

2017 年 5 月 25 日

证券研究报告/公司报告

增持（首次）

电气设备/电机

微光股份（002801）

——专注于 HVAC 领域产品，延伸产品应用领域

投资要点：

◆公司专注于 HVAC（采暖、通风、空调、制冷）领域微电机、风机的研发、生产和销售。冷柜电机、外转子轴流风机的销量在国内处于领先地位，也是全球同类产品的主要制造商之一。2017 年，国内冷柜产量下降 16.53%，公司冷柜电机销量增加 8.02%，产销率超过 100%，实现收入 23,503 万元，同比增长 12.92%，外转子风机实现收入 25,374 万元，同比增长 26.30%；ECM 电机因其高效节能并可实现智能控制，逐渐被市场认可，销售量增幅 197.56%。在行业发展瓶颈期，公司传统主营产品依然保持较强的竞争力。

◆2017 年 10 月公司成立伺服电机事业部，投资年产 30 万台伺服电机项目，开始进入纺织机械、自动化设备、工业机器人等行业。2018 年一季度，公司 6000 万元收购杭州祥和实业，延伸产业链，实现公司在新能源汽车产业的布局突破，并推动电机、风机等产品在汽车领域的渗透和应用，进一步提升公司的业务规模和行业竞争水平。

投资建议：暂不考虑祥和实业的并表贡献，我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.30 亿元、1.62 亿元、1.93 亿元，EPS 为 1.10 元/股、1.37 元/股、1.63 元/股。对应 PE 分别 27.13 倍、21.76 倍及 18.30 倍。公司发展态势平稳，估值合理，首次关注，给予增持评级。

风险提示：人民币升值、原材料价格上涨对公司经营带来不利影响。

注：上述财务数据截止 2018 年 5 月 25 日

长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120001

分析师助理：

李凌翔

lilingxiang@gwgsc.com

证书编号：

S0200116100001

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号莲

富大厦 17 楼

主要财务数据及预测

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	568.74	722.45	889.20	1110.81
增长率（%）	28.94%	27.03%	23.08%	24.92%
归属母公司股东净利润（百万元）	107.62	130.14	162.24	192.90
增长率（%）	7.69%	20.92%	24.67%	18.90%
EPS—最新股本摊薄（元）	0.91	1.10	1.37	1.63
销售毛利率	29.97%	31.96%	33.67%	34.63%
净资产收益率（ROE）	12.83%	13.54%	14.57%	14.90%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

目 录

1 专注 HVAC 领域的微电机、风机制造商	3
2 内生外延并举，延伸产品应用领域	6
3 投资建议	7
4 风险提示	7
预测财务报表（单位：百万元）	8

图索引

图 1：微光股份主营业务收入变化	4
图 2：微光股份净利润变化	4
图 3：微光股份毛利率和净利率变化	4
图 4：微光股份资产负债率（%）	4
图 5：国内冷柜产量	5

表索引

表 1 公司主要产品介绍	3
表 2 公司主营产品产销量	5
表 3 公司募投项目介绍	6

1 专注 HVAC 领域的微电机、风机制造商

微光股份成立于 1986 年，是专业从事应用于 HVAC（采暖、通风、空调、制冷）领域微电机、风机的研发、生产和销售公司。目前公司主要有三大系列产品：冷柜电机、外转子风机、ECM 电机。其中冷柜电机、ECM 电机目前主要应用于冷柜；外转子风机目前主要应用于冷库、工业冷却机、工业用空调、冷干机、新风系统、空气净化器。公司在微电机、风机领域具有很强的竞争力，冷柜电机、外转子风机的销量在国内处于领先地位，是全球同类产品的主要制造商之一。

表 1 公司主要产品介绍

产品分类	产品名称	产品用途	备注
冷柜电机	冷柜电机	主要应用于冷柜、工业取暖器等	销售冷柜电机时，一般同时会向客户提供风叶等配件，客户自行组装成风机
	风叶等配件		
外转子风机	外转子轴流风机	应用于冷库、工业冷却机、工业用空调、冷干机、新风系统、空气净化器等	向大部分客户销售外转子风机；向少数客户销售外转子电机，由其自行采购风叶等配件组装成风机
	外转子离心风机		
	贯流风机		
ECM 电机	ECM 电机	主要应用于冷柜等	销售 ECM 电机时，一般同时会向客户提供风叶等配件，客户自行组装成风机

资料来源：招股说明书，长城国瑞证券研究所

公司主营业务收入及净利润平稳增长。2013 年-2017 年，公司主营业务收入由 3.51 亿元增长至 5.69 亿元，年复合增长率达 12.84%，公司归母净利润由 0.61 亿元增长至 1.08 亿元，年复合增长率达 15.35%，净利润增速略超过主营业务收入增速。2017 年，受原材料价格上升、人民币升值等因素影响，净利润增速放缓至 7.63%。

公司作为国内微电机、风机领域的领先企业，盈利能力稳定。2013 年至 2016 年，公司综合毛利率由 29.73% 上升至 34.02%，2017 年，受到行业景气及上游铜、钢材等原材料的影响，公司毛利率回落至 29.97%，依然维持在历史平均水平。

2018 年一季度，公司主营业务收入同比增长 13.48%，毛利率水平下滑至 25.65%，归属母公司股东净利润同比减少 18.42%，这主要还是受原材料价格上升、人民币升值等因素的影响。

图 1：微光股份主营业务收入变化

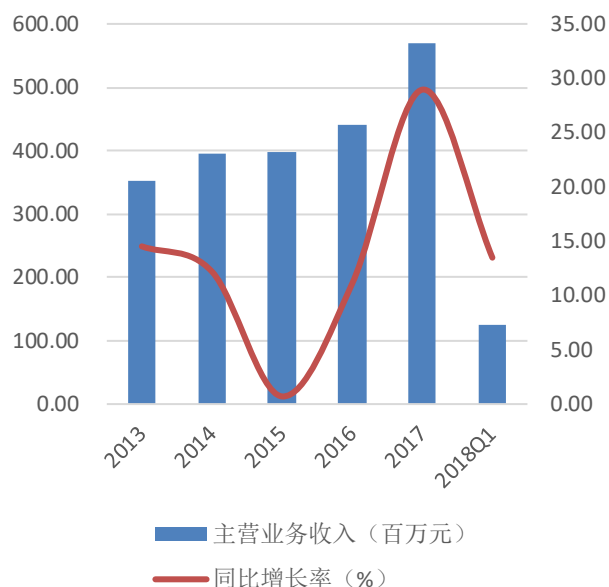


图 2：微光股份净利润变化



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 3：微光股份毛利率和净利率变化

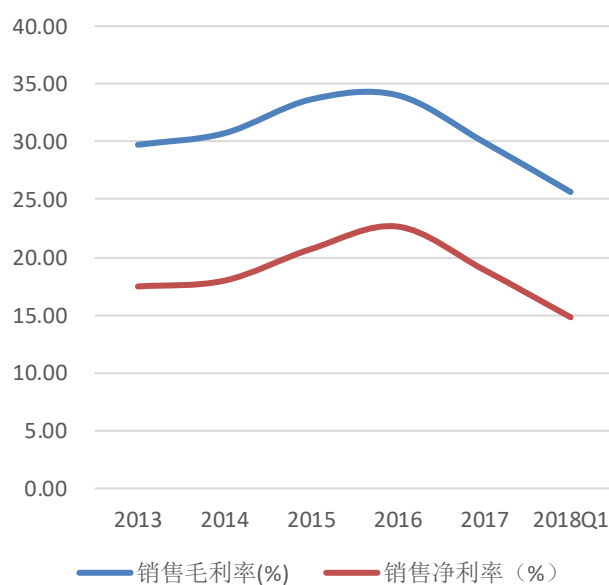
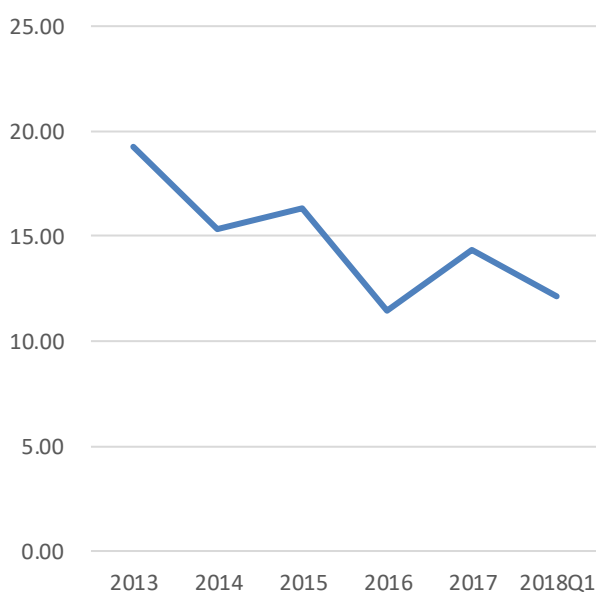


图 4：微光股份资产负债率 (%)

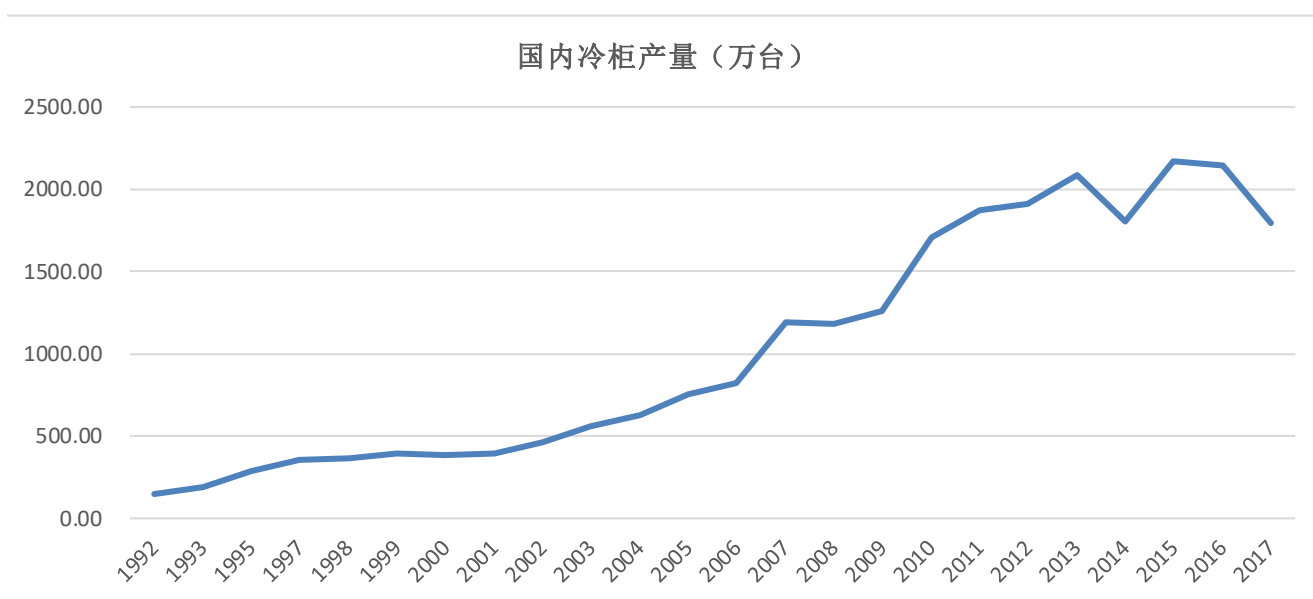


资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

据国家统计局数据显示, 2015 年, 国内冷柜产量达到峰值 2170 万台, 2017 年回落至 1792 万台, 同比下降 16.53%。2017 年, 公司冷柜电机销量同比增加 8.02%, 产销率超过 100%, 实现收入 23,503 万元, 同比增长 12.92%, 外转子风机实现收入 25,374 万元, 同比增长 26.30%; ECM 电机因其高效节能并可实现智能控制, 逐渐被市场认可, 销售量增涨 197.56%, 营业收入同比增长 203%, 毛利率也上升 6.63 PCT。在行业发展瓶颈期, 公司传统主营产品依然保持较强的竞争力。

图 5：国内冷柜产量



资料来源：国家统计局，长城国瑞证券研究所

表 2 公司主营产品产销量

产品名称	时间	产量 (万台)	销量 (万台)	产销率
冷柜电机	2017 年	751.67	766.76	102.01%
	2016 年	741.4	709.85	95.74%
	2015 年	641.65	652.96	101.76%
	2014 年	636.09	633.92	99.66%
	2013 年	585.6	579.93	99.03%
外转子风机	2017 年	167.34	163.15	97.50%
	2016 年	137.87	133.74	97.00%
	2015 年	112.83	111.14	98.50%
	2014 年	111.2	113.09	101.70%
	2013 年	103.06	100.04	97.07%

ECM 电机	2017 年	70.83	68.32	96.46%
	2016 年	23.41	22.96	98.08%
	2015 年	30.18	29.44	97.55%
	2014 年	15.55	16.83	108.23%
	2013 年	11.98	7.53	62.85%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 内生外延并举，延伸产品应用领域

公司 IPO 募集 2.46 亿元，投入年产 200 万台外转子风机、300 万台 ECM 电机及研发中心建设项目。2017 年，公司 IPO 募集资金已投入 1.45 亿元，相应净利润为 0.39 亿元，依然维持较高的投入产出比。

ECM 电机作为公司未来发展的重点，凭借其可靠性高、时效高等特点，逐步开始被客户所接受。2017 年，公司 ECM 电机共销售 68.32 万台，实现收入 0.67 亿元，同比增长 203%，毛利率也上升 6.63 PCT。

预计募投项目完全投产后，每年将新增营业收入 6.03 亿元，新增利润 0.9 亿元。

表 3 公司募投项目介绍

序号	项目	投资总额（万元）	预计达产年新增营业收入（万元）	预计达产年新增净利润（万元）
1	年产 200 万台外转子风机、300 万台 ECM 电机及研发中心建设项目	24646	60342	9005

资料来源：招股说明书，长城国瑞证券研究所

2017 年，公司成立了伺服电机事业部，投资年产 30 万台伺服电机项目，先后开发了 42ST、60ST、80ST、90ST、110ST、130ST 等多个系列产品，并取得 CE 证书。伺服电机及其伺服系统是自动化和机器人驱动控制的重要部分，公司希望通过伺服电机的产业化逐步介入自动化和机器人领域。2018 年一季度，公司伺服电机产品已实现小批量销售，将成为公司新的利润增长点。

2018 年 5 月，公司通过股权转让及增资方式取得杭州祥和实业有限公司 53.50% 股权。原股东业绩承诺：2018 年度、2019 年度、2020 年度，标的公司扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润将分别不低于 1250 万元、1500 万元、1750 万元。

杭州祥和实业有限公司是一家专业从事汽车空调研发、生产、销售与服务的高新技术企业，主要客户为新能源汽车厂家。公司收购杭州祥和实业有限公司目的是延伸产业链，布局新能源汽车行业，并推动电机、风机等产品在汽车领域的渗透和应用。

3 投资建议

暂不考虑祥和实业的并表贡献，我们预计公司 2018-2020 年主营业务收入分别为 7.22 亿元、8.89 亿元、11.10 亿元，净利润分别为 1.30 亿元、1.62 亿元、1.93 亿元，EPS 为 1.10 元/股、1.37 元/股、1.63 元/股。对应 PE 分别为 27.13 倍、21.76 倍及 18.30 倍。公司发展态势平稳，估值合理，首次关注，给予增持评级。

4 风险提示

原材料价格上涨造成毛利率降低；汇率变化风险；

预测财务报表（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	119.59	387.67	432.51	492.69	营业收入	568.74	722.45	889.20	1110.81
应收票据及账款	119.40	149.95	184.56	230.56	营业成本	398.31	491.56	589.83	726.10
预付账款	1.69	2.14	3.06	3.82	营业税金及附加	5.45	5.54	6.82	8.52
其他应收款	3.08	5.96	7.33	9.16	销售费用	19.41	25.87	31.84	39.78
存货	52.89	56.78	68.13	83.86	管理费用	38.05	48.68	59.92	74.85
其他短期资产	530.00	325.89	401.11	501.08	财务费用	3.22	1.65	14.66	40.12
流动资产总计	826.65	928.39	1096.69	1321.17	其他经营损益	-2.79	-1.51	-1.51	-1.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	20.99	0.00	0.00	0.00
固定资产	116.02	115.39	114.37	111.53	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	3.06	1.53	0.00	0.00	营业利润	122.51	147.64	184.62	219.94
无形资产	31.14	31.71	33.75	35.75	其他非经营损益	2.27	2.27	2.27	2.27
长期待摊费用	0.85	1.48	2.71	1.94	利润总额	124.78	149.91	186.89	222.21
其他长期资产	0.00	1.00	1.50	1.00	所得税	17.16	19.77	24.65	29.31
非流动资产合计	152.78	151.11	152.33	150.23	净利润	107.62	130.14	162.24	192.90
资产总计	979.43	1079.50	1249.02	1471.40	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东净利润	107.62	130.14	162.24	192.90
应付票据及账款	92.46	100.71	120.84	148.76	EBITDA	139.22	188.52	283.45	400.76
其他短期负债	19.01	17.63	21.46	26.64	NOPLAT	108.43	129.60	173.00	225.76
流动负债合计	127.56	118.34	142.30	175.39	EPS-最新股本摊薄(元)	0.91	1.10	1.37	1.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
其他长期负债	13.06	13.06	13.06	13.06	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
非流动负债合计	13.06	13.06	13.06	13.06	营收增长率	28.94%	27.03%	23.08%	24.92%
负债合计	140.62	131.40	155.36	188.45	净利润增长率	7.69%	20.92%	24.67%	18.90%
股本	118.35	118.35	118.35	118.35	毛利率	29.97%	31.96%	33.67%	34.63%
资本公积	217.54	217.54	217.54	217.54	净利率	18.92%	18.01%	18.25%	17.37%
留存收益	502.92	612.22	757.78	947.06	ROE	12.83%	13.54%	14.57%	14.90%
归属母公司权益	838.80	948.10	1093.66	1282.94	ROA	11.17%	10.98%	8.74%	7.09%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	14.71%	15.50%	16.42%	13.27%
股东权益合计	838.80	948.10	1093.66	1282.94	估值倍数	2017	2018E	2019E	2020E
负债和股东权益合计	979.43	1079.50	1249.02	1471.40	P/E	32.80	27.13	21.76	18.30
现金流量表					P/S	6.36	6.20	4.89	3.98
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	P/B	4.21	3.67	3.16	2.72
经营性现金净流量	90.22	310.66	82.08	103.45	股息率	0.00%	0.21%	0.26%	0.31%
投资性现金净流量	-66.32	-6.03	-8.03	-5.03	EV/EBIT	29.06	232.68	333.46	378.58
筹资性现金净流量	0.99	-22.15	-29.22	-38.24	EV/EBITDA	26.71	187.06	237.12	247.81
现金流量净额	24.89	282.47	44.84	60.19	EV/NOPLAT	34.30	272.11	388.50	439.90

资料来源：长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对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，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。