

麦格米特 (002851)

新能源汽车和收购并表增厚，预告大幅度增长买入（维持）

2019 年 07 月 22 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,394	3,456	4,798	6,422
同比（%）	60.2%	44.4%	38.8%	33.8%
归母净利润（百万元）	202	367	485	634
同比（%）	72.7%	81.7%	32.2%	30.6%
每股收益（元/股）	0.65	0.78	1.03	1.35
P/E（倍）	30.58	25.26	19.11	14.63

投资要点

■ **19H 归母净利润大幅增长 110-160%超预期。**公司公布 2019 年半年度业绩预告，预计 2019 年上半年实现归母净利润 1.37-1.69 亿元，同增 110-160%；分季度来看，Q2 单季实现归母净利润 0.79-1.11 亿元，同比增长 92.9-172.7%。按中值计算，19H 实现归母净利润 1.53 亿，同比增长 135%；Q2 单季实现归母净利润 0.95 亿，同比增长 132.8%。利润增速整体超预期。

■ **新能源汽车绑定北汽新车型实现高速增长。**公司为北汽 A0 级及以上车型 EU/EC 系列的 PEU 系统主要供应商，2019 年起北汽车型迅速放量贡献业绩。GGII 数据显示，2019 年 1-6 月北汽纯电动乘用车合计产量 6.55 万辆（EU+EC+EX 系列），同比增长 18.8%，其中麦格米特主供的 EU 系列上半年产量 5.00 万辆，上年同期仅 3057 辆，今年北汽产量目标 20 万辆，将继续驱动公司新能源板块业绩高增；同时今年公司新能源汽车产品结构从单一 MCU 向 PEU（MCU+OBC+DC/DC 等）过渡，产品价值量提升一定程度上抵销了产品降价对毛利率的影响。此外，东风、吉利等车型今年也有放量，也贡献了部分增量业绩。但随着行业补贴退坡，我们预计公司的毛利率会有一定的下降。

■ **家电稳健增长，工业电源受益 5G 建设，工控板块 Q2 预计受到行业影响。**家电板块 Q1 大幅增长 50%，我们预计 Q2 随着基数提升，增速相对趋缓，但整体仍维持 30% 以上的中高速。**通信电源**受益 5G 时代到来，公司积极与爱立信、飞利浦、西门子等国际客户合作，5G 基础设施建成后这些客户将成为欧洲核心设备供应商；**医疗电源**稳健增长。**工控业务** Q1 高速增长，增速在 20-30%，Q2 起变频器、工业微波等预计受到行业影响增速回落，Q4 起行业有望逐步复苏。

■ **怡和卫浴、深圳驱动、深圳控制三家子公司 18 年下半年并表贡献利润。**18 年，公司定增收购怡和卫浴 34%、深圳驱动 58.7%、深圳控制 46% 股权，完成后分别持有怡和卫浴/深圳驱动/深圳控制 86%/99.7%/100% 股权，18 年下半年开始并表，18 年三家子公司扣非归母净利润分别 0.75/0.92/0.14 亿元，超额完成业绩承诺，19/20 年业绩承诺合计 1.83/2.35 亿元，预计仍能超额完成，将继续贡献利润增量。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2019-21 年归母净利润分别为 3.67/4.85/6.34 亿，同增 81.7%/32.2%/30.6%；EPS 分别为 0.78/1.03/1.35 元，对应现价 PE 分别 25 倍/19 倍/15 倍。考虑到公司跨领域多元化布局，多轮驱动业绩增长，进入协同效率提升期，给予 2019 年 35 倍 PE，目标价 27.3 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.75
一年最低/最高价	11.26/26.28
市净率(倍)	5.43
流通 A 股市值(百万元)	4692.76

基础数据

每股净资产(元)	3.64
资产负债率(%)	48.00
总股本(百万股)	469.46
流通 A 股(百万股)	237.61

相关研究

- 1、《麦格米特 (002851) 年报点评：年报高增长，新能源车和智能家电双轮驱动》2019-04-17
- 2、《麦格米特 (002851)：业绩高增长，并表值得期待》2018-08-24

19H 归母净利润大幅增长 110-160%超预期。公司公布 2019 年半年度业绩预告，预计 2019 年上半年实现归母净利润 1.37-1.69 亿元，同增 110-160%；分季度来看，Q2 单季实现归母净利润 0.79-1.11 亿元，同比增长 92.9-172.7%。按中值计算，19H 实现归母净利润 1.53 亿，同比增长 135%；Q2 单季实现归母净利润 0.95 亿，同比增长 132.8%。利润增速整体超预期。

表 1：公司分季度盈利情况

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	19Q2 中位数	2019H	2019H 中位数
营业总收入（百万元）	384.10	646.60	579.77	783.20	773.51				
YOY	48.22%	73.92%	47.64%	66.34%	101.39%				
营业利润（百万元）	41.25	70.20	70.97	84.03	67.34				
YOY	105.04%	34.58%	35.18%	81.41%	63.27%				
利润总额（百万元）	40.64	70.12	70.66	85.50	67.76				
YOY	67.42%	48.74%	33.78%	77.42%	66.72%				
归母净利润（百万元）	24.34	40.82	57.41	79.53	58.09	79~111	95	137~169	153
YOY	60.58%	30.58%	51.61%	142.69%	138.67%	92.9%~172.7%	132.81%	110%~160%	135.00%
扣非归母净利润（百万元）	14.92	36.33	51.92	70.46	53.04				
YOY	24.13%	21.14%	56.78%	170.21%	255.45%				
归母净利润/营收	6.34%	6.31%	9.90%	10.15%	7.51%				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新能源汽车绑定北汽新车型实现高速增长。公司为北汽 A0 级及以上车型 EU/EC 系列的 PEU 系统主要供应商，2019 年起北汽车型迅速放量贡献业绩。GGII 数据显示，2019 年 1-6 月北汽纯电动乘用车合计产量 6.55 万辆（EU+EC+EX 系列），同比增长 18.8%，其中麦格米特主供的 EU 系列上半年产量 5.00 万辆，上年同期仅 3057 辆，今年北汽产量目标 20 万辆，将继续驱动公司新能源板块业绩高增；同时今年公司新能源汽车产品结构从单一 MCU 向 PEU（MCU+OBC+DC/DC 等）过渡，产品价值量提升一定程度上抵销了产品降价对毛利率的影响。此外，东风、吉利等车型今年也有放量，也贡献了部分增量业绩。但随着行业补贴退坡，我们预计公司的毛利率会有一定的下降。

家电稳健增长。家电板块 Q1 大幅增长 50%，我们预计 Q2 随着基数提升，增速相对趋缓，但整体仍维持 30% 以上的中高速，细分来看，增速大部分来自变频、显示，变频+显示增速在 40-50%，卫浴板块，公司已经与 7-8 家大客户深度合作，但 19 年大客户小米订单减少，影响了板块增速，上半年预计同比持平。

工业电源稳中向好。通信电源受益 5G 时代到来，公司积极与爱立信、飞利浦、西门子等国际客户合作，5G 基础设施开建后这些客户将成为欧洲核心设备供应商；医疗电源稳健增长，受中美贸易影响的程度并不大，且毛利率较高。预计工业电源板块增速仍将维持在 20% 左右。

工控 Q2 受贸易战影响，Q4 有望逐步恢复。工控行业今年 Q1 出现一定复苏迹象，当季工控市场营收 1.7% 环比上升，但 4 月起受贸易战影响制造业景气度下行，4/5/6 月 PMI 分别 50.1/49.4/49.4，回到荣枯线以下，下游设备投资强度、尤其是先进制造业投资信心明显转弱，行业有望从 Q4 起开始复苏。公司工控业务 Q1 高速增长，增速在 20-30%，Q2 起变频器、工业微波等预计受到行业影响增速回落。

怡和卫浴、深圳驱动、深圳控制三家子公司 18 年下半年并表贡献利润。18 年，公司定增收购怡和卫浴 34%、深圳驱动 58.7%、深圳控制 46% 股权，完成后分别持有怡和卫浴/深圳驱动/深圳控制 86%/99.7%/100% 股权，18 年下半年开始并表，18 年三家子公司扣非归母净利润分别 0.75/0.92/0.14 亿元，超额完成业绩承诺，19/20 年业绩承诺合计 1.83/2.35 亿元，预计仍能超额完成，将继续贡献利润增量。

表 2：三家并表子公司 18 年业绩承诺完成情况（万元）

净利润	实际数	承诺数	差额	完成率
怡和卫浴	7,476.19	7,100	376.19	105.30%
深圳驱动	9,187.93	5,500	3,687.93	167.05%
深圳控制	1,414.14	1,300	114.14	108.78%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：预计 2019-21 年归母净利润分别为 3.67/4.85/6.34 亿，同增 81.7%/32.2%/30.6%；EPS 分别为 0.78/1.03/1.35 元，对应现价 PE 分别 25 倍/19 倍/15 倍。考虑到公司跨领域多元化布局，多轮驱动业绩增长，进入协同效率提升期，给予 2019 年 35 倍 PE，目标价 27.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

麦格米特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2570.1	3646.5	4894.1	6355.8	营业收入	2393.7	3456.3	4798.2	6422.1
现金	151.2	200.0	210.0	220.5	减:营业成本	1687.9	2440.9	3428.7	4636.6
应收账款	1212.1	1697.7	2286.2	2968.1	营业税金及附加	12.5	18.1	25.1	33.6
存货	827.8	1161.2	1582.2	2075.4	营业费用	120.8	167.5	222.9	285.5
其他流动资产	379.0	587.6	815.7	1091.8	管理费用	323.2	454.6	615.9	804.3
非流动资产	612.0	706.8	750.4	772.2	财务费用	-2.5	7.1	15.4	17.8
长期股权投资	32.0	32.0	32.0	32.0	资产减值损失				
固定资产	302.9	400.0	445.9	469.9	加:投资净收益	20.2	25.0	25.0	25.0
在建工程					其他收益	-5.5	-17.7	-17.7	-17.7
无形资产	68.8	66.5	64.2	61.9	营业利润	266.5	375.5	497.5	651.7
其他非流动资产	208.4	208.4	208.4	208.4	加:营业外净收支	0.5	10.0	12.0	13.8
资产总计	3182.1	4353.3	5644.5	7128.0	利润总额	266.9	385.5	509.5	665.5
流动负债	1450.8	2264.9	3084.2	3951.2	减:所得税费用	9.4	13.5	17.8	23.3
短期借款	8.0	273.5	364.1	374.2	少数股东损益	55.5	4.8	6.4	8.3
应付账款	1266.9	1777.1	2421.5	3176.3	归属母公司净利润	202.1	367.1	485.3	633.8
其他流动负债	175.9	214.2	298.6	400.7	EBIT	252.0	377.5	507.9	664.5
非流动负债	47.2	47.2	47.2	47.2	EBITDA	289.8	398.5	533.0	693.6
长期借款	20.0	20.0	20.0	20.0					
其他非流动负债	27.2	27.2	27.2	27.2					
负债合计	1497.9	2312.1	3131.4	3998.4	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	37.4	42.0	48.1	56.0	每股收益(元)	0.65	0.78	1.03	1.35
					每股净资产(元)	5.26	4.26	5.25	6.55
归属母公司股东权益	1646.8	1999.3	2465.1	3073.6	发行在外股份(百万股)	313.0	469.5	469.5	469.5
负债和股东权益	3182.1	4353.3	5644.5	7128.0	ROIC(%)	15.6%	18.2%	18.9%	20.2%
					ROE(%)	12.3%	18.4%	19.7%	20.6%
					毛利率(%)	29.5%	29.4%	28.5%	27.8%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.4%	10.6%	10.1%	9.9%
经营活动现金流	-94.9	-105.3	27.5	96.6	资产负债率(%)	47.1%	53.1%	55.5%	56.1%
投资活动现金流	132.4	-96.7	-88.7	-70.8	收入增长率(%)	60.2%	44.4%	38.8%	33.8%
筹资活动现金流	-52.7	250.8	71.2	-15.3	净利润增长率(%)	72.7%	81.7%	32.2%	30.6%
现金净增加额	-5.6	48.8	10.0	10.5	P/E	30.58	25.26	19.11	14.63
折旧和摊销	37.8	21.0	25.1	29.1	P/B	3.75	4.64	3.76	3.02
资本开支	-70.8	-96.7	-88.7	-70.8	EV/EBITDA	26.50	21.32	17.47	14.68
营运资本变动	-170.8	-518.0	-508.9	-594.3					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>