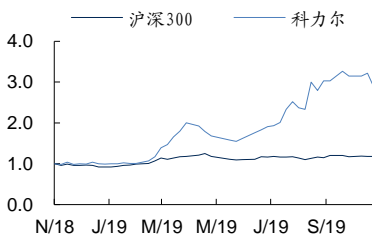


**证券研究报告—深度报告**
**能源**
**石油化工**
**科力尔(002892)**
**买入**

合理估值: 54-60 元 昨收盘: 45.44 元 (维持评级)

2019年10月28日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	142/45
总市值/流通(百万元)	6,458/2,034
上证综指/深圳成指	2,955/9,660
12个月最高/最低(元)	56.97/14.60

**相关研究报告:**

《科力尔-002892-重大事件快评: 高端微特电机需求快速增长, 国产龙头受益》——2019-09-20

**证券分析师: 商艾华**

E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

**证券分析师: 贺泽安**

E-MAIL: hezean@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 高需求+高壁垒, 龙头强者恒强

**● 微特电机: 高需求、高壁垒铸就行业护城河**

国产高端微特电机需求快速增长。微特电机作为电能转换为动能的核心部件, 广泛应用在家用电器、办公自动化、安防监控、医疗器械、工业自动化与机器人等多个领域, 目前行业市场空间在 2800 亿左右, 未来 3-5 年仍将保持 15% 的增速。从技术角度, 随着人工智能、高端装备等新兴应用领域对高端微特电机节能环保、机电一体化、智能化和高可靠性等性能要求逐渐提升, 具备核心技术与壁垒的龙头公司有望巩固行业竞争优势。

**● 科力尔: 高研发, 高瞻远瞩布局人工智能领域伺服电机市场**

公司是国内微特电机龙头企业。2018 年公司微特电机年生产能力已超过 4500 万台, 其中单相罩极电机年产量超过 3600 万台。公司在外销市场保持快速增长, 重点开拓国内市场, 产销量国内领先。公司在微特电机领域拥有多项核心技术, 可靠性、低噪音、使用寿命等关键性能指标已达到国际先进水平。2019 年上半年公司研发支出 1464 万元, 同比增长 15.46%, 研发投入进一步加大。同时积极布局人工智能领域伺服电机研发, 在自动化设备、工业机器人和 3C 市场已批量投入应用, 并与国内知名企业建立了长期合作关系, 预计未来 3 年市占率达到 2~3%。2019 年 9 月 10 日, 公司全资子公司深圳市科力尔运动控制技术完成工商登记, 有望率先推动人工智能领域伺服电机领域国产化进程。

**● 风险提示**

中美贸易摩擦可能会抑制下游需求, 影响到公司出口订单; 伺服电机需求不及预期; 汇率大幅波动; 原材料价格波动等风险。

**● 首次推荐, “买入”评级**

“买入”评级。预计公司 19-21 年收入分别为 8.81/13.04/16.52 亿元, 归属母公司净利润 1.19/2.02/2.66 亿元, 利润年增速分别为 71.4%/69.1%/31.9%。19-21 年每股收益分别为 0.84/1.42/1.87 元。我们认为公司估值在 54-60 元, 19 年动态 PE 为 64.3 倍和 71.4 倍, 相对于公司目前股价有 7%-19% 溢价空间, 考虑到人工智能有望快速爆发, 伺服电机等高端微特电机销量增速超预期的可能性较大, 有望带动公司业绩持续成长, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	592	721	881	1,304	1,652
(+/-%)	17.3%	21.8%	22.1%	48.1%	26.7%
净利润(百万元)	65	70	119	201	266
(+/-%)	-3.1%	6.3%	71.4%	69.1%	31.9%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.49	0.84	1.42	1.87
EBIT Margin	12.8%	13.8%	15.4%	17.5%	18.0%
净资产收益率(ROE)	11.5%	11.1%	16.5%	22.9%	24.6%
市盈率(PE)	67.9	108.7	63.4	37.5	28.4
EV/EBITDA	52.0	67.8	49.6	31.2	24.4
市净率(PB)	7.84	12.08	10.48	8.60	6.99

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们认为公司估值在 54-60 元，19 年动态 PE 为 64.3 倍和 71.4 倍，相对于公司目前股价有 7%-19% 溢价空间，考虑到人工智能有望快速爆发，伺服电机等高端微特电机销量增速超预期的可能性较大，有望带动公司业绩持续成长，维持“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

(1) 单相罩极电机：单相罩极电机在内外市场的销量维持市场领先优势，内销市场客户开发进展顺利，产品结构不断升级和优化，毛利率稳定提升。预计 2019-2021 年收入分别增长为 15%、50%、12%；毛利率分别为 25.0%、27.5%、28.0%。

(2) 串激电机业务增速稳定，预计 2019-2021 年收入增长为 45%、40%、20%，毛利率为 11.5%、13.5%、13.5%。

(3) 其他电机业务增速稳定：高效直流无刷电机产业化项目、3KW 及以下伺服电机系统产业化项目顺利完工。伺服系统在机器人、工业自动化和人工智能等领域的应用市场得以开拓，毛利率稳定提升。预计 2019-2021 年收入分别增长为 25%、80%、20%，毛利率分别为 20.8%、23.0%、23.5%。

(4) 其他业务增速稳定。假设 2019-2021 年收入增长均为 18%，毛利率分别为 94.0%、94.2%、94.3%。

(4) 经营管理效率持续优化。假设 2019-2021 年管理费用率（不含无形资产摊销）均为 2.9%，较 2018 年下降 0.1pct；销售费用率均为 4.0%，较 2018 年下降 0.45pct。

### 与市场的差异之处

市场认为目前估值可能已反映未来数年盈利增长空间，以现价投资该标的的赔率不高。我们认为，考虑人工智能有望带动伺服电机需求爆发，公司业务成长存在超预期爆发的可能性。基于此，我们给予 2020 年公司 64.3-71.4 倍的 PE 估值。

### 股价变化的催化因素

第一，人工智能需求快速爆发，公司相关产品销量显著提升；

第二，高端微特电机产品技术获得突破。

### 核心假设或逻辑的主要风险

盈利预测的风险：公司业绩受原材料价格波动、下游销售和行业竞争等多因素影响，存在一定的不确定性；估值偏差的风险。

## 内容目录

估值与投资建议.....	5
绝对估值: 53.6-73.7 元.....	5
绝对估值的敏感性分析.....	5
相对法估值: 50-57 元.....	6
投资建议.....	6
微特电机行业分析: .....	6
新兴领域带动微特电机需求快速增长.....	6
技术壁垒极高, 伺服电机有望成为高端微特电机国产化的突破口.....	8
公司概况.....	10
微特电机龙头, 加速布局人工智能.....	11
2019H1 公司业绩快速增长.....	14
盈利预测.....	15
假设前提.....	15
盈利预测的敏感性分析.....	17
风险提示.....	17
附表: 财务预测与估值.....	20
国信证券投资评级.....	21
分析师承诺.....	21
风险提示.....	21
证券投资咨询业务的说明.....	21

## 图表目录

图 1: 微特电机分类 .....	7
图 2: 微特电机下游使用量占比 .....	8
图 3: 我国微特电机产值及预测 .....	8
图 4: 2012-2017 年我国伺服电机供需对比 .....	10
图 5: 我国伺服电机厂商市场份额占比 .....	10
图 6: 2019H1 公司主营产品营收占比 .....	11
图 7: 2019H1 公司主营产品毛利占比 .....	11
图 8: 2013-18 年公司研发支出及占营收比重 .....	12
图 9: 2013-18 年公司预收及预付账款 .....	12
图 10: 2018 年公司营业成本占比 .....	13
图 11: 2013-18 年原材料价格走势 .....	13
图 12: 2013-19H1 公司营业收入及增速 .....	15
图 13: 2013-19H1 公司归母净利润及增速 .....	15
图 14: 2013-19H1 公司毛利率和净利润 .....	15
图 15: 2013-19H1 公司三费率 .....	15
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	5
表 2: 资本成本假设 .....	5
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	5
表 4: 同类公司估值比较 .....	6
表 5: 公司历年利润增速、PE 值和涨幅表现 .....	6
表 6: 微特电机行业领先企业介绍 .....	8
表 7: 微特电机未来六大发展方向 .....	9
表 8: 公司主要产品及应用领域 .....	11
表 9: 2015-2018 年公司主要产品产销量 .....	12
表 10: 公司下游客户情况 .....	13
表 11: 公司伺服电机核心技术介绍 .....	14
表 12: 公司主营产品业绩拆分与预测 .....	16
表 13: 未来 3 年盈利预测表 .....	17
表 14: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	17

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们主要采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：53.6-73.7 元

公司所处微特电机行业处于需求快速增长、行业集中度持续提升的高速发展阶段。我们假定未来 5 年全球微特电机行业市场空间的年均复合增速约 6%，我国微特电机行业市场空间的年均复合增速约为 15%。

从公司角度考虑，公司各类电机产销量稳步提升，外销保持持续增长，重点开拓国内市场。按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2019-2024 年收入累计增幅达到 282%，毛利率、费用率基本保持稳定，股份分配比率预期逐年由 20% 提升至 33%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	21.85%	22.14%	48.10%	26.70%	26.70%	26.70%	26.70%	26.70%
毛利率	77.96%	77.02%	74.90%	74.42%	74.42%	74.42%	74.42%	74.42%
管理费用/营业收入	3.00%	2.89%	2.89%	2.89%	2.89%	2.89%	2.89%	2.89%
销售费用/销售收入	4.45%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
营业税及附加/营业收入	0.68%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%
所得税税率	11.60%	13.39%	13.18%	12.72%	12.72%	12.72%	12.72%	12.72%
股利分配比率	15.14%	20.00%	22.00%	24.00%	26.00%	28.00%	30.00%	33.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	13.39%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价（元）	50.49	Ke	8.55%
发行在外股数（百万）	142	E/(D+E)	30.00%
股票市值(E, 百万元)	7176	D/(D+E)	70.00%
债务总额(D, 百万元)	2	WACC	5.78%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 53.6-73.7 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		4.8%	5.3%	5.78%	6.3%	6.8%
永续增	3.5%	185.66	129.92	98.77	78.91	65.17
	3.0%	135.53	102.98	82.25	67.90	57.42
	2.5%	107.41	85.75	70.77	59.81	51.47

长 率 变 化	2.0%	89.41	73.77	62.33	53.62	46.78
	1.5%	76.91	64.96	55.86	48.72	42.97
	1.0%	67.72	58.21	50.75	44.74	39.82
	0.5%	60.67	52.87	46.60	41.46	37.17

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对法估值：50-57 元

选取与公司相近的微特电机行业国内公司做比较，采用 PE 法估值。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速，并考虑到公司 EPS 增速较快，我们认为给予公司 35-40 倍 PE 是合理的，2020 年的合理价格区间分别为 50-57 元。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (10月25日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
002892.SZ	科力尔	45.44	0.83	0.84	1.42	32.14	63.4	37.5	11.2	0.84	7558
同类公司：											
002249.SZ	大洋电机	4.00	-1.00	0.17	0.11	-3.29	24.06	38.32	1.4	0.2	9746
002196.SZ	方正电机	5.27	-1.00	0.12	0.23	-5.06	43.32	23.06	1.2	0.4	2461
002801.SZ	微光股份	35.70	0.83	1.19	1.49	25.70	29.79	23.83	4.6	0.7	4193
均值：			-0.39	0.50	0.61	5.78	32.39	28.40	2.37	0.42	5467

资料来源：WIND (来自 Wind 一致性预测)、国信证券经济研究所整理和预测

表 5：公司历年利润增速、PE 值和涨幅表现

	EPS (元)	PE	PB	利润增速 (%)	股价涨幅
2012 年	-	-	-	-	-
2013 年	0.56	-	-	-	-
2014 年	0.75	-	-	34%	-
2015 年	0.9	-	-	21%	-
2016 年	1.02	41.21	1.52	13%	-
2017 年	0.91	47.15	45.70	-11%	77%
2018 年	0.83	32.14	34.16	-46%	-28%
2019 年 E	0.84	63.40	1.31	71%	225%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

综合绝对估值和相对法估值，我们认为公司估值在 54-60 元，19 年动态 PE 为 64.3 倍和 71.4 倍，相对于公司目前股价有 7%-19% 溢价空间，考虑公司业绩成长有超预期的可能性，维持“买入”评级

### 投资建议

综合绝对估值和相对法估值，我们认为公司估值在 54-60 元，19 年动态 PE 为 64.3 倍和 71.4 倍，相对于公司目前股价有 7%-19% 溢价空间，考虑人工智能有望快速爆发，伺服电机等高端微特电机销量存在超预期快速提升的可能性，有望带动公司业绩持续成长，维持“买入”评级。

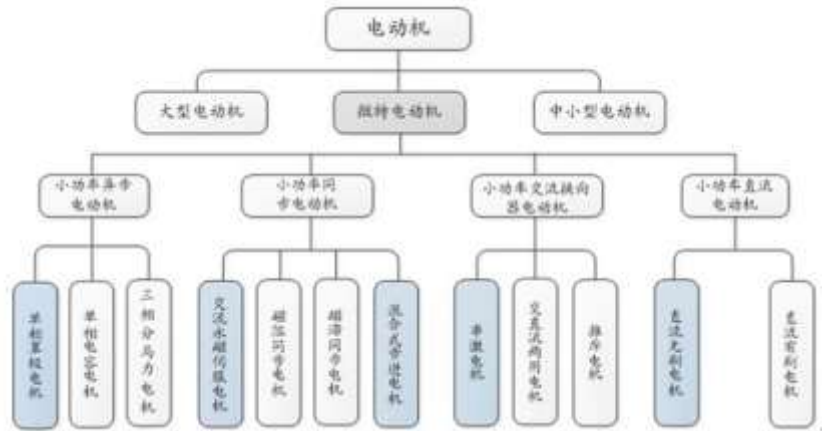
## 微特电机行业分析：

### 新兴领域带动微特电机需求快速增长

微特电机，全称微型特种电机，简称微电机，是指直径小于 160mm 或额定功率或具有特殊性能、特殊用途的电机。微特电机常用于电器及设备的动力装置，或在控制系统中，实现机电信号或能量的检测、解算、放大、执行或转换等功能。微特电机是工业自动化、办公自动化、安防监控、家用电器、武器装备等必不可少的核心部件，广泛应用于汽车、家用电器、通信、计算机、机器人、

航天工业、工业机械、军事及自动化等领域。

图 1：微特电机分类

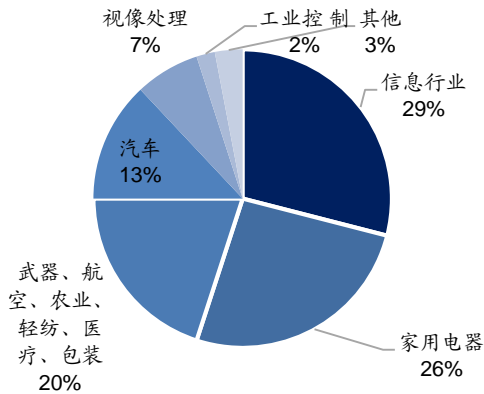


资料来源:公司公告(注:图中蓝色阴影部分为公司产品)、国信证券经济研究所整理

我国微特电机市场空间达 3000 亿，有巨大发展潜力。根据新思界产业研究中心报告，2011 年我国微特电机产量为 77 亿台，至 2017 年产量增长到 127 亿台，CAGR 为 8.70%；产值由 2011 年 1287 亿元增加至 2016 年 2866 亿元，CAGR 为 7.34%。根据预测，未来几年微特电机行业产量年均增速大约在 6.5% 左右，市场需求增长潜力巨大。以国内市场来看，《“十三五”规划纲要》明确提出高端装备创新发展工程，其中包括航空航天装备、海洋工程装备、先进轨道交通装备、高档数控机床、机器人装备、现代农业装备、高性能医疗器械、先进化工成套装备。这些装备均对微特电机有重要依赖，这些领域的发展和突破会倒逼微特电机行业的加速发展，特别是在高端精密微特电机方面将创造巨大市场需求。根据《微特电机“十三五”发展展望》，到 2020 年我国微特电机产量将达到 150 亿台。

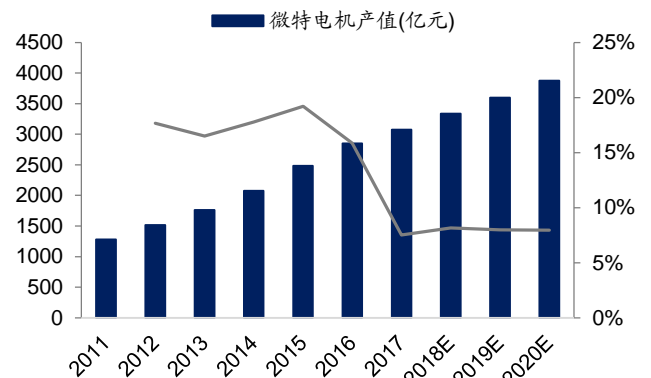
新兴领域带动微特电机市场需求持续增长。据中国产业信息网，全球微特电机应用最多的是信息行业，占微特电机使用量的 29%；家用电器次之，占 26%；武器、航空、农业、轻纺、医疗、包装等应用领域占 20%；汽车领域 13%；图像处理占 7%；工业控制 2%，其他占 3%。微特电机应用领域广泛，市场空间广阔。未来随着传统应用领域市场渐趋饱和，需求逐步放缓，微特电机市场新增需求的主要动力将来自新能源汽车、可穿戴设备、机器人、无人机、智能家居等新兴领域。

图 2: 微特电机下游使用量占比



资料来源: 中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

图 3: 我国微特电机产值及预测



资料来源: 中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

### 技术壁垒极高, 伺服电机有望成为高端微特电机国产化的突破口

**高端微特电机技术壁垒极高。**微特电机的制造涉及机械加工、化工处理、磁性材料加工、绕组绕制、绝缘处理等技术和工艺, 不仅工序繁多, 而且需要大量高精度的专用工艺制造装备, 同时还需一系列精密的测试仪器来检验电机的制造质量。目前, 德国、日本等发达国家仍拥有微特电机行业的高端先进技术, 是微电机先进技术的代表; 大部分一般性电机制造业已经向以中国为代表的发展中国家转移。目前, 中国凭借着相对丰富的劳动力资源和较低的原材料成本, 已成为世界微特电机的主要生产大国和出口国。

**中国微特电机产量世界第一, 占比高于 70%。**微特电机是技术密集行业, 兴起于欧洲, 而后技术扩散逐步向我国转移, 并带动我国微特电机行业的蓬勃发展。根据前瞻产业研究院的数据, 2015 年全球微特电机产量已达到 175 亿台, 在工业现代化、装备现代化的推动下, 市场将保持继续增长态势, 预计 2020 年产量可增长至 230 亿台, 2015-2020 年 CAGR 为 5.6% 左右。中国是全球微特电机第一大生产国, 2015 年微特电机产量为 124 亿台, 预计 2020 年产量将接近 170 亿台, 2015-2020 年 CAGR 为 5.6% 左右。届时, 中国微特电机产量在全球占比将从 2015 年的 70.90% 提高至 2020 年的 73.90%。

表 6: 微特电机行业领先企业介绍

序号	制造企业	所属国家	主要产品	主要销售国家	主要应用领域
1	SPG 株式会社	韩国	罩极电机、减速电机、直流无刷电机以及交流电机	主要销往韩国、美国、中国、欧洲、日本等国家和地区	家用电器、精密机械、自动化设备、电子机械
2	德国依必安派特 (EBM-PAPST)	德国	紧凑型风机、轴流风机、贯流风机、离心风机、VD 电机、VDC 电机、阴极电机等	主要销往德国、美国、中国、意大利等国家	通讯电子、家用电器、制冷、净化、通风、采暖以及汽车等
3	意大利飞马 (FIME)	意大利	低压三相电机、制动电机、矢量电机、直流电机	主要销往德国、美国、波兰、意大利等国家	石油天然气、食品饮料、钢铁工业、起重机、冷却塔等
4	德昌电机控股有限公司	中国香港	直流电机、直流无刷电机、交流电机、步进电机、单相罩极电机、汽车驱动器	主要销往中国、欧洲(主要包括德国)、北美、亚洲(除中国)等国家和地区	汽车、楼宇自动化及安保、商务设备、国防及航天、家用设备、暖通空调、工业设备、医疗器械等
5	捷和电机有限公司	中国香港	永磁直流电机、直流无刷电机、齿轮电机、驱动器、罩极电机、通用电机、感应电机	销往中国大陆、欧美、中东、非洲、澳洲等数十个国家和地区	家用电器、汽车、地板护理及暖通制冷、医疗保健及移动产品、工业用品等

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**微特电机低端市场受挤压, 高端市场空间有望释放。**我国中小规模微特电机企业数量不断增加, 且主要集中在中、低端领域, 技术水平不高, 竞争力较弱。随着我国制造业产业升级进程加快, 以及全球节能环保理念的普及, 下游领域



对微特电机产品的性能、质量、能效、使用寿命、环境适应能力等提出了更高要求，价格低廉已不是下游企业选择微电机产品首要考量因素，这使得中、低端微特电机市场份额受到了持续的挤压。可以预见，中国微特电机市场的竞争将会越来越激烈，仅仅依靠价格战的中低端微特电机企业将面临生存考验。

**高端微特电机对性能要求更高，国产集中度有望向高端龙头集中。**从技术角度，微特电机技术正在进入一个新的发展阶段，发展趋势逐步向节能环保、机电一体化、智能化和高可靠性方向发展。由于微特电机应用领域非常广阔，行业没有明显的周期性特征，但总体受全球经济发展的大环境影响。目前我国微特电机行业集中度不高，企业数量众多，行业低端产能竞争激烈。随着下游需求向高端产品迈进，高端龙头企业有望受益。随着信息技术、材料技术、能源技术的进步，当前微特电机技术正在进入一个新的发展阶段，微特电机未来六大发展方向主要包括：①微型化、轻量化。既包括微特电机体积和重量的改变，也包括实现同一功能所需功率的降低；②节能化、环保化。即微特电机能效水平、噪声振动、电磁干扰等节能、环保指标的不断提升；③机电一体化。即以电子计算为控制核心，配置传感器等系列电力电子器件的新一代机电一体化系统；④数字化和智能化；⑤测试技术新型化。即开发微机械量传感测量技术，以适应新的测试需求；⑥高可靠性方向。随着微特电机应用领域的不断拓宽，尤其是生保系统、汽车部件、航天等领域的应用，对微特电机可靠性要求越来越高。

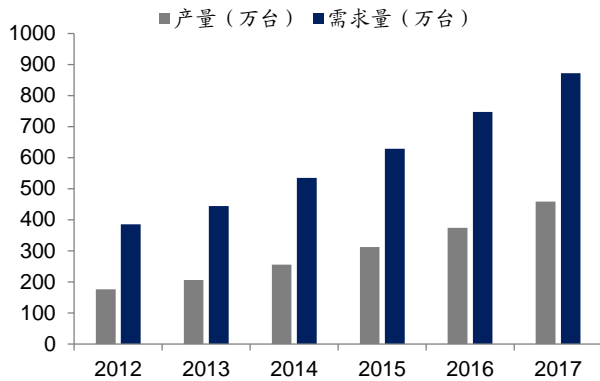
**表 7：微特电机未来六大发展方向**

方向	主要内容
微型化、轻量化	为了适应日益微型化的电子信息产品，微特电机正向小型化、轻量化方向发展。这种发展既包括微特电机体积和重量的改变，也包括实现同一功能所需功率的降低。
节能化、环保化	随着节能、健康、环保等理念受到信息处理设备、家电等终端产品消费者日益重视，微特电机作为其中主要的耗能部件，其能效水平、噪声振动、电磁干扰等节能、环保指标正在不断提升。
机电一体化	随着电子技术，特别是微电子技术、计算机技术、材料技术、自动控制技术以及生物工程技术等在微特电机上的不断应用，现代微特电机已发展到以电子计算为控制核心，配置传感器等系列电力电子器件的新一代机电一体化系统。
数字化及智能化	智能化和数字化是指微特电机通过在其控制单元中采用可编程控制器实现电机速度和位置控制的数字化、逻辑化以及自我反馈和自我调节。
测试技术新型化	由于微电机的重要零部件十分微小，产生的运动、位移微乎其微，无法用传统的测试方法测得相应指标。因此，必须开发微机械量传感测量技术，以适应新的测试需求。
高可靠性方向	随着微特电机应用领域的不断拓宽，尤其是生保系统、汽车部件、航天等领域的应用，对微特电机的可靠性要求越来越高。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

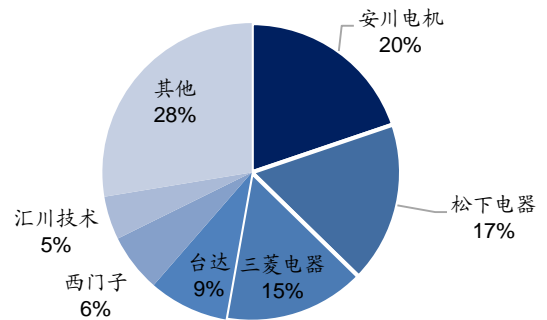
**伺服电机供需缺口大，存量替代需求和新增边际需求叠加，市场规模有望突破 40 亿元。**伺服电机主要应用于机器人、高端数控机床、自动化生产线等工业自动化领域。据智研咨询数据，2017 年国内伺服电机需求达 872 万台，产量仅为 458 万台，供需缺口达 414 万台。随着自动化生产线对工艺精度、加工效率和工作可靠性等要求不断提高，对交流伺服电机的边际需求增长趋势显著。同时，工业机器人在中国的销售增长将保持高速增长态势，作为机器人和工业自动化设备的核心部件伺服系统，未来几年，我国伺服系统行业受益于制造业产业升级，将保持高速发展态势。至 2020 年，我国伺服电机行业市场规模有望突破 40 亿元。目前，交流伺服系统技术日益成熟，交流伺服电机技术凭借其优异性价比，逐渐取代直流电机成为伺服系统的主导执行电机。交流伺服系统技术的成熟促使市场呈现出多元化发展趋势，并成为工业自动化的支撑性技术之一。

图 4: 2012-2017 年我国伺服电机供需对比



资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 5: 我国伺服电机厂商市场份额占比



资料来源: 中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

**工业机器人是未来伺服系统最广阔的下游应用方向。**我国工业机器人密度仍处于较低水平, 仅为 68 台/万人, 未达到世界平均水平, 在从制造大国迈向制造强国的进程中, 我国未来工业机器人的提升空间巨大。据国际机器人联合会 (IFR) 预测, 在未来, 中国市场的工业机器人销量将实现飞跃式增长, 2020 年中国机器人市场预计将占全球工业机器人市场 40% 的份额。随着我国未来工业机器人的持续发展, 预计配套伺服电机的需求将继续保持较高的增速。

**人工智能机器人产业爆发在即, 伺服电机需求有望快速增长。**伺服系统是人工智能机器人核心部件。2019 年, 政府工作报告着重强调发展人工智能产业, 为制造业转型升级赋能。人工智能伺服系统潜在需求空间巨大, 但研发难度非常大, 核心技术长期掌控在日本、德国、美国等发达国家, 80% 市场份额被国外公司垄断, 因而进口替代空间大。同时, 随着人工智能新产品应用领域的快速演变, 伺服电机在该领域的需求有望超预期。

## 公司概况

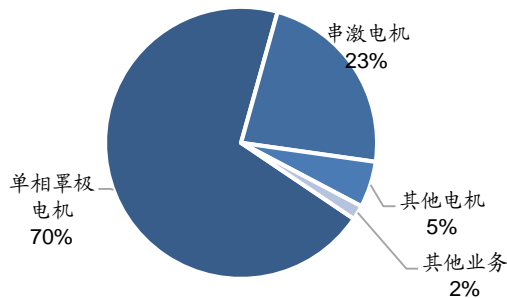
**国内微特电机龙头企业, 受益于高端微特电机需求快速增长。**公司是国内微特电机龙头企业, 微特电机年生产能力已超过 4500 万台, 其中主要产品单相罩极电机年产量超过 3600 万台, 产销量在国内处于领先地位。微特电机作为电能转换为动能的核心部件, 广泛应用在家用电器、办公自动化、安防监控、医疗器械、工业自动化与机器人等多个领域, 目前行业市场空间在 2800 亿左右, 未来 3-5 年仍将保持 15% 的增速。从技术角度, 高端微特电机 (具备节能环保、机电一体化、智能化和高可靠性) 需求逐渐增长。因而, 我们认为兼具高端微特电机产能和性价比优势的国产龙头企业有望加速替代国内低端产能, 同时进军海外市场, 扩大市场份额。

**2019H1 公司业绩快速增长, 外销稳步增长, 内销客户结构优化。**2019H1 公司业绩大幅增长主要由于销售订单激增。公司单相罩极电机 (含贯流风机) 销售收入达到 27,884.66 万元, 同比增长 20.86%, 串激电机销售收入达到 9,141.92 万元, 同比增长 39.15%, 步进电机、直流无刷电机、伺服电机等产品销售收入也快速增长, 同比增长 78.08%。客户结构方面, 外销稳步增长, 欧洲区实现销售收入 13,586.67 万元, 同比增长 32.83%; 美洲区实现销售收入 10,651.33 万元, 同比增长 20.59%。国内市场, 以国内高端品牌家电为主, 客户结构进一步优化。未来, 公司将进一步加大步进电机、直流无刷电机和伺服系统等产品的持续研发和市场拓展, 打造新的增长点, 逐步向机器人、工业自动化和人工智能领域转型升级。

## 微特电机龙头，加速布局人工智能

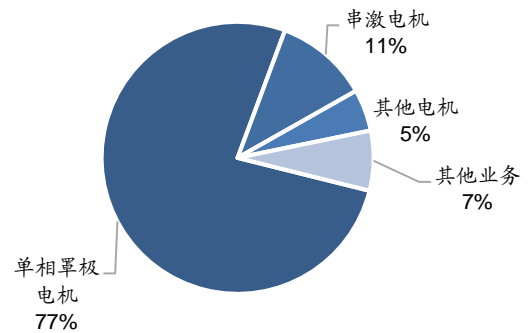
公司是国内微特电机龙头企业。公司于 2010 年在湖南永州创立，2017 年 8 月 17 日成功上市。主营产品包括单相罩极电机（含贯流风机）、串激电机、步进电机、直流无刷电机、伺服电机，目前微特电机年生产能力已超过 4500 万台，其中主要产品单相罩极电机年产销量超过 3600 万台，产销量在国内处于领先地位。目前，公司产品定位于全球中高端市场，主要为全球知名家电生产企业提供配套电机产品。2018 年公司海外营收占总营收比例达 63.8%。

图 6：2019H1 公司主营产品营收占比








资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：2019H1 公司主营产品毛利占比



资料来源：公司公告、中国农药工业协会、国信证券经济研究所整理

表 8：公司主要产品及应用领域

产品名称	单相罩极电机	串激电机	直流无刷电机	步进电机	伺服电机
产品功能	用于家电及医疗器械产品的冷却、散热、空气循环	为小家电、电动工具等提供高转速动力	家电产品的无级调速、冷却散热、智能控制等	用于办公自动化、工业自动化、安防监控产品的角度控制和位移控制	主要用于工业自动化的运动控制与执行
应用领域	空调器、家用水泵、医疗器械等	食物搅拌机、电吹风、果汁机、电钻、电磨等家电及电动工具	白色家电行业，如冰箱、空调、洗衣机、换气扇等	针式打印机、复印机、扫描仪、ATM 机、绣花机、雕刻机等	工业机器人、高端数控机床、自动化生产线、激光加工设备等
产品示意图					

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

各类电机产销量稳步提升，步进电机、直流无刷电机、伺服电机营收增速快。2019 年上半年，公司各类电机产销量稳步提升。其中，单相罩极电机（含贯流风机）销售收入 2.79 亿元，同比增长 20.86%，串激电机销售收入 0.91 亿元，同比增长 39.15%，步进电机、直流无刷电机、伺服电机等产品销售收入同比增长 78.08%，整体业绩稳步提升。

表 9：2015-2018 年公司主要产品产销量

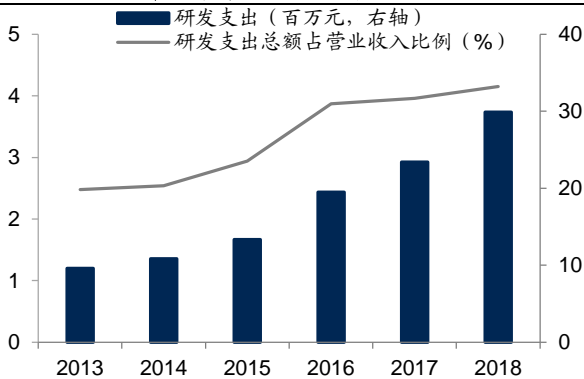
产品类别	项目	2015 年 (万台)	2016 年 (万台)	2017 年 (万台)	2018 年 (万台)
单相罩极电机	销售量	2414.3	2607.5	3045.6	3282.2
	生产量	2372.5	2611.3	3083.6	3337.3
串激电机	销售量	381.4	538.5	545.6	800.0
	生产量	375.7	514.4	533.3	797.3
步进电机	销售量	56.9	54.6	49.2	152.9
	生产量	55.9	57.3	49.2	150.9

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**高研发投入巩固技术壁垒，高端产品具备成本优势。**长期以来，公司以市场为导向，持续加大产品研发投入，在微特电机领域，针对电机的可靠性、长寿命、低噪音等关键技术课题进行了长期的专项研发，拥有多项核心技术，不断提升产品的关键技术性能指标，生产的微特电机产品在可靠性、低噪音、使用寿命等关键性能指标上已达到国际先进水平；公司自身加速研发的同时，还与国内外国内重点大学、科研院所进行技术合作，在微特电机的前沿技术，特别是在伺服系统的研发方面，公司与瑞士、日本的科研机构建立了联系，并与哈尔滨工业大学、东南大学、西安微电机研究所等合作，打造公司核心竞争力。2018 年公司研发支出 2990 万元，占营收比重达 4.15%。2019 年上半年公司研发支出 1464 万元，同比增长 15.46%，但由于收入增长迅速，研发费用占收入比重为 3.67%，占比有所下滑；同时，相比国外竞争队友拥有性价比优势。公司在全球市场公司的竞争对手主要是韩国 SPG 株式会社、德国依必安派特 (EBM-PAPST)、意大利飞马 (FIME) 等微特电机生产企业。与前述竞争对手相比，公司产品品质相当或接近，但产品价格低于竞争对手，公司产品的性价比优势明显。

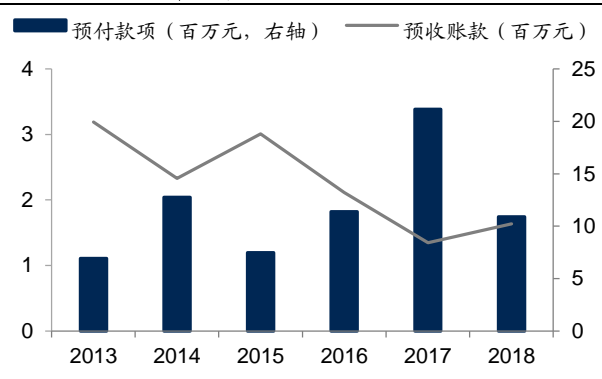
**客户资源优势突出，稳定合作来自品牌和产品实力。**公司与国内同行业公司相比，进入该领域时间长、技术沉淀深、制造规模大、品牌影响力广，在电机研发能力和品质保障上有明显的优势。再者，公司拥有大量优质客户资源，包括伊莱克斯 (Electrolux)、惠而浦 (Whirlpool)、通用电气 (GE)、阿瑟力克 (Arcelik)、松下 (Panasonic)、美的、海信等国内外知名企业，这些知名企业对供应商产品品质要求严格，通常都不会轻易更换供应商。长期稳定的合作促进公司产品技术水平、产品质量和服务不断提升，同时也推动公司销售收入的持续稳定增长，并由此形成良好的品牌影响力，为公司产品进一步拓展市场奠定坚实的客户资源基础。2018 年公司预收账款约 1634 万元，同比提升 21.4%，下游客户资源进一步巩固。

图 8：2013-18 年公司研发支出及占营收比重



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：2013-18 年公司预收及预付账款



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 10: 公司下游客户情况

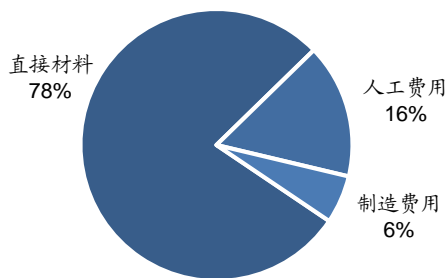
公司名称	国家	成立时间/年	主营业务	行业地位
伊莱克斯 (Electrolux)	瑞典	1919	冰箱、冰柜、炊具、干衣机、吸尘器、食品服务设备和洗衣设备等	世界最大的厨房设备、清洁洗涤设备及户外电器制造商，同时也是世界最大的商用电器生产商
惠而浦 (Whirlpool)	美国	1911	洗衣机/干衣机、微波炉、冰箱、空调、油热汀和家庭厨房垃圾处理机等	世界上最大的大型家用电器制造商之一，白色家电产品已连续 11 年保持全球市场占有率领先
通用电气 (GE)	美国	1892	冰箱、洗衣机、净水设备等 (家电产品介绍)	世界上最大的多元化服务性公司
阿瑟力克 (Arcelik)	土耳其	-	洗衣机、干衣机、洗碗机、冰箱、烤箱、炊具 (白色家电业务)	世界家电巨头，全球市场占有率名列前茅
松下 (Panasonic)	日本	1918	家用电器产品 (吸尘器)，住宅设备机器 (温水冲洗便座) 等 (松下电器中国)	世界三大电器企业之一
美的	中国	1968	消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链等	中国家电三巨头之一
海信	中国	1969	电视、空调、冰箱、手机等	电视行业龙头

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

**外销保持持续增长，重点开拓国内市场。**2019 年上半年，公司实现外销收入 2.80 亿元，占营业收入比重为 70.10%，其中，欧洲区实现销售收入 1.36 亿元，同比增长 32.83%；美洲区实现销售收入 1.07 亿元，同比增长 20.59%。公司在保持外销市场稳步增长的基础上，重点开拓国内市场，以国内高端品牌家电为主，客户结构持续优化，市场份额进一步提高。

**大宗商品价格平稳下行，公司成本优势日益显现。**2018 年，公司直接材料、人工费用、制造费用分别占主营成本比重为 78.27%、16.01%、5.73%，其中原材料是公司营业成本主要构成。公司主要原材料包括硅钢片、漆包线 (其主要原材料为铜) 等，2018 年以来，硅钢片、漆包线等大宗商品价格处于下行趋势，公司原材料成本压力有所减小，叠加微特电机产销量持续增长带来的规模效应，公司成本管控能力有望进一步提升，成本优势日益凸显。

图 10: 2018 年公司营业成本占比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 11: 2013-18 年原材料价格走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**公司实际控制人合计持股比例提升至 58.73%，决策效率有望提高。**实际控制人聂葆生和聂鹏举合计 (含间接方式) 持有公司 58.73% 的股份，持股充分，有利于公司决策效率的提高。控股股东为聂葆生，实际控制人为聂葆生、聂鹏举父子。截至 2019 年 6 月 31 号，聂葆生直接持有本公司 28.92% 的股份，通过永州市科旺投资中心 (有限合伙) 间接持有本公司 5.40% 的股份，合计持有本公司 34.32% 股份；聂鹏举直接持有本公司 24.41% 的股份。

**提前布局伺服电机，技术和成本领先优势明显。**2019年9月10日，公司全资子公司深圳市科力尔运动控制技术有限公司完成工商登记，有望加快技术研发，率先推动人工智能领域伺服电机领域国产化进程。伺服系统是人工智能机器人核心部件。人工智能伺服系统研发难度非常大，核心技术长期掌控在日本、德国、美国等发达国家，公司作为异军突起的高科技企业，产品得到包括韩国三星、日本松下、美国通用等客户认可。目前，伺服电机80%市场份额被国外公司垄断，进口替代空间大。公司经过多年开发，完成40机座、60机座、80机座、130机座高性能伺服电机的研发并投产，产品性能达到日系同类产品水平，产品质量与效能同日本松下（世界伺服电机龙头）相似但售价只有其一半，性价比优势明显。2019H1，公司伺服电机在自动化设备、工业机器人和3C市场批量投入应用，与国内知名企业建立了良好的合作关系。目前，国内市场开始全面发力，预计未来3年占有2~3%市场份额（销售收入达到56~84亿）。随着公司伺服电机在机器人和工业自动化市场的推广和品牌影响力的扩大，以及国内机器人和工业自动化行业的快速发展，伺服电机市场广阔，为公司带来更大的发展机遇，将成为公司新的利润增长点。

**表 11：公司伺服电机核心技术介绍**

序号	技术名称	技术特点	先进程度
1	永磁交流伺服电机多物理场协同设计技术	在电、磁、力学、热能、结构、电力电子、控制策略等多领域进行物理仿真分析，以及系统综合与折中平衡。	国内领先
2	内置切向式磁钢高性能永磁伺服电机设计技术	内置式转子切向式结构具有聚磁效果，可有效提升气隙磁密及电机的功率密度，合理的优化设计使切向式永磁交流伺服电机超越表贴式电机的性能。	国内领先
3	新型的电机绝缘结构技术	通过使用0.125mm厚的迈拉片及0.2mm厚的PET骨架组合绝缘方式，占用的定子槽空间更小，提高了电机的槽满率。	国内先进
4	定子直槽斜槽口技术	在定子铁芯高速冲级进模具上增加伺服电机控制，实现定子铁芯斜槽口。定子铁芯斜槽口能有效地降低伺服电机的齿槽定位力矩，从而降低伺服电机的转速波动和转矩脉动，提高伺服电机的性能。	国内先进

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

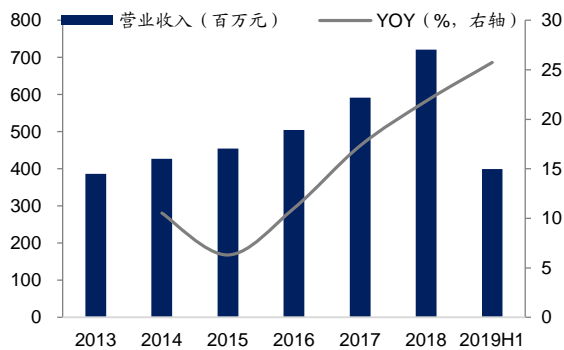
**未来公司业绩增长依靠技术研发和市场推广。****技术研发。**公司在微特电机产品的研发、生产过程中，针对电机的可靠性、长寿命、低噪音等关键技术课题进行了长期的专项研发，拥有了多项核心技术，不断提升产品的关键技术性能指标，生产的微特电机产品在可靠性、低噪音、使用寿命等关键性能指标上已达到国际先进水平，先后通过了中国CCC认证、美国UL认证、德国VDE和TUV认证，以及ISO14001环境体系认证，并且拥有几百项技术专利；**市场推广。**公司产品远销美国、德国等十几个发达国家，与伊莱克斯、弗兰克林、阿切克利、松下、西门子等多家国际巨头保持了稳定长期的合作关系。公司直流无刷电机和伺服电机作为公司全新开发的新产品，已经小批量投入市场，市场反应良好。公司将进一步加大步进电机、直流无刷电机和伺服系统等产品的持续研发和市场拓展，打造新的增长点，逐步向机器人、工业自动化和人工智能领域转型升级。

### 2019H1 公司业绩快速增长

**2019H1 公司业绩快速增长，外销稳步增长，内销客户结构优化。**2019年上半年，公司实现营业收入39,907.45万元，较上年同期增长25.75%；实现营业利润4,934.46万元，较上年同期增长67.83%；实现利润总额4,924.04万元，较上年同期增长61.69%；实现归母净利润4298.78万元，较上年同期增长61.13%。外销稳步增长，欧洲区实现销售收入13,586.67万元，同比增长32.83%；美洲区实现销售收入10,651.33万元，同比增长20.59%。国内市场，以国内高端品牌家电为主，优化客户结构，进一步扩大市场。公司各类电机产量和销量稳步提升，单相罩极电机（含贯流风机）销售收入达到27,884.66万元，同比增长20.86%，串激电机销售收入达到9,141.92万元，同比增长39.15%，步进电机、

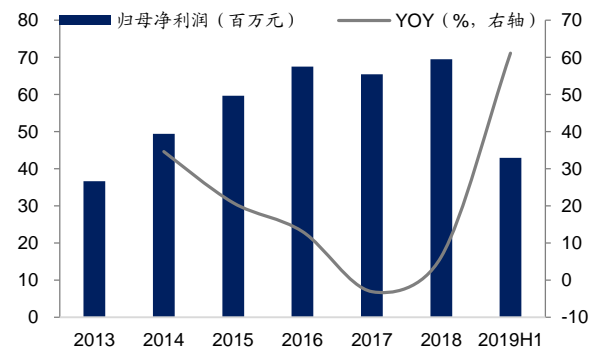
直流无刷电机、伺服电机等产品销售收入也快速增长，同比增长 78.08%，销售收入稳步提升。

图 12: 2013-19H1 公司营业收入及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

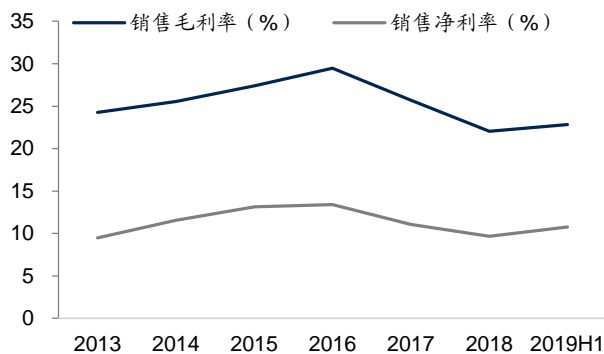
图 13: 2013-19H1 公司归母净利润及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

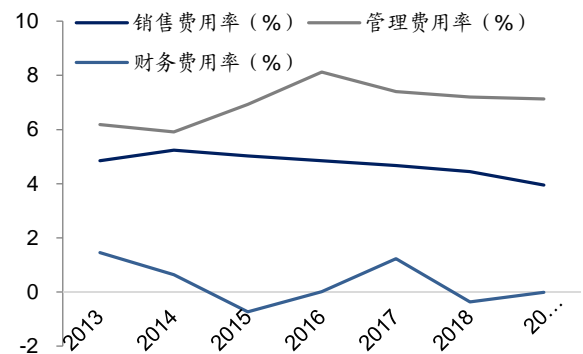
整体毛利率及净利率稳步回升，期间费用率平稳下降。得益于大宗商品价格趋势下行及成本管控能力的提升，公司盈利能力有望步入上升通道。2019 上半年，公司整体毛利率及净利率分别为 22.85% 和 10.77%，结束两年连续下降趋势，触底反弹。此外，期间费用方面，2019 年上半年，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.95%、7.13%、-0.01%，整体呈现下降趋势，公司期间费用管控水平进一步提高。

图 14: 2013-19H1 公司毛利率和净利润



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 15: 2013-19H1 公司三费率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

按假设前提，我们预计公司 19-21 年归属母公司净利润 1.19/2.02/2.66 亿元，增速分别为 71.4%/69.1%/31.9%。每股收益分别为 0.84/1.42/1.87 元

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

2019-22 年公司各业务部门收入增速假设。

(1) 单相罩极电机: 单相罩极电机在内外市场的销量维持市场领先优势，内销

市场客户开发进展顺利，产品结构不断升级和优化，毛利率稳定提升。预计2019-2021年收入分别增长为15%、50%、12%；毛利率分别为25.0%、27.5%、28.0%。

(2) 串激电机业务增速稳定，预计2019-2021年收入增长为45%、40%、20%，毛利率为11.5%、13.5%、13.5%。

(3) 其他电机业务增速稳定：高效直流无刷电机产业化项目、3KW及以下伺服电机系统产业化项目顺利完工。伺服系统在机器人、工业自动化和人工智能等领域的应用市场得以开拓，毛利率稳定提升。预计2019-2021年收入分别增长为25%、80%、20%，毛利率分别为20.8%、23.0%、23.5%。

(4) 其他业务增速稳定。假设2019-2021年收入增长均为18%，毛利率分别为94.0%、94.2%、94.3%。

(4) 经营管理效率持续优化。假设2019-2021年管理费用率（不含无形资产摊销）均为2.9%，较2018年下降0.1pct；销售费用率均为4.0%，较2018年下降0.45pct。

**表 12：公司主营产品业绩拆分与预测**

单相罩极电机				
收入	509.24	585.63	878.44	983.85
收入 YOY	10%	15%	50%	12%
成本	387.74	439.22	636.87	708.37
毛利	121.50	146.41	241.57	275.48
毛利率(%)	23.86	25.00	27.50	28.00
串激电机				
收入	158.12	229.27	320.98	385.18
收入 YOY	61%	45%	40%	20%
成本	144.60	202.91	277.65	333.18
毛利	13.52	26.37	43.33	52.00
毛利率(%)	8.55	11.50	13.50	13.50
其他电机				
收入	35.09	43.86	78.95	94.74
收入 YOY		25%	80%	20%
成本	28.42	34.74	60.79	72.48
毛利	6.67	9.12	18.16	22.26
毛利率(%)	19.02	20.80	23.00	23.50
其他业务				
收入	18.47	21.79	25.72	30.35
收入 YOY	18%	18%	18%	18%
成本	1.28	1.31	1.49	1.73
毛利	17.18	20.49	24.23	28.62
毛利率(%)	93.05	94.00	94.20	94.30
汇总				
收入	720.92	880.56	1,304.09	1,494.12
收入 YOY	22%	22%	48%	15%
成本	562.04	678.17	976.80	1,115.76
毛利	158.87	202.38	327.29	378.36
毛利率(%)	22.04	22.98	25.10	25.32

资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理与预测



**表 13: 未来 3 年盈利预测表**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	721	881	1304	1652
营业成本	562	678	977	1230
销售费用	32	35	52	66
管理费用	22	26	38	48
财务费用	(3)	0	1	1
营业利润	78	133	231	304
利润总额	79	138	232	305
归属于母公司净利润	70	119	202	266
EPS	0.49	0.84	1.42	1.87
ROE	11.1%	16.5%	22.9%	24.6%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司 19-21 年收入分别为 8.81、13.04、16.52 亿元, 归属母公司净利润 1.19/2.02/2.66 亿元, 利润年增速分别为 71.4%/69.1%/31.9%。每股收益 19-21 年分别为 0.84/1.42/1.87 元。

### 盈利预测的敏感性分析

#### 盈利预测情景分析

**表 14: 情景分析 (乐观、中性、悲观)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	592	721	897	1,371	1,773
(+/-%)	17.3%	21.8%	24.4%	52.9%	29.4%
净利润(百万元)	65	70	189.92	315.46	419.18
(+/-%)	-3.1%	6.3%	173.0%	66.1%	32.9%
摊薄 EPS	0.78	0.49	1.34	2.22	2.95
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	592	721	881	1,304	1,652
(+/-%)	17.3%	21.8%	22.1%	48.1%	26.7%
净利润(百万元)	65	70	119.23	201.59	266.00
(+/-%)	-3.1%	6.3%	71.4%	69.1%	31.9%
摊薄 EPS(元)	0.78	0.49	0.84	1.42	1.87
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	592	721	865	1,239	1,537
(+/-%)	17.3%	21.8%	19.9%	43.3%	24.0%
净利润(百万元)	65	70	52.67	99.31	130.71
(+/-%)	-3.1%	6.3%	-24.3%	88.5%	31.6%
摊薄 EPS	0.78	0.49	0.37	0.70	0.92
总股本 (百万股)		142	142	142	142

资料来源: 国信证券经济研究所预测

公司的合理估值在 54-60 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上的, 特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断, 可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 54-60 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来

10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值乐观的风险；

2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2018 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑人工智能带动伺服电机需求爆发，公司业务成长有超预期的可能性，最终给予公司 64.3-71.4 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

#### 原材料价格波动风险

公司生产所需主要原材料为漆包线（其主要原材料为铜）、硅钢片等，原材料价格波动对公司产品成本的影响较大，如果原材料价格出现大幅波动，将对公司经营业绩造成较大影响。目前全球经济形势动荡不稳，如主要原材料价格在未来继续大幅上涨，将对公司业绩造成不利影响。公司通过销售价格联动，适时开展锁定部分材料成本，加强新产品开发，提高新产品的附加值和新产品销售比例等一系列措施，进一步规避原材料价格波动风险。

#### 汇率波动风险

目前，公司产品出口销售收入占主营业务收入的比例超过 60%，产品主要出口至欧洲和美洲，主要以美元、欧元计价，因此人民币汇率的波动对公司的利润会产生一定的影响。公司通过调整外汇策略并开展远期结售汇业务，尽可能规避汇兑损失风险。

#### 应收账款风险

2018 年末公司应收票据及应收账款为 13,912.26 万元，占总资产的比例为 18.60%，占营业收入的比例为 19.30%。如客户自身经营不善或发生财务困难，将存在部分应收账款发生坏账的风险，进而对公司业绩产生不利影响。公司通过执行严格的应收账款管理制度和风险防范措施，超过 99% 的应收账款账龄均在一年以内，已经按谨慎性原则计提应收账款坏账准备，尽可能避免应收账款风险。

#### 人力资源风险

公司目前处于快速发展阶段，在不断扩大现有产品规模的基础上，加快新产品产业化，并有通过横向、纵向进行相关产业并购扩张的需求。公司的快速发展对人力资源提出了更高的要求，且近年来，我国人工成本呈较快增长趋势，给企业带来较大的经营压力，成为影响企业发展的重要因素。公司通过制定科学的人力资源规划，加强招聘、培训、激励等措施，组建和稳定适合公司未来发展的人才队伍，做好人才储备，同时加快自动化、智能化技术改造，提高生产效率，以应对人力资源不足的风险。

#### 市场竞争风险

目前我国微特电机行业集中度不高，企业数量众多，行业处于完全竞争状态，产品竞争激烈，如果公司的市场竞争力下降，会对公司的经营业绩造成较大影

响。公司通过不断加大研发投入和对生产工艺的持续改造，保持公司的核心竞争力，并加强市场的售前和售后服务，加快完善海外营销网络，有效提高产品的性能、品质和客户忠诚度，拓展新的应用领域和扩大销售规模。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	69	80	71	63	营业收入	721	881	1304	1652
应收款项	142	159	236	299	营业成本	562	678	977	1230
存货净额	105	142	205	259	营业税金及附加	5	6	9	11
其他流动资产	232	284	420	532	销售费用	32	35	52	66
<b>流动资产合计</b>	<b>548</b>	<b>664</b>	<b>932</b>	<b>1153</b>	管理费用	22	26	38	48
固定资产	186	201	222	242	财务费用	(3)	0	1	1
无形资产及其他	7	6	6	6	投资收益	9	4	8	9
投资性房地产	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	(7)	(7)	(4)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(27)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>748</b>	<b>879</b>	<b>1167</b>	<b>1408</b>	营业利润	78	133	231	304
短期借款及交易性金融负债	0	2	44	19	营业外净收支	1	5	1	1
应付款项	87	103	169	213	<b>利润总额</b>	<b>79</b>	<b>138</b>	<b>232</b>	<b>305</b>
其他流动负债	31	47	69	87	所得税费用	9	18	31	39
<b>流动负债合计</b>	<b>118</b>	<b>152</b>	<b>282</b>	<b>319</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>70</b>	<b>119</b>	<b>202</b>	<b>266</b>
其他长期负债	4	6	7	8					
<b>长期负债合计</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>122</b>	<b>158</b>	<b>288</b>	<b>327</b>	净利润	70	119	202	266
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	1	1	0	1
股东权益	626	721	878	1081	折旧摊销	13	20	23	26
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>748</b>	<b>879</b>	<b>1167</b>	<b>1408</b>	公允价值变动损失	7	7	4	1
					财务费用	(3)	0	1	1
关键财务与估值指标					营运资本变动	(59)	(71)	(188)	(165)
每股收益	0.49	0.84	1.42	1.87	其它	(1)	(1)	(0)	(1)
每股红利	0.07	0.17	0.31	0.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>31</b>	<b>76</b>	<b>40</b>	<b>128</b>
每股净资产	4.40	5.07	6.18	7.60	资本开支	(33)	(43)	(47)	(47)
ROIC	15%	18%	24%	26%	其它投资现金流	2	0	0	0
ROE	11%	17%	23%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(31)</b>	<b>(43)</b>	<b>(47)</b>	<b>(47)</b>
毛利率	22%	23%	25%	26%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	15%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	18%	19%	20%	支付股利、利息	(11)	(24)	(44)	(64)
收入增长	22%	22%	48%	27%	其它融资现金流	(4)	2	42	(25)
净利润增长率	6%	71%	69%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(25)</b>	<b>(22)</b>	<b>(2)</b>	<b>(89)</b>
资产负债率	16%	18%	25%	23%	<b>现金净变动</b>	<b>(24)</b>	<b>11</b>	<b>(9)</b>	<b>(7)</b>
息率	0.1%	0.3%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	93	69	80	71
P/E	108.7	63.4	37.5	28.4	货币资金的期末余额	69	80	71	63
P/B	12.1	10.5	8.6	7.0	企业自由现金流	10	24	(14)	74
EV/EBITDA	67.8	49.6	31.2	24.4	权益自由现金流	6	26	27	48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032