



中电电机（603988）：定制化电机龙头、海外业务取得突破

审慎推荐(首次)

电气设备

当前股价：68.98 元

报告日期：2017 年 10 月 25 日

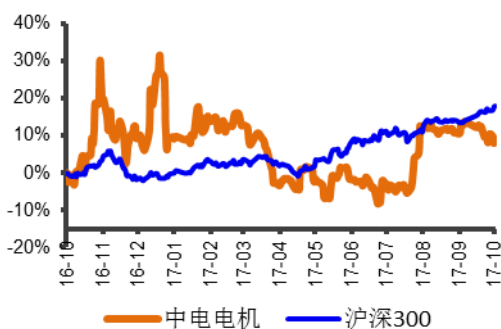
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	233.81	272.08	353.94	380.00
(+/-)	-15.4%	16.37%	30.09%	7.36%
归属母公司 净利润	23.89	33.07	40.74	43.89
(+/-)	-44.14%	38.41%	23.21%	7.72%
EPS (元)	0.299	0.413	0.509	0.549
市盈率	230.70	167.02	135.52	125.65
毛利率	36.73%	35.00%	35.00%	35.00%
ROE	3.70%	4.94%	5.85%	6.04%

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	0.80/0.22
流通市值（亿元）	15.55
每股净资产（元）	8.15
资产负债率（%）	20.15

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：潘永乐

执业证书编号：S1050517100001

联系电话：021-54967705

邮箱：panyl@cfsc.com.cn

● **大中型定制化电机龙头，盈利能力逐渐恢复。**公司是国内民营大中型电机龙头，主要以定制化模式生产大中型直流电机、中高压交流电机和发电机等电机产品。2017H1 公司实现营业收入 1.36 亿元，同比增长 21.86%；实现归母净利润 0.18 亿元，同比下降 3.64%。公司所处大中型定制化电机领域随着下游行业主动去产能，自身也处于被动去产能的过程中，在行业低迷期公司坚持主业，不断向新兴下游行业和海外市场要需求，寻求稳固自身在大中型定制化电机领域的领先地位。

● **大力拓展风力发电机新客户，风力发电机业务已成为公司新利润来源。**公司目前风力发电机产品主要包含 2MW、3MW、6MW 等系列，其中以 3MW 为主。在原有老客户华锐风电之外，公司上半年大力拓展了明阳风电、远景能源等新客户。其中明阳风电已经实现了订单交付，我们预计 2017 年全年订单量将超 3000 万。整体而言，我们预计公司风力发电机业务 2017 年全年订单有望超过 5000 万，已成为公司业务中的重要组成部分。

● **传统大中型电机业务受限于下游需求，毛利率有所下滑。**由于公司大中型电机下游主要是轧钢、矿产、水泥等几个正在受到“去产能”和环保政策影响的行业，因此 2017 年上半年公司传统产品大中型高压电机因下游需求萎缩，整体上处于较为困难的时期。受到需求萎缩影响，上半年公司整体销售毛利率环比下滑了 5.08 pct.。

● **连续签订印度大单，大力拓展海外市场。**2017 年 8 月 15 日公司公告与 Navayuga 工程有限公司签订了印度 FFC 防洪灌溉项目合同，共计 24 台电动机组，总价 2685 万美金。2017 年 9 月 29 日公司再次公告与 RVR 工程有限公司签订了印度 Chintalapudi II 灌溉提水项目合同，合同总价 1070 万美金。

● **盈利预测：**公司 2017 年半年报提出资本公积 10 转增 5 的高送转预案。考虑到公司大中型定制化电机方面的领先地位、风力发电机业务范围的稳步扩大以及印度等海外市场的成功开拓，我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 0.413、0.509、0.549 元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**大中型电机需求快速萎缩；风力发电机需求超预期萎缩；印度水利项目结算进度低于预期等。



目录

1 公司基本情况	3
2 大中型定制化电机龙头，盈利能力逐渐恢复	5
2.1 公司所处的大中型电机行业壁垒较高，竞争格局稳定	5
2.2 国内宏观环境变化导致大中型电机需求下滑，从而进一步影响到毛利率	6
2.3 公司以宽产品线为基础，主动向下游要需求，盈利能力逐步恢复	9
3 大力拓展风力发电机业务，已成公司新利润来源	11
4 连续签订印度大单，大力拓展海外业务	12
5 公司盈利预测与估值	13
6 风险提示	13
7 预测财务报表（单位：百万元）	14

图表目录

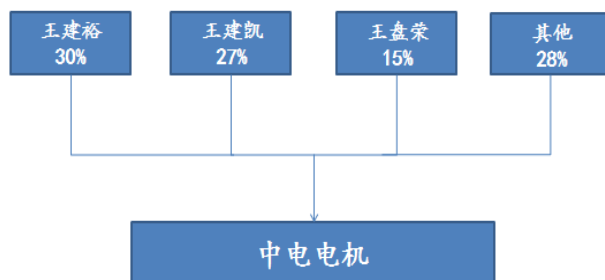
图表 1：中电电机股权结构	3
图表 2：中电电机组织结构图	3
图表 3：中电电机营收变化情况	4
图表 4：中电电机归母净利润变化情况	4
图表 5：中电电机营收占比情况	4
图表 6：中电电机毛利润占比情况	4
图表 7：电机产品分类图	5
图表 8：大中小型电机区分标准	5
图表 9：电机行业微笑曲线	6
图表 10：中电电机目前主要产品分类	7
图表 11：电机行业产业链结构	7
图表 12：大中型电机下游相关行业固定资产投资同比（单位：%）	8
图表 13：中电电机主要原材料消耗占成本比例（预估）	8
图表 14：中电电机销售毛利率（单位：%）	9
图表 15：中电电机营业收入、营业利润、归母净利润同比变化情况	9
图表 16：交流电动机当月产量与当月同比增速情况（单位：万千瓦、%）	10
图表 17：交流电动机产量当月同比与中电电机归母净利润同比	10
图表 18：中电电机风力发电机产品	11
图表 19：我国风电月度新增装机情况（单位：万千瓦）	11
图表 20：中电电机发电机业务近年情况（单位：亿元）	12



1 公司基本情况

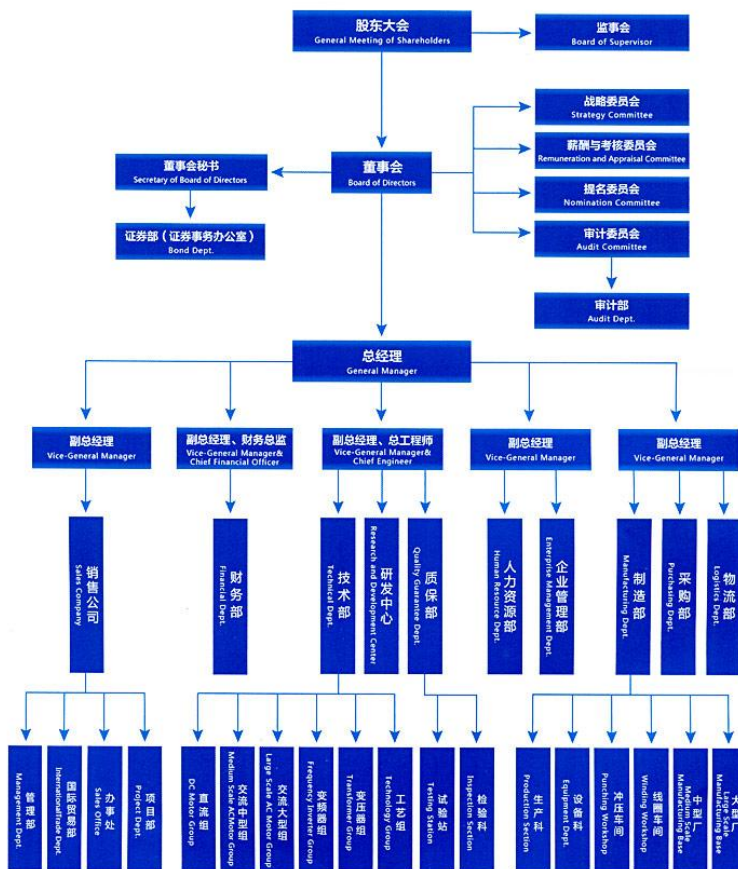
中电电机于2014年11月4日在上交所主板上市，主要从事大中型直流电动机、中高压交流电动机、发电机、电机试验站电源系统和开关试验站电源系统等成套设备的研发、生产和销售业务，公司产品广泛应用于冶金、电力、建材、矿山和造纸等轻重工业各大领域。公司以销定产，主要根据客户订单来组织生产工作。

图表 1：中电电机股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2：中电电机组织结构图

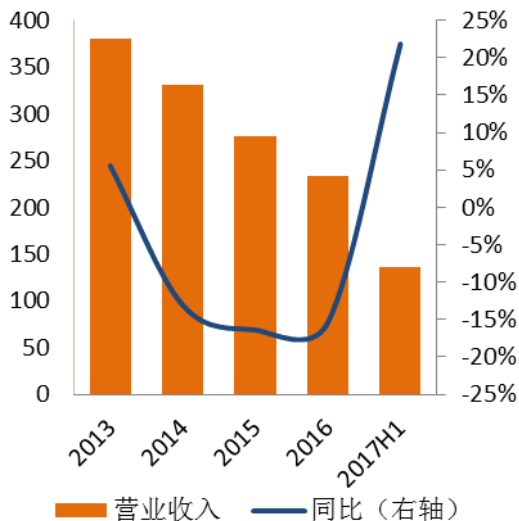


资料来源：公司网站，华鑫证券研发部



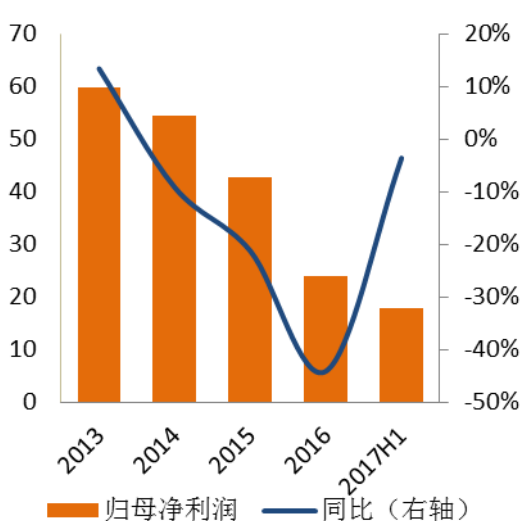
公司目前把主要业务集中在大中型电机上，以宽产品线策略、定制化制造为主。大中型电机、特种电机产品存在较高的人才和技术壁垒，公司在国内主要与上电、哈电、湘电等大型国有企业竞争。2017年上半年公司实现营业收入13604.18万元，较上年同期增加21.86%；实现归母净利润1776.73万元，较上年同期降低3.64%；毛利率31.65%，同比下降6.73pct.。

图表 3：中电电机营收变化情况



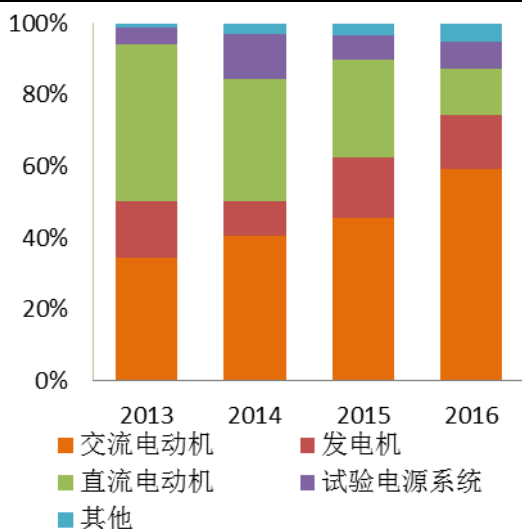
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 4：中电电机归母净利润变化情况



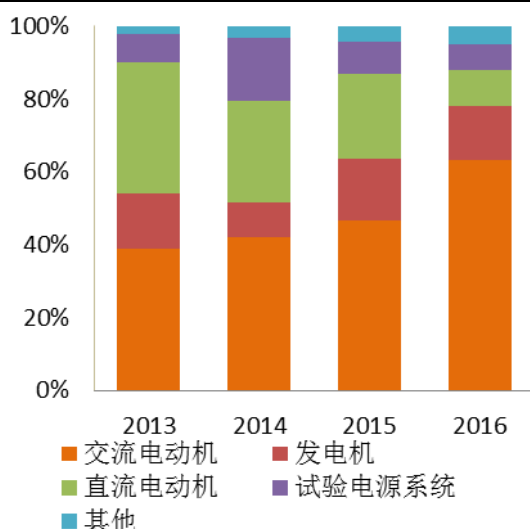
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 5：中电电机营收占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 6：中电电机毛利润占比情况



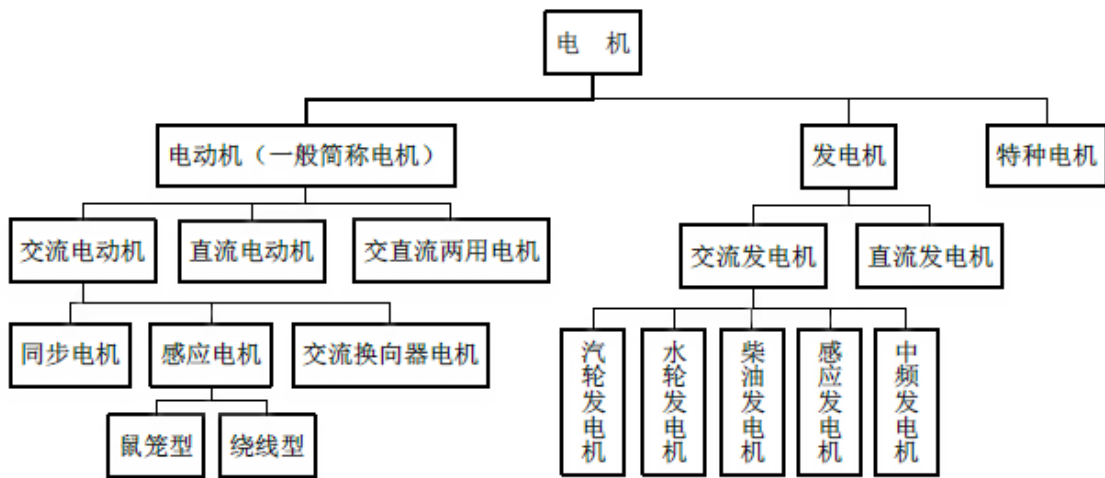
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2 大中型定制化电机龙头，盈利能力逐渐恢复

2.1 公司所处的大中型电机行业壁垒较高，竞争格局稳定

电机是一种利用电和磁的相互作用实现能量转换和传递的电磁机械装置。广义的电机包括电动机、发电机和特种电机。按照电机的能量转换方式分类，可分为发电机、电动机；按照供电电源的方式分类，可分为直流电机和交流电机。

图表 7：电机产品分类图



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

而按照功率的大小或机座号（又称轴中心高）或电压等级进行分类，一般分为大型电机、中型电机、小型电机、小功率电机（又称为分马力电机）和微特电机。公司主营产品正是属于大中型电机领域。

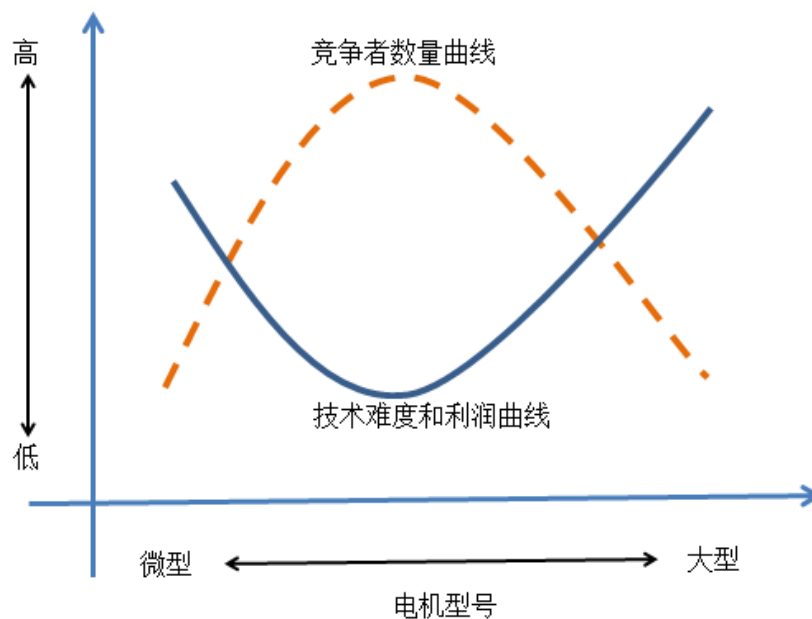
图表 8：大中小型电机区分标准

类型	功率范围	机座号范围 (轴中心高)	额定电压
大型电机	>2000KW	>H710mm	常用 6.3-13.8KV
中型电机	315-3000KW	H355-630mm	常用 3KV-6KV
小型电机	0.12-315KW	H63-355mm	常用电压
小功率电机	<2.2KW	<H90mm	常用电压
微特电机	数百毫瓦到数百瓦	<130mm	-

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

一般情况下，大中型电动机的设计使用寿命为 20 年，大中型发电机的设计使用寿命为 30 年。大中型电机一般 1 至 2 年需要检修一次，某些特殊情况下，有些电机检修周期长达 4 年以上，甚至 10 年。因此大中型电机的生产厂家对其生产过程的检测要求非常严格，一般包括原材料检测（含化学成分、机械性能检测、探伤检查、绝缘介电强度检测等）、零部件结构尺寸及形位公差检查、半成品检验、成品出厂试验或型式试验等多项检测。大中型电机行业以其定制化、制造工艺复杂、可靠性要求极高、检验标准高的特点，形成了较高的行业壁垒，一般中小型企业很难进入大中型电机领域。从全球电机市场的竞争格局来看，占主导地位的仍是通用电气（GE）、西门子（SIEMENS）、ABB、东芝三菱（TMEIC）等几家大的跨国集团，他们掌握着世界最先进的电机设计制造技术，尤其在中大型电机的技术上占有优势。公司在大中型电机领域国内的主要竞争对手是以上电、哈电、湘电为代表的国有大型企业。

图表 9：电机行业微笑曲线



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.2 国内宏观环境变化导致大中型电机需求下滑，从而进一步影响到毛利率

公司主要从事大中型交、直流电机产品的设计、生产、销售和服务，并为机电厂商、检测和科研单位提供试验电源系统一体化解决方案。公司主要的产品种类包括大中型直流电机、中高压异步电机、同步电机、风力发电机、防爆电机、船用电机、矿井提升机、汽轮发电机及其它特种电机(200KW 以上)，广泛应用于冶金、电力、建材、造纸、石化、矿山、水利、造船、市政等行业。

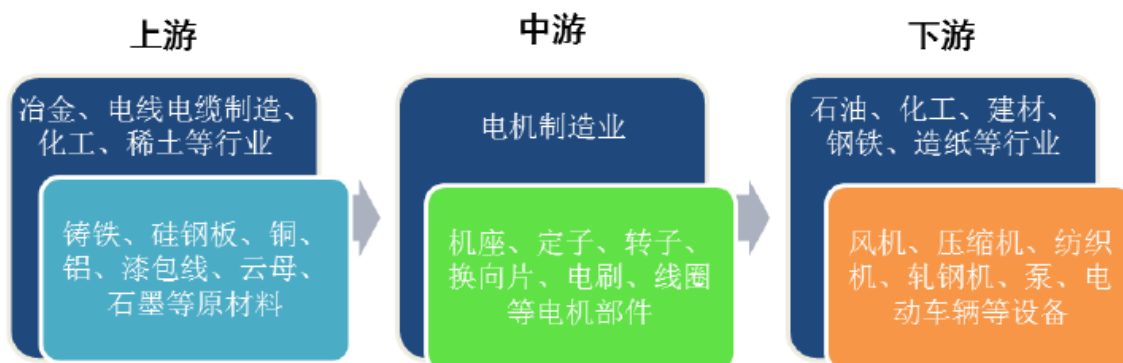
图表 10: 中电电机目前主要产品分类



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

电机行业产业链上游是电解铜(电磁线)、硅钢、碳结钢、绝缘材料等原材料供应商以及轴承、换向器、冷却器等配件供应商, 下游是冶金、能源、煤炭、船舶、水泥建材等行业固定资产投资需求方。受国家宏观经济调控的影响, 电机行业大部分下游处于产能过剩状态, 市场需求随之相应下滑。我们认为, 传统产业的去库存化、去产能化还需要时间, 新兴产业的成长也需要一个过程。而在这一过程期间, 随着市场需求的减少业主在大中型电机的设备采购中更加看重价格因素。根据我们草根调研了解, 目前去年下半年至今年一季度以来大中型电机的价格下降至 24000 元/吨左右, 最低曾经下降至 16000 元/吨的低点。

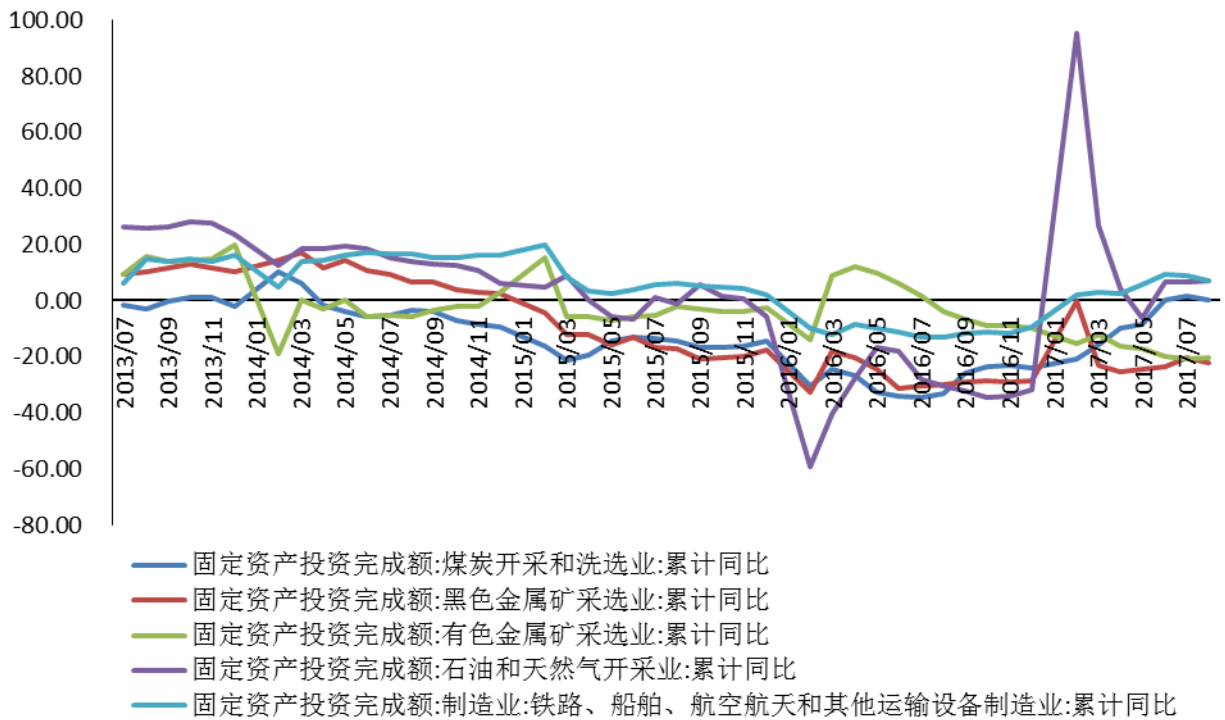
图表 11: 电机行业产业链结构



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部



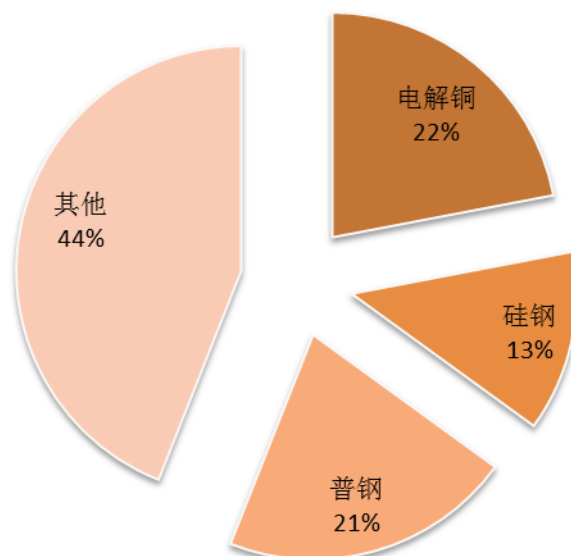
图表 12: 大中型电机下游相关行业固定资产投资同比 (单位: %)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

随着电机行业以铜、钢为主的上游产品价格由于供给侧改革推进出现较大幅度的上涨, 叠加产品价格下跌, 公司整体毛利率水平出现了趋势性的下滑, 单季度毛利率已从 2015Q1 的 40.83% 下滑至 2017Q1 的 30.69%, 下滑了超过 10 个百分点。

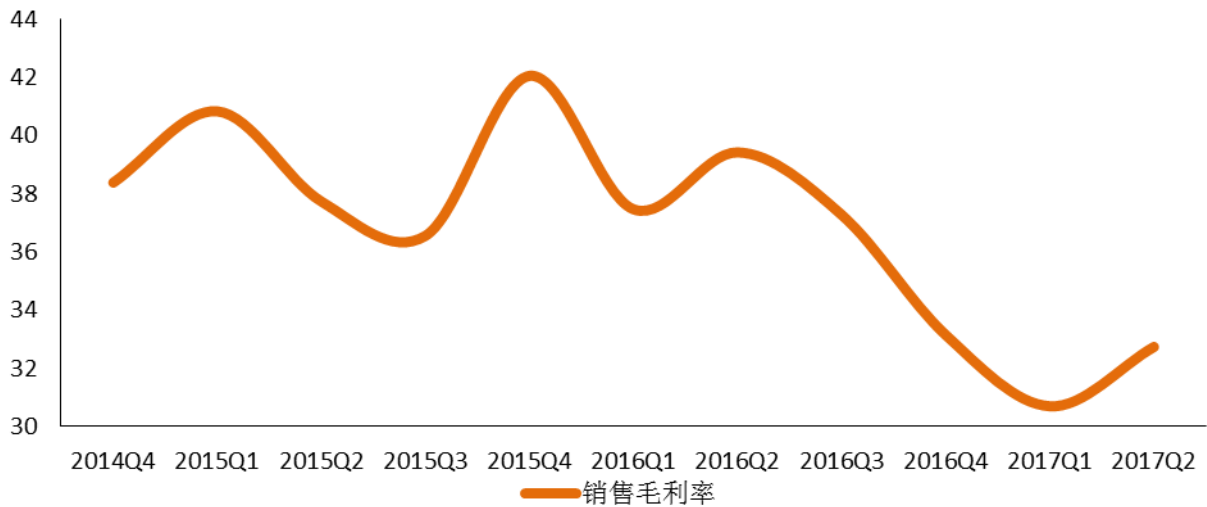
图表 13: 中电电机主要原材料消耗占成本比例 (预估)



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部



图表 14：中电电机销售毛利率（单位：%）



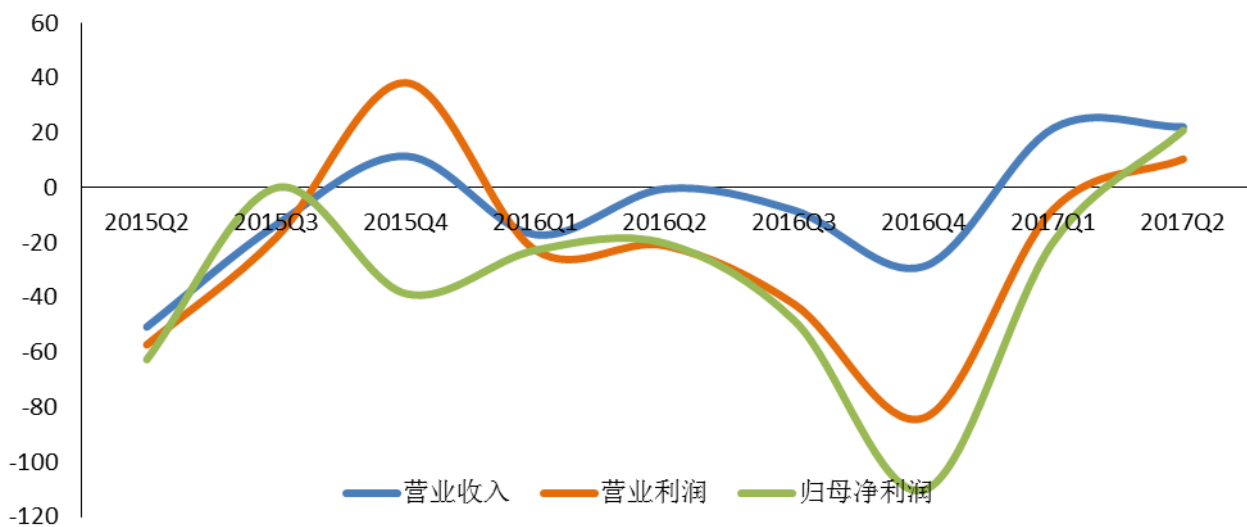
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.3 公司以宽产品线为基础，主动向下游要需求，盈利能力逐步恢复

公司通过不断的技术研发投入和技术创新，形成了以四大类产品为主的宽产品线战略优势。在传统下游行业受宏观环境影响需求下降的背景下，公司依旧立足大中型电机行业精耕细作，从拓展下游行业（水利、风电）以及拓展业务地域（海外，以印度为主）两个方面主动寻找挖掘新需求，今年上半年来公司盈利能力逐步得以恢复。

从单季度经营情况来看，2017Q1 公司营业收入就结束了连续 4 个季度的同比下滑；在销售毛利率整体下降一个台阶的情况下，自 2017Q2 公司营业利润结束了连续 5 个季度的同比下滑、归母净利润结束了连续 8 个季度的同比下滑，均实现了同比正增长。

图表 15：中电电机营业收入、营业利润、归母净利润同比变化情况

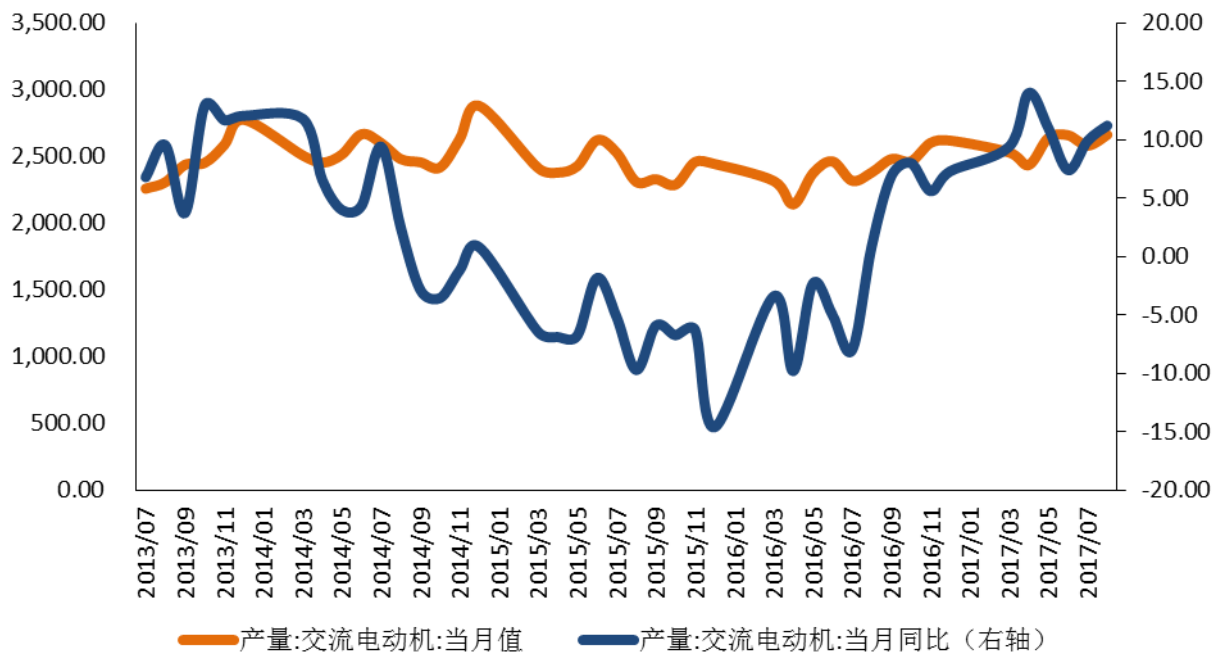


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



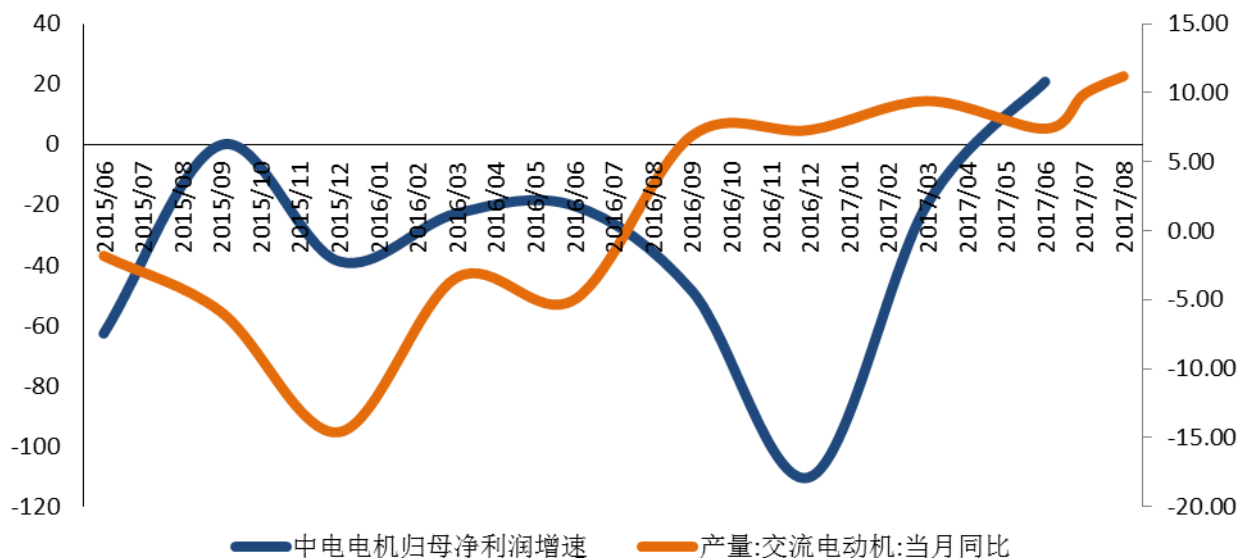
根据国家统计局数据，全国交流电动机月均产量自 2016 年上半年回落自 2140 万千瓦后开始恢复，自 2017 年上半年产量已基本恢复至 2013 年月均 2500 万千瓦的水平。由于产量与交货以及结算的时间差，我们认为近年来中电电机的业绩波动与行业波动基本一致。随着交流电动机产量进一步恢复，我们判断 2017Q3-Q4 公司业绩同比增速还将维持高位。

图表 16: 交流电动机当月产量与当月同比增速情况 (单位: 万千瓦、%)



资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研发部

图表 17: 交流电动机产量当月同比与中电电机归母净利润同比



资料来源: 国家统计局, 公司公告, 华鑫证券研发部

3 大力拓展风力发电机业务，已成公司新利润来源

公司进入风力发电机领域较早，2007年10月公司第一台风力发电机下线，2010年9月第一台6MW风力发电机下线。目前公司风力发电机产品包括双馈型异步风力发电机、全功率变频风力发电机等，涵盖了2MW、3MW、6MW等系列，其中以3MW为主。根据我们草根调研统计，目前市场平均3MW风力发电机销售售价在30万左右，毛利率维持在30%左右。

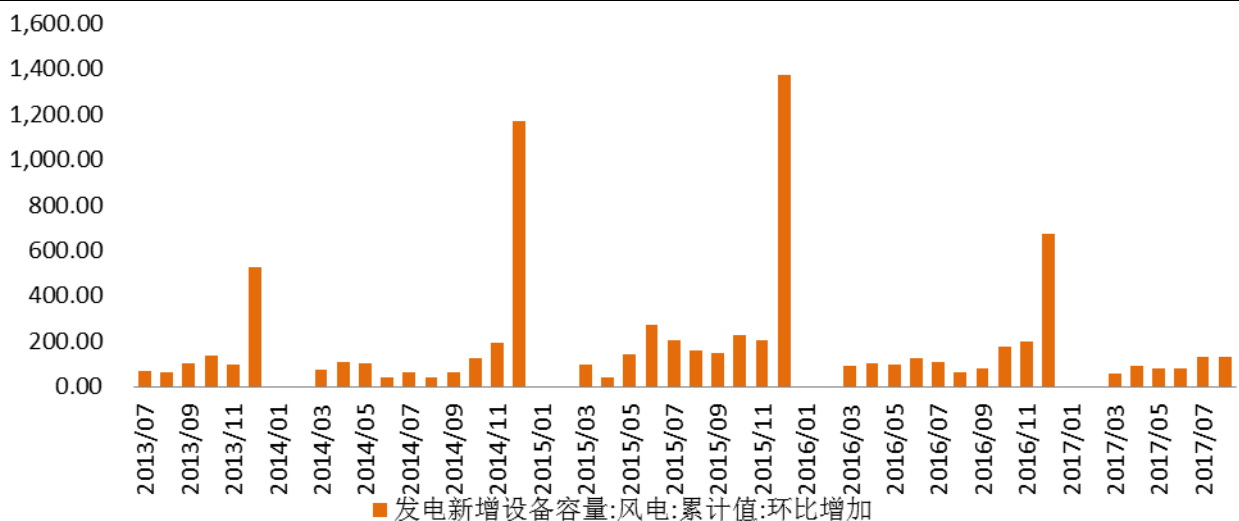
图表 18：中电电机风力发电机产品



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

2017年1-8月份，我国风电新增装机8.59GW，相较去年同期多增1.17GW。其中8月份当月我国新增风电装机1.29GW，同比增长111%。随着四季度风电装机旺季来临以及风电消纳问题不断改善，我们预计全年我国全年风电新增装机将有望超过20GW。

图表 19：我国风电月度新增装机情况（单位：万千瓦）



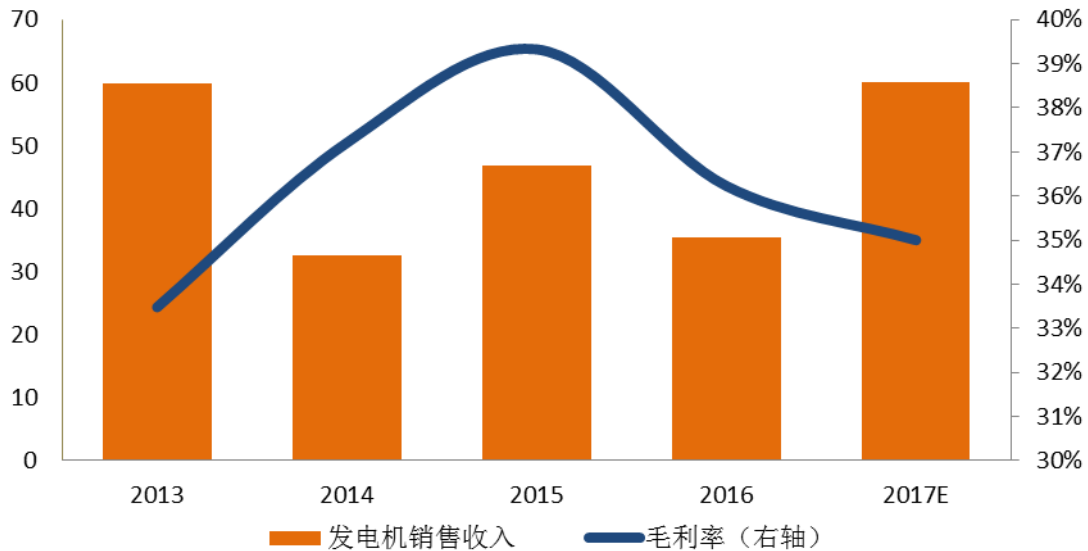
资料来源：国家能源局，华鑫证券研发部

2016年公司风力发电机完成销售100台，由于公司今年着力新开发了明阳、远景、锋电



等新客户，尤其是部分新客户订单已完成交付，我们预计公司 2017 年风力发电机业务增速有望达到 100%左右。公司风力发电机以大功率为主，在海上风电发展的背景下我们看好公司未来大功率风力发电机的销售前景。

图表 20：中电电机发电机业务近年情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

4 连续签订印度大单，大力拓展海外业务

2017年8月15日公司公告与Navayuga工程有限公司签订了印度FFC防洪灌溉项目合同，共计24台电动机组及其附属设备，总价2685万美金（按报告日汇率折算约为1.77亿元），合同预计于签订之日起18个月内完成，采用预付款10%+到货款75%+验收款15%的方式支付。根据我们的测算和公司生产进度安排，我们预计2018年底该合同可执行完成。

2017年9月29日公司再次公告与RVR工程有限公司签订了印度Chintalapudi II灌溉提水项目合同，共计10台电动机组及其附属设备，总价1070万美金（按报告日汇率折算约为0.71亿元）。合同预计于签订之日起12个月内完成，同样采用预付款10%+到货款75%+验收款15%的方式支付。根据我们的测算和公司生产进度安排，我们预计2018年底该合同可执行完成。

公司连续拿下印度水利工程订单，显示公司在印度水利工程市场的拓展已取得了实质性进展。我们认为，随着公司将传统大中型定制化电机业务市场重心放在海外市场尤其是重点拓展的印度市场，大订单的连续签订将有利于公司传统大中型定制化电机业务重拾增长。



5 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

(1) 公司传统电机业务维持稳定，风力发电机与印度水利订单等拉动公司业绩增长。预测公司 2017、2018、2019 年营业收入同比增速分别为 16.37%、30.09%、7.36%。

(2) 公司毛利率略有下滑后维持稳定，费用控制良好。

(3) 大中型电机行业壁垒维持较高水平，行业跟随下游去产能后形成产业集中度大幅提升。

(4) 印度大单的签订为公司未来在印度进一步获取大订单取得了良好的示范作用。

(5) 风电装机量维持现有水平，海上风电装机增速加快。

公司 2017 年半年报提出资本公积 10 转增 5 的高送转预案。考虑到公司大中型定制化电机方面的领先地位、风力发电机业务范围的稳步扩大以及印度等海外市场的成功开拓，我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 0.413、0.509、0.549 元，首次给予其“审慎推荐”的投资评级。

6 风险提示

- (1) 大中型电机需求快速萎缩；
- (2) 风力发电机需求超预期萎缩；
- (3) 印度水利项目结算进度低于预期等。



7 预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	276.37	233.81	272.08	353.94	380.00
减：营业成本	167.01	147.92	176.85	230.06	247.00
营业税金及附加	2.68	2.53	2.95	3.83	4.12
营业费用	19.22	16.71	19.45	25.30	27.16
管理费用	42.10	37.33	43.44	56.51	60.68
财务费用	-5.02	-4.58	-5.69	-5.88	-6.77
资产减值损失	9.67	10.68	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	8.08	6.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	48.80	29.41	35.08	44.11	47.81
加：其他非经营损益	2.37	-1.38	3.82	3.82	3.82
利润总额	51.17	28.03	38.90	47.93	51.64
减：所得税	8.40	4.14	5.84	7.19	7.75
净利润	42.77	23.89	33.07	40.74	43.89
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	42.77	23.89	33.07	40.74	43.89

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	16.95	27.37	94.77	-69.90	159.28
投资性现金净流量	-197.46	1.75	3.25	3.25	3.25
筹资性现金净流量	-17.21	-13.60	-6.20	-8.42	-8.52
现金流量净额	-196.34	19.20	91.83	-75.07	154.01

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	102.94	140.77	232.59	157.52	311.53
应收和预付款项	219.14	211.20	182.17	329.55	219.85
存货	111.39	125.18	112.36	196.64	135.11
其他流动资产	237.66	202.69	202.69	202.69	202.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	89.83	83.35	64.27	45.19	26.12
无形资产和开发支出	32.53	31.65	27.48	23.31	19.14
其他非流动资产	0.00	32.00	32.00	32.00	32.00
资产总计	793.50	826.82	853.56	986.91	946.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	157.74	180.78	184.85	290.26	219.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	157.74	180.78	184.85	290.26	219.70
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	328.04	328.04	328.04	328.04	328.04
留存收益	227.71	238.00	260.67	288.60	318.69
归属母公司股东权益	635.75	646.05	668.71	696.65	726.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	635.75	646.05	668.71	696.65	726.73
负债和股东权益合计	793.50	826.82	853.56	986.91	946.44

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，八年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研究发展部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>