11.31	10.95	(0.35)

来源：公司公告、国金证券研究所

经营活动现金流表现相对较差。当期公司经营净现金流为-1185 万元，同比-154.5%，其中驱动公司经营现金流为-2605 万，同比-383%。我们判断可能有两方面原因：1) 上年度驱动公司中新能源汽车产品销售额大幅提升，回款周期较长导致。2) 公司上半年购买商品、接收服务支付的费用大幅增长 83.5%，可能由于上游电子元器件交期较长，公司战略性提前采购了部分原材料所致。

图表 4：现金流量流指标（百万）

	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
销售商品提供劳务收到的现金	663.93	942.25	1115.63	533.61	825.80	54.8%
购买商品接受劳务支付的现金	419.57	572.59	635.36	301.15	552.67	83.5%
收现比（%）	81.67	81.64	74.65	84.58	80.12	-4.5%
经营净现金净利润比（%）	24.61	65.28	79.17	46.81	(18.19)	-138.9%
经营活动产生的现金流量净额	13.93	71.59	92.68	21.72	(11.85)	-154.5%
投资活动产生的现金流量净额	-16.2	-109.5	-482.3	-358.4	133.3	-137.2%
筹资活动产生的现金流量净额	3.2	73.3	462.0	427.4	-28.9	-106.8%

来源：公司公告、国金证券研究所

应收账款和存货伴随营收增长上涨较快，面临一定的上行压力。报告期内，公司存货和应收账款分别达到 7 亿和 5.8 亿，同比上涨 66.8%、89.4%，由于报告期内公司新能源车控制器营收大幅增长，造成应收账款有所上升，存货有所上升我们判断是由于电子元器件供应周期加长，导致在产品数量大幅上涨有关。但整体来看，应收账款周转天数和库存周转天数和去年同期大致相当。

图表 5：营运能力指标（百万）

	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
收入	530.18	634.52	812.95	1154.19	1494.45	630.92	1030.69	63.4%
固定资产	131.99	143.45	154.28	207.56	248.68	223.76	259.10	15.8%
无形资产	35.12	33.57	32.42	71.42	70.27	71.58	69.19	-3.3%
在建工程	3.21	8.54	32.89	12.01	8.70	5.95	18.88	217.1%
存货	172.41	203.57	299.08	347.05	482.72	420.61	701.73	66.8%
应收账款	157.85	189.49	245.20	308.63	426.21	308.05	583.57	89.4%
收入/固定与无形资产（倍）	3.17	3.58	4.35	4.14	4.69	2.14	3.14	1.00
固定资产周转率	5.29	4.61	5.46	6.38	6.55	2.93	4.06	1.13
应收账款周转天数	111.27	98.53	96.25	86.37	88.51	87.97	88.17	0.21
库存周转天数	143.84	143.08	156.78	152.14	145.54	158.51	146.01	-12.50

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：主要库存明细（百万）

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY
原材料	79.02	106.54	135.41	218.17	190.70	299.95	57.3%
在产品	45.49	70.85	72.98	77.64	68.76	120.93	75.9%
产成品	74.12	115.97	135.52	172.01	153.61	263.90	71.8%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：投资回报率情况（%）

	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	YOY
ROE	4.99	7.47	10.25	17.28	11.71	4.84	4.88	0.04
ROA	3.13	4.44	6.37	11.73	8.33	3.77	4.09	0.32
ROIC	4.19	6.27	8.61	13.68	9.78	4.00	4.15	0.15

来源：公司公告、国金证券研究所

2、怡和卫浴和新能源车成为最大业绩亮点

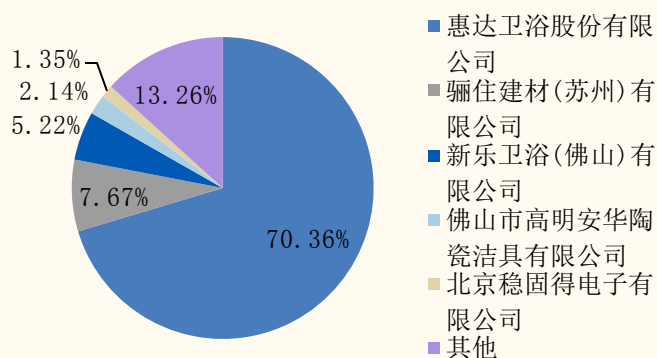
2.1 智能家电板块：变频空调继续高速增长，怡和卫浴潜力巨大

智能家电电控收入增速 84.58%，变频空调高速增长，怡和卫浴依旧是最亮点。2018 年上半年公司智能家电电控板块实现营收 5.72 亿，同比增长 84.6%，其中变频空调控制器在海外市场延续了 2017 年的良好势头（同比增长超过 200%），同比增长超过 150%，作为公司起家产品显示电源近年来占比持续下降，2017 年在整体营收规模仅为 15%。怡和卫浴半年已经完成销售额 1.86 亿，同比增长 93.5%，净利润已经达到 3824.2 万，同比增长 110.5%，完成全年承诺扣非净利润的 53.9%，整体进度保持良好。

小米智能电视持续热销，公司或将获益其中。于 18 年 4 月份起，小米电视连续三个月成为国内销量最高的电视产品，市场年份达到 12-13%，海外销售受到印度市场的拉动，销量在二季度同比也上升 350%。小米作为公司在智能电视领域重要的客户，小米在智能电视的强劲增长将直接助力公司显示电源营收和业绩的快速增长。

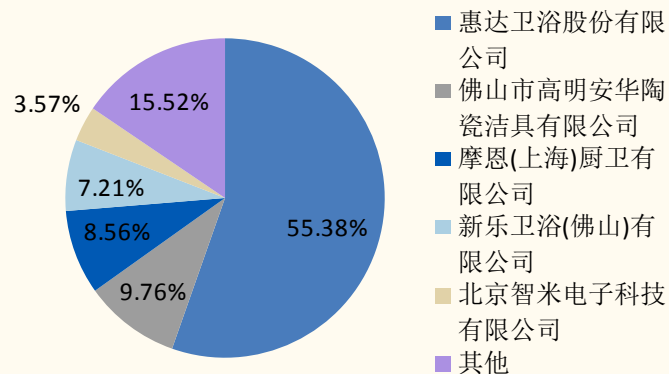
智能卫浴发展态势良好，惠达和小米两大知名品牌将持续贡献主力订单。公司预计今年智能卫浴营收能达到 4.16 亿元，同比增长 75.8%。怡和卫浴研制的智能坐便产品广泛应用于小米、惠达、摩恩、骊住、安华、法恩莎、鹰卫浴等国内外一线卫浴及智能家居品牌。其中第一大客户惠达卫浴为国内知名卫浴品牌并且较早进入智能卫浴市场，2017 年营收 1.3 亿元，占比 55.38%，相对 2016 年下降接近 15pct，主要原因是公司其它客户销售规模逐步提升。小米 2017 年 9 月上市仅仅 4 月份营收贡献则达到 846 万元，上市以来，小米智能马桶盖凭借 999 元高性价比，迅速抢占市场份额。2017 年怡和卫浴产品产量达到 22.53 万，销量达 18.3 万，我们在上篇深度报告《电力电子成长黑马，智能卫浴和医疗、通信电源驱动长期增长》推算去年小米智能马桶盖线上销量和线上销售额占比分别达到 7.33%、3.9%，今年 1-5 月份小米在线上马桶盖销售额份额进入前十，销量份额应该更高。基于以上分析，我们预测小米全年销售额将会进一步大幅增长。

图表 8：2016 年怡和卫浴客户营收份额



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：2017 年怡和卫浴客户营收份额



来源：公司公告、国金证券研究所

根据客户模具投入情况，完成全年业绩承诺难度不大。根据公司主要客户：惠达、智米、摩恩、高明安华等在 2018 年的模具投入情况，预计这些客户 2018 年度新增智能坐便盖订单 27.5 万台、智能坐便一体机订单 1.5 万台，按 2017 年产品平均单价测算，新增新机型模具所带来的订单预计在 2018 年产生收入 3.4 亿元，占 2018 年预测收入的 82%以上，所以公司完成公司盈利预测难度不大。

图表 10：怡和卫浴收入和扣非净利润情况

		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
智能坐便器	销量(万个)	11.3	15.7	35.0	45.5	56.0	66.5	75.0
	单价(元)	1087.0	1123.7	927.3	925.3	923.3	921.3	918.2
	收入(万)	12321.6	17685.5	32454.9	42099.9	51702.8	61263.9	68861.7
智能坐便一体机	销量(万个)	1.0	2.6	4.0	6.5	9.0	11.5	14.0
	单价(元)	2169.3	2188.1	2185.9	2183.7	2181.5	2179.3	2177.1
	收入(万)	2174.1	5601.4	8743.4	14193.9	19633.4	25062.1	30479.8
智能坐便部件	销量(万个)	15.3	33.8					
	单价(元)	12.8	11.6					
	收入(万)	195.5	392.7	432.0	475.2	522.7	575.0	632.5
合计	收入(万)	14691.2	23679.6	41630.4	56768.9	71858.9	86901.0	99974.0
	成本(万)	9268.4	15049.3	27475.5	37977.4	48498.7	58949.8	68544.1
	毛利率	36.9%	36.4%	34.0%	33.1%	32.5%	32.2%	31.4%
	收入 YOY		61.2%	75.8%	36.4%	26.6%	20.9%	15.0%
	扣非净利润(万)			7092.8	9495.9	11996.0	14469.7	

来源：公司公告、国金证券研究所

2.2 工业自动化板块：新能源车控制器助力驱动公司营收高增长，PLC 下游多产业开花

补贴过渡期内，新能源乘用车出现抢装，同比销量高增长 70%。今年 2 月份新能源车补贴落地，整体补贴下调 40%左右，2 月到 6 月 12 日的过渡期乘用车和客车补贴相比 2017 年下降 30%，6 月 12 日过渡期过后，补贴将会进一步下调。得益于 6 月份前的抢装需求，我国上半年新能源车产销分别达到 41.3 万和 41.2 万辆，同比增长 91.4%、111.6%，其中新能源乘用车销量达到 35.5 万辆，同比增长 70%。从车型占比来看，纯电动乘用车占据一半以上销量，占比 63%；插电式混合动力乘用车增长迅猛，占比 23%，商用车占比下降为 14%左右。

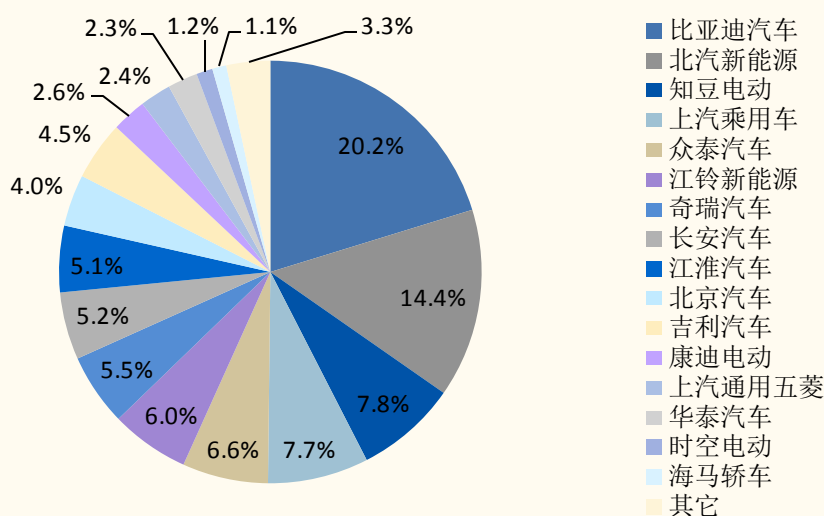
北汽新能源上半年产销量增长快，公司电动车控制器业务爆发增长。公司和北汽新能源合作多年，是公司核心供应商，双方共同携手研发，互利互往。根据年初深圳驱动收到的新能源汽车 PEU 年度备货通知显示，2018 年全年预计 PEU 产品订单量约 6.1 万台，按 2017 均价 1.36 万计算，预计 2018 年该产品交货规模超过 8 亿元，已远超过 2018 年度的新能源车控制器预测收入 2.2 亿元，我们认为备货通知可能并不意味实际下单量，也并非全部在 2018 年实现营收，但是这一备货通知还是彰显了北汽新能源对全年产销量高增长的信心。根据乘联会数据，2018 年上半年北汽新能源车乘用车产量和销量分别达到 3.6 万、4.7 万台，同比分别增长 100.4%、166.3%。除了北汽新能源车以外，公司向瑞驰汽车、东风汽车等客户快速拓展，将进一步开拓未来市场增长空间，降低北汽新能源单一客户风险。

图表 11：北汽新能源 2018 上半年产销量情况

	产量				销量			
	2018H1	占比%	2017H1	同比	2018H1	比重%	2017H1	同比
EC 系列	34055	9.9	18000	89.20%	39906	11.3	17815	124%
Lite	419	0.1			574	0.2		
EV 系列	500	0.1			500	0.1		
EU 系列	403	0.1			3054	0.9		
EX 系列	696	0.2			3404	1		
合计	36073	10.5	18000	100.4%	47438	13.5	17815	166.3%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 12: 2017 年新能源乘用车品牌产量份额



来源：中汽协、国金证券研究所

塑料机械伺服驱动业务进口替代，成为通用电机驱动器的主要力量。近年来塑料机械受益于行业持续复苏趋势，出货量提升明显，公司塑料机械驱动器制成板是塑料机械驱动器的核心零部件，公司在该领域技术扎实，是塑机龙头海天、金鹰股份等公司的主要供应商，2017 年塑料机械驱动器制成板销售收入占通用驱动器销售额比例为 39.4%，成为最大应用下游，2017 年该产品增速超过 100%，成为通用电机驱动器增长的主要力量。除此之外，公司驱动器也大量应用在金属数控机床、起重机械、轨道交通等多个细分领域，与中联重科、沈阳机床的合作正在日益加深，与石家庄国祥在轨道交通空调驱动器的合作有了较大进展，并少量应用在地铁和高铁领域。

图表 13: 驱动公司收入和扣非净利润情况

		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
PEU	销量 (万个)		0.3	1.4	2.1	3.1	4.1	5.2
	单价(元)		13630.6	12949.1	12301.6	11686.5	11102.2	10457.1
	收入 (万)		4225.5	18128.7	25833.4	35643.9	45741.0	53854.0
非 PEU	销量 (万个)	5.2	2.6	2.1	1.8	1.6	1.5	1.5
	单价(元)	1723.4	1019.7	999.3	979.3	959.7	940.5	921.7
	收入 (万)	8927.4	2692.0	2108.5	1753.0	1545.2	1439.0	1336.5
通用电机驱动器	销量 (万个)	9.4	15.3					
	单价(元)	861.6	772.4					
	收入 (万)	8055.7	11795.1	16075.7	21037.0	26892.4	33266.7	38853.4
合计	收入 (万)	16983.1	18712.6	36312.9	48623.4	64081.4	80446.7	94043.9
	成本 (万)	9405.9	12309.4	24190.3	33086.9	44385.0	56717.4	67777.0
	毛利率	44.6%	34.2%	33.4%	32.0%	30.7%	29.5%	27.9%
	收入 YOY		10.2%	94.1%	33.9%	31.8%	25.5%	16.9%
	扣非净利润(万)			5,496.3	6,983.8	8,987.0	10,799.3	

来源：公司公告、国金证券研究所

轨道交通 PLC 占比持续提升，控制公司毛利率同比提升。公司在轨道交通空调控制器方面独树一帜，在行业享有一定的知名度，公司和中车旗下轨道交通空调制造商石家庄国祥建立了战略合作关系，成为其空调控制器产品核心供应商。该产品由于有较高的技术和商务门槛，所以 2017 年其毛利率高达 61.78%，同比增长 1.12pct。今年 1-5 月份轨道交通控制受益于轨道交通投资提速以及高铁控制器维保期阶段国产替代机遇，其销售额占比从去年同期

30.55%提升至 41.22%，且由于相对通用 PLC 更高的产品单价，综合毛利率提升至 56.55%，高于 2017 年全年毛利率 56.1%和 2018 年预测毛利率 55.5%。

下游多产业开花，上半年 PLC 总体营收增速低于全年预测收入增速，但净利润表现上佳。公司除了轨道交通领域外，也大力拓展和挖掘在电子设备，工程机械，轨道交通空调、机床、供暖、3C、锂电等的过程控制和运动控制行业业务机会。总体来看，2018 年上半年 PLC 业务增长超过 50%，但整体来说由于毛利率增长，费用可控，2018 年上半年净利润增长快于营收增长，达到 76.7%，完成全年承诺额 53%。

图表 14：控制公司收入和扣非净利润情况

		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
通用 PLC	销量 (万个)	2.4	2.5	4.9	6.7	8.7	10.8	11.9
	单价(元)	876.9	765.4	756.2	748.6	741.1	733.7	726.4
	收入 (万)	2134.8	1932.5	3728.0	4985.9	6418.3	7946.3	8651.3
轨道交通产品线	销量 (万个)	0.2	0.3	0.6	0.9	1.4	1.8	2.2
	单价(元)	4172.9	3564.1	3486.1	3451.3	3416.8	3382.6	3348.8
	收入 (万)	820.4	1056.4	2091.7	3209.7	4612.6	5953.3	7367.3
其它	收入 (万)	320.6	469.0	833.8	1074.0	1327.9	1512.3	1647.4
合计	收入 (万)	3275.7	3457.9	6653.5	9269.6	12358.8	15412.0	17665.9
	成本 (万)	1312.8	1516.7					
	毛利率	59.9%	56.1%	55.5%	54.9%	54.3%	53.7%	53.0%
	收入 YOY		5.6%	92.4%	39.3%	33.3%	24.7%	14.6%
	扣非净利润(万)			1294.8	1799.2	2495.2	3086.0	

来源：公司公告、国金证券研究所

3、收购少数股东权益并表在即，盈利能力将大幅增强

截止目前，本次交易标的浙江怡和卫浴有限公司 34.00%股权、深圳市麦格驱动技术有限公司 58.70%股权和深圳市麦格米特技术有限公司（46.00%股权的过户及相关工商变更手续已经办理完毕，8月31日左右公司将完成对交易对方发行股份和支付现金对价，发行完成后将完成正式并表。

并表后，公司盈利能力将大幅增强。本次收购少数股东权益发行股份和现金共计 8.83 亿（其中发行股份 8.69 亿），估值对应少数股东 2018-2020 年净利润分别为 14.1x、10.8x、8.4x，重组完成后公司 2018-2020 年 EPS 相对重组前分别提升 0.12 元、0.15 元、0.19 元，PE 也实现较大程度改善。

图表 15：重组公司净利润和承诺扣非净利润情况（万）

净利润	2016A	2017H1	2017A	2018H1	2018E	2019E	2020E	2021E	完成额
怡和卫浴	1038.85	1816.51	4,565.80	3,824.23	7100	9500	12000	14400	54%
同比			339.5%	110.5%	55.5%	33.8%	26.3%	20.0%	
深圳驱动	3907.06		2,572.22	2,894.58	5500	7000	9000	10700	53%
同比			-34.2%		113.8%	27.3%	28.6%	18.9%	
深圳控制	713.01		735.57	700.85	1300	1800	2500	3100	54%
同比			3.2%		76.7%	38.5%	38.9%	24.0%	
总计	5,658.92		7,873.59	7419.7	13900	18300	23500	28200	53%
同比			39%		77%	32%	28%	20%	

来源：公司公告、国金证券研究所 注：2016-2018H1 是实际净利润值，2018-2020 年为扣非净利润承诺值

盈利预测和估值：

图表 16：公司收入拆分模型

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
智能卫浴					
营业收入	14731	23680	41630	56769	71859
收入增长率	170.34%	60.74%	75.81%	36.37%	26.58%
毛利率	39.11%	36.45%	34.00%	33.10%	32.51%
其它智能家电					
营业收入	39286	49477	61352	74849	89819
收入增长率	21.56%	25.94%	24.00%	22.00%	20.00%
毛利率	23.12%	22.81%	22.50%	22.00%	21.50%
工业定制电源					
营业收入	35876	42568	53210	64384	75973
收入增长率	28.32%	18.65%	25.00%	21.00%	18.00%
毛利率	34.69%	34.26%	34.00%	33.50%	33.00%
驱动公司					
营业收入	16983	18713	36313	48623	64081
收入增长率		10.18%	94.06%	33.90%	31.79%
毛利率	44.62%	34.22%	33.38%	31.95%	30.74%
控制公司					
营业收入	3276	3458	6653	9270	12359
收入增长率		5.56%	92.42%	39.32%	33.33%
毛利率	59.92%	56.14%	55.50%	54.94%	54.33%
其它工业自动化					
营业收入	4763	11549	17324	24947	34426
收入增长率		142.47%	50.00%	44.00%	38.00%
毛利率	41.02%	34.46%	34.00%	33.50%	33.00%
（一）智能家电小结					
营业收入	54017	73157	102982	131618	161678
收入增长率	43.02%	35.43%	40.77%	27.81%	22.84%

毛利率	27.48%	27.22%	27.15%	26.79%	26.39%
(二) 工业定制电源小结					
营业收入	35876	42568	53210	64384	75973
收入增长率	28.32%	18.65%	25.00%	21.00%	18.00%
毛利率	34.69%	34.26%	34.00%	33.50%	33.00%
(三) 工业自动化小结					
营业收入	25022	33720	60290	82840	110867
收入增长率	69.90%	34.76%	78.80%	37.40%	33.83%
毛利率	45.94%	36.55%	36.00%	34.99%	34.07%
合计					
营业收入	115419	149445	216483	278842	348518
收入增长率	41.98%	29.48%	44.86%	28.81%	24.99%
毛利	38977	46822	67756	85813	105514
毛利率	33.77%	31.33%	31.30%	30.77%	30.28%

来源：公司公告、国金证券研究所

重组完成后，公司 2018-2020 年备考净利润分别为 2.37 亿、3.06 亿、3.87 亿，同比增长 56.5%、29.2%、26.7%。对应三年 PE 为 36x、28x、22x。公司在电源领域具备的深厚研发功底和较强的市场影响力，这是公司长期可持续发展的基础。短期来看，公司智能卫浴、新能源车、变频空调功率转换器等多项主要业务快速增长，长期来看智能卫浴和医疗通信电源行业空间大。鉴于公司基于电力电子技术平台化布局能力强，研发和管理能力卓越，我们给予公司目标价 34.3 元，对应 2019 年备考 EPS 35x，维持买入评级。

图表 17：重组公司净利润和承诺扣非净利润情况（万）

	2017A	2018	2019	2020
不考虑重组净利润（百万）	117	174.36	224.31	282.38
不考虑重组净利润增速	6.70%	49.02%	28.65%	25.89%
原股本（百万）	271	271	271	271
不考虑重组 EPS	0.43	0.64	0.83	1.04
不考虑重组 PE	61	41	32	25
考虑重组净利润增益（百万）	34.29	62.41	81.67	105.13
备考净利润（百万）	151.29	236.76	305.98	387.51
备考净利润增速		56.49%	29.24%	26.65%
收购资产发行股份（百万）	41.97	41.97	41.97	41.97
备考总股本（百万）	312.97	312.97	312.97	312.97
备考 EPS	0.48	0.76	0.98	1.24
备考 PE	57	36	28	22

来源：公司公告、国金证券研究所

4、风险提示

1) 公司三大业务体系虽然技术同源，但是应用场合相差较大且客户各异，随着各项细分业务规模越来越大，如果管理或者研发没有及时跟上，业务的良性发展将受到影响。

2) 新能源车国家和地方补贴近年来持续退坡，2018 年补贴退坡压力依旧巨大，将对新能源车消费需求产生较大影响，进而影响电机驱动器的需求增长。

3) 年初至今，IGBT 等重要电力电子器件需求旺盛，公司在部分时间存在关键元器件缺货情况，影响产品的及时交付。公司通过淡季备货等方式去避免该问题，但缺货现象依旧可能发生，将影响营收和净利润增长，同时可能造成半成品库存拉长。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	813	1,154	1,494	2,165	2,788	3,485
增长率	42.0%	29.5%	44.9%	28.8%	25.0%	
主营业务成本	-577	-764	-1,026	-1,487	-1,930	-2,430
%销售收入	71.0%	66.2%	68.7%	68.7%	69.2%	69.7%
毛利	236	390	468	678	858	1,055
%销售收入	29.0%	33.8%	31.3%	31.3%	30.8%	30.3%
营业税金及附加	-4	-6	-11	-14	-17	-21
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-47	-67	-81	-115	-145	-181
%销售收入	5.8%	5.8%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%
管理费用	-118	-156	-218	-312	-388	-484
%销售收入	14.6%	13.5%	14.6%	14.4%	13.9%	13.9%
息税前利润 (EBIT)	65	161	158	237	309	369
%销售收入	8.0%	13.9%	10.5%	11.0%	11.1%	10.6%
财务费用	-3	-7	-3	2	1	4
%销售收入	0.4%	0.6%	0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-8	-5	-10	-12	-13	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	7	13	15	17	28
%税前利润	12.1%	3.8%	7.6%	5.6%	4.9%	6.3%
营业利润	63	156	171	261	336	417
营业利润率	7.7%	13.5%	11.4%	12.0%	12.1%	12.0%
营业外收支	5	16	1	9	13	25
税前利润	68	172	172	270	349	442
利润率	8.3%	14.9%	11.5%	12.5%	12.5%	12.7%
所得税	-3	-21	-16	-23	-30	-37
所得税率	4.0%	12.3%	9.5%	8.5%	8.5%	8.4%
净利润	65	151	156	247	319	405
少数股东损益	9	41	39	73	95	122
归属于母公司的净利润	57	110	117	174	224	282
净利率	7.0%	9.5%	7.8%	8.1%	8.0%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	65	151	156	247	319	405
少数股东损益	9	41	39	73	95	122
非现金支出	31	31	47	43	47	53
非经营收益	-10	8	-10	-20	-24	-49
营运资金变动	-73	-119	-101	-167	-180	-222
经营活动现金净流	13	71	93	103	162	186
资本开支	-37	-72	-62	-96	-32	-20
投资	3	-44	-436	-30	-37	-39
其他	18	7	16	15	17	28
投资活动现金净流	-16	-109	-482	-111	-52	-31
股权募资	0	0	570	16	20	25
债权募资	5	81	-76	85	-22	-54
其他	-2	-6	-36	-45	-50	-48
筹资活动现金净流	3	75	458	56	-52	-76
现金净流量	-1	36	68	47	58	79

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	54	84	151	198	256	335
应收账款	313	432	580	748	940	1,154
存货	299	347	483	619	804	1,012
其他流动资产	136	190	563	634	693	751
流动资产	801	1,052	1,776	2,199	2,693	3,252
%总资产	70.9%	73.0%	77.2%	77.7%	79.9%	81.7%
长期投资	35	34	71	101	138	177
固定资产	187	220	257	263	267	270
%总资产	16.6%	15.2%	11.2%	9.3%	7.9%	6.8%
无形资产	51	107	146	206	211	217
非流动资产	329	390	525	630	679	727
%总资产	29.1%	27.0%	22.8%	22.3%	20.1%	18.3%
资产总计	1,130	1,442	2,301	2,829	3,372	3,979
短期借款	20	71	0	85	64	10
应付款项	424	497	749	916	1,143	1,377
其他流动负债	39	51	77	113	149	182
流动负债	483	619	827	1,114	1,356	1,569
长期贷款	0	30	25	25	25	25
其他长期负债	33	30	24	43	48	55
负债	516	679	875	1,181	1,428	1,649
普通股股东权益	580	689	1,310	1,459	1,661	1,925
少数股东权益	34	74	116	188	283	405
负债股东权益合计	1,130	1,442	2,301	2,829	3,372	3,979

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.425	0.823	0.648	0.643	0.828	1.042
每股净资产	4.356	5.174	7.251	5.385	6.127	7.103
每股经营现金净流	0.095	0.530	0.513	0.379	0.597	0.686
每股股利	0.150	0.150	0.150	0.150	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	9.75%	15.91%	8.94%	11.95%	13.51%	14.67%
总资产收益率	5.01%	7.61%	5.09%	6.16%	6.65%	7.10%
投入资本收益率	9.91%	16.31%	9.83%	12.36%	13.90%	14.27%
增长率						
主营业务收入增长率	28.12%	41.98%	29.48%	44.86%	28.81%	24.99%
EBIT增长率	86.10%	145.66%	-1.99%	50.70%	30.06%	19.35%
净利润增长率	50.13%	93.85%	6.73%	48.95%	28.65%	25.89%
总资产增长率	23.73%	27.64%	59.56%	22.94%	19.20%	18.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.6	87.6	89.7	89.0	89.0	89.0
存货周转天数	159.0	154.3	147.6	152.0	152.0	152.0
应付账款周转天数	168.5	159.6	153.4	150.0	147.0	142.0
固定资产周转天数	69.3	65.6	60.7	40.3	29.9	22.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.50%	2.28%	-8.83%	-5.35%	-8.61%	-12.87%
EBIT利息保障倍数	22.3	22.8	48.5	-121.0	-252.7	-83.1
资产负债率	45.63%	47.06%	38.05%	41.76%	42.36%	41.44%

来源：公司年报、国金证券研究所 注：出于财务审慎原则不考虑并购重组情况

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	11	14	17	23	37
增持	1	2	5	10	15
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	1
评分	1.08	1.13	1.23	1.30	1.34

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-29	买入	26.27	36.00~36.00
2	2018-08-12	买入	25.83	36.00~36.00

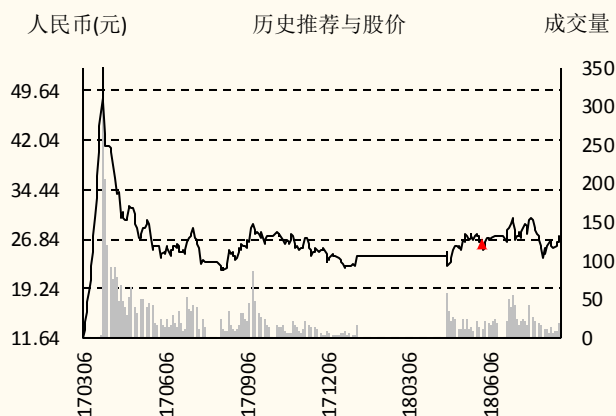
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH