

电力电子技术专家，乘电动车与健康消费东风

2018.09.25

潘永乐(分析师)	徐超(研究助理)
电话: 020-88832354	020-88836115
邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn	xu.chao1@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070002	A1310518060001

投资要点:

● **三大核心技术平台是公司发展基石，优质客户资源助力业绩稳定增长**
公司以电力电子技术为核心，打造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技术平台三大核心技术平台，由平板电视电源单一产品，逐渐扩展到家电、工业、通信、医疗和新能源汽车领域。公司管理层多数为技术出身，拥有丰富的行业经验，极其重视研发，连续5年，研发费用占比在11%以上。凭借优良的产品质量和出众的研发能力，公司绑定了众多下游优质龙头企业，如小米、爱立信、北汽新能源、迈瑞、飞利浦等。

● **整合新能源汽车电控，配套北汽、东风与吉利，新产品PEU 价量齐升**
预计2020年我国新能源汽车将实现产销量200万辆，年均增长37%，由此带动新能源汽车电控产品需求快速增长。公司整合新能源汽车电控零部件：电机驱动器、车载充电机(OBC)、DC/DC模块和高压接线盒，集成为新一代电控产品PEU，在北汽新能源已由供应零散配件的二级供应商升级为供应电控整体部件PEU的一级供应商，配套EU、EX、ET、LITE等系列多款纯电动A级、A0级和SUV车型。此外开拓了东风、吉利等一线乘用车客户，销量空间进一步打开，同时产品单价也由2千元大幅提升至1万以上，公司新能源汽车电控产品有望迎来量价齐升跃升式增长，2018H1该业务子公司深圳驱动收入同比增长140%。

● **智能坐便器契合健康与养老消费需求，自有品牌+ODM 开拓两千亿市场**
智能坐便器契合健康与养老需求，可以有效减少肛肠类疾病患病率和女性感染细菌概率，改善老年人如厕体验。目前我国渗透率只有3%，日韩则超过60%，假设未来渗透率达到25%，与台湾地区相当，市场空间约2000亿元。公司通过子公司怡和卫浴积极布局智能坐便器市场，怡和卫浴掌握陶瓷加热核心技术，自有品牌销售智能坐便器的同时，以ODM形式贴牌小米子品牌智米生产智能坐便盖，以高性价比迅速打开市场，淘宝网8月累计销量约1.5万台，仅次于日本松下，位居第二。其他合作客户包括美国摩恩、惠达、箭牌、美标等。

● **盈利预测与估值：**考虑公司收购完成增发股本，测算公司2018-2020年EPS分别为0.70、0.94、1.21，对应PE分别为31、23、18倍，给予公司2018年40倍估值，对应股价28元/股，调高至“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**新能源汽车政策变动风险；消费升级和5G建设不及预期；工业固定资产投资下降。

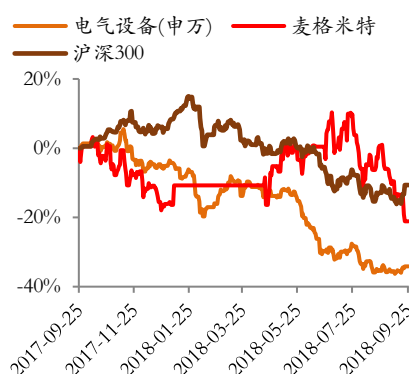
主要财务指标(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1494.45	2219.55	3173.43	4259.86
同比(%)	29.48%	48.52%	42.98%	34.24%
归属母公司净利润	117.05	219.33	292.77	379.29
同比(%)	6.73%	87.38%	33.48%	29.55%
毛利率(%)	31.33%	30.81%	30.51%	30.02%
ROE(%)	10.69%	13.89%	15.82%	17.79%
每股收益(元)	0.37	0.70	0.94	1.21
P/E	33.91	31.35	23.49	18.13
P/B	3.03	4.28	3.75	3.22
EV/EBITDA	14.31	22.85	17.17	13.42

强烈推荐(调高)

现价:	21.97
目标价:	28.00
股价空间:	27%

电气设备与新能源行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
麦格米特	-19.73	-16.46	-9.37
电气设备	1.34	-6.66	-24.06
沪深300	1.64	-5.07	-13.45

基本资料

总市值(亿元)	68.76
总股本(亿股)	3.13
流通股比例	40.08%
资产负债率	43.16%
大股东	童永胜
大股东持股比例	21.25%

相关报告

麦格米特(002851)半年报点评-业绩快速增长，电力电子技术平台成效渐显-20180827



目录

目录	2
图表目录	3
1. 以电力电子技术为核心，平台化研发型公司	5
1.1 十五年行业经验，专注电力电子技术	5
1.2 延续华为基因重视研发，与全球行业龙头深度合作	5
1.2.1 延续华为研发基因，已形成平台化研发体系	5
1.2.2 凭借优异产品质量，与全球优秀客户共舞	7
1.3 实施股权激励计划，与员工共同发展	7
1.4 收购三大业务领域子公司少数股权，优化子公司管理	9
2. 新能源汽车电控集成，新产品量价齐升	10
2.1 新能源汽车产销量快速增长	10
2.2 电控集成，新产品 PEU 量价齐升	10
3. 智能家电受益消费升级，多点开花结硕果	13
3.1 智能坐便器契合健康和养老需求，技术突出业绩快速增长	13
3.1.1 智能坐便器契合健康和养老需求，市场超两千亿	13
3.1.2 掌握核心技术，智能坐便器业务快速增长	14
3.2 电视电源受益小米电视增长，发力小间距 LED 显示屏电源	16
3.2.1 电视电源受益小米电视增长，优于行业增速	16
3.2.2 发力小间距 LED 显示屏电源，拓展显示电源新空间	17
3.3 变频家电功率转换器长期受益于家电变频化	18
4. 工控与工业电源稳定增长，静候 5G 来临	20
4.1 工控市场回暖，工控产品迎来突破	20
4.2 医疗电源壁垒高，稳定增长	22
4.3 5G 投资将带动通信电源需求	23
5. 盈利预测与投资建议	24
6. 风险提示	25



图表目录

图表 1.	公司主要产品与业务板块分类	5
图表 2.	主要高管曾在华为或艾默生任职	5
图表 3.	公司研发费用(百万元)占营收比重超过 11%	6
图表 4.	华为研发费用(百万元)占营收比重 13%-15%	6
图表 5.	三大平台核心技术	7
图表 6.	全球优秀客户群	7
图表 7.	2018 年股权激励业绩考核目标 1.75 亿元 (亿元)	8
图表 8.	公司营业收入 (亿元) 与同比增速 (%)	8
图表 9.	公司归母净利润 (亿元) 与同比增速 (%)	8
图表 10.	新业务处于投入期, 销售毛利率与销售净利率略有下降 (%)	9
图表 11.	主要业务营收结构 (亿元) 及对应毛利率 (%)	9
图表 12.	收购子公司承诺业绩 (亿元), 2018 年业绩承诺 1.39 亿元	9
图表 13.	新能源汽车销量 (万辆), 2020 年有望达到 200 万辆	10
图表 14.	新能源汽车产业链示意图	11
图表 15.	动力控制集成部件 PEU 样品	11
图表 16.	北汽新能源 PEU 设计样图	11
图表 17.	同类公司新能源汽车电控产品结构对比	12
图表 18.	北汽新能源乘用车产量 (辆)	12
图表 19.	新能源乘用车市占率 (%)	12
图表 20.	配套北汽新能源汽车 EX 系列车型	12
图表 21.	配套北汽新能源汽车 EU 系列车型	12
图表 22.	怡和卫浴智能坐便盖和一体机	13
图表 23.	智能坐便器国内销量 (万台), 2014 年呈现爆发式增长	14
图表 24.	智能坐便器的普及率 (%), 国内一线城市普及率远不及日韩	14
图表 25.	城镇居民家庭人均可支配收入保持增长 (万元/年)	14
图表 26.	我国居民消费水平逐年攀升 (万元)	14
图表 27.	怡和卫浴陶瓷加热器设计图	15
图表 28.	医用级紫外线杀菌功能	15
图表 29.	智能坐便盖淘宝销量前 5 名, 2018 年智米名列第二 (台)	15
图表 30.	淘宝网智能坐便盖前 10 名销量占比 (%), 智米占比 20%	15
图表 31.	智能坐便盖淘宝销售额前 6 名, 2018 年智米名列第四 (万元)	16
图表 32.	各品牌智能坐便盖淘宝均价 (元/台), 智米以性价比取胜	16
图表 33.	2012-2017 年全球电视出货量趋于稳定, 2017 年略有下降 (亿台)	16
图表 34.	2017 年全球电视品牌出货量 (百万台) 小米电视逆势增长	16
图表 35.	小米电视国内销量 (万台)、销售额 (亿元) 及市场占比 (%) 逐年攀升	17
图表 36.	小间距 LED 产品	17
图表 37.	主流工程显示技术对比	17
图表 38.	小间距 LED 市场空间 (亿元) 与增速 (%), 仍然处于高速增长期	18
图表 39.	变频空调销量 (万台) 及占比 (%) 逐步提升	19
图表 40.	变频空调与微波炉实物图	19
图表 41.	历年国内微波炉销量 (万台)	20
图表 42.	公司变频家电功率转换器营收 (万元)	20
图表 43.	2016 年 8 月起 PMI 位于荣枯线之上	20
图表 44.	PLC 的典型构造图	21



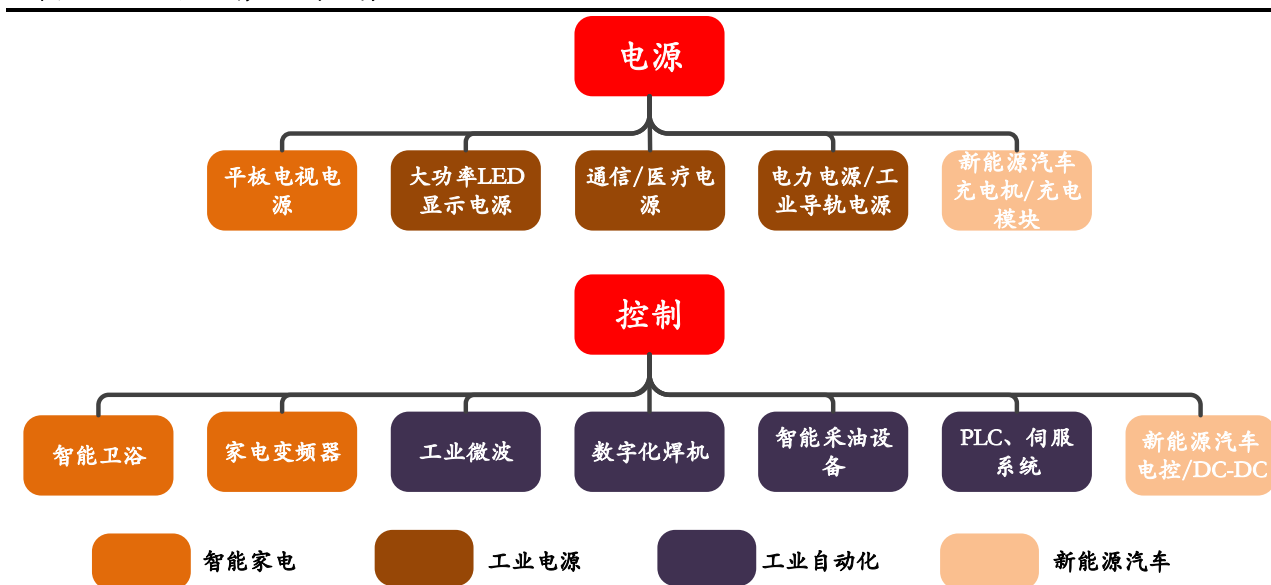
图表 45.	子公司深圳控制 PLC 产品收入（万元）	21
图表 46.	2020 年中国 PLC 市场规模（百万元）有望接近 100 亿元	21
图表 47.	2020 机器人行业伺服市场规模（亿元）有望达到 20 亿元	22
图表 48.	2020 年伺服市场规模（亿元）约 170 亿元	22
图表 49.	2017 年 60 岁以上人口（亿人）占总人口 17.3%	22
图表 50.	公司医疗设备电源	23
图表 51.	全球医疗设备电源市场规模（百万美元）及增速（%）	23
图表 52.	公司医疗设备电源收入（百万元）与毛利率（%）	23
图表 53.	2012-2016 年通信电源市场规模（亿元）	24
图表 54.	2019-2026 年每年新增 5G 宏站数量预测（万个）	24
图表 55.	可比公司通信电源毛利率（%）	24
图表 56.	营业收入假设与测算（百万元）	25

1. 以电力电子技术为核心，平台化研发型公司

1.1 十五年行业经验，专注电力电子技术

麦格米特创立于 2003 年，2010 年 9 月整体变更为股份有限公司，2017 年 3 月在深交所挂牌上市。公司从创立以来，专注于电力电子技术，由平板显示定制电源的研发与销售开始，公司逐步形成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技术平台三大核心技术平台，实现从单一产品到多元化产品布局，并以此发展出智能家电电源、工业定制电源和工业自动化产品三大事业群，成为一家以电力电子技术为核心的平台化研发型公司。

图表1. 公司主要产品与业务板块分类



注：新能源汽车归属工业自动化事业群

资料来源：公司官网，广证恒生

1.2 延续华为基因重视研发，与全球行业龙头深度合作

1.2.1 延续华为研发基因，已形成平台化研发体系

公司大多数高管在电力电子行业深耕多年，主要来自华为或艾默生。董事长童永胜先生，毕业于南京航空航天大学航空电气工程博士，浙大博士后，1996 年加入华为电气，2001 年华为将电气公司以 60 亿元出售给艾默生后，出任艾默生网络能源副总裁。童永胜先生由一名普通工程师起步，先后出任华为电气副总裁、艾默生副总裁，拥有二十多年电力电子行业研发和管理经验。副总经理张志先生和董秘兼 CFO 王涛先生均在华为电气出任过重要职位。

图表2. 主要高管曾在华为或艾默生任职

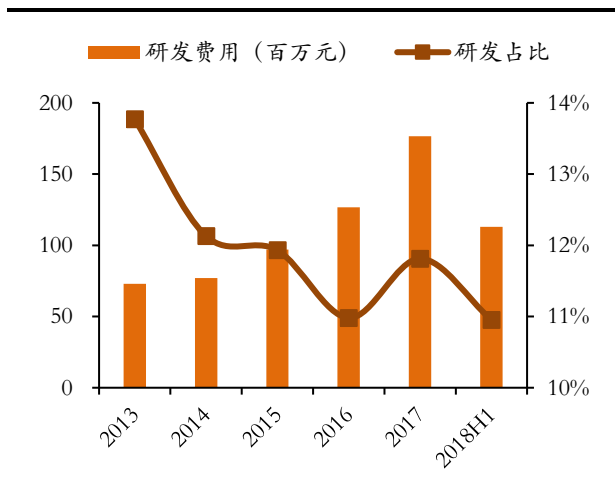
高管	学历	职位	持股比例	曾任职
童永胜	博士	董事长、CEO	21.25%	华为电气副总裁、艾默生副总裁
张志	本科	副总经理	4.51%	华为电气研发部项目经理
王涛	硕士	CFO、董秘	0.96%	华为电气成本预算管理部部长、财务总监助理、艾默生司库及分支机构管理部总监
沈楚春	硕士	CTO	—	华为电气一次电源产品线产品经理、成本经理、总工程师

高军		工业电源事业部 技术总监	—	艾默生大项目经理、总工程师、技术专家
高云		美国麦格米特负 责人	2.24%	华为技术电源开发部项目经理

资料来源：招股说明书，广证恒生

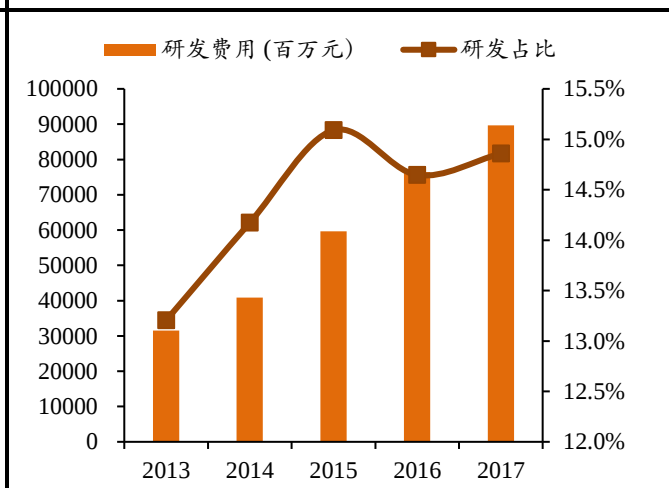
公司延续华为基因，管理层高度重视技术和产品研发，拥有研发人员 660 余人，占员工总数 28%。近 5 年研发费用逐年增长，研发费用占营业收入比重均在 11%至 14%之间，与华为 13%至 15%的研发占比不相伯仲。公司预计在未来 2-3 年仍保持 10%以上的研发投入。

图表3. 公司研发费用(百万元)占营收比重超过 11%



资料来源：公司公告、招股说明书，广证恒生

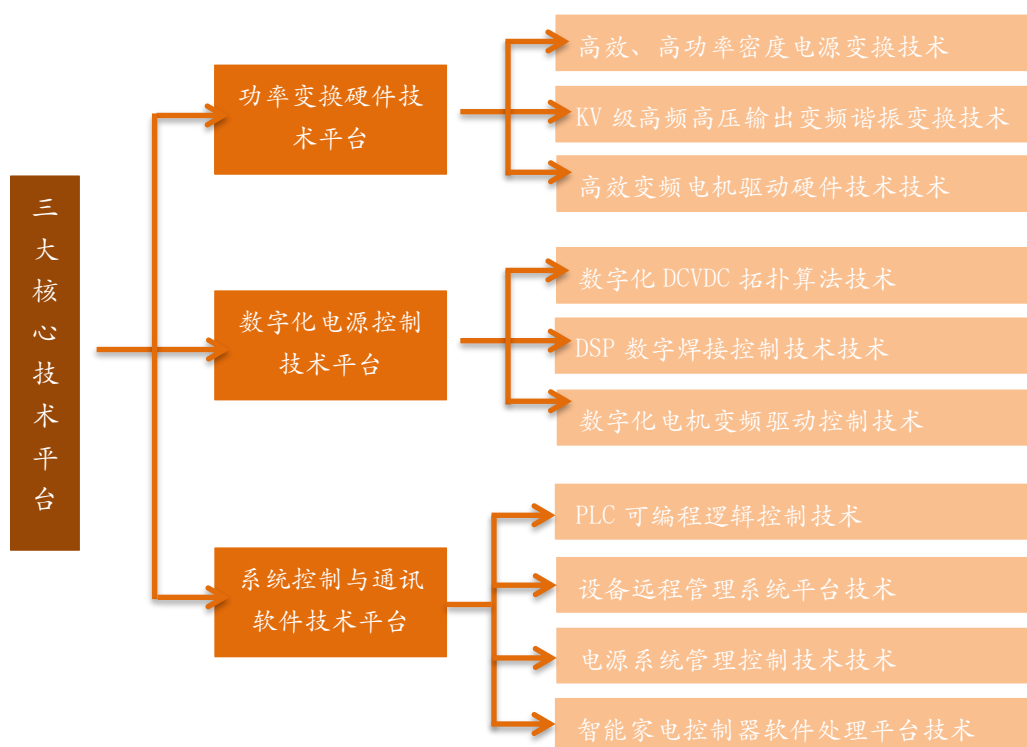
图表4. 华为研发费用(百万元)占营收比重 13%-15%



资料来源：公司年报，广证恒生

公司拥有 350 余项专利技术，其中发明专利 37 项。三大核心技术平台：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技术平台，是公司产品多元化发展的基础，使得公司产品得以扩展到下游多个行业之中，成为多个行业龙头公司产品供应商。

图表5. 三大平台核心技术



资料来源：招股说明书，广证恒生

1.2.2 凭借优异产品质量，与全球优秀客户共舞

持续不断的研发投入，使公司产品质量与性能得到行业龙头企业认可，建立了庞大的优质客户群。

智能家电方面，公司在平板电视电源领域切入小米供应链成为其主要电源供应商，并与长虹、同方建立长期良好的合作；在变频家电功率转换器领域，成为美的、松下变频空调、格兰仕变频微波炉的主要供应商；智能卫浴整机领域，拥有惠达、美标、箭牌和美国摩恩等大客户。

工业电源领域，公司客户包括国电南瑞、许继、魏德米勒、爱立信等，医疗电源领域，主要客户有飞利浦、迈瑞和通用等。

工业自动化领域，拥有西门子、ABB、发那科等。在新能源汽车领域，与北汽新能源深度合作。

图表6. 全球优秀客户群

Panasonic

mindray 迈瑞

SIEMENS
西门子

PHILIPS

CHANGHONG 长虹

ERICSSON

Galanz
格兰仕

MI

BAIC BJEV
北汽新能源

资料来源：公司公开资料，广证恒生

1.3 实施股权激励计划，与员工共同发展

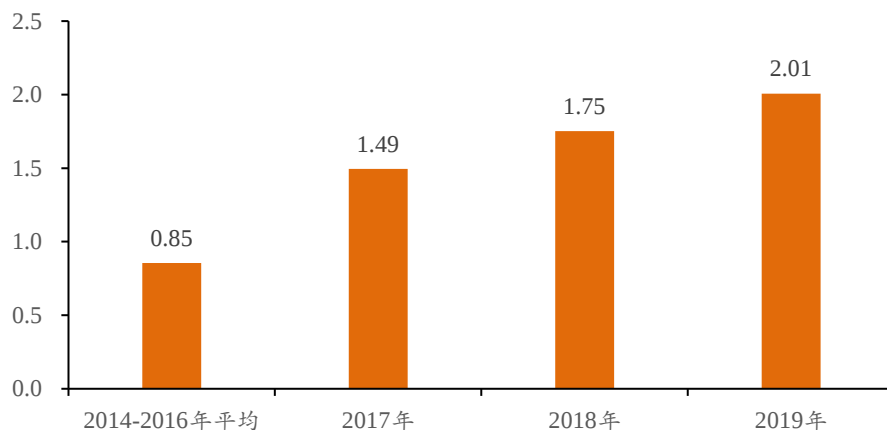
公司通过股权激励绑定核心人员，建立利益共同体。公司于 2017 年 7 月 12 日向公司（含控股子公司）核心管理人员、核心业务（技术）骨干及其他核心人员，共计 110 名激励对象，首次授予 280.10 万股限制

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

性股票，占公告日股本总额的比例 1.58%，授予价格 21.18 元/股。业绩考核目标以 2014-2016 年净利润平均值为基准，2017 至 2019 年净利润增长不低于 75%、105%和 135%，2017 至 2019 年净利润不低于 1.49、1.75 和 2.01 亿元。

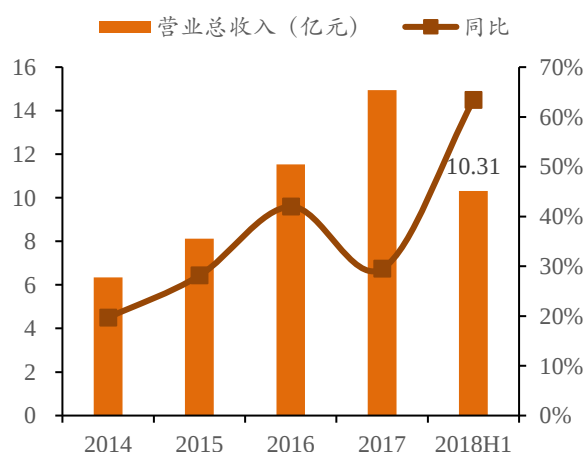
图表7. 2018 年股权激励业绩考核目标 1.75 亿元 (亿元)



资料来源：公开资料，广证恒生

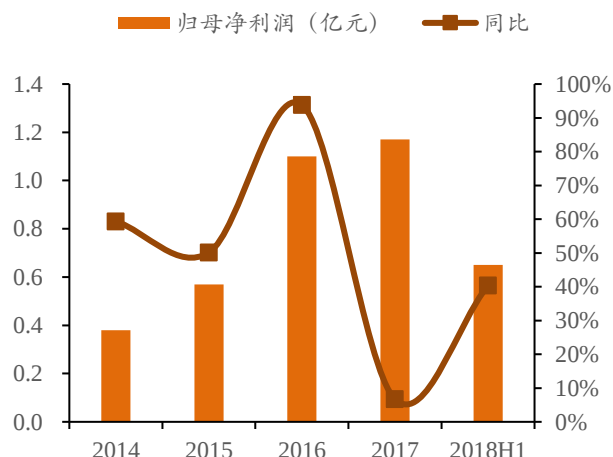
2017 年公司净利润 1.55 亿元，达到业绩考核目标。公司 2018H1 实现营业总收入 10.31 亿元，同比增长 63.36%；实现归母净利润 6515.60 万元，同比增长 40.38%，主要系公司业务规模的不断扩大，业绩不断增长。其中受公司实施 2017 年度限制性股票激励计划形成的股份支付和重大资产重组影响，期间费用增加 1860.60 万元，剔除该影响因素，归母净利润为 8376.20 万元，同比增长 80.47%。股权激励实施效果显著，锁定核心人员，公司与员工共同发展。

图表8. 公司营业收入 (亿元) 与同比增速 (%)



资料来源：Wind，广证恒生

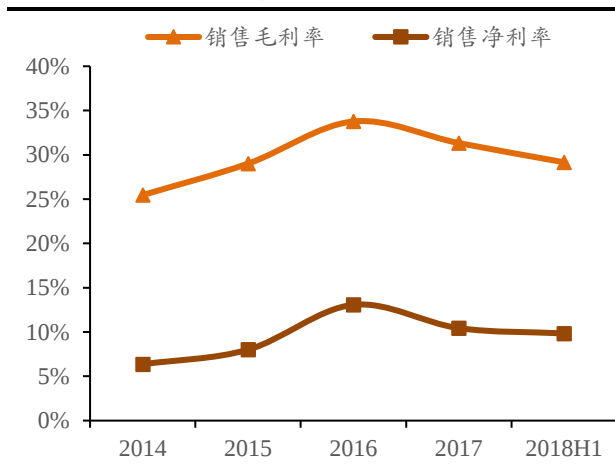
图表9. 公司归母净利润 (亿元) 与同比增速 (%)



资料来源：Wind，广证恒生

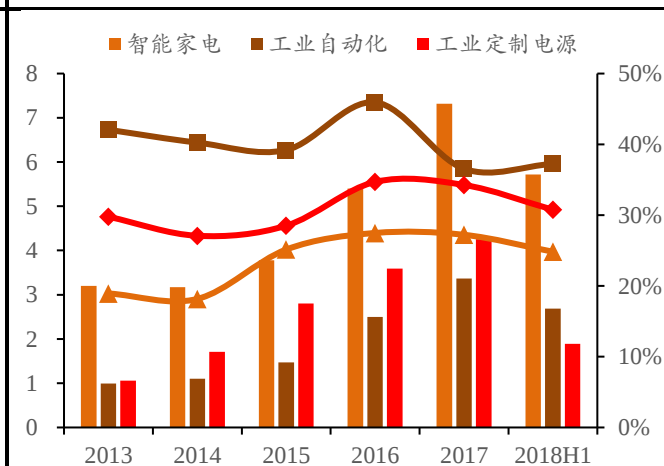
2018H1 公司毛利率为 29.16%，较去年同期减少 1.76pct，净利率为 9.84%，同比下降 0.53pct。分业务来看智能家电原有低毛利率平板显示电源占比在降低，高毛利率智能卫浴产品占比提高，近年来毛利率提高至接近 30%，新能源汽车业务仍处于投入期，毛利率下降对工业自动化有所拖累。

图表10. 新业务处于投入期，销售毛利率与销售净利率略有下降 (%)



资料来源: Wind, 广证恒生

图表11. 主要业务营收结构 (亿元) 及对应毛利率 (%)



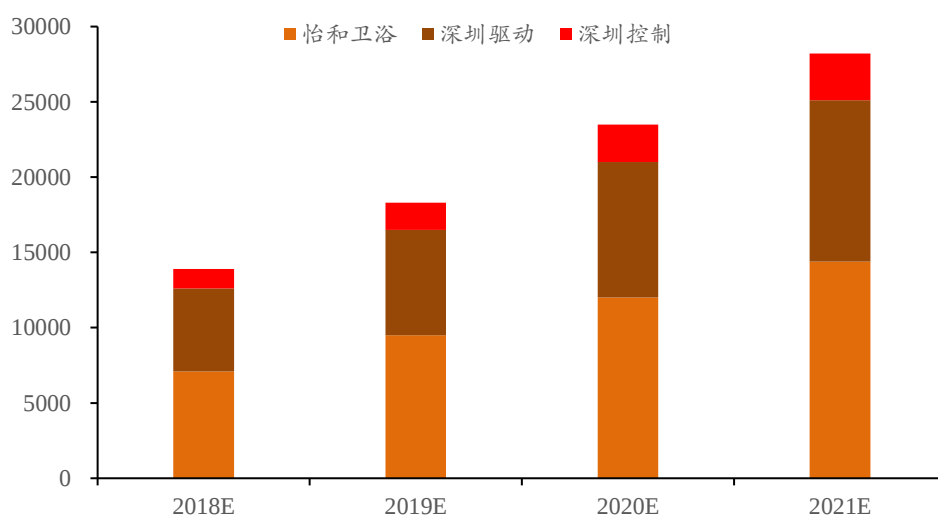
资料来源: 广证恒生

1.4 收购三大业务领域子公司少数股权，优化子公司管理

根据公司公告，公司已完成发行股份收购浙江怡和卫浴有限公司（简称怡和卫浴）34%、深圳市麦格米特驱动技术有限公司（简称深圳驱动）58.7%、深圳市麦格米特控制技术有限公司（简称深圳控制）46%股权的相关事宜，交易对价总计 8.96 亿元。公司目前持有怡和卫浴 86%股权、深圳驱动 99.7%股权、深圳控制 100%股权。

怡和卫浴主要产品为智能坐便器，拥有自主品牌“IKAHE 怡和”，同时向客户提供核心水电控制零部件；深圳驱动主要产品为伺服驱动器、新能源汽车电机驱动器等电机驱动器产品。产品广泛应用于数控机床、工程装备、智能制造装备、新能源汽车等行业；深圳控制主要主要产品为 PLC，目前已应用于轨道交通、工程机械、电子加工、机床等行业。

图表12. 收购子公司承诺业绩 (亿元)，2018 年业绩承诺 1.39 亿元



资料来源: 公司公告, 广证恒生

2018-2021 年怡和卫浴、深圳驱动、深圳控制业绩承诺扣非归母净利润合计分别为 1.39 亿元、1.83 亿元、2.35 亿元和 2.82 亿元。收购完成后，公司进一步加强对子公司控制力，同时导入麦格米特“平台+团队”的管理模式和研发平台。公司提供核心技术平台、生产制造平台、资本平台、品牌平台、财务管理平台，团队以小股东（上市公司小股东或子公司小股东）形式贡献具体研发成果、维系具体客户和提供具体产品，

充分发挥协同效应，例如深圳驱动的电机驱动器产品与母公司电源产品集成为电控 PEU 产品，共同服务下游整车客户。同时也有利于提高公司的决策权，使得单项业务的发展与公司整体的发展战略更为统一。

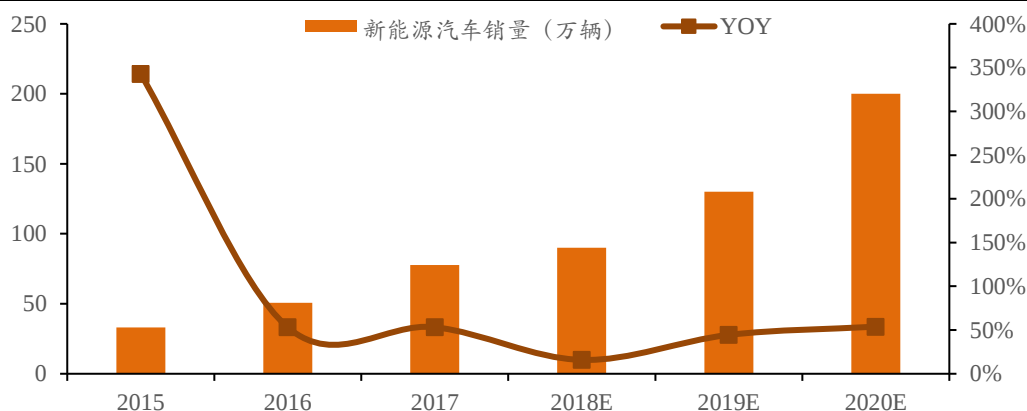
2. 新能源汽车电控集成，新产品量价齐升

2.1 新能源汽车产销量快速增长

2012 年国务院发布《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》，推动新能源汽车发展，随后，国家各部门出台了一系列新能源汽车优惠补贴政策，在这些优惠政策的刺激下，近年来我国新能源汽车呈现快速增长的态势。2017 年，我国新能源汽车销量达 77.7 万辆，同比增长 53%。

2018 年新能源汽车继续保持快速增长，前 8 个月累计销量 60.1 万辆，同比增长 88%；其中，纯电动汽车和销量 44.7 万辆，同比增长 71.6%。根据 2016 年《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》和 2017 年《汽车产业中长期发展规划》，到 2020 年我国新能源汽车实现产销规模有望达到 200 万辆，2018-2020 年化复合增长 37%。

图表13. 新能源汽车销量（万辆），2020 年有望达到 200 万辆

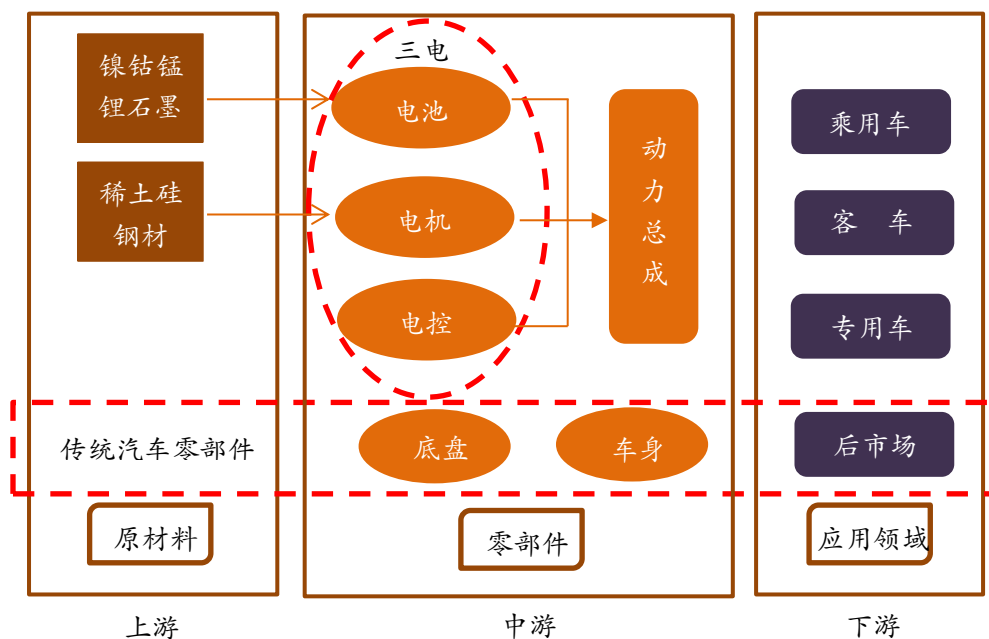


资料来源：中国产业信息网，广证恒生

2.2 电控集成，新产品 PEU 量价齐升

新能源汽车的蓬勃发展给其产业链上下游企业带来发展机遇。公司自 2011 年起布局新能源汽车电控核心零部件，成为 2015 年新能源汽车爆发的首批受益企业。目前，公司产品为产业链中游电控产品，包括电机驱动器，车载充电机（OBC），DC-DC 模块，充电桩模块和电子电力集成模块（PEU）。

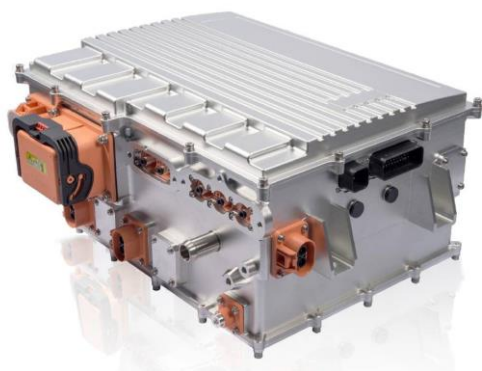
图表14. 新能源汽车产业链示意图



资料来源：汽车人参考，广证恒生

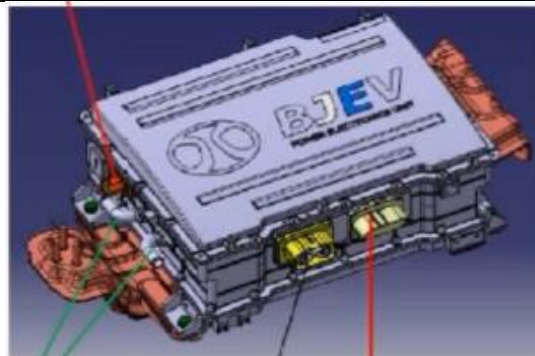
过去公司主要电机驱动器板件销售为主,目前公司主推动力控制集成部件PEU(Power Electronic Unit)产品,其将电机驱动器、车载充电机(OBC)、DC/DC模块和高压接线盒集合为一体,又称“乘用车四合一”,是一个高度集成式高压驱动+电源系统。其中电机控制器分为主控制器和辅控制器,主控制器是通过控制驱动电机的电流和电压,实现对驱动电机转矩、转速和转向的控制,辅控制器用于控制转向泵、打气泵等辅助部件。

图表15. 动力控制集成部件 PEU 样品



资料来源：网络图片，广证恒生

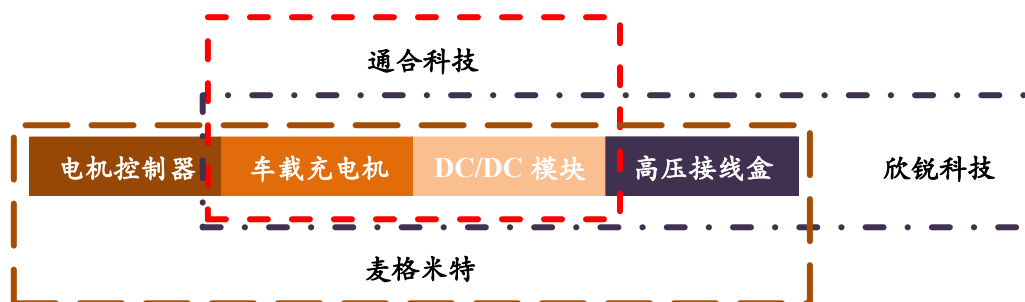
图表16. 北汽新能源 PEU 设计样图



资料来源：大力汽修学院，广证恒生

对比原有设计方案,PEU 将四个部件集合为一个部件,既可以减少电控整体空间和重量,十分适合内部空间有限的乘用车,同时也减少了车企设计复杂度,减轻了车企采购负担,是未来新能源汽车电控产品的发展方向。对比电控产品主要竞争对手,通合科技和欣锐科技的现有主力产品均不含电机控制器,麦格米特产品的集成度更高。

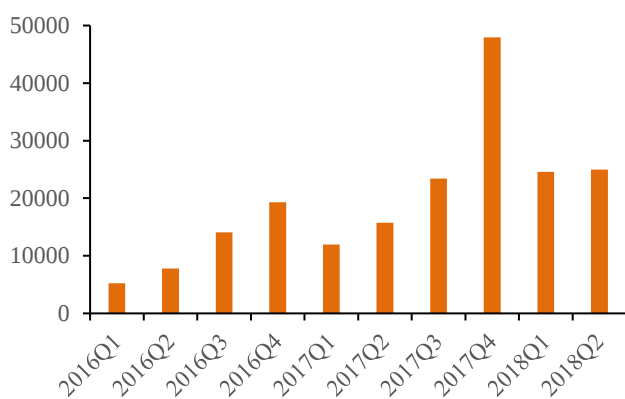
图表17. 同类公司新能源汽车电控产品结构对比



资料来源：公司公告，广证恒生

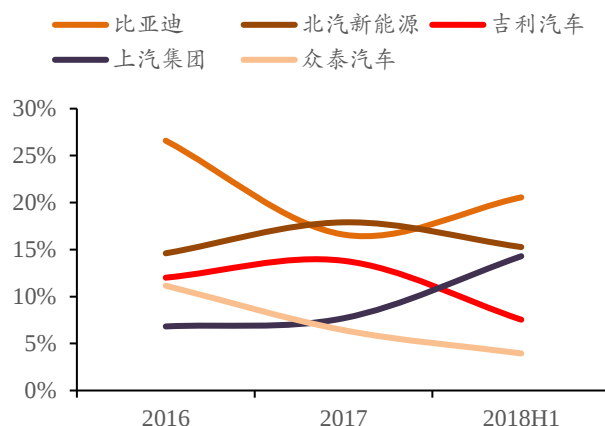
2016 年公司作为二级供应商向北汽新能源销售新能源汽车电机驱动器的核心部件驱动板和主控板等产品，凭借过硬的产品质量和优秀的研发能力，2017 年升级为北汽新能源一级供应商，向其提供 PEU 及电机驱动器产品。

图表18. 北汽新能源乘用车产量（辆）



资料来源：节能网，广证恒生

图表19. 新能源乘用车市占率（%）



资料来源：节能网，广证恒生

北汽新能源汽车近年来销量快速增长，2016 年乘用车销量为 46416 辆，2017 年凭借 A00 与 A0 级爆款车型，同比上涨 113.46%达到 99080 辆，乘用车市占率达到 18%，一跃成为新能源乘用车市场第一。目前公司与北汽合作紧密，在产车型新能源乘用车有 EU、EX、ET、LITE 系列多款车型，以及部分物流车车型，同时还储备了多款共同研发车型，北汽新能源乘用车销量的大幅增长将促进公司 PEU 及电机驱动器产品需求。

图表20. 配套北汽新能源汽车 EX 系列车型



资料来源：北汽新能源汽车商城，广证恒生

图表21. 配套北汽新能源汽车 EU 系列车型



资料来源：北汽新能源汽车商城，广证恒生

从价格上看, PEU 产品单价在 1 万元左右, 高端车型 1 万元以上, 而公司原有新能源汽车电驱动产品单价仅在 2000 元左右 (2016 年为 1723.44 元, 2017 年有所上升, 达 2336.99 元), 产品单价大为提升, 虽然由于部分零部件外采, 毛利率有所下降, 但单车毛利润仍然提升约 3 倍以上。量价齐升, 新能源汽车电控核心部件产品有望成为公司业绩主要增长点之一。

2018 年上半年新能源汽车 PEU 产品快速增长带动驱动公司业务增长 140%, 达到 1.99 亿元, 净利润 2895 万元。公司在北汽客户基础上已经新开发东风、吉利等乘用车客户, 公司优质产品获得更多客户认可, 给公司带来新增订单的同时, 也增强了公司扛风险能力, 新能源汽车有望继续保持快速增长。

根据公司定增报告: 2018 年 1-5 月, 深圳驱动新接订单 2.26 亿元, 较 2017 年同期增长 133.93%, 根据 2018 年 1 月 9 日深圳驱动收到的新能源汽车 PEU 年度备货通知显示, 全年预计 PEU 产品订单量约 6.1 万台, 按 2017 年均价计算, 预计 2018 年该产品交货规模超过 8 亿元。

3. 智能家电受益消费升级, 多点开花结硕果

3.1 智能坐便器契合健康和养老需求, 技术突出业绩快速增长

3.1.1 智能坐便器契合健康和养老需求, 市场超两千亿

智能坐便器契合健康和养老需求: 智能坐便器是在传统坐便器上安装的、由电子电路系统控制的卫生器具。因为拥有各种智能化和人性化的功能, 使得智能坐便器深受女性和老年的青睐。例如, 臀洗和烘干的功能减少老人反手擦拭的不便; 按摩功能可以促进血液循环、疏通肠道; 杀菌功能可以减少肛肠类疾病的患病率和女性感染细菌的概率, 非常适合老人、女性和小孩的使用。

图表22. 怡和卫浴智能坐便盖和一体机



资料来源: 米品有家官网、公司官网, 广证恒生

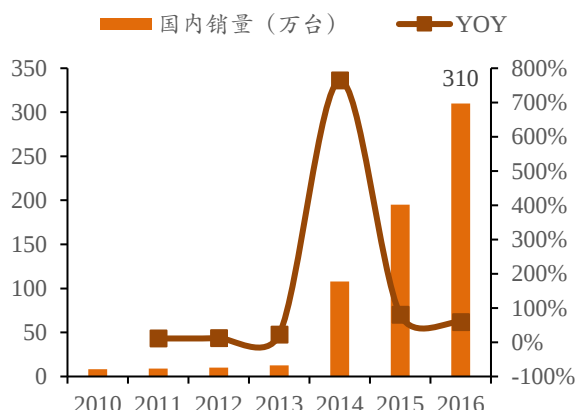
2014 年我国智能坐便器市场迎来大爆发, 全年销量达 108 万台, 同比增长 764%。随后两年, 智能坐便器市场继续延续高增长态势, 2016 年同比增长 59%, 销量达 310 万台, 与 2014 年相比, 将近翻三番。

相比于传统坐便器, 在设计和功能上, 智能坐便器能给消费者更舒适的如厕体验, 使得智能坐便器深受年轻一代的青睐, 特别是 8090 一代作为新的消费主体, 注重生活品质与健康, 在健康消费的推动下, 愿意为美好的生活买单, 追求品质化消费。

其次, 在我国老年人主要是选择居家养老的方式, 并且伴随着经济水平的提高、养老体系的逐步完善, 老年人的消费观念有所转变, 不再仅限于满足基本的生活需要, 对花钱买健康、买便利的品质化生活有一定追求。根据《2017 中国智能坐便器消费趋势白皮书》, 在消费升级下, 卫生间是首选智能升级的场所, 家庭月收入越高和年龄越大的消费者, 对智能卫浴的需求越大。据《中国人口老龄化发展趋势预测报告》测算, 到 2020 年中国老年人口消费规模接近 4.3 万亿元, 到 2030 年将达到 13 万亿元。

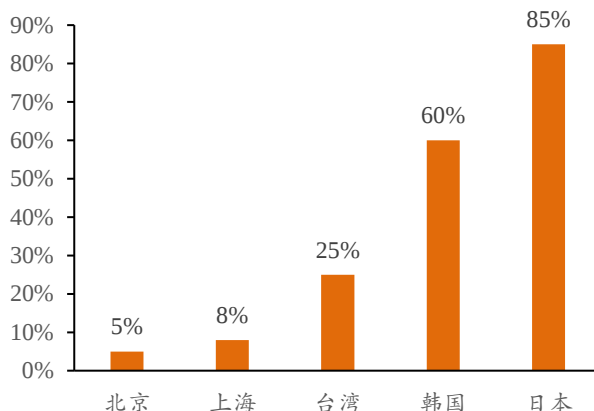
目前, 我国智能坐便器的渗透率还比较低, 只有 3%, 一线城市北京、上海的普及率也仅有 5% 和 8%, 跟台湾地区 25%, 韩国 60%、日本 85% 普及率仍有很大的差距。智能坐便器可分为智能坐便盖和一体化智能坐便器, 主流产品价位从 1000 至 5000 元不等, 可以满足不同消费能力群体需求。

图表23. 智能坐便器国内销量(万台), 2014 年呈现爆发式增长



资料来源: 公开资料整理, 广证恒生

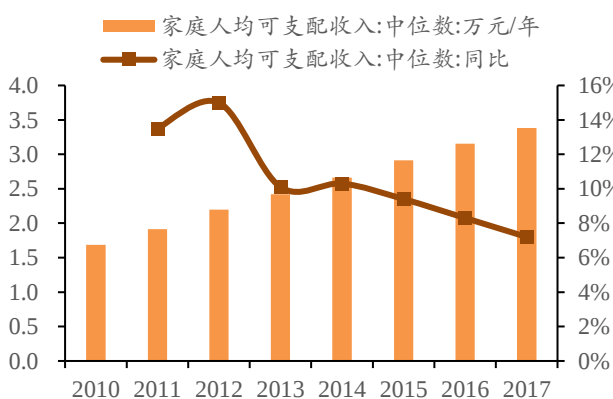
图表24. 智能坐便器的普及率(%), 国内一线城市普及率远不及日韩



资料来源: 《2016 年中国智能坐便器行业发展报告》, 广证恒生

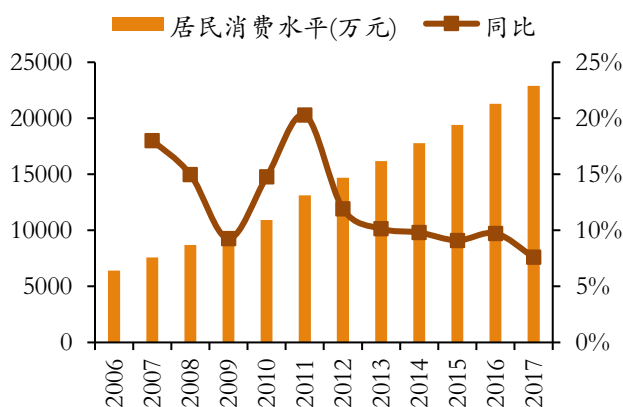
市场空间超过 2000 亿元: 截止到 2017 年底, 我国城镇居民家庭人均可支配收入中位数为 3.38 万元/年, 同比增长 7.28%, 居民消费水平达到 2.29 万元, 同比增长 7.60%。我国家庭可支配收入和居民消费水平增速虽然有所放缓, 但居民仍然会优先考虑健康和养老方面的消费升级, 对于智能坐便器, 正契合个人卫生健康需求和养老需求, 生活质量改善直接且明显。在普及率很低, 智能坐便器的需求不断增加, 家庭消费能力和消费意愿上升等因素叠加下, 智能坐便器市场增长值得期待。假设未来我国智能坐便器渗透率为 25%, 智能坐便器均价为 2000 元, 按照《中国家庭发展报告 2014》, 我国家庭数量已达 4.3 亿个, 测算潜在智能坐便器市场在 2000 亿元以上。

图表25. 城镇居民家庭人均可支配收入保持增长(万元/年)



资料来源: Wind, 广证恒生

图表26. 我国居民消费水平逐年攀升(万元)



资料来源: Wind, 广证恒生

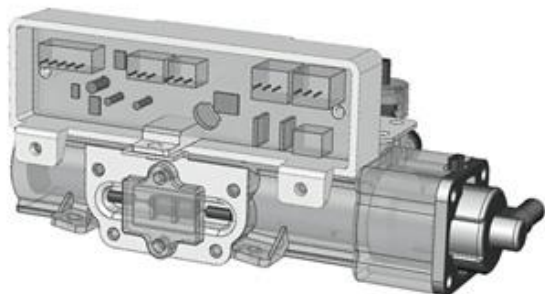
3.1.2 掌握核心技术, 智能坐便器业务快速增长

目前, 公司正在大力布局智能坐便器市场, 收购子公司怡和卫浴少数股东权益, 怡和卫浴专门研发、生产和销售智能坐便器产品。公司拥有自主智能坐便器品牌“IKAHE 怡和”, 直接销售一体化智能坐便器和智能坐便盖。其智能坐便盖的各项性能在国内外知名品牌中位列前茅, 根据 2016 年北京市消费者协会对北京 20 个知名品牌的比较试验结果, 公司智能坐便盖的质量和性能位列第五, 在国内品牌中位居榜首。

掌握第三代智能坐便器核心加热技术: 智能坐便器根据加热方式大致可分为三代产品, 第一代储水式, 与电热水器原理类似, 坐便器内含热水储水箱, 使用时由储水箱提供热水, 但产品缺点明显, 水温控制不精确, 前后有温差, 体积大, 电能消耗大; 第二代为铜加热即热式, 产品不再有热水储水箱, 使用时即时

加热，克服了第一代产品的缺点，但仍然有漏电风险；第三代为陶瓷加热即热式，加热器由铜管换为陶瓷，因陶瓷为绝缘体彻底排除漏电风险，同时加热速度更快温控更精准。

图表27. 怡和卫浴陶瓷加热器设计图



资料来源：怡和卫浴官网，广证恒生

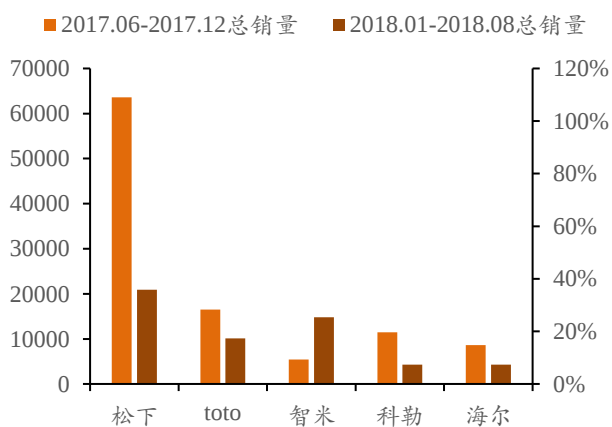
图表28. 医用级紫外线杀菌功能



资料来源：怡和官网，广证恒生

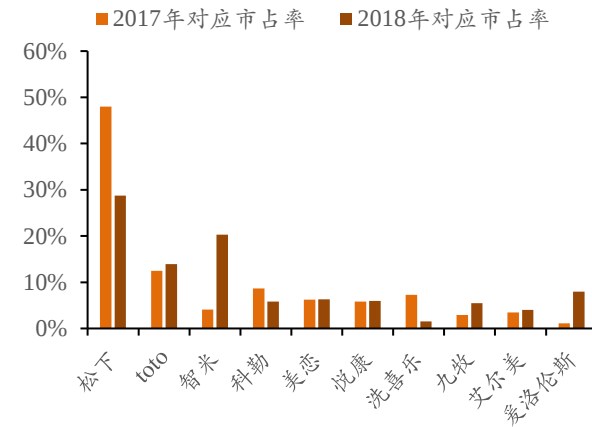
公司经过多年研发，已完全掌握陶瓷加热技术，可实现 900CC 大流量即热，采用高规格稀土顶级工艺特制陶瓷管，集成了流量计、蝶形温控开关等保护装置确保使用寿命和加热效率更高。配合公司多年电力电子控制技术，技术已涵盖智能坐便器方方面面，相关技术储备也走在行业前列，引入医用级紫外线喷头杀菌技术，能高效杀灭各类细菌。怡和在智能坐便器行业经营多年，更加了解用户需求，开发出独特的 3D 按摩清洗，清洗时独有的冷热水交替、水压自动变化、冲洗位置的往复运动，真正做到 3D 立体按摩冲洗，清洗更舒适。

图表29. 智能坐便盖淘宝销量前 5 名,2018 年智米名列第二 (台)



资料来源：淘数据网，广证恒生

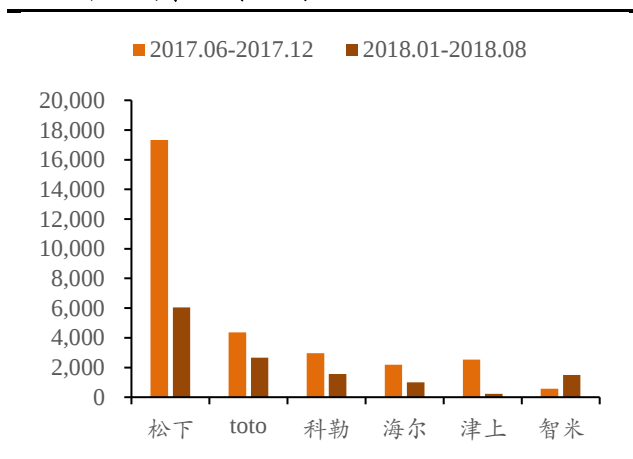
图表30. 淘宝网智能坐便盖前 10 名销量占比 (%), 智米占比 20%



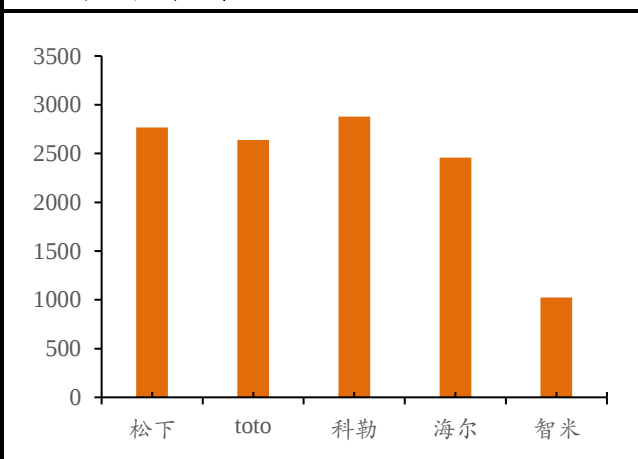
资料来源：淘数据网，广证恒生

公司在经营自有品牌同时也为优质客户 ODM 代工生产。公司通过平板电视电源配套小米电视，从而进入小米供应链。公司的智能坐便盖产品以其优秀的品质获得小米生态链公司的认可，以 ODM 形式贴牌智米坐便盖。2017 年 9 月智米推出，售价仅为 999 元。在功能上，智米拥有妇洗、臀洗、医疗级紫外线杀菌等智能坐便盖板均拥有的功能，其高性价比使得智米在智能坐便器市场上极具竞争力。

根据淘数据网数据，今年前 8 月累计，智米销量 1.5 万台，仅次于松下。在销量前 10 名中，2018 年智米的市场份额快速提升，从 4% 上升至 20%，迅速挤占市场。智米售价比较低，官方定价 999 元，约为其他品牌售价的 0.4 倍。从销售额上看，智米前 8 月累计销售 1493 万元，仅次于国外品牌松下、TOTO 和科勒，排名第四。

图表31. 智能坐便盖淘宝销售额前6名,2018年智米名列第四(万元)


资料来源: 淘数据网, 广证恒生

图表32. 各品牌智能坐便盖淘宝均价(元/台), 智米以性价比取胜


资料来源: 淘数据网, 广证恒生

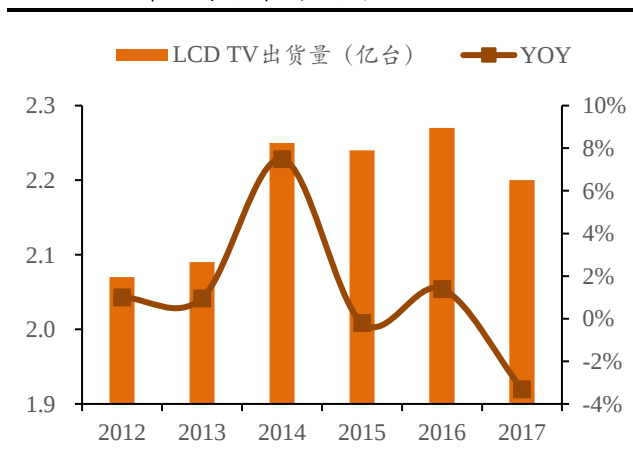
公司在自有品牌和小米 ODM 代工同时, 还与国内知名卫浴品牌惠达成立合资惠米科技, 共同研发、生产和销售智能家居产品, 也可为客户提供水电控制核心零部件, 充分利用公司技术优势, 获取更大市场。2018 年上半年智能卫浴收入 1.86 亿元, 同比增长 93.66%, 占营业收入比重 18.05% 增加 2.82pct。我们认为在有效需求拉动、公司产品性价比高的情况下, 智能坐便器有望成为公司业绩另一主要增长点。

3.2 电视电源受益小米电视增长, 发力小间距 LED 显示屏电源

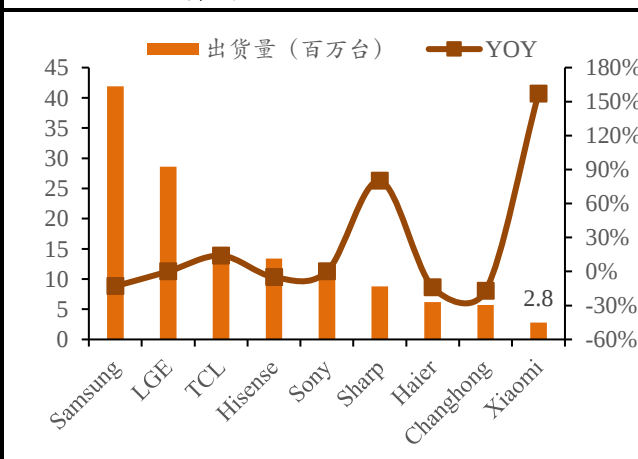
3.2.1 电视电源受益小米电视增长, 优于行业增速

受面板价格上涨、房地产市场降温等因素影响, 2017 年全球电视销量有所下滑, 全年电视品牌出货量仅为 2.2 亿台, 同比下降 3.3%。多数电视品牌出现不同程度的销量下滑, 而小米电视却异军突起, 实现销量 280 万台, 同比增长 157%。2018 年上半年, 小米电视的销量一直保持 2017 年的良好势态, 1-5 月实现销量 113.9 万台, 市场占有率从 2014 年的 0.2% 上升至 6.3%, 出货量达到国内第一。小米公司半年报显示, 2018 年第二季度电视的销量同比增长超过 350%, 而奥维云网数据显示 2018 年上半年国内电视机行业增速仅有 3.6%。

公司与小米电视电源业务保持紧密合作, 尤其是 2018 年随着小米电视销量上升, 公司的电视电源供货比例有所上升, 显示电源业务整体增长可期。

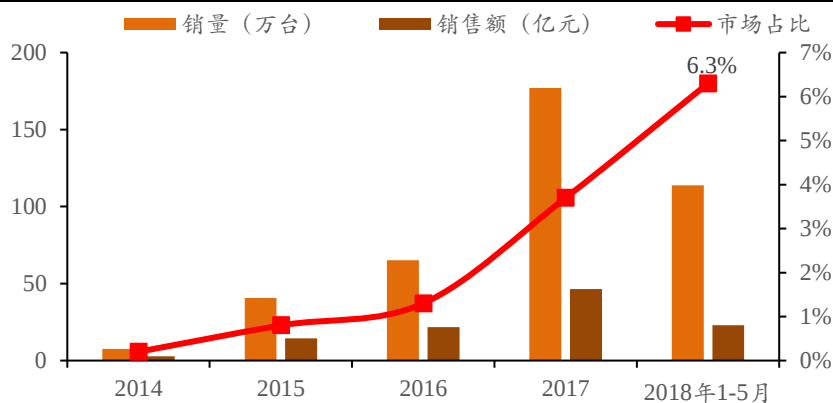
图表33. 2012-2017 年全球电视出货量趋于稳定, 2017 年略有下降(亿台)


资料来源: AVC, 广证恒生

图表34. 2017 年全球电视品牌出货量(百万台) 小米电视逆势增长


资料来源: AVC, 广证恒生

图表35. 小米电视国内销量（万台）、销售额（亿元）及市场占比（%）逐年攀升



资料来源：AVC，广证恒生

3.2.2 发力小间距 LED 显示屏电源，拓展显示电源新空间

公司近 2 年开拓了商业小间距 LED 显示屏电源业务。小间距 LED 显示屏一般是指点间距在 2.5mm 以下的室内 LED 显示屏，主要包括 P2.5、P2.0、P1.9、P1.6、P1.2 等型号。

图表36. 小间距 LED 产品



资料来源：利亚德官网，广证恒生

未来大屏显示行业的发展趋势是无拼缝、高画质，相比于 DLP 拼接、液晶拼接，小间距 LED 显示屏具有无拼缝、亮度高、低功耗、整屏均匀一致等优势，同时价格也相对高昂。但是随着低亮高灰等技术难题的破解、上游技术的不断成熟和规模效应红利、主要原材料灯珠的成本不断下降，小间距 LED 显示屏成本有较大的下行空间，且性能优势将日渐凸显，更加契合大屏显示行业的发展趋势，未来小间距 LED 显示屏有望向室内高端应用领域发起冲击。

图表37. 主流工程显示技术对比

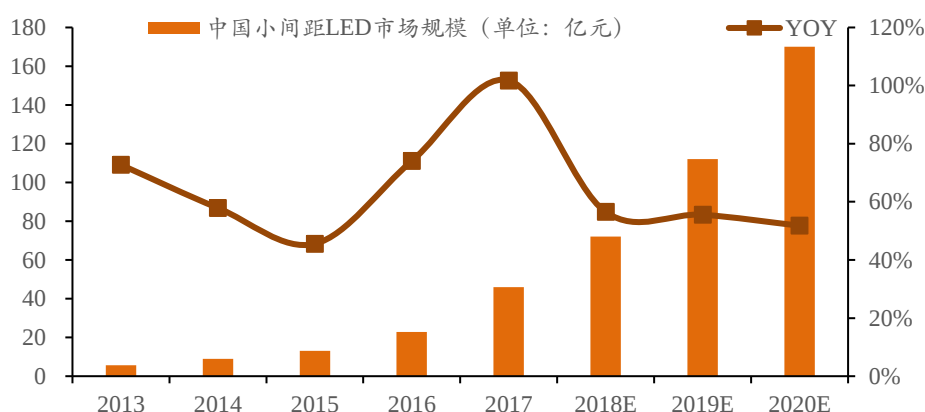
项目	DLP 拼接	液晶拼接	小间距 LED 屏
发光原理	光源投射	背光源投射	自发光
拼缝	最小 0.5mm	最小 3.5mm	无拼缝
灰度等级	12Bit	8Bit	16Bit
亮度	200-400cd/m ²	450-1700cd/m ²	200-2000cd/m ²

均匀性与一致性	长时间使用,单元间亮度和色彩衰减不一致,需重新调试	长时间使用,单元间亮度和色彩衰减不一致,不可恢复	亮度、色度逐点可调,整屏均匀一致
光源寿命	6000-6 万小时	6 万小时	10 万小时
功耗	140-350W	170-220W	110-230W
价格	较高	较低	较高

资料来源: LED 网, 广证恒生

根据奥维云网(AVC)数据显示,2017 年我国小间距 LED 行业市场规模达 46 亿元,同比增长 101.75%,预计到 2020 年,中国小间距 LED 市场规模有望达到 170 亿元。小间距 LED 电源产品与平板电视电源技术共通,但电源功率大,稳定性要求高,公司凭借多年显示电源开发经验与技术,迅速切入该市场,并且已经获得行业内龙头客户认可,目前,公司在该领域的客户有利亚德、洲明科技、联建光电和艾比森等,2017 年这 4 家公司在小间距 LED 市场份额合计达到 80%以上。

图表38. 小间距 LED 市场空间 (亿元) 与增速 (%), 仍然处于高速增长期



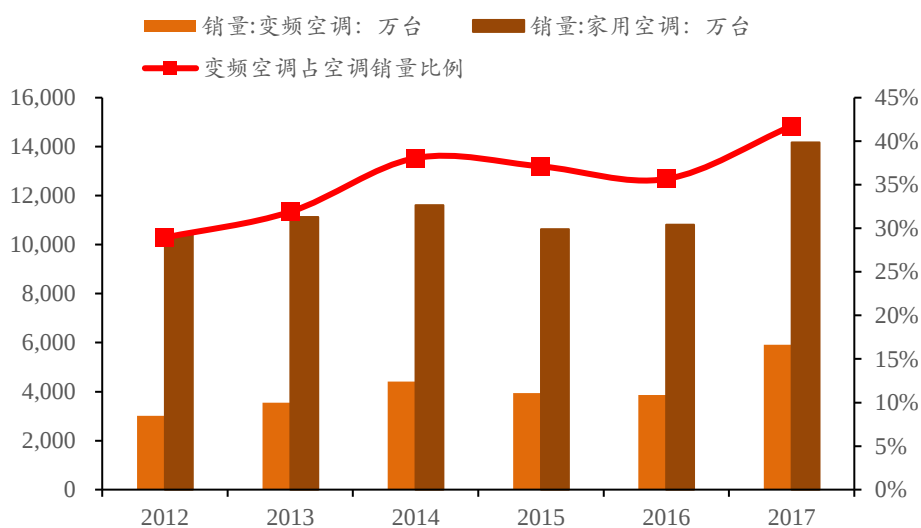
资料来源: AVC, 广证恒生

3.3 变频家电功率转换器长期受益于家电变频化

公司的变频家电功率转换器包括变频空调功率转换器和变频微波炉功率转换器。

变频空调的工作原理是利用变频技术,即通过变频器改变电源频率,从而改变压缩机运转速度,使得管路制冷剂循环量中的制冷量发生改变,达到调节温度的目的。变频空调根据冷热负荷的变化自动调整压缩机的运转速度,一开机就以最大功率工作,待温度达到设定温度,则以较低的功率工作。这一工作原理使得变频空调相比于定频空调,更加节能、温度控制精度越高、调温速度更快,但价格也相对提高。

图表39. 变频空调销量（万台）及占比（%）逐步提升



资料来源：Wind，广证恒生

近几年，变频空调市占率逐步上升，即使在 2015、2016 年整个空调市场不景气时期，虽然销量稍有下滑，但市占率仍维持在 36% 以上。随着市场回暖，2017 年变频空调销量达到 5916 万台，同比增长 53%，市占率跃升至 42%，极大地带动公司变频空调转换器的销售，销售增长超过 200%。空调变频化是长期趋势，公司空调变频器相关产品销售将好于整体空调行业。2018 年上半年变频空调控制器增长超过 150%，变频空调控制器在海外市场继续规模销售，主要开拓了印度等新兴国家市场。

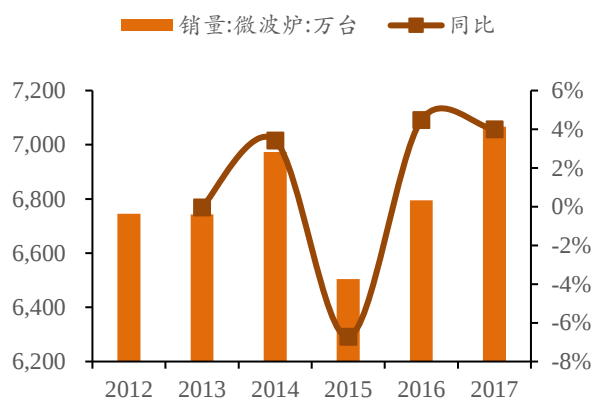
图表40. 变频空调与微波炉实物图



资料来源：T-mall，广证恒生

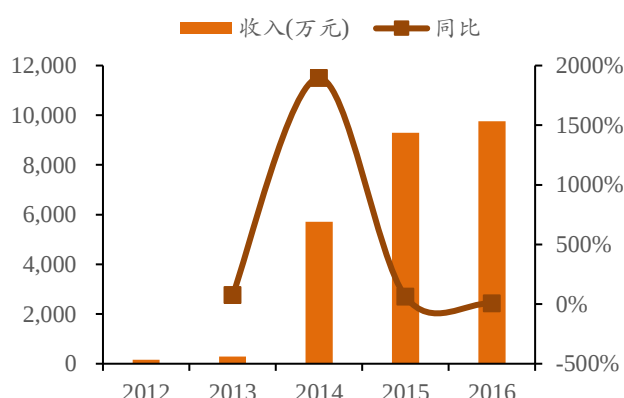
变频微波炉也是通过变频技术来改变频率，实现不同的输出功率。相比于普通微波炉，变频微波炉减少了待机的耗电量，节能 20% 以上，同时使得食物全方位均匀加热，实现强火到弱火的自动调控。目前变频微波炉仍然处于导入期，长期有望与变频空调类似，市占率逐渐提高。2017 年国内微波炉销量达 7067 万台，同比增长 4%。

图表41. 历年国内微波炉销量（万台）



资料来源: Wind, 广证恒生

图表42. 公司变频家电功率转换器营收（万元）



资料来源: Wind, 广证恒生

4. 工控与工业电源稳定增长，静候 5G 来临

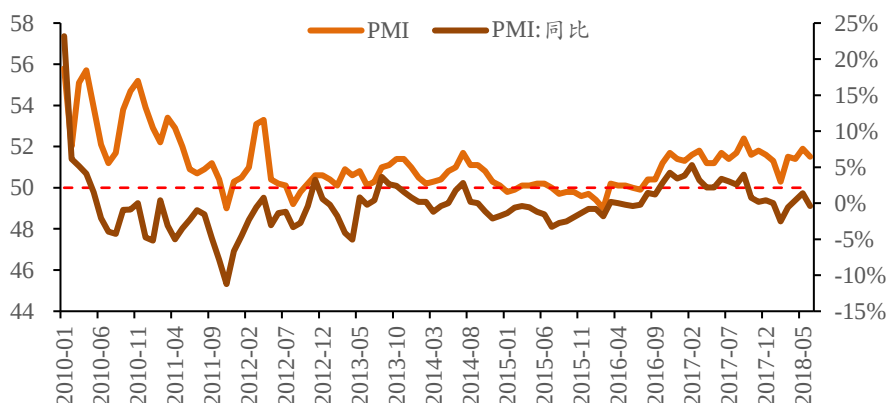
4.1 工控市场回暖，工控产品迎来突破

自 2016 年 8 月起，我国工业自动化市场回暖，与之呼应的是我国 PMI 指数位于荣枯线之上。本轮复苏主要受 2 个因素的影响：

一是，自 2015 年发布《中国制造 2025》后，各省市陆续出台相应的制造业发展规划，中国的制造业开始向高端装备等高附加值的方向发展，从而拉动了对工业自动化的需求，从长期看，中国从工业大国向工业强国转变，产业升级和工业自动化水平提升的需求会长期存在；

二是，行业此轮复苏主要是受益于 OEM 市场的拉动，2017 年 OEM 市场规模首次超过项目型市场，OEM 市场规模为 621 亿，同比增长 22.6%，而项目型市场规模为 567 亿元，经过两年负增长后增速转正，同比增长 11.2%，此轮拉动的主导因素为消费驱动，因为 OEM 市场更具有消费属性，OEM 市场的主要行业纺织、机床、塑料机械和电子设备制造分别实现 24%、26%、26%、54% 的增长。

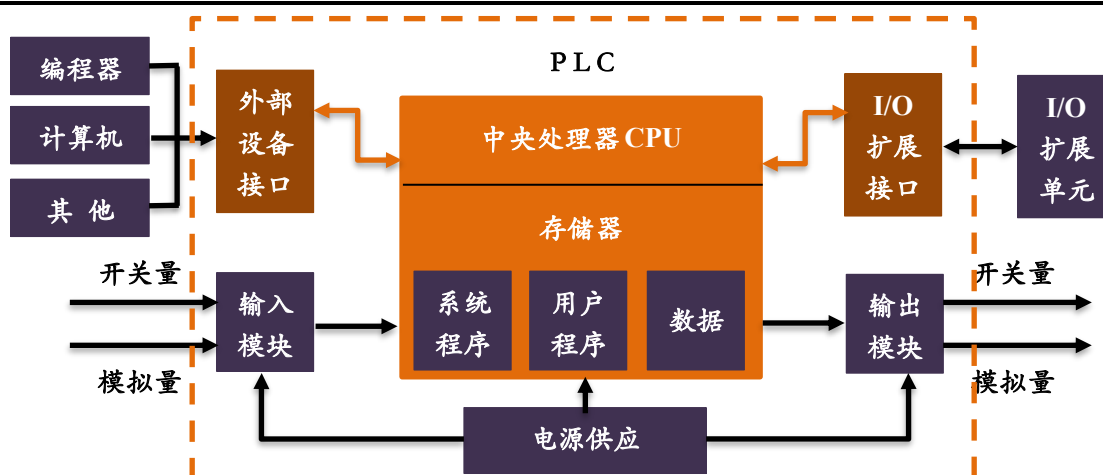
图表43. 2016 年 8 月起 PMI 位于荣枯线之上



资料来源: Wind, 广证恒生

公司在工业自动化领域的细分产品有 PLC、伺服驱动器、电机驱动器、工业微波、数字化焊机等等。在自动化产品的销售上，公司与客户建立长期战略合作，以客户需求为导向进行研发和生产，因此客户粘性较大。目前，公司在注塑机领域率先实现伺服电机驱动器的进口替代，成为终端客户金鹰集团、海天塑机的主要供应商，在起重机械和数控机床领域，与中联重科、沈阳机床建立紧密合作关系。2017 年公司自动化产品营收 3.37 亿元，5 年 CAGR 为 27.84%。

图表44. PLC 的典型构造图

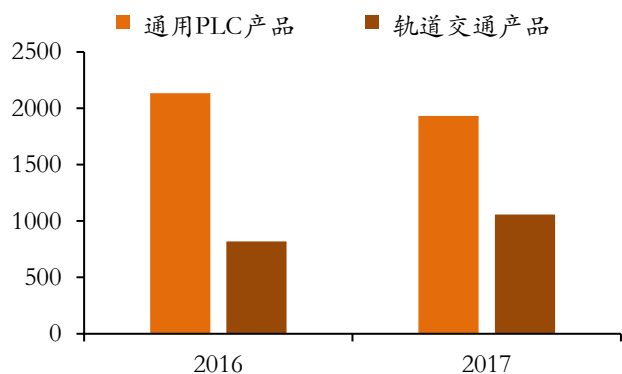


资料来源：中国产业信息网，广证恒生

PLC 工业计算机下游应用广泛：可编程逻辑控制器（PLC）一种专用于控制各种机械或生产过程的计算机，主要包括电源、CPU、存储器、I/O、功能模块、通信模块。公司 PLC 产品主要应用于轨道交通、机床、工程机械、电子加工等行业。PLC 市场的景气度主要取决于 OEM 市场，2016 年 OEM 市场在 PLC 的占比达 67.4%。伴随着 OEM 市场的回暖，下游客户劲拓股份、南车青岛四方、长春轨道客车等知名企业的需求有望提升，预计到 2020 年，我国 PLC 市场规模达 99.32 亿元。

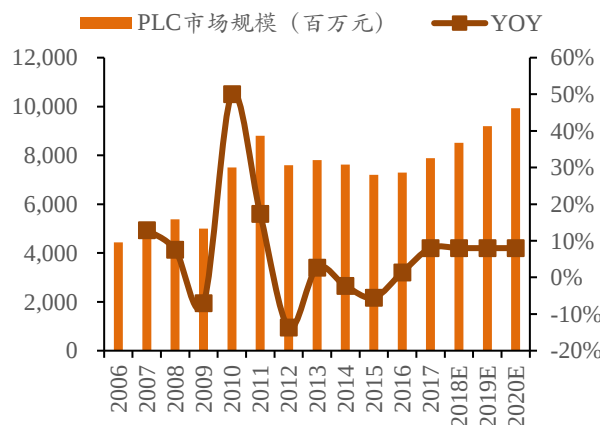
公司在电子设备，工程机械，轨道交通空调、机床、供暖、3C、锂电等的过程控制和运动控制行业不断拓展 PLC 的发展机遇，2018 年上半年 PLC 业务增长超过 50%，主营 PLC 业务子公司深圳控制营业收入达到 2273 万元，净利润 701 万元，各业务之间的协同作用越来越明显。

图表45. 子公司深圳控制 PLC 产品收入（万元）



资料来源：Wind，广证恒生

图表46. 2020 年中国 PLC 市场规模（百万元）有望接近 100 亿元



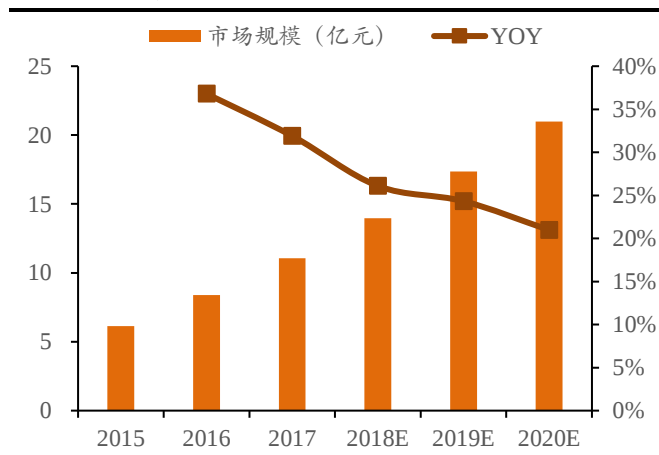
资料来源：中国产业信息网，广证恒生

伺服产品切入机床、注塑机与机器人，提供定制化服务：控制命令（主要是 PLC 命令）的实现是通过伺服系统完成的。伺服系统包括伺服驱动器和伺服电机。伺服驱动器的作用是控制机械的位置、速度和力矩，实现高精度的传动系统定位；而伺服电机是控制机械元件运转的发动机，起到补助马达间接变速的作用。由于伺服系统定位精确度更高、响应速度更快，使得其成为智能制造、机器人等领域不可或缺的组成部分。

根据睿工业数据，2011~2016 年机床、工业机器人以及电子设备制造是伺服系统下游应用增长最快的行业。中为咨询称，预计 2018~2020 年，这 3 个行业占下游应用行业的 44.2%。以工业机器人为例，受汽车、3C 等行业的需求驱动，国内自主品牌工业机器人快速增长，2017 年销量达 3.8 万台，5 年 GAGR 达到 41.42%。根据《中国机器人产业发展规划（2016-2020 年）》，到 2020 年国内自主品牌工业机器人年产量达

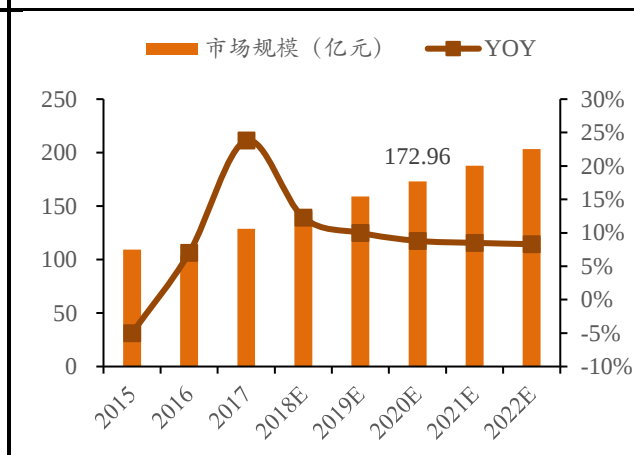
10 万台，政策利好推动行业发展。从工业机器人的销售看，2017 年我国市场多关节机器人在各类型机械人中雄踞首位，销售 9.1 万余台，同比增长 66.6%，多关节机器人需求增加拉动伺服系统的增长。预计 2020 年机器人伺服市场达 21 亿元，伺服市场规模达 173 亿。

图表47. 2020 机器人行业伺服市场规模（亿元）有望达到 20 亿元



资料来源：睿工业，广证恒生

图表48. 2020 年伺服市场规模（亿元）约 170 亿元



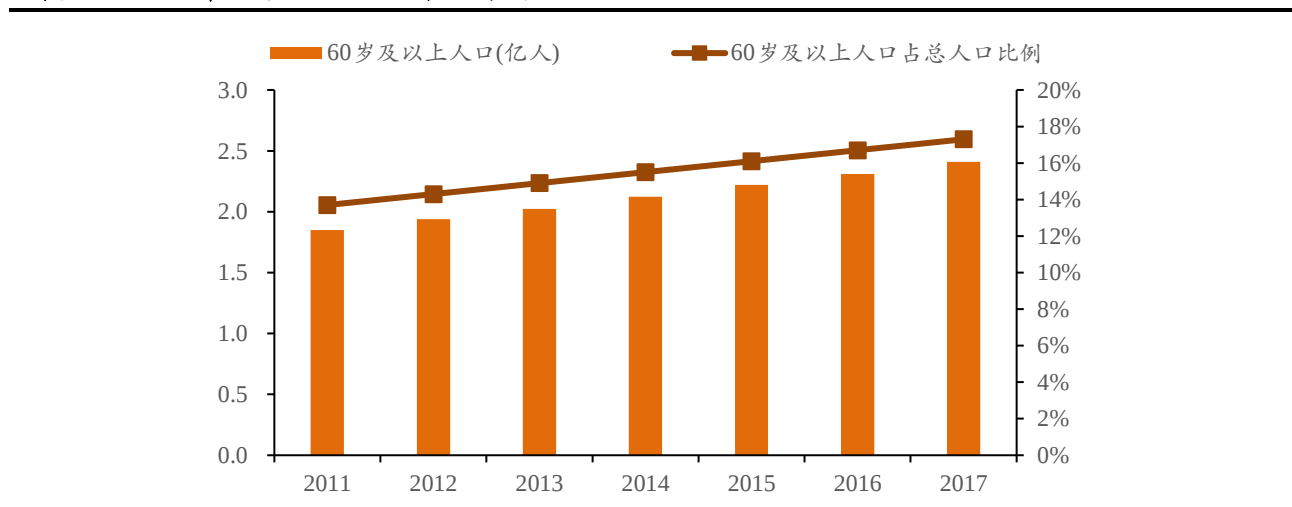
资料来源：睿工业，广证恒生

主要负责伺服与变频器业务的是子公司深圳驱动，作为国家高新技术企业，自 2007 年设立以来，扎根于工业自动化产品领域，专注于电机驱动器产品的研发和应用。在注塑机、机床等行业，依靠强大的技术研发和客户定制化服务能力，率先实现行业内松下、三菱电机、安川等外资伺服驱动产品的进口替代，成为海天塑机、金鹰集团主要供应商。2017 年通用驱动产品销量 15.27 万个，同比增长 63.32%，销售收入 1.18 亿元，同比增长 46.42%。

4.2 医疗电源壁垒高，稳定增长

近年来全球医疗设备电源迎来增长，根据 Markets and Markets 数据，2014-2016 年 3 年间全球医疗设备电源市场规模仅在 6.6 亿美元左右，到 2017 年达到 8.67 亿美元，同比增长 34.06%。医疗设备电源的增长主要受到人口老龄化、人们保健意识提高和政策推动等因素的影响。

图表49. 2017 年 60 岁以上人口（亿人）占总人口 17.3%



资料来源：公司官网，广证恒生

2017 年，我国 60 岁以上老年人口达 2.41 亿人，占总人口 17.3%，按照联合国 10%的传统标准，我国已经进入老龄化社会。根据“十二五”医改规划的三项目标：加快国内医疗设备产业的发展、落实统一采

购的制度、国内医疗机构应优先选购国产医疗设备，对国内医疗设备厂商起到积极作用。根据 Markets and Markets 预测，到 2022 年全球医疗设备电源市场规模可达 12.18 亿美元。

图表50. 公司医疗设备电源

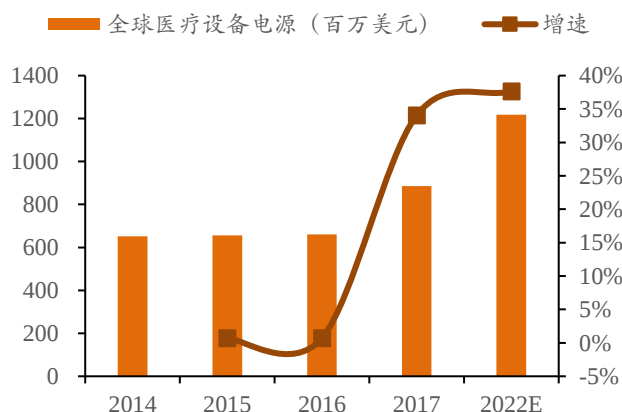


资料来源：公司官网，广证恒生

近年来公司的医疗设备电源业务稳步增长，2016 年营收 8735 万元，5 年 CAGR 为 18%，毛利率保持在 30%以上，2016 年达到 46.35%的水平。

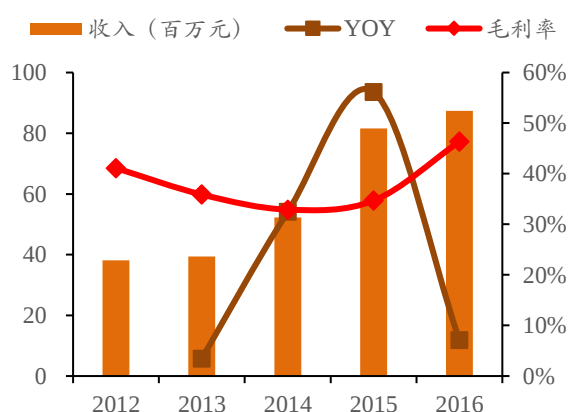
医疗器械电源技术与稳定性要求高，产品认证周期长，新进壁垒高，尤其是获得 FDA 认证的医疗设备，任意零部件不可随意更改，否则需重新认证，电源产品配套医疗设备通过认证后，将长期稳定供应。公司医疗设备电源主打海内外优质客户，已经与医疗器械龙头企业飞利浦、通用、迈瑞、Electrochem Solutions、Chart、Inogen 等公司建立紧密合作，相关产品已广泛应用于制氧机、超声波、重症呼吸机等医疗设备中。

图表51. 全球医疗设备电源市场规模（百万美元）及增速（%）



资料来源：Markets and Markets，广证恒生

图表52. 公司医疗设备电源收入（百万元）与毛利率（%）



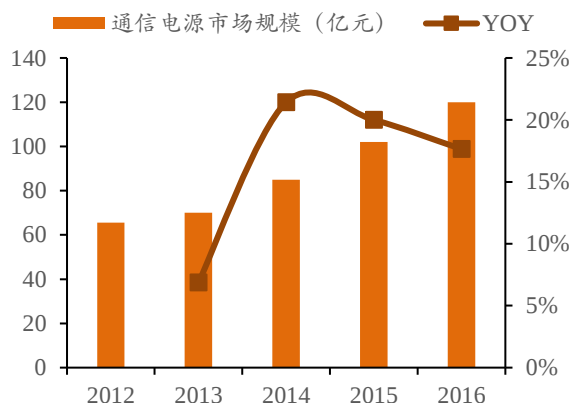
资料来源：Wind，广证恒生

4.3 5G 投资将带动通信电源需求

通信电源是为无线移动基站、光传输设备、交换设备等通信设备供电的电源设备。通电电源的投资与通信行业固定资产投资呈正相关关系。受益于 4G 的应用，近年来我国通信电源市场稳步发展，2016 年市场规模达 120 亿元。随着 4G 覆盖基本结束，5G 商用即将开启。根据工信部规划，2018 年到 2020 年底主要开展 5G 预商用测试，到 2019 年实现 5G 通信预商用，2020 年实现 5G 通信大规模正式商用。

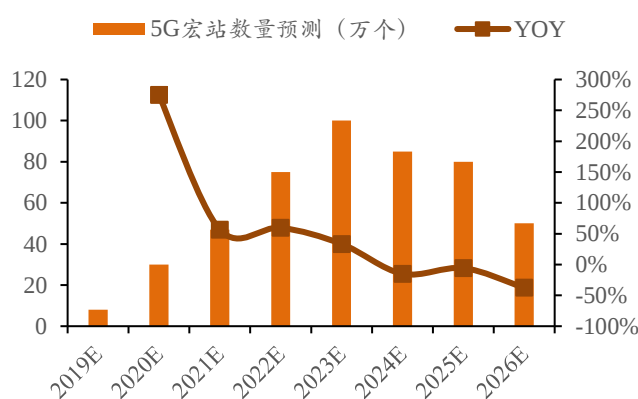
通信电源作为电信建设的基本设施之一，将受益于 5G 的大规模应用。在 5G 商用初期，运营商将大规模开展 5G 网络建设，IMT-2020(5G)预测到 2020 年，电信运营商在 5G 网络设备上的投资超过 2200 亿元，各行业在 5G 设备的支出超过 540 亿元。随着网络部署持续完善，运营商网络设备支出预计 2024 年起开始回落。赛迪咨询 5G 基站建设进度预测与之保持一致，2023 年新增 5G 宏站数量达到顶峰，预计为 100 万个，2024 年起开始回落，预计到 2026 年，5G 宏站存量达 475 万个，通信网络设备的市场规模达 2600 亿元。

图表53. 2012-2016 年通信电源市场规模 (亿元)



资料来源: 智研咨询, 广证恒生

图表54. 2019-2026 年每年新增 5G 宏站数量预测 (万个)

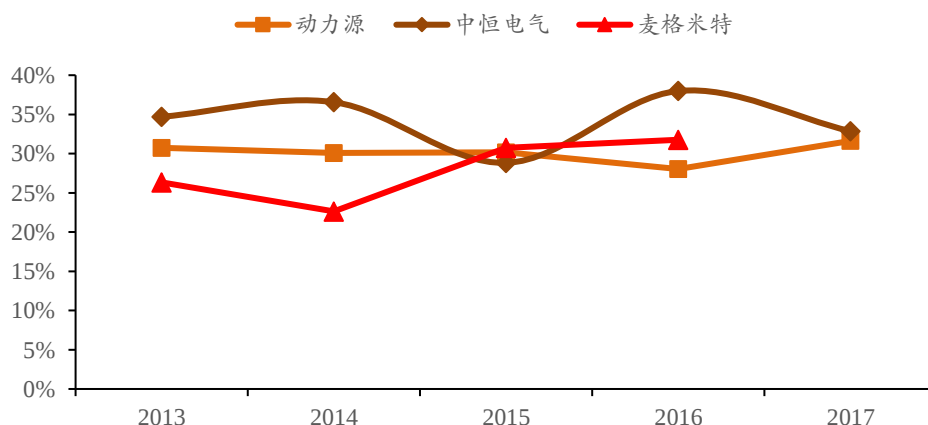


资料来源: 赛迪顾问, 广证恒生

公司产品以通信设备电源模块为主, 下游应用于通信基站、大型服务器、云计算等通信设备等, 区别于动力源和中恒电气, 这两者以通信电源系统 (包括通信设备电源模块和结构件) 为主。通信电源系统是将整流模块、监控单元、AC/DC 配电、降压单元、储能装置及相关的辅助单元整合而成, 向通信设备提供直流电的系统。动力源通信电源产品主要智能开关通信电源, 中恒电气通信电源产品主要包括 48V 通信电源系统。三者细分领域不存在激烈的竞争关系。从毛利率看, 排除 2014 年公司通信电源生产搬迁导致生产费用增加, 其他年份公司与其竞争对手之间毛利率相差不大。

目前, 公司在通信电源客户有珠江电信、三维通信、星网锐捷、日海通讯, 近年开拓海外龙头客户爱立信, 并在瑞典爱立信总部附近设立研发公司, 与其展开深度合作, 借力爱立信全球营销网络, 进一步扩大海外通信电源市场, 公司已做好 5G 通信电源相关技术储备, 静待全球 5G 投资热潮到来。

图表55. 可比公司通信电源毛利率 (%)



资料来源: Wind, 广证恒生

5. 盈利预测与投资建议

考虑公司已完成收购浙江怡和卫浴、深圳驱动和深圳控制股权, 结合对公司各项业务的分析, 我们对公司盈利预测的核心假设如下:



图表56. 营业收入假设与测算（百万元）

		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
智能家电 电控产品	收入	540.17	731.57	1097.36	1481.43	1962.89
	毛利率	27.48%	27.22%	27.00%	27.00%	27.00%
工业自动 化产品	收入	255.26	337.20	590.10	973.66	1363.12
	毛利率	45.94%	36.55%	35.00%	34.00%	33.00%
工业电源	收入	358.76	425.68	532.10	718.34	933.84
	毛利率	34.69%	34.26%	34.00%	33.00%	32.00%
合计	收入	1154.19	1494.45	2219.55	3173.43	4259.86
	毛利率	33.77%	31.33%	30.90%	30.58%	30.08%

资料来源：公司公告、广证恒生

考虑公司收购完成增发股本，测算公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.70、0.94、1.21，对应 PE 分别为 31、23、18 倍，给予公司 2018 年 40 倍估值，对应股价 28 元/股，调高至“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

新能源汽车政策变动风险；消费升级和 5G 建设不及预期；工业固定资产投资下降。

附录：财务报表预测

资产负债表		单位:百万元			利润表		单位:百万元		
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1776	2338	2885	3644	营业收入	1494	2220	3173	4260
现金	151	443	273	168	营业成本	1026	1536	2205	2981
应收账款	426	632	886	1206	营业税金及附加	11	7	8	9
其它应收款	10	20	23	33	营业费用	81	127	180	239
预付账款	9	23	30	37	管理费用	218	312	454	604
存货	483	739	1033	1411	财务费用	3	-3	-4	-2
其他	698	481	640	789	资产减值损失	10	7	7	8
非流动资产	525	585	731	882	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	15	5	7	9	投资净收益	13	9	10	11
固定资产	249	352	475	603	营业利润	171	243	332	432
无形资产	70	80	95	102	营业外收入	2	8	9	6
其他	191	148	154	168	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2301	2924	3616	4525	利润总额	172	251	341	437
流动负债	827	1138	1594	2181	所得税	16	22	35	41
短期借款	0	0	0	0	净利润	156	229	306	396
应付账款	499	763	1072	1460	少数股东损益	39	10	13	17
其他	328	375	521	721	归属母公司净利润	117	219	293	379
非流动负债	49	54	52	52	EBITDA	209	288	394	513
长期借款	25	25	25	25	EPS（摊薄）	0.37	0.70	0.94	1.21
其他	24	29	27	27					
负债合计	875	1192	1646	2232	主要财务比率				
少数股东权益	116	125	139	156	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	181	313	313	313	成长能力				
资本公积	663	573	521	468	营业收入增长率	29.5%	48.5%	43.0%	34.2%
留存收益	528	720	998	1356	营业利润增长率	9.9%	42.2%	36.5%	29.9%
归属母公司股东权益	1310	1606	1831	2137	归母净利润增长率	6.7%	87.4%	33.5%	29.6%
负债和股东权益	2301	2924	3616	4525	获利能力				
					毛利率	31.3%	30.8%	30.5%	30.0%
					净利率	14.5%	10.4%	10.3%	9.6%
					ROE	10.7%	13.9%	15.8%	17.8%
					ROIC	11.6%	13.9%	16.3%	18.2%
现金流量表				单位:百万元	偿债能力				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	38.0%	40.8%	45.5%	49.3%
经营活动现金流	92	309	87	181	净负债比率	2.86%	2.10%	1.52%	1.12%
净利润	156	219	293	379	流动比率	2.15	2.05	1.81	1.67
折旧摊销	37	41	58	78	速动比率	1.56	1.41	1.16	1.02
财务费用	3	-3	-4	-2	营运能力				
投资损失	-13	-9	-10	-11	总资产周转率	0.80	0.85	0.97	1.05
营运资金变动	-114	44	-265	-276	应收账款周转率	4.07	4.19	4.18	4.07
其它	22	18	16	13	应付账款周转率	2.38	2.43	2.40	2.35
投资活动现金流	-482	-97	-194	-215	每股指标（元）				
资本支出	-62	-140	-174	-200	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.70	0.94	1.21
长期投资	411	24	-4	-6	每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.99	0.28	0.58
其他	-831	19	-16	-10	每股净资产(最新摊薄)	7.25	5.13	5.85	6.83
筹资活动现金流	462	80	-64	-71	估值比率				
短期借款	-71	0	0	0	P/E	33.91	31.35	23.49	18.13
长期借款	-5	0	0	0	P/B	3.03	4.28	3.75	3.22
普通股增加	47	132	0	0	EV/EBITDA	14.31	22.85	17.17	13.42
资本公积金增加	519	-90	-52	-52					
其他	-28	38	-11	-19					
现金净增加额	72	293	-170	-105					

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。