

回归电机主业，砥砺前行，迈向国际化电机巨头

首次覆盖报告

开文明 (分析师) 刘华峰 (联系人)
021-68865582 021-68865595
kaiwenming@xsdzq.cn liuhuaifeng@xsdzq.cn
证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116120013

● 回归电机主业，砥砺前行

公司不断剥离非电机业务，专注于电机业务；2018年公司创始人兼实际控制人“重新出山”，坚定电机核心战略。公司全球化布局收购电机相关核心资产，聚焦电机及控制产业的战略发展方向，并按照电机产品类型划分为大型驱动、工业驱动、日用电机和EV电机四大事业部。

● 抓住电动化浪潮机遇期，逐步进入海外主流车企供应链

国外传统汽车巨头发力新能源汽车，全球市场有望大规模放量。我国主流汽车厂商加速布局新能源汽车，强强联合加强自身地位。根据我们的测算，2018-2020年我国新能源汽车产量年均复合增速达40%，带动电机电控装机量大发展。公司联手大郡成立合资公司，强强联合共同拓展新能源汽车业务。目前上海大郡客户主要包括北汽、广汽、吉利、金龙、凯博易控等国内主要汽车生产企业。公司借助上海大郡客户资源，不断开拓国内新客户；同时借助自身跨国企业的经营能力，取得了某世界知名汽车零部件企业第一单56万辆新能源汽车驱动电机及零部件的定点信，正式进入了海外主流豪华车企的供应链。这标志着公司EV电机技术水平已达到海外主流车企要求，示范效应会加快国内市场渗透。

● 下游复苏，高压电机迎来景气向上周期

公司高压电机及驱动产品油气煤领域的应用占比为60%左右。在大宗商品的强烈复苏的带动下，行业持续高位的利润空间预计将吸引供应复产。目前行业逐步进入景气周期，公司高压电机订单充足，未来销售收入有望延续增长趋势。公司在西欧高成本、东欧和中国低成本地区基本完成了生产经营的调配和布局，调整人员结构、优化工序，2017年高压电机业务职工薪酬占比明显下降，相比2016年下降6.17pct。同时公司通过外延并购布局驱动层+执行层，巩固高压电机龙头地位。

● 首次覆盖给予“推荐”评级

我们预计公司2018-2020年净利润分别为6.72、7.82、8.79亿元，对应EPS分别为0.52、0.60和0.68元。当前股价对应2018-2020年分别为12、10和9倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：宏观经济发生不利变化，海外子公司整合不及预期。

财务摘要和估值指标

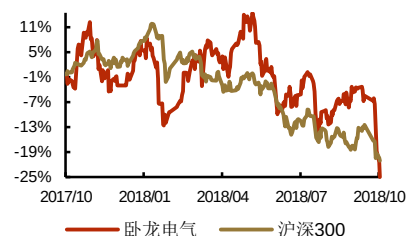
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,914	10,086	11,555	13,596	15,008
增长率(%)	-5.9	13.1	14.6	17.7	10.4
净利润(百万元)	253	665	672	782	879
增长率(%)	-29.7	162.5	1.1	16.3	12.5
毛利率(%)	20.9	21.5	24.6	25.0	25.3
净利率(%)	2.8	6.6	5.8	5.8	5.9
ROE(%)	5.2	11.1	10.3	10.8	10.9
EPS(摊薄/元)	0.20	0.51	0.52	0.60	0.68
P/E(倍)	30.8	11.7	11.6	10.0	8.9
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0

推荐 (首次评级)

市场数据 时间 2018.10.16

收盘价(元): 6.03
一年最低/最高(元): 5.95/9.48
总股本(亿股): 12.93
总市值(亿元): 77.99
流通股本(亿股): 11.11
流通市值(亿元): 66.96
近3月换手率: 41.46%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.09	-6.47	-1.99
绝对	-18.66	-16.95	-22.26

相关报告

目 录

1、 回归电机主业，砥砺前行.....	5
1.1、 三十余年励精图治，终成行业巨头	5
1.2、 立足中国，布局全球	6
1.3、 四大业务部砥砺前行	7
1.4、 接连推出股权激励与员工持股计划，上下共赢共谋发展.....	7
1.5、 以技术为基，铸王者品牌	9
1.6、 回归主业，做大做强	10
1.7、 业绩向好，未来“轻装”上阵.....	12
2、 EV 电机:抓住电动化浪潮机遇期，逐步进入海外主流车企供应链.....	14
2.1、 全球汽车电动化浪潮来袭，新能源汽车大有可为.....	14
2.1.1、 国际汽车巨头发力新能源汽车，全球进入新能源汽车新阶段	14
2.1.2、 我国主流汽车厂商加速布局新能源汽车，强强联合加强自身地位	15
2.2、 联手大郡，强强联合共谱新能源汽车篇章.....	16
3、 低压电机：布局高效能电机，收购 SIM 巩固龙头地位.....	19
4、 微特电机：白电景气周期催生持续增长动能.....	21
5、 高压电机：下游复苏，高压电机迎来景气向上周期.....	26
5.1、 下游行业复苏明显，高压电机景气持续向上.....	27
5.2、 外延并购布局驱动层+执行层，巩固高压电机龙头地位	30
6、 盈利预测与投资建议.....	31
6.1、 核心假设及盈利预测	31
6.2、 投资建议	33
7、 风险提示	33
附：财务预测摘要.....	34

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	5
图 2： 公司四大业务部.....	7
图 3： 公司研发费用及占比.....	9
图 4： 电机及控制装置各业务板块收入（亿元）	11
图 5： 2018 年上半年电机及控制装置各业务收入占比	11
图 6： 电机及控制装置各业务板块毛利率（%）	12
图 7： 电机及控制装置各业务板块毛利（亿元）	12
图 8： 公司营业收入及增速.....	12
图 9： 公司归母净利润及增速.....	12
图 10： 公司营业收入结构.....	13
图 11： 公司部分业务毛利率.....	13
图 12： 公司毛利率与净利率	13
图 13： 公司期间费用率.....	13
图 14： 2017 年公司人均产值开始上升	14
图 15： 2017 年公司 ROE 开始回升.....	14
图 16： 全球新能源汽车销量.....	15
图 17： 纯电动乘用车销量构成.....	15
图 18： 纯电动乘用车 A0 级以上以及 A 级销量占比	15

图 19: 插电混动乘用车销量构成	16
图 20: 插电混动乘用车 B 级以上销量占比	16
图 21: 上海大郡电驱动系统销量及同比增速	18
图 22: 2016 和 2020 年全球工业电机及电机控制器市场规模变化	19
图 23: 全球工业机器人销量及同比增速	19
图 24: 全球工业机器人市场规模及同比增速	19
图 25: 我国工业机器人销量及同比增速	20
图 26: 低压电机及驱动业务 (含 EV) 收入及增速	20
图 27: 低压电机及驱动业务 (含 EV) 毛利率	20
图 28: 2017 年微特电机应用领域结构	21
图 29: 我国微特电机产量稳步提升	22
图 30: 我国微特电机市场规模稳步提升	22
图 31: 我国白色家电 CR5 市场集中度	23
图 32: 我国家用空调产量及同比增速	23
图 33: 我国家用空调库存及同比增速	23
图 34: 我国洗衣机产量及同比增速	24
图 35: 我国洗衣机库存及同比增速	24
图 36: 我国冰箱产量及同比增速	24
图 37: 我国冰箱库存及同比增速	24
图 38: 微特电机及控制业务收入及增速	25
图 39: 微特电机及控制业务毛利率有所回升	25
图 40: 我国变频空调销量情况	25
图 41: 我国变频空调销量占比	25
图 42: 我国变频冰箱销量情况	26
图 43: 我国变频冰箱销量占比	26
图 44: 我国变频洗衣机销量情况	26
图 45: 我国变频洗衣机销量占比	26
图 46: 公司高压电机应用领域	26
图 47: 2010 年以来中国煤炭价格指数	27
图 48: 2010 年以来布伦特原油价格走势 (美元/桶)	27
图 49: “三桶油”营收 (亿元)	28
图 50: “三桶油”归母净利润 (亿元)	28
图 51: “三桶油”ROE (%)	28
图 52: “三桶油”资本支出 (亿元)	28
图 53: 石油和天然气开采业固定资产投资完成额趋势	29
图 54: 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额趋势	29
图 55: 黑色金属矿采选业固定资产投资完成额趋势	29
图 56: 有色金属矿采选业固定资产投资完成额趋势	29
图 57: 2014-2017 年高压电机及驱动销量	30
图 58: 高压电机及驱动业务收入及增速	30
图 59: 高压电机及驱动业务毛利率	30
图 60: 2017 年高压电机及驱动业务成本中职工薪酬占比明显下降	31
表 1: 公司主要业务及产品情况	5
表 2: 公司层面股票期权行权条件	8
表 3: 公司层面限制性股票解除限售条件	8
表 4: 集团要求的各事业部净资产回报率	8

表 5: 各事业部提取超额利润的比例	8
表 6: 公司逐步专注电机及控制业务	10
表 7: 近年来公司主要并购标的	11
表 8: 我国新能源汽车产量及动力电池需求预测	16
表 9: 主要电机电控企业供应关系	17
表 10: 公司 EV 电机业务发展历程	18
表 11: 微特电机的新兴应用领域市场前景	21
表 12: 公司业务拆分	32

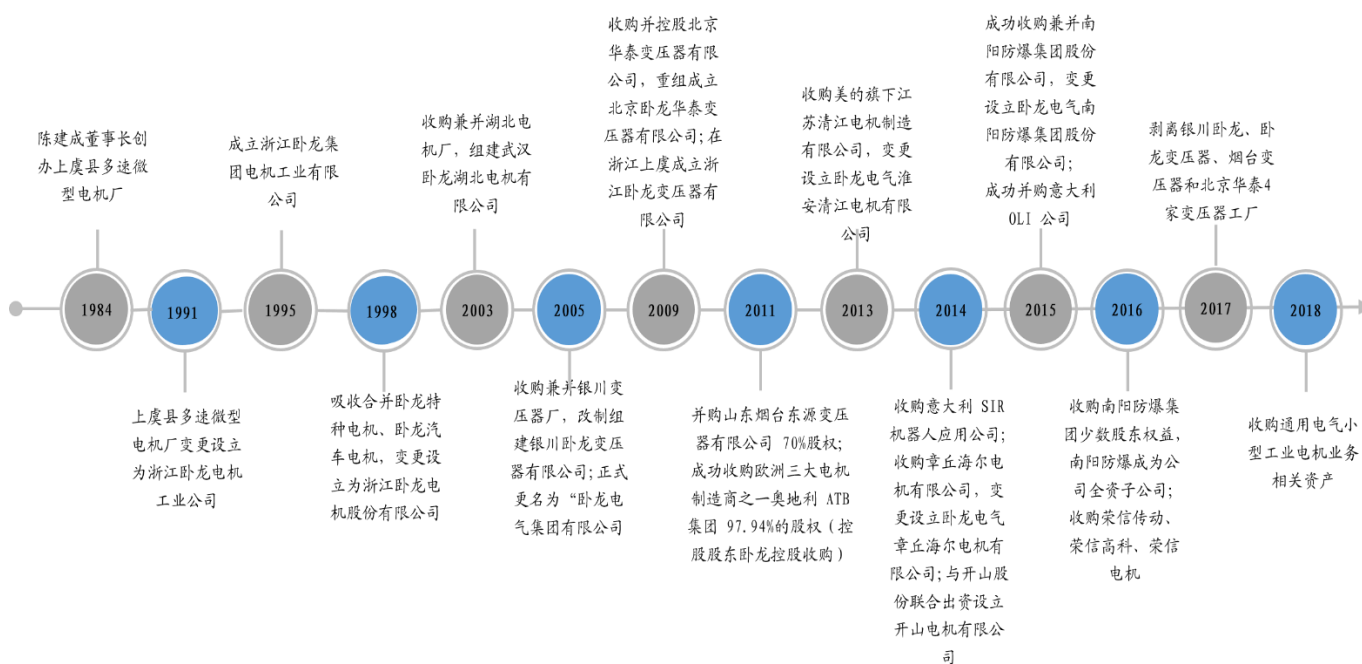
1、回归电机主业，砥砺前行

1.1、三十余年励精图治，终成行业巨头

公司的前身是成立于 1995 年的浙江卧龙集团电机工业有限公司，最早可追溯至 1984 年创建的上虞县多速微型电机厂。2002 年 6 月在上海证券交易所挂牌上市后，公司不断扩张，先后组建了银川变压器厂、北京变压器厂、浙江变压器厂和东源变压器厂四大变压器厂，进入变压器领域；然后又通过并购绍兴灯塔等构成电源业务，通过并购奥地利 ATB、章丘海尔电机以及南阳防爆等强化了电机领域实力。后续发展中，为集中精力发展主业，公司剥离银川卧龙、卧龙变压器、北京华泰变压器、烟台变压器，强化电机主业地位。

公司创始人兼实际控制人“重新出山”，坚定电机核心战略。1984 年 10 月公司创始人陈建成任公司前身上虞多速微型电机厂厂长，1998 年 10 月-2004 年 1 月任公司董事长，领导公司成功上市，并逐步成长为电机巨头。时隔 14 年陈建成重新担任公司董事长，公司坚定走以电机为核心的战略。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、新时代证券研究所

公司主要业务有电机及控制业务、电源电池、光伏电站业务，其中电机及控制业务主要分为低压电机及驱动、高压电机及驱动、微特电机及控制。公司产品涵盖各类微特电机及控制、低压电机及控制、高压电机及控制及电源电池等 40 大系列 3000 多个品种。

表1：公司主要业务及产品情况

业务	部分产品图	业务范围
----	-------	------

微特电机及控制



YYW系列空调塑封电机



YYW系列空调用塑封电机

广泛应用于家用电器行业，涵盖家用空调、冰箱、洗衣机、厨房小家电及电动工具

电机及控制业务

低压电机及控制



三相交流永磁同步电动机



IE2系列高效三相异步电动机

主要应用于压缩机、水泵、风机、工业机器人、造纸机械和新能源汽车等

高压电机及控制



高压YRKK系列绕线转子三相



Y2系列高压三相异步电动机

主要应用于石化、煤炭、煤化工、冶金、电力、油气、军工、核电等多个领域

电源电池



铅酸蓄电池

卧龙灯塔电池 U系列 IDC数

GFM-500C

光伏电站



WL-630KT



WL-15KT

分布式光伏发电；光伏发电项目投资；光伏能源产品的投资、设计、开发、制造；机电设备安装

资料来源：公司官网、公司公告、新时代证券研究所

1.2、立足中国，布局全球

公司以中国为核心，不断拓展全球化道路。力争成为全球市场及技术的领导者。公司组建了国际化的专业经营团队，按照面向全球市场、充分利用全球资源的要求，启动实施了市场、技术、采购和制造四大要素的全面整合，进一步理清了“欧洲设计、欧洲质量、中国成本”的发展路径。同时，通过全球并购行业传统大型企业，增强自身技术实力和行业地位。2013年8月，公司收购欧洲第三大电机生产商奥地利ATB集团97.94%的股份；2014年12月，公司收购意大利最大的机器人生产

线解决方案提供商，欧洲顶尖的机器人集成应用制造商 SIR 89%的股份；2015 年公司收购全球最大的振动电机制造商意大利 OLI 80%股份；2018 年，公司收购美国通用电气公司小型工业电机业务，此次并购预期将极大地提升公司在北美市场的销售能力，并有望依托通用电气的墨西哥工厂，实现中美贸易摩擦的风险规避。目前公司已完成成功实现横跨亚洲、欧洲和美洲生产布局，有望成为行业内首家以中国为总部的跨国企业。全球化的生产和管理更加利于公司的全球化发展，也彰显出公司与时俱进，不断突破的决心。

1.3、四大业务部砥砺前行

在公司发展过程，为更好地经营公司主营业务，公司继续深化企业内部改革，将主要业务，按照产品类型划分为大型驱动事业部、工业驱动事业部、日用电机事业部和 EV 电机事业部。新的四大业务部成效显著，公司主营业务继续发展，布局也提上日程。大型驱动事业部和工业驱动事业部各自在西欧高成本、东欧和中国低成本地区基本完成了生产经营的调配和布局，调整人员结构、优化工序，为公司中短期内人工成本的大幅下降、材料成本的有效控制创造条件。日用电机事业部亦加快了越南等更低成本地区的生产布局，控制成本、提高毛利率并有效规避贸易风险。公司还设立了中国销售总部和国际销售总部，承担大部分区域和行业的销售功能。产品事业部的搭建能更好地协调和调配同一类型产品生产企业之间的资源，按照成本高低、地域远近等维度进行生产和其他经营布局，以实现事业部利润的最大化。针对事业部总裁推出滚动员工持股计划，以 ROE 作为考核标准。

图2： 公司四大业务部



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.4、接连推出股权激励与员工持股计划，上下共赢共谋发展

2018 年公司推出大规模股票期权激励计划与限制性股票激励计划，其中股票期权 2503 万份，公司限制性股票 451 万股。（1）股票期权激励计划：向 255 名核心管理、技术、业务人员首次授予激励对象 2355 万份，预留份数 148 万份，首次授予+预留占总股本比例达 1.95%，行权价格为 8.71 元/份。（2）限制性股票激励计划：向 29 名核心管理人员授予 451 万股限制性股票，授予价格为 4.79 元/股。股票期权激励计划行权条件为以 2015-2017 年归母净利润平均值为基数，2018-2020 年公司实现的归母净利润不低于 50%/75%/100%，即 2018-2020 年归母净利润不低于 6.39/7.455/8.52 亿元。

表2: 公司层面股票期权行权条件

行权安排		业绩考核目标
首次授予的股票期权	第一个行权期	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数, 2018 年度公司实现的净利润增长率不低于 50%
	第二个行权期	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数, 2019 年度公司实现的净利润增长率不低于 75%
	第三个行权期	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数, 2020 年度公司实现的净利润增长率不低于 100%
预留授予的股票期权	第一个行权期	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数, 2019 年度公司实现的净利润增长率不低于 75%
	第二个行权期	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数, 2020 年度公司实现的净利润增长率不低于 100%

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

表3: 公司层面限制性股票解除限售条件

解除限售安排	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	40%	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数, 2018 年度公司实现的净利润增长率不低于 50%
第二个解除限售期	30%	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数, 2019 年度公司实现的净利润增长率不低于 75%
第三个解除限售期	30%	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数, 2020 年度公司实现的净利润增长率不低于 100%

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

同时公司对五大事业部的总裁开展员工持股计划, 持股计划滚动实施, 每年推出一期, 计划连续推出三年, 此次员工持股计划参与人数为 5 人, 分别为公司大型驱动事业部总裁王建乔、工业驱动事业部总裁周军、日用电机事业部总裁黎明、国际销售事业部总裁庞欣元以及中国销售事业部总裁万创奇。

各事业部超额利润=各事业部当年实际经营净利润-各事业部净资产*集团要求的各事业部净资产回报率; 核算合计超额利润时, 如果单一事业部未完成超额利润指标, 则其对应数据取负值计算; 如各事业部均未完成超额利润指标, 则当年度不提取奖励基金。

表4: 集团要求的各事业部净资产回报率

	2018	2019	2020
大型驱动事业部	5.0%	6.0%	7.0%
工业驱动事业部	9.5%	10.0%	10.5%
日用电机事业部	10.0%	10.5%	11.0%

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

表5: 各事业部提取超额利润的比例

事业部	提取超额利润的比例
大型驱动事业部	事业本部超额利润*20%
工业驱动事业部	事业本部超额利润*20%

事业部	提取超额利润的比例
日用电机事业部	事业本部超额利润*20%
国际销售事业部	(大型驱动事业部的超额利润+工业驱动事业部的超额利润+日用电机事业部的超额利润)*5%
中国销售事业部	(大型驱动事业部的超额利润+工业驱动事业部的超额利润)*6%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司股权激励计划规模大，其推出有利于调动管理者和公司员工的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，将员工利益与公司发展绑定，自下而上夯实发展基础。同时，公司对股票期权行权和限制性股票解除限售在公司层面和个人层面设置了严密的绩效考核体系，能够对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价，有利于实现公司的持续发展。

针对各事业部总裁推出的员工持股计划建立与所有者的利益共享机制，通过对各事业部净资产回报率的要求，有助于公司整体 ROE 的提升，改善管理水平，提升公司长期竞争力，促进公司长期、持续、健康发展。

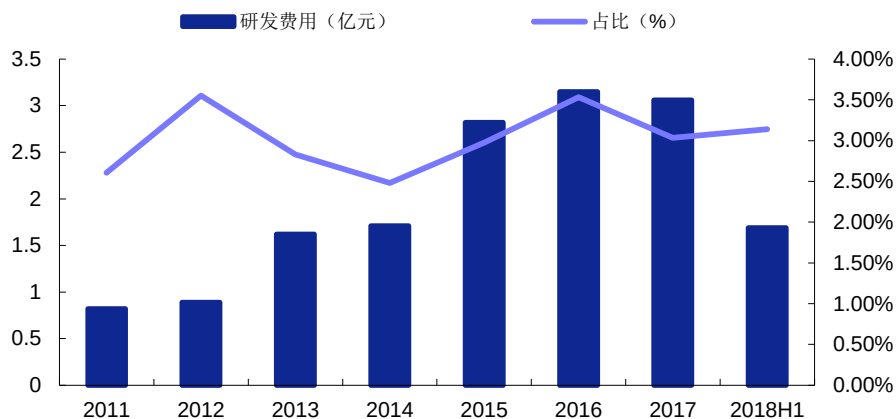
1.5、以技术为基，铸王者品牌

公司始终坚持技术为王，不断完善研发体系，通过自研和外购模式，不断增强自身技术储备，实现技术领先地位。公司的电机及控制产品覆盖了从微特电机到高压大型电机等，功率从几瓦到上百兆瓦，产品丰富。公司技术实力雄厚，所生产的产品具有进入国际市场的认证证书，并在欧洲、日本和中国三地建有三个电机及驱动控制技术研究机构。公司持续推进技术创新能力建设，以产品线发展为导向，根据“八大统一”要求推行全生命周期管理 PLM 系统，搭建全球协同研发平台，搭建中央研究院、经营主体技术中心和制造工厂技术部门为主干的三级研发技术体系，通过核四代、ECM 等高大上项目和 WE3、WE4、TEFC、全球绝缘整合等平台项目，以平台化及模块化的管理模式提升新产品的研发质量及应用特性，已成功完成核三代“华龙一号”中压核级电动机系列研发，大功率多相变频电机研发，WE3 高效电机研发等，形成一批具有核心竞争能力的拳头产品。

设立中央研究院，彰显公司与时俱进，走在技术最前沿的决心。在一系列国内外并购业务完成之后，积累了大量的高端技术人才、研发经验和能力，为了有效整合公司全球研发资源，吸引全球顶级电机及驱动控制方面科学家加盟卧龙，提升公司在全球化过程中的竞争力，公司在上海成立中央研究院，加大对新能源汽车驱动技术、工业互联网智能电机以及工业机器人驱动集成等方向的研究，通过技术进步向产业链高端进军，打造“科技卧龙”。

公司在研发上的投入在逐步提升，2016-2017 年均超过 3 亿元，2018 年上半年研发投入达到 1.69 亿元，占营收的比例为 3.13%。随着中央研究院的设立，未来对新能源汽车驱动技术、工业互联网智能电机以及工业机器人驱动集成等方向研发投入会逐步增大。

图3： 公司研发费用及占比



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司高度重视技术和产品研发工作，研发支出保持稳定，截止 2017 年底，已实施国家级火炬项目及科技攻关项目 23 项，开发国家级重点新产品 16 项，获得 77 项国家重点科技开发成果和 902 项国家专利，其中发明专利 111 项。

公司拥有卧龙、南阳防爆等国内领先品牌，及国际百年知名品牌，如 Brook Crompton（伯顿）、Morley（莫利）、Laurence Scott（劳伦斯）、Schorch（啸驰）、ATB（奥特彼）等，并获得 GE（通用电气）10 年的品牌使用权，在油气、石化、采矿、电力、核电、军工、水利及污水处理、家用电器、新能源汽车等细分领域的中高端市场中具有较高的品牌美誉度。

1.6、回归主业，做大做强

公司不断剥离非电机业务，专注于电机业务。从 2013 年，公司就已经提出以电机和控制为主导产业的战略发展聚焦，充实核心业务，提升技术实力的发展战略。2014 年明晰了产业结构向电机与传动控制技术方向转变，做深做强电机及控制产业。之后，公司紧紧围绕家用电机、工业电机、项目电机和驱动控制四大产品聚焦的战略，实现从电气产业向电机及控制产业方向的转变，做深做强电机及控制产业。公司从 2016 年开始逐步剥离变压器业务，2017 年全面推进其他非电机及控制类资产的处置工作，并确保资产处置收益及时、有效地反哺公司的关键核心业务。公司在 2017-2018 年实现对银川卧龙、卧龙变压器、烟台变压器和北京华泰变压器的出售工作，四家变压器工厂的剥离实现了大额的投资收益，优化了公司的资产负债结构，使得公司管理层能更加专注于电机与控制这一关键核心业务的发展。我们预计未来公司会进一步剥离电源电池业务，更加专注主业。

表6： 公司逐步专注电机及控制业务

时间	主营业务/战略
2002 年上市	主营业务为微分电机及其控制装置和电动车
2005 年	主营业务为电机及其控制装置、网络能源和铁路牵引变压器等
2007 年	主营业务为电机及其控制装置、网络 能源、特种变压器
2009 年	主营业务为电机及其控制装置、 变压器、蓄电池等
2013 年	以电机和控制为主导产业的战略发展聚焦
2014 年	产业结构向电机与传动控制技术方向转变，做深做强电机及控制产业
2015 年	战略聚焦电机及控制产业，做深做强做大
2016 年	突出电机及控制产品线的发展地位，聚焦电机及其驱动控制产业，逐渐剥离其他非核心业务产业，为公司核心业务的发展提供动能

时间	主营业务/战略
2017-2018 年	剥离银川卧龙、卧龙变压器、北京华泰变压器、烟台变压器 4 家变压器厂

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

电机及控制业务是公司的关键核心业务。近年来公司并购了数家海外知名电机及控制类产品制造企业和国内大型电机龙头企业南阳防爆集团，在全球化制造布局 and 营销服务网络、销售规模、产品覆盖面、技术创新能力以及品牌影响力等方面均具有明显的行业竞争优势。通过对国外公司的品牌和技术优势与国内公司的制造成本优势的融合，公司的市场号召力得到了大幅提升，形成了对竞争对手的持续压迫。作为全球领先的电机及驱动类产品制造商，公司在高压驱动整体解决方案、电动汽车驱动电机、高端和超高端家用电机、振动电机等领域已经逐步取得了行业的全球领导权。

公司的传统优势领域与收购的南阳防爆、奥地利 ATB 驱动、意大利 OLI 等公司有很好的契合，在产品技术和市场客户上形成较强的协同效应。公司在电机领域的收购符合公司聚焦电机及控制产业的战略发展方向，加快了公司做大做强电机及控制产业、成为世界领先的驱动系统集成商的战略步伐。

表7：近年来公司主要并购标的

时间	收购标的	主营业务
2011 年	奥地利 ATB（控股股东卧龙控股收购）	工业电机、项目电机，与 ABB、西门子齐名
2013 年	清江电机	船用辅机、减速机
2013 年	奥地利 ATB（收购股权，间接控股 ATB）	工业电机、项目电机
2014 年	章丘电机	家用电机（微特电机）
2015 年	意大利 SIR	工业机器人
2015 年	南阳防爆	防爆电机，国内最主要防爆电机厂商
2015 年	意大利 OLI	振动电机，全球最大的振动电机制造商
2016 年	荣信传动、荣信电机、荣信高科	特种电源、变频器、电机控制装置
2016 年	南阳防爆少数股东权益	防爆电机，国内最主要防爆电机厂商
2018 年	美国通用电气公司下属小型工业电机业务，主要系墨西哥蒙特雷工厂 100% 股权	低压电机、中压电机

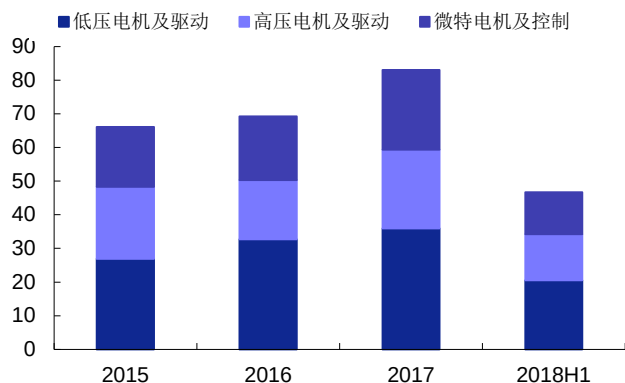
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司电机及控制业务主要分为低压电机及驱动、高压电机及驱动、微特电机及控制。按事业部分类可分为大型驱动事业部、工业驱动事业部、日用电机事业部和 EV 电机事业部四大事业部，其中 EV 电机事业部和工业驱动事业部产品主要为低压电机及驱动，大型驱动事业部产品主要为高压电机及驱动，日用电机事业部产品主要为微特电机及控制。

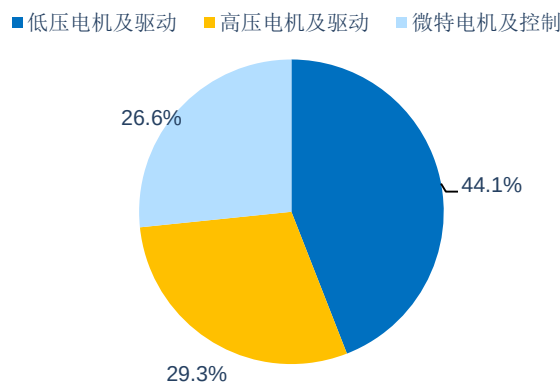
2017 年以来下游持续复苏，2017 年电机及控制装置各业务收入为 82.97 亿元，同比增长 19.86%。2018 年上半年电机及控制装置各业务收入为 46.64 亿元，同比增长 21.15%。其中低压、高压、微特电机板块分别实现收入 20.55、13.67 和 12.42 亿元，分别同比增长 23.15%、39.77% 和 3.23%。下游行业的高景气度使得公司产品的议价能力有所提升。欧洲工厂产能的调整工作也取得了阶段性的成果，人力费用得到有效控制，公司产品的毛利率也因此受益。高压电机板块毛利率由 2016 年的 15.29% 快速提升至 2018 年上半年的 24.48%。低压电机板块毛利率由 2015 年的 27.17% 提升至 2018 年上半年的 31.48%。

图4：电机及控制装置各业务板块收入（亿元）

图5：2018 年上半年电机及控制装置各业务收入占比



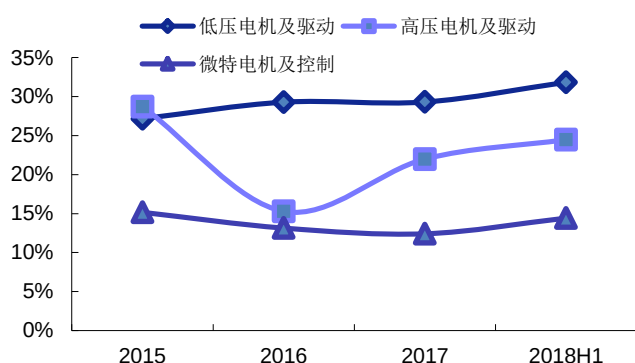
资料来源: wind、新时代证券研究所



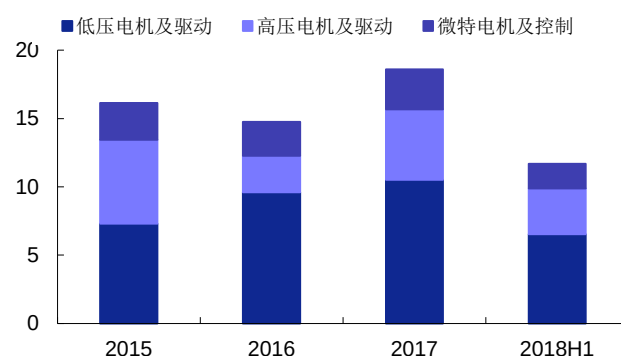
资料来源: wind、新时代证券研究所

图6: 电机及控制装置各业务板块毛利率 (%)

图7: 电机及控制装置各业务板块毛利 (亿元)



资料来源: wind、新时代证券研究所



资料来源: wind、新时代证券研究所

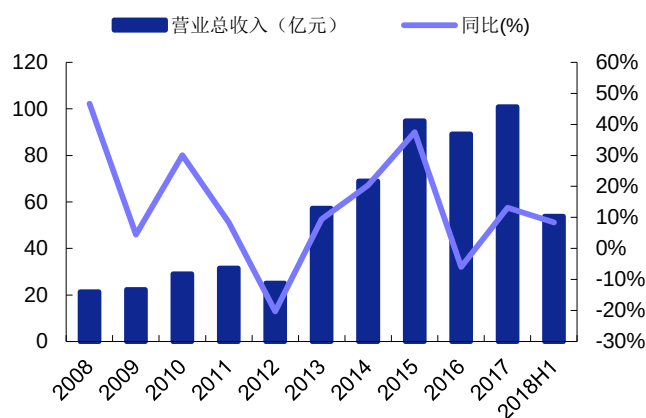
1.7、业绩向好，未来“轻装”上阵

公司外延并购加速, 2013年-2016年先后收购国内外多家企业, 其中2013-2014年受益于外延并购以及宏观经济环境发展, 公司业绩稳步提升; 2015-2016年公司并购后遗症逐步显现, 管理费用率和销售费用率有所提升, 导致公司在毛利率比较稳定的情况下归母/扣非归母净利率出现较大幅度的下滑。2017-2018年公司全面开展剥离非电机业务, 回归电机主业, 扣非归母净利率开始逐步回升。公司通过出售盈利能力相对较差的业务, 改善公司业绩, 未来集中精力和资金深耕电机主业。

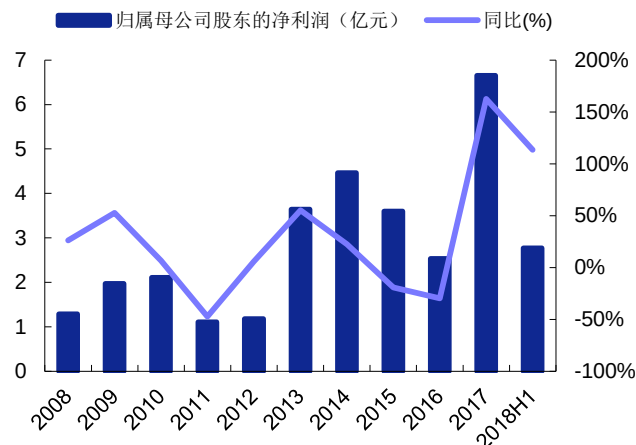
2018年上半年公司实现营业收入53.85亿元, 同比增长8.4%; 实现归母净利润2.77亿元, 同比增长113.5%; 实现扣非后归母净利润2.70亿元, 同比增长119.7%; 经营活动产生的现金流量净额3.59亿元, 与同期相比由负转正。

图8: 公司营业收入及增速

图9: 公司归母净利润及增速



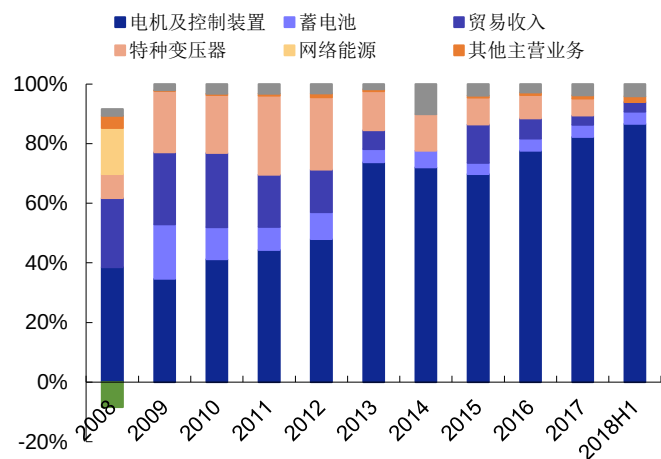
资料来源: wind、新时代证券研究所



资料来源: wind、新时代证券研究所

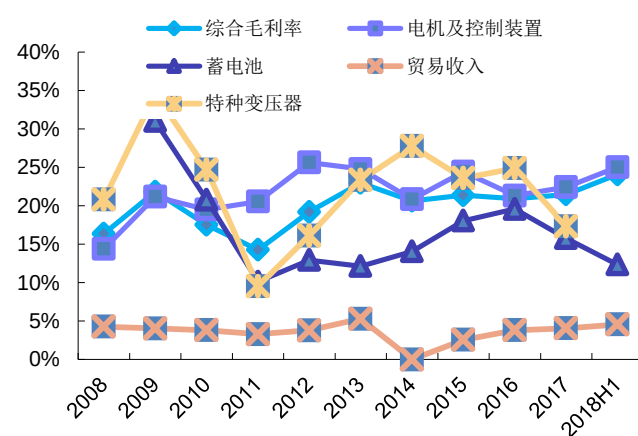
公司电机及控制装置业务占比逐步提升,其他业务占比均出现不同程度的萎缩,2018年上半年电机业务占比达到86.6%。下游行业的高景气度使得公司产品的议价能力有所提升。欧洲工厂产能的调整工作也取得了阶段性的成果,人力费用得到有效控制,人均产值逐步增加,2017-2018年上半年公司产品的毛利率持续提升。电机产品的主要原材料为铜材和钢材等,且原材料占成本的比重较大,国际大宗商品价格的波动会对公司经营业绩产生一定的影响。公司凭借其规模、市场地位等方面的优势,具有较强的采购议价能力,且很多产品的定价策略采取产品销售价格与主要原材料价格联动的方式,有效降低了原材料价格波动的影响。

图10: 公司营业收入结构



资料来源: wind、新时代证券研究所

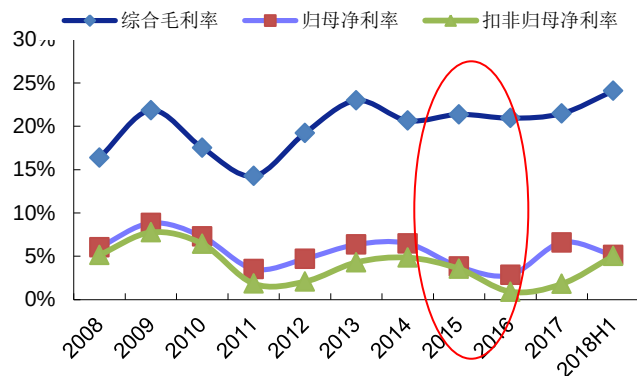
图11: 公司部分业务毛利率



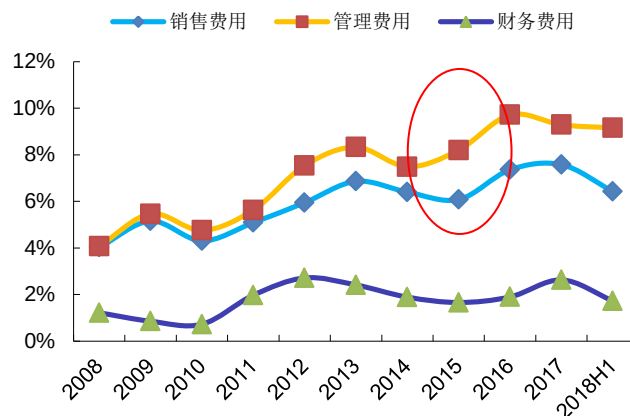
资料来源: wind、新时代证券研究所

图12: 公司毛利率与净利率

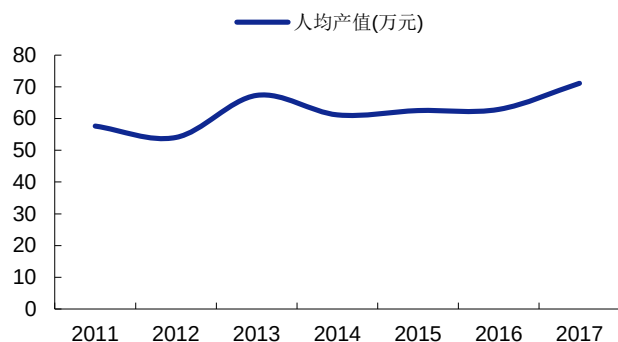
图13: 公司期间费用率



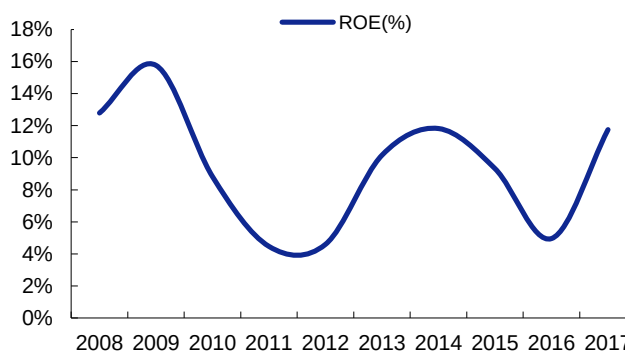
资料来源：wind、新时代证券研究所



资料来源：wind、新时代证券研究所

图14: 2017年公司人均产值开始上升

资料来源：wind、新时代证券研究所

图15: 2017年公司ROE开始回升

资料来源：wind、新时代证券研究所

2、EV 电机:抓住电动化浪潮机遇期，逐步进入海外主流车企供应链

2.1、全球汽车电动化浪潮来袭，新能源汽车大有可为

2.1.1、国际汽车巨头发力新能源汽车，全球进入新能源汽车新阶段

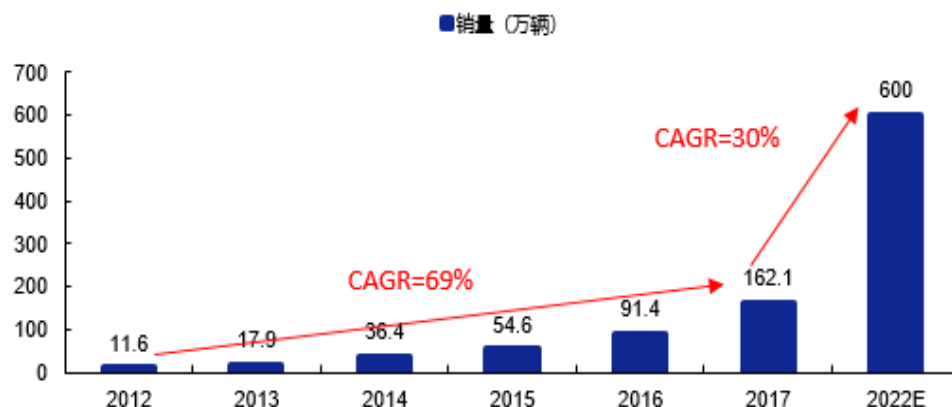
得益于美国、欧洲和中国市场的优异表现，2017年全球新能源汽车渗透率首次超过1%，标志着新能源汽车迈入从0到1的新阶段。新能源汽车在全球范围内的逐步普及已是大势所趋，主要由以下几个催化因素：（1）根据各国颁布的动力电池技术路线来看，2020年后有望实现电池性能的大幅提升与成本大幅下降，有力推动全球新能源汽车的发展。（2）传统燃油车企调整战略重心，布局新能源汽车。自2016年以来，全球传统燃油汽车巨头纷纷出台新能源汽车发展计划。（3）多国已经制定了停止生产销售传统能源汽车的时间表。

国外传统汽车巨头发力新能源汽车，全球市场有望大规模放量。传统汽车巨头凭借成熟的供应链体系、稳定的销售渠道以及品牌优势，将会推动全球新能源汽车渗透率提升。多家汽车巨头提出2025年新能源汽车销量占比达到15%-25%，凭借传统汽车巨头的号召力，新能源汽车认可度将大大提升，届时全球新能源汽车市场

将步入千万辆级别，整个产业链规模效应尽显，从而加快新能源汽车成本的下降以及渗透率进一步提升。

全球新能源汽车销售量从2012年的11.6万辆增长至2017年的162.1万辆，5年复合增长率达69%。未来随着支持政策持续推动、技术进步、消费者习惯改变、配套设施普及等因素影响不断深入，高工锂电预计2022年全球新能源汽车销量将达到600万辆，相比2017年增长2.7倍，未来5年复合增长率达30%。

图16：全球新能源汽车销量

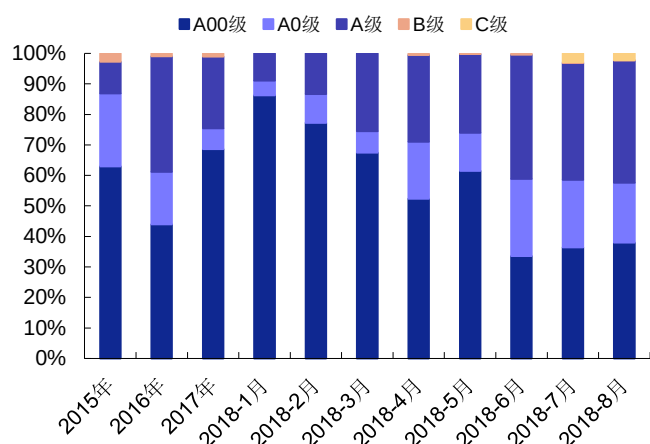


资料来源：高工锂电预测、新时代证券研究所

2.1.2、我国主流汽车厂商加速布局新能源汽车，强强联合加强自身地位

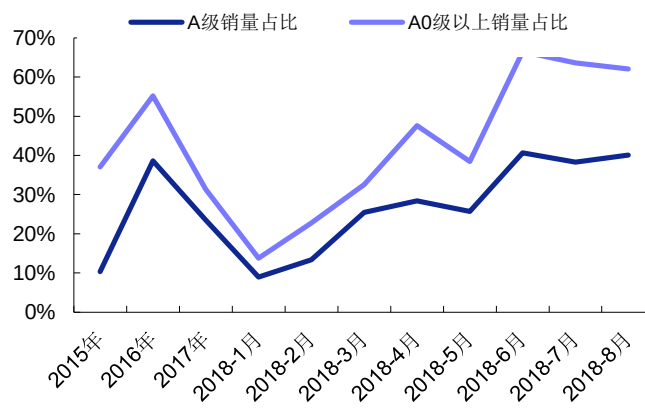
2017年受补贴退坡影响，A00级车型以其低廉的价格和较高的性价比赢得市场的认可，销量达30.8万辆，在纯电动乘用车中所占比例由2016年的45%提升至69%，成为新能源乘用车市场增长的主要驱动力。2018年补贴新政出台，更加鼓励长续航里程乘用车，受过渡期后补贴大幅减少甚至取消的影响，短续航里程A00级车型在6月12日前出现抢装行情，过渡期结束后销量占比逐步减少。与之相对应，2018年以来A0级以上中高端乘用车销量占比呈上升趋势，尤其是6-8月A级车销量占比在40%左右，已取代A00级成为占比最大的级别，车型高端化趋势明显。

图17：纯电动乘用车销量构成



资料来源：乘联会、新时代证券研究所

图18：纯电动乘用车A0级以上以及A级销量占比

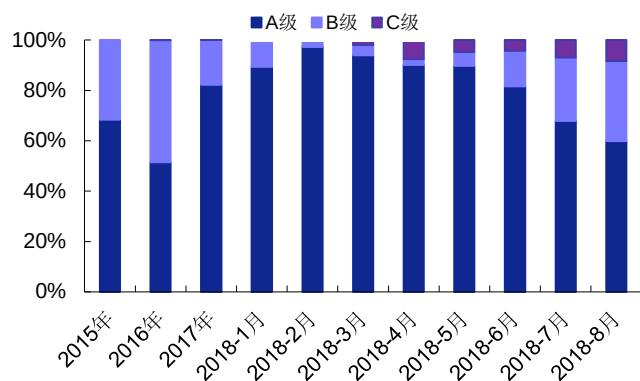


资料来源：乘联会、新时代证券研究所

插电混动乘用车领域，2018年以来B/C级车型占比也在逐步提升。尤其是进入4月以来，C级车型月销量均保持在900辆以上，8月销量更是超过2000辆，插

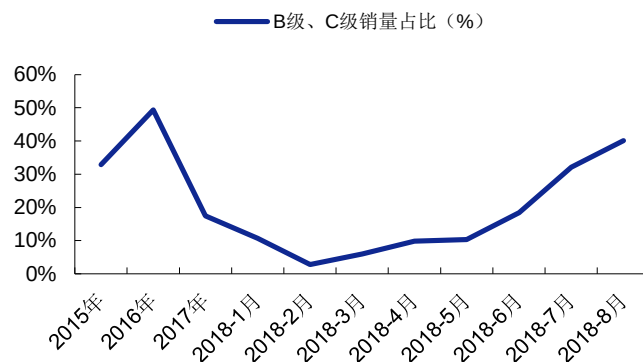
混动领域车型高端化趋势明显。

图19: 插电混动乘用车销量构成



资料来源：乘联会、新时代证券研究所

图20: 插电混动乘用车 B 级以上销量占比



资料来源：乘联会、新时代证券研究所

主流厂商加速布局新能源汽车，提出各自规划的销量目标，并通过强强联合加强自身地位。比亚迪提出 2020 年继续保持同行业增速；北汽新能源和上汽集团分别提出 2020 年新能源汽车销量达到 50 万辆和 60 万辆。

近年来，我国新能源汽车市场销量呈现快速增长。根据中汽协统计数据，2017 年，我国新能源汽车产销分别完成 79.4 和 77.7 万辆，同比增长 54% 和 53%，渗透率达到 2.7%，同比提高 0.9pct，连续三年居世界首位。2018 年以来延续高增长态势，1-9 月新能源汽车产销分别完成 73.5 和 72.1 万辆，同比增长 73% 和 81%。根据我们的测算，2018-2020 年我国新能源汽车的产量有望达 112、156、223 万辆。

表8: 我国新能源汽车产量及动力电池需求预测

项目	车型	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EV 产量（万辆）	乘用车	24.85	44.95	65.18	95.82	143.73
	YOY	65%	81%	45%	47%	50%
	客车	11.57	8.86	8.86	9.30	9.76
	YOY	31%	-23%	0%	5%	5%
	专用车	6.07	15.35	15.35	18.42	23.95
	YOY	27%	153%	0%	20%	30%
PHEV 产量（万辆）	乘用车	7.42	10.21	21.44	31.08	43.51
	YOY	16%	38%	110%	45%	40%
	客车（万辆）	1.96	1.64	1.39	1.53	1.68
	YOY	-24%	-16%	-15%	10%	10%
新能源汽车总产量合计（万辆）		51.86	81.01	112.22	156.15	222.64
总产量 YOY		38%	56%	39%	39%	43%
新能源汽车保有量（万辆）		101.29	182.30	294.52	450.67	673.31

资料来源：中汽协、乘联会、新时代证券研究所预测

2.2、联手大郡，强强联合共谱新能源汽车篇章

国内从事新能源汽车驱动电机系统的生产企业基本可以分为三大类：①具有零部件产业布局和生产经验的传统整车企业，如比亚迪、中车时代、北汽新能源等；②以电机为主营业务切入新能源汽车动力总成系统，如大洋电机、方正电机、上海电驱动、深圳大地和上海大郡等；③以电机控制器为主营切入市场，如汇川技术、蓝海华腾、英威腾等。不过第三类企业已经出现向第二类企业转变的趋势，汇川技

术已经进入电机领域。目前主要的机电电控企业还是以第一类和第二类为主。

表9：主要机电电控企业供应关系

电机企业	配套电机控制企业	客户
比亚迪	比亚迪	比亚迪、北京华林
精进电动	精进、联合电子、上海大郡	安源客车、丹东黄海、东风、安凯、长城、吉利、广汽、百路佳、皇城相府、大连黄海、丹东黄海、南京金龙、厦门金旅、一汽、广通
联合汽车电子	联合汽车电子	上汽
北汽新能源	精进、大洋	北汽新能源
华域汽车	华域汽车	上海汽车、江南汽车、云南航天神州、上汽商用车、贵州航天特种车
方正电机	赛伟科新能源、苏州汇川、方正电机、深圳高科润、山东昊宇	上汽通用五菱、江西昌河、东风汽车、河北御捷、山东昊宇、河北中兴、中通客车、重庆长帆
大地和电气	大地和电气、江铃新能源、汇川技术	南京金龙、东风汽车、华泰汽车、奇瑞万达客车、奇瑞汽车、豪沃客车、南京特汽、宝骐汽车、力帆乘用车、五洲龙汽车、奇瑞商用车、江铃汽车、瑞驰汽车、苏州金龙、卡威汽车、新楚风汽车、凯马汽车、东风特种、海马汽车、海德专用车、安凯汽车、南京公交厂、武汉九通、江西特汽、龙马环卫、晶马汽车、华晨金杯、悦达专用车、中联重科、飞驰汽车、舒驰客车、延龙汽车、扬子江汽车、中兴汽车、飞碟汽车、无锡新日、北奔重汽、一汽海马、长安汽车
创驱新能源	创驱新能源	东风柳州汽车、长安汽车
西门子	西门子、德尔福	万象汽车、申沃客车、长城汽车、北汽福田、豪情汽车、申龙客车、苏州金龙、沃尔沃汽车、北京汽车、新筑通工汽车、凯马百路佳、丹东黄海、恒通客车、扬子江汽车、吉利汽车
杰能动力	杰能动力	江南汽车

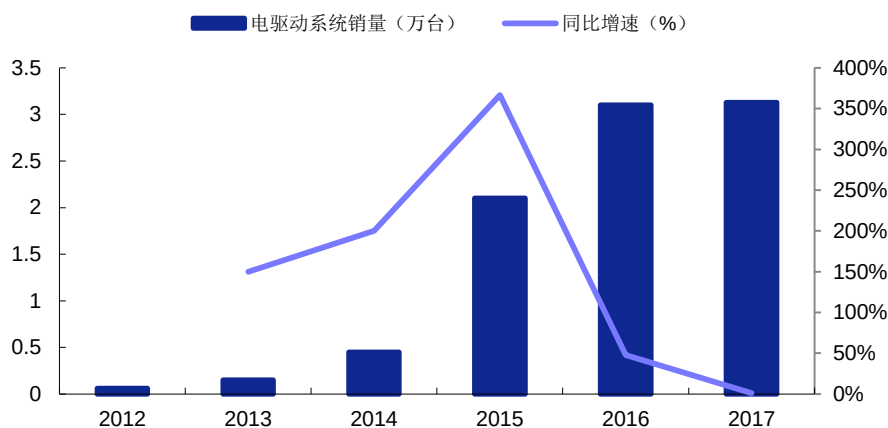
资料来源：高工电动车、新时代证券研究所

联手大郡成立合资公司，强强联合共同拓展新能源汽车业务。2015年公司与绍兴澳特彼（公司控股孙公司）、上海大郡合资成立卧龙大郡，公司强项在于电机，大郡强项在于电控，“卧龙电机+大郡电控”强强联合，建立先进的新能源汽车电机生产装配线，结合自身的优势共同推进新能源汽车电机驱动系统业务，其中卧龙大郡电机产品优先保证满足上海大郡的需求，通过与上海大郡进行合作，公司成为了北汽EC系统的主力供应商。此次合作解决了公司新能源汽车电机驱动系统集成的一致性与产品性能稳定性问题，增强公司在新能源汽车用电机方面的设计、制造和市场竞争能力。

合作方上海大郡作为国内起步较早、专业从事混合动力及纯电动汽车驱动电机及其控制系统研发和生产的企业，拥有国内最早从事新能源汽车电机驱动系统研发及产业化工作的团队。由电力电子领域专家徐性怡博士领军的大郡团队，于2002年率先将永磁磁阻电机设计技术引入国内新能源汽车领域。并从2003年开始承担国家电动汽车相关的重大项目，包括：科技部863电动汽车重大专项、新能源汽车

产业技术创新工程项目、国家重点研发计划等 11 项国家级项目。上海大郡凭借多年深耕新能源汽车电机驱动系统领域的行业经验及专业积累，在先发地位、持续创新、核心技术、系列化产品体系、个性化的服务和快速响应的本地服务能力等方面确立了较强的竞争优势。目前上海大郡客户主要包括北汽、广汽、吉利、金龙、凯博易控等国内主要汽车生产企业。公司借助上海大郡客户资源，不断开拓新客户。

图21： 上海大郡电驱动系统销量及同比增速



资料来源：正海磁材公告、新时代证券研究所

公司加大新能源汽车产业的投资与布局，公司借助自身跨国企业的经营能力，取得了某世界知名汽车零部件企业第一单 56 万辆新能源汽车驱动电机及零部件的定点信，正式进入了海外主流豪华车企的供应链。其他世界知名零配件商也正在和公司联合研发、试制新能源汽车电机。这标志着公司 EV 电机技术水平已达到海外主流车企要求，示范效应下公司电机将加快国内市场渗透。

表10： 公司 EV 电机业务发展历程

时间	EV 电机业务发展历程
2011 年	成功开发并销售电动汽车 ISG 电机。
2012 年	成功研制电动汽车电机； 电动汽车动力总成、新能源汽车用驱动电机等产业化销售取得突破。
2013 年	自主研制乘用车永磁同步电机和控制器； 新能源汽车电机同比增长 114%。
2014 年	成功实现自主研发的驱动系统与汽车电机的总成； 电动汽车电机销量同比增长 125%。
2015 年	新能源汽车电机实现销售同比增长 264%； 董事会审议通过了《关于投资新能源汽车动力总成产业化项目的议案》，在浙江省绍兴市上虞区经济开发区新征用地 103,323 平方米（155 亩），用于新能源汽车电机及电机控制系统的产业化生产，设计产能：电机及电机控制系统 10 万套/年； 与上海大郡动力控制技术有限公司合资成立浙江卧龙大郡新动力电机有限公司。
2016 年	国开发展基金以人民币 1.28 亿元对全资子公司新能源投资有限公司以夹层投资方式进行增资，主要用于公司新能源汽车动力总成产业化项目； 公司的年产 10 万台套电动汽车电机及控制系统的产能建设项目进展顺利，并列入了工信部智能制造新模式应用示范工程。
2017 年	公司得到了某世界知名汽车零部件企业第一期 50 万辆以上新能源汽车驱动电机及零部件的定点信，对应一款全球主流豪华车企即将投产的新能源乘用车。

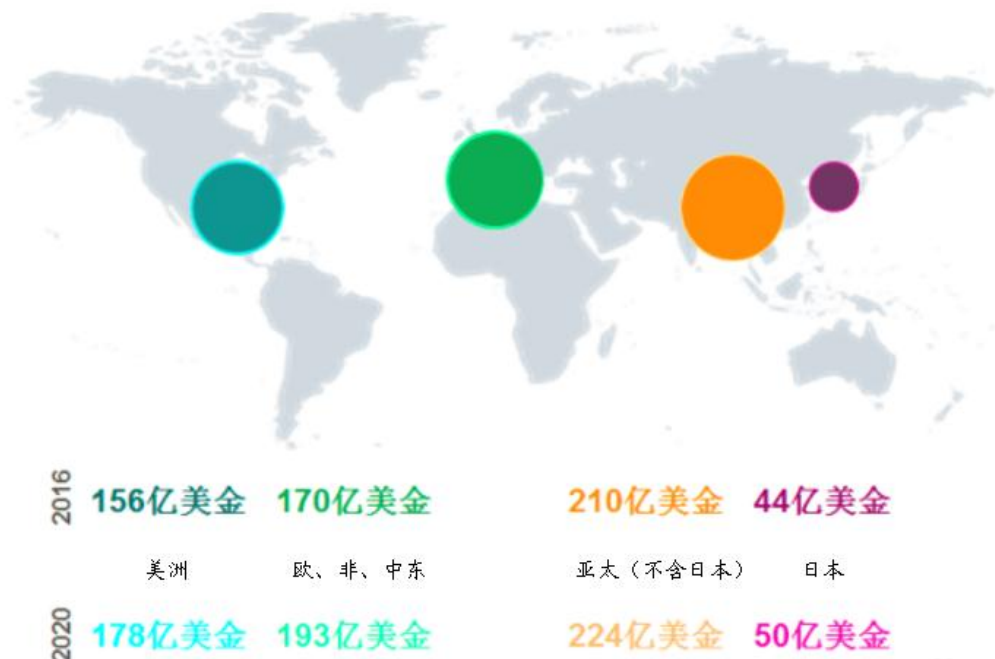
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3、低压电机：布局高效能电机，收购 SIM 巩固龙头地位

低压电机及驱动产品主要应用于压缩机、水泵、风机、工业机器人、造纸机械和新能源汽车等，其中新能源汽车属于 EV 事业部，其余产品均属于工业驱动事业部。

根据 IHS 数据，2016 年全球工业电机与电机控制市场达 580 亿美金，其中，工业电机市场销售额约为 354 亿美金，电机控制市场规模在 226 亿美金左右。亚太地区（含日本）是全球电机与电控最大的区域市场，2016 年销售额约为 254 亿美元，占全球市场销售总规模的 44%。根据 IHS 数据，2016 年我国电机与电控市场规模接近 129 亿美金，是全球最大的单一国家市场。尽管我国市场面临进入经济转型期的增速放缓，产业结构调整等挑战，传统产业升级与智能化改造以及大力发展节能、高端制造业等趋势给未来电机与电控产品的发展带来了新机遇，IHS 预计我国是未来增速最快的区域市场之一，2020 年市场规模预计超 146 亿美金，2016-2020 年复合增速为 3.14%。随着高效电机在全球范围的不断推广，渗透率有望进一步提升，IHS 预估在 2020 年 IE3 电机占全球低压电机市场 30% 的份额，而 IE4 电机的增长速度要明显高于其他等级的低压电机。公司高效电机技术优势明显，有望受益份额提升。

图22： 2016 和 2020 年全球工业电机及电机控制器市场规模变化

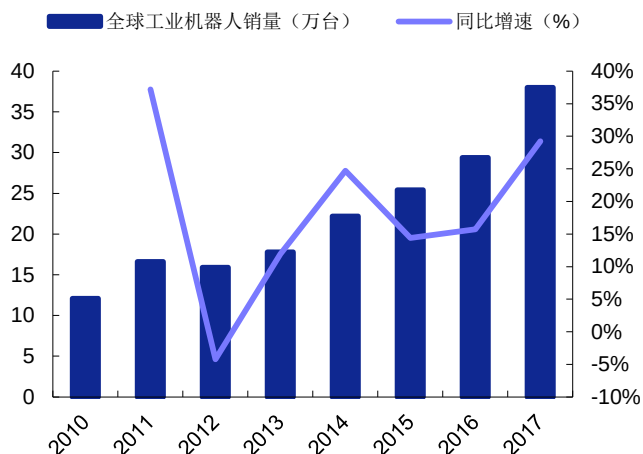


资料来源：IHS 预测、新时代证券研究所

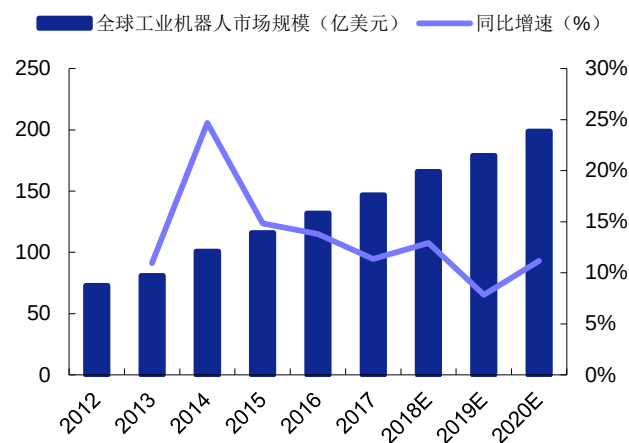
收购意大利 SIR，有望尽享工业机器人市场规模快速扩张红利。目前，工业机器人在汽车、金属制品、电子、橡胶及塑料等行业已经得到了广泛的应用。根据 IFR 数据，2017 年工业机器人销售额达 147 亿美元，2012-2017 年，工业机器人市场规模复合增速达 15%，2017 年工业机器人使用密度已经超过 70 台/万人。

图23： 全球工业机器人销量及同比增速

图24： 全球工业机器人市场规模及同比增速

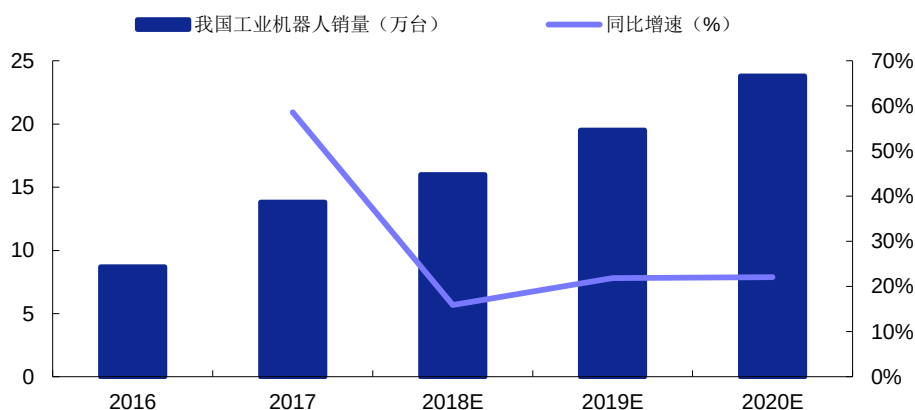


资料来源：IFR、新时代证券研究所



资料来源：IFR 预测、新时代证券研究所

根据 IFR 统计，2017 年，全球工业机器人销量达 38 万台，同比增长 29%，再创历史新高。其中，中国工业机器人需求增长最快，增长 58%，达 13.8 万台。IFR 预计 2018-2020 年国内机器人销量将分别为 16、19.5、23.8 万台。

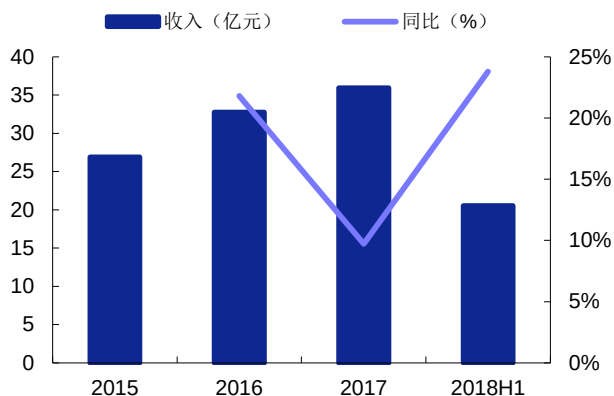
图25: 我国工业机器人销量及同比增速

资料来源：IFR、新时代证券研究所

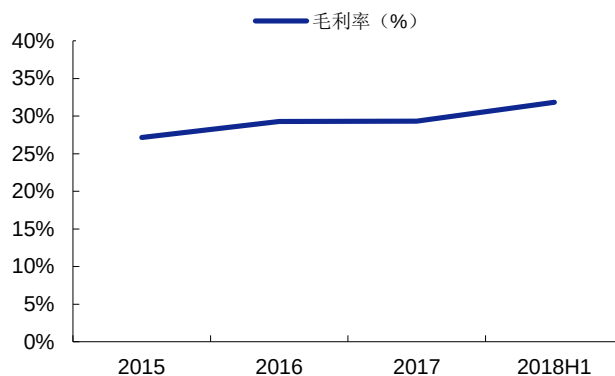
收购 SIM，巩固低压电机龙头地位，拓展美洲市场。2017 年 12 月，公司与美国通用电气公司签署协议，收购后者的小型工业电机业务 SIM。SIM 主要产品为 1 至 1750 马力的低压和 TEFC 中压电机，背靠通用电气，在电机专业技术方面拥有 130 多年历史，具有一流的卧式电机、立式电机、特种电机等制造技术、先进的管理水平、现代化的工艺装备、健全的北美销售网络。通过收购 SIM，将为公司全球营销网络拓展、电机制造水平提升、现有产品间协同整合提供有力支持。公司通过 SIM 窗口，可以将公司产品以 GE 品牌销售至美洲市场，将提升公司在北美市场的销售能力，并有望依托通用电气的墨西哥工厂，实现中美贸易摩擦的风险规避。

受益于下游需求刺激，公司低压电机及驱动业绩逐步向好，毛利率缓步提升。

图26: 低压电机及驱动业务（含 EV）收入及增速**图27: 低压电机及驱动业务（含 EV）毛利率**



资料来源：公司公告、新时代证券研究所



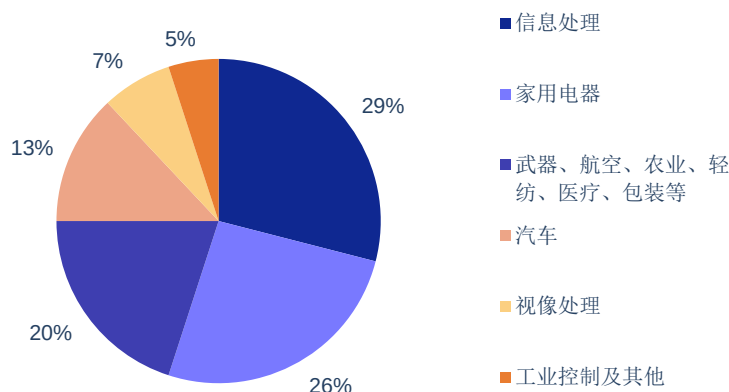
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

4、微特电机：白电景气周期催生持续增长动能

电机是电动机的简称，一般按照功率可将电机分为大型电机、中小型电机、微型电机。根据国家标准 GB/T18211-2000《微电机安全通用要求》中的界定，微特电机一般指折算至 1000r/min 时连续额定功率 750W 及以下，或机壳外径不大于 160mm，或轴中心高不大于 90mm 的控制电机和其他特殊用途的特种电机。

微特电机作为基础性的电子器件广泛存在于各种机电设备中，但它本身并不构成最终消费品。微特电机主要应用于（1）信息行业（2）家用电器（3）武器、航空、农业、轻纺、医疗、包装等（4）汽车（5）视像处理和（6）工业控制及其他。未来随着传统应用领域市场逐渐饱和，需求放缓，微特电机的主要增长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28： 2017 年微特电机应用领域结构



资料来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

表11： 微特电机的新兴应用领域市场前景

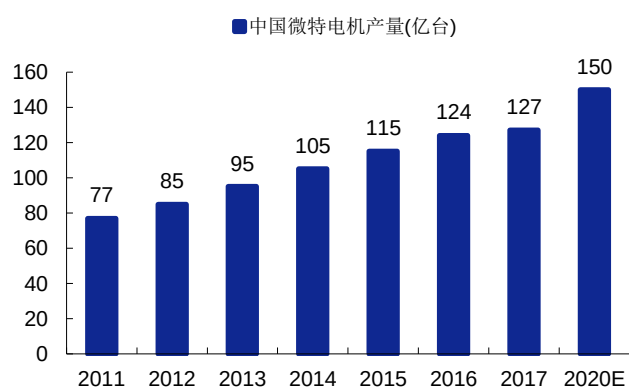
新型领域	概况
信息产业	受智能手机、平板电脑等市场需求拉动。未来传统消费电子市场逐渐饱和，可穿戴设备将成为行业新的增长点，继续带动微特电机需求增长；预计 2020 年中国可穿戴设备市场增速在 25% 以上。

新型领域	概况
3D 打印	根据《The State of 3DPrinting 2016》数据显示,未来三年工业级 3D 打印 CAGR 达到 44.22%,市场空间达 300 亿美元;到 2022 年全球医疗 3D 打印市场规模将达到 38.9 亿美元。
汽车领域	政策支持下,新能源汽车市场继续保持高速增长。2020 年新能源汽车用微特电机市场增速在 40%以上,2020 年需求量可突破 1.5 亿台。
注塑市场	国内塑机行业十三五期间能够实现年均 10%的增速,预计我国塑胶机械市场五年内将突破 1000 亿,其中注塑机约占 40%-50%的产值,对应市场空间约 500 亿元。
机器人	全球工业机器人市场高速增长,预计 2020 年可突破 3.0 亿台,市场价值将达到 33 亿美元。据测算未来 90% 的工业机器人将使用伺服电机。
消费级无人机	随着低空领域逐渐开放,中国无人机市场将迎来快速增长期,2020 年消费级无人机市场增速在 50%以上。中国 2019 年对伺服电机的需求有望达到 73.7 万台。
电动工具	目前北美、欧洲和亚太成全球三大市场占 70%的市场份额,其中亚太地区是全球制造动力工具中成长最快的地区,有望在 2019 年市场规模估值中突破 100 亿美元,其中 70%来自电动工具。

资料来源: 前瞻产业研究院预测、新时代证券研究所

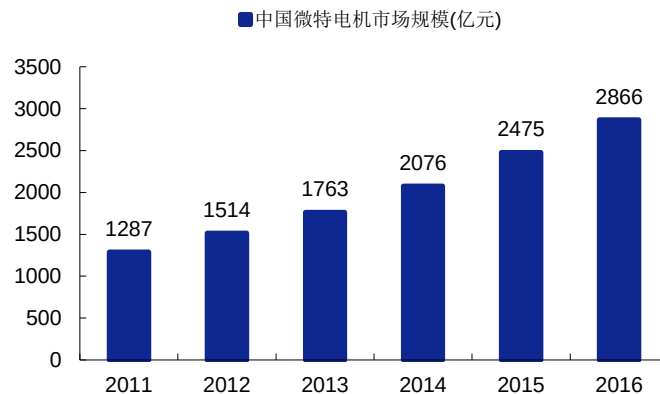
近年来,我国微特电机产量整体保持较快的增长势头,我国已成为世界上最大的微特电机的生产国和出口国。据新思界产业研究中心的数据,2011-2017 年我国微特电机产量年均复合增速为 8.7%,2017 年产量达到 127 亿台,占全球市场的 72%;市场规模由 2011 年的 1287 亿元增加至 2016 年的 2866 亿元,年均复合增速为 7.34%。根据《微特电机“十三五”发展展望》,到 2020 年我国微特电机产量将达到 150 亿台。

图29: 我国微特电机产量稳步提升



资料来源: 中国产业信息网预测、新时代证券研究所

图30: 我国微特电机市场规模稳步提升



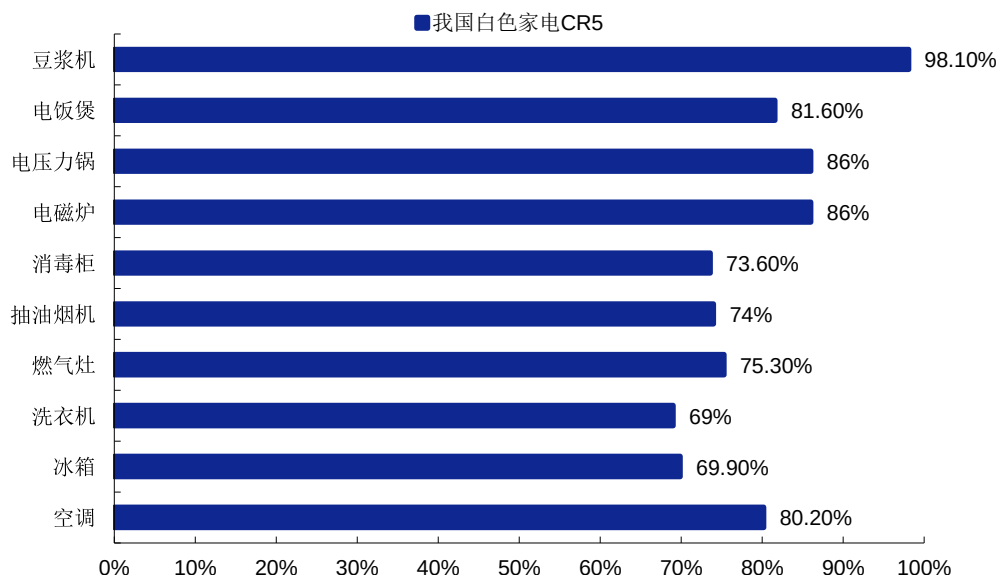
资料来源: 中国产业信息网、新时代证券研究所

公司的微特电机及控制产品主要应用于家用电器行业,涵盖家用空调、冰箱、洗衣机、厨房小家电及电动工具等。家用电器用微特电机是我国微特电机制造业中的主要领域之一,主要产品有空调、洗衣机、电冰箱等。城市化是未来全球家电行业发展的关键因素。OECD 预计到 2050 年全球将有 70%的人口生活在城市中,中产阶级规模在快速增长,到 2020 年将达到 32 亿人口,到 2030 年将达到 49 亿人口。

这将给家电行业带来巨大发展空间，同时也给微特电机制造业带来发展机遇。根据产业在线数据，2017年，全国家用空调、电冰箱、洗衣机的产量分别为14170万台、7516万台、6360万台，家电用微特电机占微特电机总需求量的26%左右。

目前，我国的白色家电市场集中度较高，行业竞争日趋激烈，中小企业风险持续增大。据ZDC网站品牌关注度排名数据显示，大部分白色家电CR5的品牌集中度较高，小家电行业集中度要高于大家电。一方面我国的白色家电市场已经从大城市转向中小城市的争夺，大中城市的产品需求趋缓，主要转为售后服务需求，中小城市则主要体现为新产品购买需求、售后服务需求。因此，白色家电行业在大中城市内，各公司正处于服务、管理、效率的比拼中；而未来几年，竞争将扩展到中小城市。另一方面，国际白色家电巨头的加入，行业竞争热度升级。日本松下、荷兰飞利浦、德国博朗等知名品牌，近几年均在中国市场有针对性地进行了几次大刀阔斧的调整。这表明，白色家电行业国内的竞争将逐步转向国际间企业的竞争。随着竞争的加剧，国内资本实力小、融资能力差、技术管理水平低、市场拓展能力差的中小型企业生存环境将变得举步维艰。未来几年，行业内兼并重组现象将愈加明显，中小型企业与产能工艺落后的企业面临被吞并和倒闭的风险。

图31： 我国白色家电 CR5 市场集中度



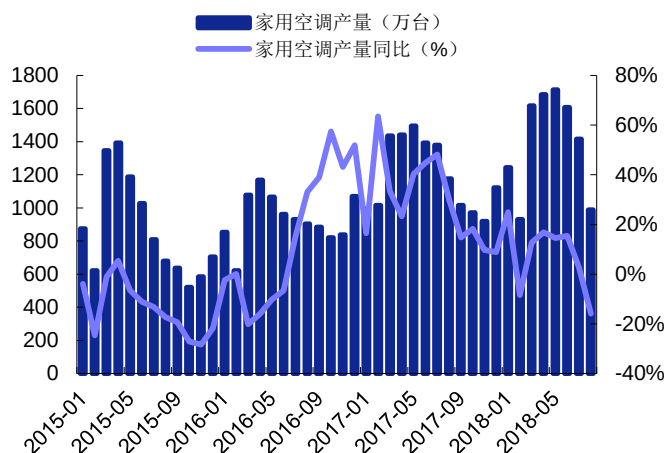
资料来源：公司公告、前瞻产业研究院、新时代证券研究所

公司的大客户模式将受益未来家电行业集中度提升。公司微特电机以家用空调、冰箱、洗衣机为主，客户涵盖国内格力、美的、海尔等一线品牌，以及大金、三菱、松下等日系客户。随着家电行业竞争加剧，优胜劣汰，大家电行业集中度有望进一步提升，尤其是冰箱、洗衣机有较大的提升空间。微特电机是空调、电冰箱和洗衣机生产的关键零部件。空调室内外机的风扇电机、压缩机电机均需要微特电机，1台空调至少需要3台微特电机。一般来说，电冰箱压缩机需要1台微特电机，洗衣机的转动电机需要1台微特电机。

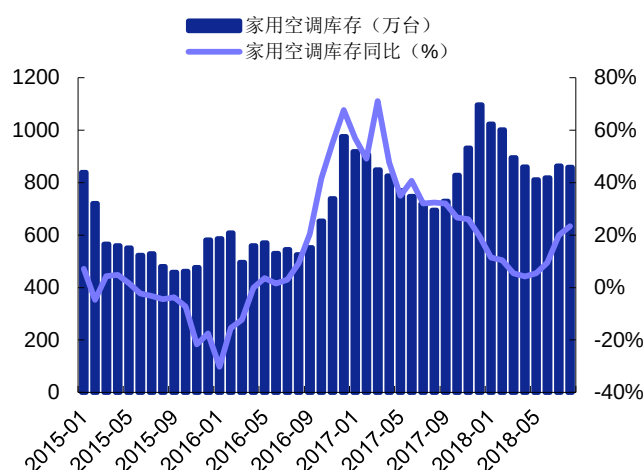
近年白色家电来处于景气周期，对公司的微特电机需求形成了持续的需求。由于公司的营收实现和下游行业复苏有一定的时滞性，公司预期在中短期内会维持营收增长和毛利率持续改善的态势。

图32： 我国家用空调产量及同比增速

图33： 我国家用空调库存及同比增速

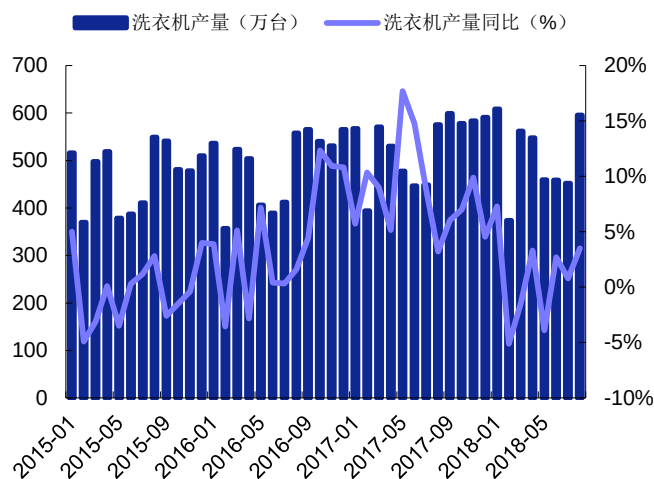


资料来源：产业在线、新时代证券研究所



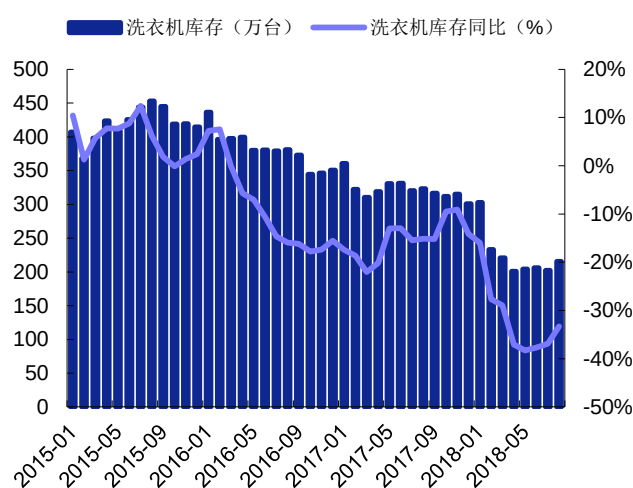
资料来源：产业在线、新时代证券研究所

图34: 我国洗衣机产量及同比增速



资料来源：产业在线、新时代证券研究所

图35: 我国洗衣机库存及同比增速



资料来源：产业在线、新时代证券研究所

图36: 我国冰箱产量及同比增速

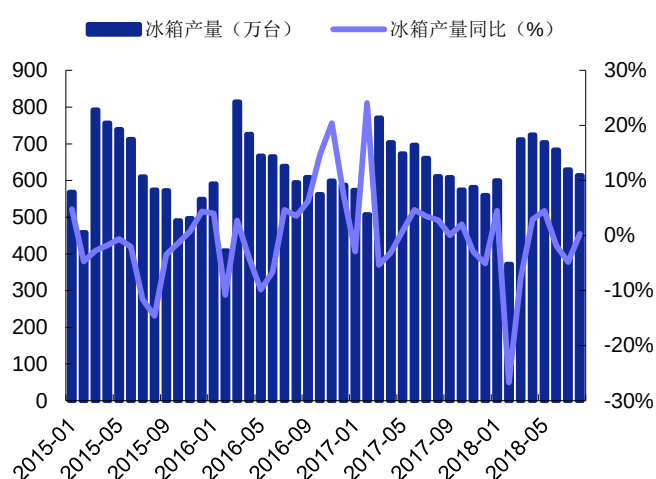
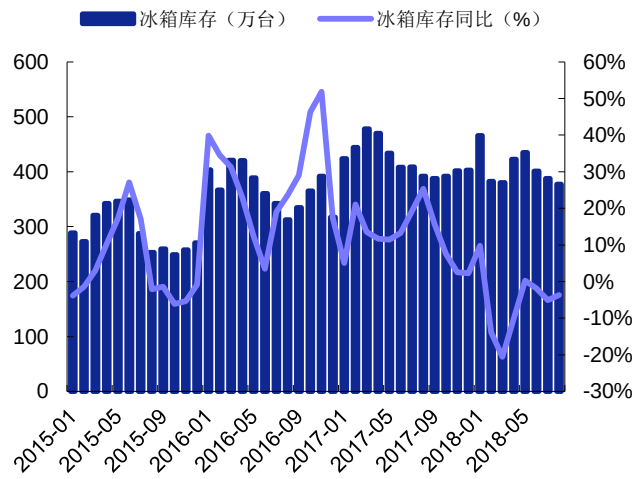
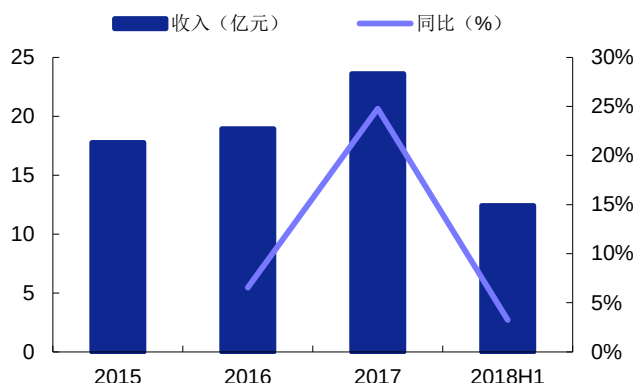


图37: 我国冰箱库存及同比增速

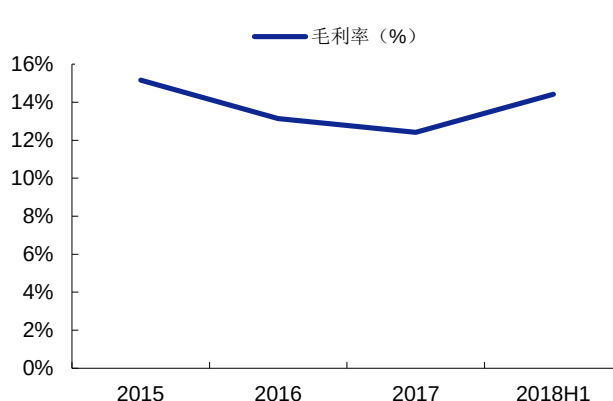


资料来源：产业在线、新时代证券研究所

资料来源：产业在线、新时代证券研究所

图38： 微特电机及控制业务收入及增速

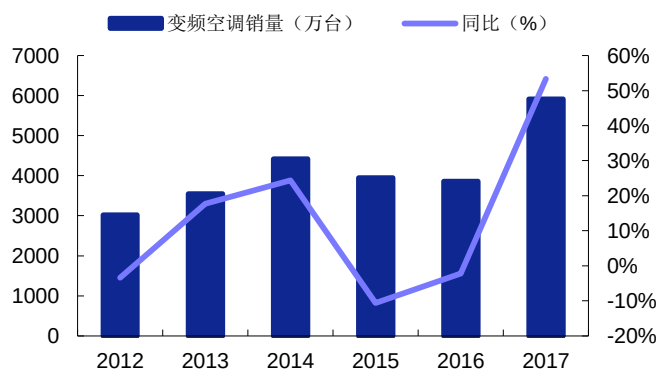
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图39： 微特电机及控制业务毛利率有所回升

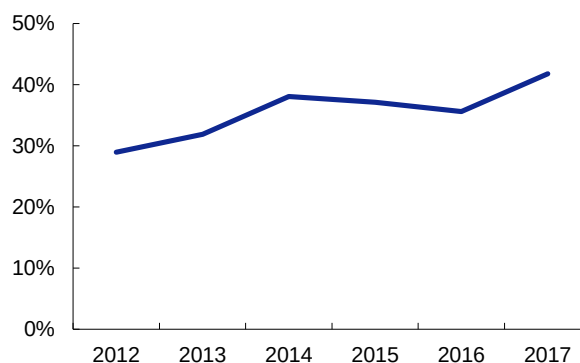
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

变频化、智能化、高端化浪潮来袭，家电用微特电机向集成化、智能化、模块化和一体化技术转型。无刷直流电机等低耗能产品将逐步替代高耗能产品，技术门槛明显提升。公司有望凭借技术优势与规模优势，在产品升级替代大潮中取得成功。

变频空调依靠变频功率转换器来管理压缩机供电频率，调节压缩机转速，依靠压缩机转速的快慢达到控制室温的目的，从而达到减少电能消耗、提高舒适度的智能化目的。随着空调能效比要求的不断提高以及我国政府对于节能减排的积极推动，近几年变频空调销量快速增长，2012-2017年复合增长率达14.42%，销量占比从28.94%提升至41.75%。根据产业在线数据，2017年我国变频空调销量为5915.70万台，同比增长53.30%。

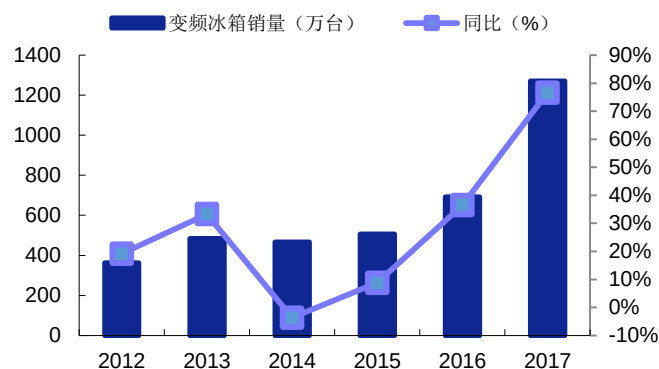
图40： 我国变频空调销量情况

资料来源：产业在线、新时代证券研究所

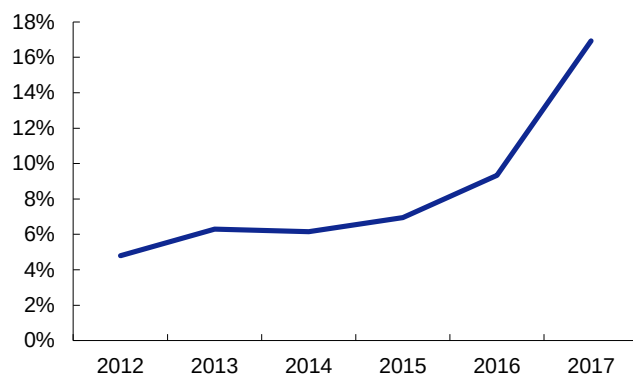
图41： 我国变频空调销量占比

资料来源：产业在线、新时代证券研究所

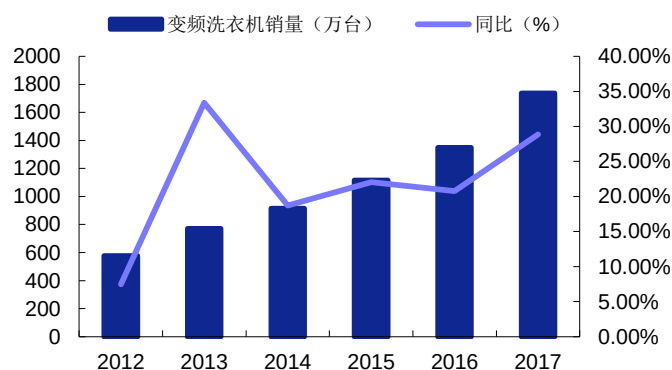
近几年我国变频冰箱、变频洗衣机销量快速增长，销量占比也快速提升。2012-2017年变频冰箱销量复合增长率达28.47%，销量占比从4.80%快速提升至16.93%；2012-2017年变频洗衣机销量复合增长率达24.64%，销量占比从10.37%快速提升至27.11%。根据产业在线数据，2017年我国变频冰箱销量为1,270.60万台，同比增长76.60%；我国变频洗衣机销量为1737.00万台，同比增长28.84%；2018年Q1我国变频空调销量为1498.50万台，同比增长20.60%。我们认为未来变频家电渗透率快速提升的趋势依旧，像变频冰箱更是出现渗透率加速提升的情况。

图42: 我国变频冰箱销量情况

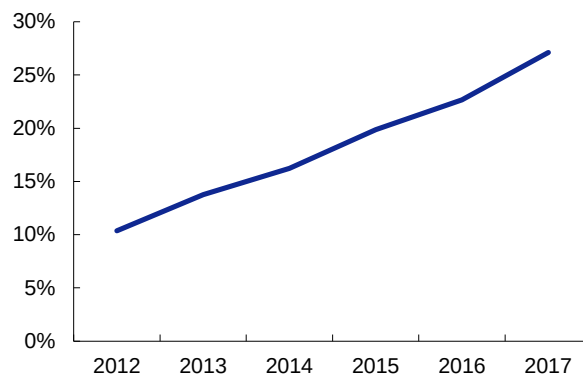
资料来源：产业在线、新时代证券研究所

图43: 我国变频冰箱销量占比

资料来源：产业在线、新时代证券研究所

图44: 我国变频洗衣机销量情况

资料来源：产业在线、新时代证券研究所

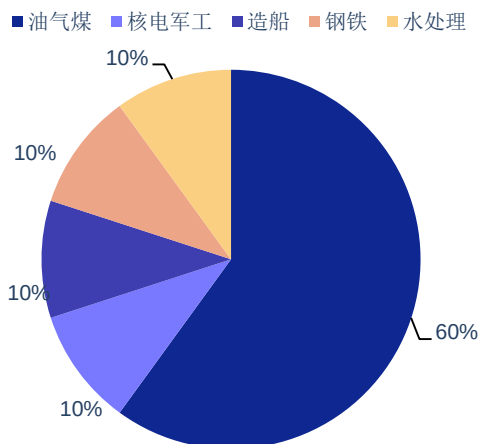
图45: 我国变频洗衣机销量占比

资料来源：产业在线、新时代证券研究所

5、高压电机：下游复苏，高压电机迎来景气向上周期

公司大型驱动事业部主要对应高压电机及驱动业务，高压电机及驱动产品主要应用于石化、煤炭、煤化工、冶金、电力、油气、军工、核电等多个领域，其中油气煤领域的应用占比为60%左右，主要客户有中石化、中石油、恒力石化，占比达到40%。另外，核电军工、造船、钢铁和水处理占比各为10%。高压电机驱动类产品下游行业如石化、煤炭、电力、水泥等基建相关行业受国家宏观经济发展形势和国际经济增长影响较大。

图46: 公司高压电机应用领域

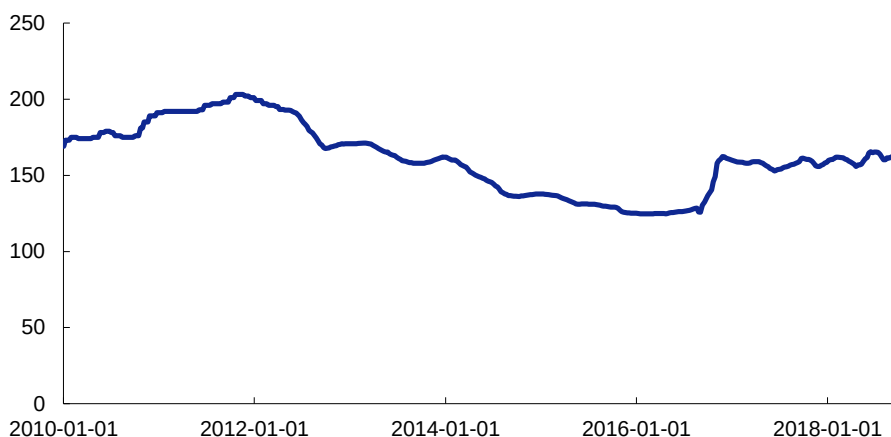


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

5.1、下游行业复苏明显，高压电机景气持续向上

2016 年以来，受益于供给端不同程度的收缩，以煤炭、钢铁、石油、有色金属等为代表的大宗商品表现亮眼。2018 年大宗商品整体有望延续涨势，但品种间的机会存在一定的差异，尤其是近一年布伦特原油价格持续走高。

图47： 2010 年以来中国煤炭价格指数



资料来源：wind、新时代证券研究所

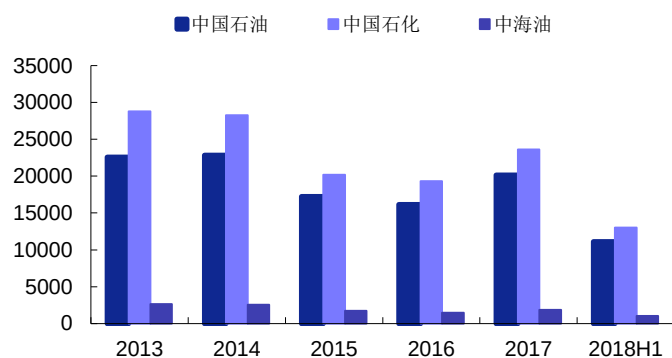
图48： 2010 年以来布伦特原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind、新时代证券研究所

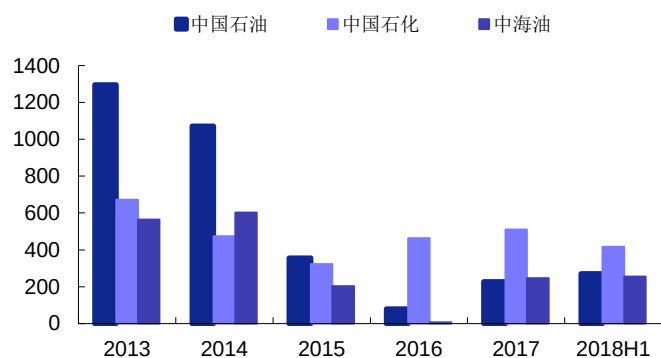
受大宗商品价格回升影响，2017 年以来行业整体业绩出现修复。以“三桶油”（中石油、中石化、中海油）为例，2017 年开始营业收入、归母净利润、ROE 均呈现上升趋势。伴随着业绩回暖，资本支出也“水涨船高”，2017 年“三桶油”资本支出合计为 3557 亿元，同比增长 13.41%。

图49: “三桶油” 营收（亿元）



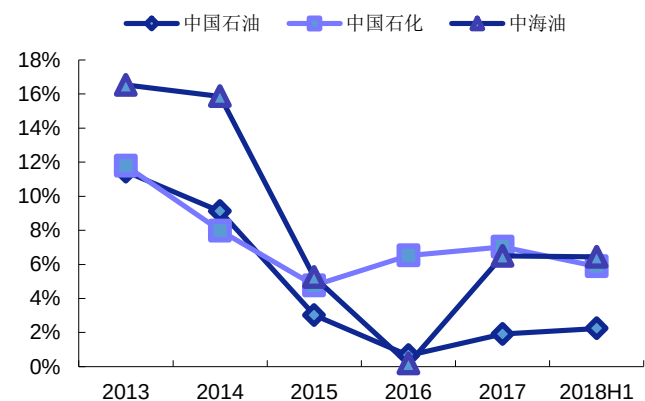
资料来源：wind、新时代证券研究所

图50: “三桶油” 归母净利润（亿元）



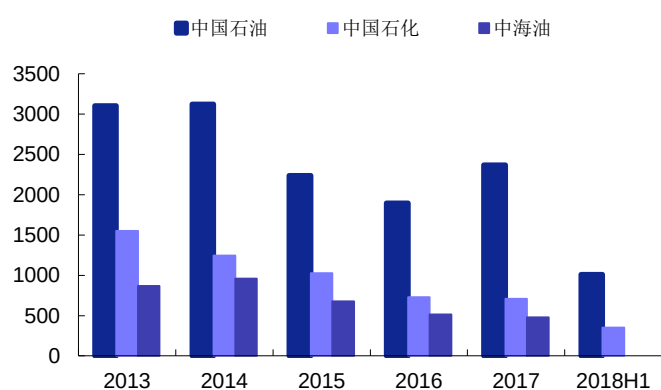
资料来源：wind、新时代证券研究所

图51: “三桶油” ROE (%)



资料来源：wind、新时代证券研究所

图52: “三桶油” 资本支出（亿元）

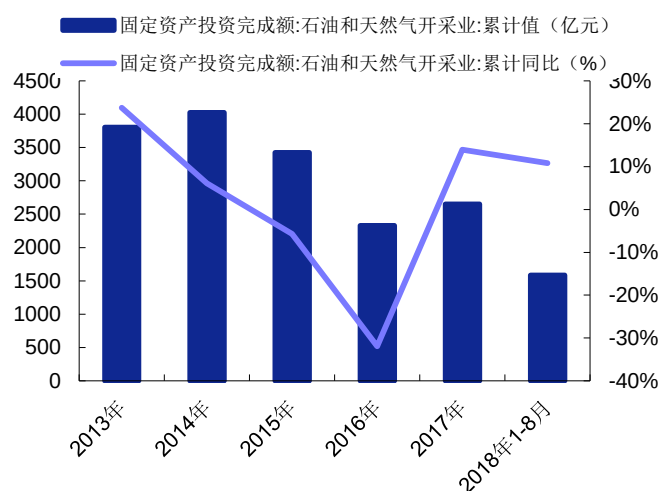


资料来源：wind、新时代证券研究所

在大宗商品的强烈复苏的带动下，行业持续高位的利润空间预计将吸引供应复

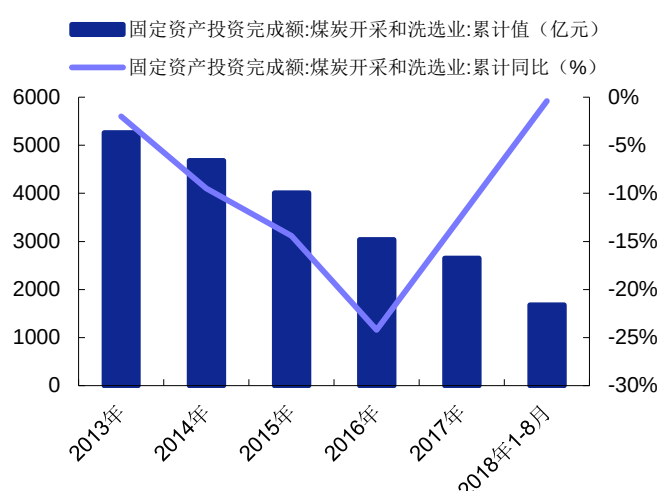
产。基于行业的周期性，固定资产投资需求增长，通常会有 1 年以上的迟滞期。(1) 石油和天然气领域，2017 年石油和天然气开采业固定资产投资完成额结束近年来负增长的态势，固定资产投资完成额为 2649 亿元，同比增长 13.9%；2018 年 1-8 月石油和天然气开采业固定资产投资完成额为 1587 亿元，同比增长 10.8%。(2) 煤炭领域，2018 年 1-8 月煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额与 2017 年同期持平，结束连续多年的下跌，有望企稳。(3) 黑色金属矿领域，2018 年 1-8 月黑色金属矿采选业固定资产投资完成额为 536 亿元，同比增长 7.5%，已呈现企稳反弹的态势。(4) 有色金属矿领域，2018 年 1-8 月有色金属矿采选业固定资产投资完成额仍旧呈下跌态势，但因其投资完成额相较油气煤投资完成额相对较低，对大宗商品固定资产投资完成额影响较小。行业景气度逐步向下游设备制造企业传导，或将提振设备制造企业的业绩，高压电机及驱动系统作为大宗商品开采链上的重要装备，市场需求也将迅速攀升。

图53: 石油和天然气开采业固定资产投资完成额趋势



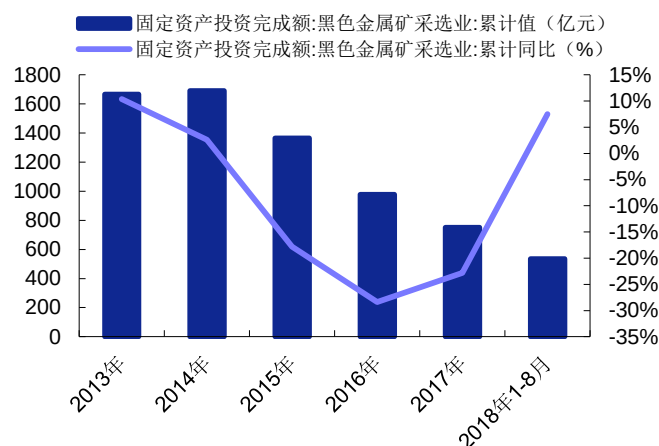
资料来源: wind、新时代证券研究所

图54: 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额趋势



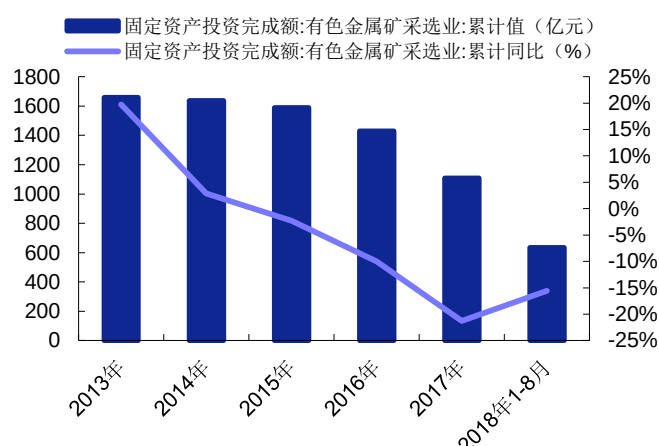
资料来源: wind、新时代证券研究所

图55: 黑色金属矿采选业固定资产投资完成额趋势



资料来源: wind、新时代证券研究所

图56: 有色金属矿采选业固定资产投资完成额趋势



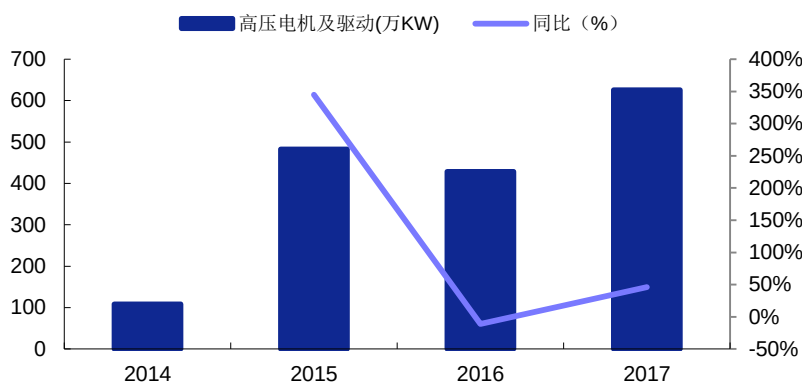
资料来源: wind、新时代证券研究所

全球经济尤其是大宗商品的稳步回暖，带动全球高压电机市场逐渐复苏。根据 IHS 的数据，2015 年全球高压电机（大于 1000 伏）市场规模约为 50.81 亿美金，同比下降 11%，高压电机市场有望于 2017 年开始逐渐恢复增长趋势。亚太地区仍

是全球最大且增速最快的高压电机市场，IHS 数据显示 2015 年亚太地区销售额近 25 亿美金，占全球市场的 50%，预计 2015-2020 年将维持 2.7% 的年复合增长趋势，2020 年市场规模预计超过 28.75 亿美金。

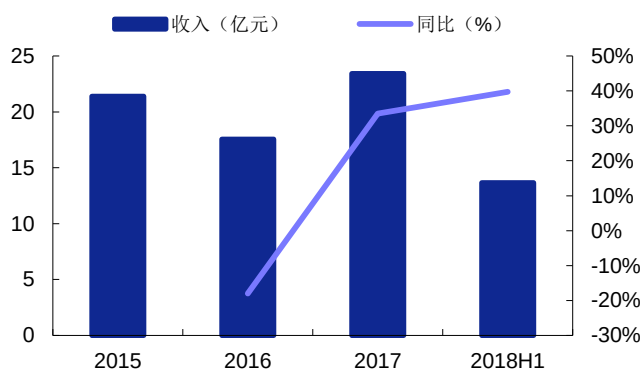
2016 年受装备制造需求持续低迷，市场竞争激烈、价格下滑影响，公司高压电机及驱动业务销售收入与毛利率均出现下滑。2017 年以来受下游行业如油气、煤炭、炼化、钢铁、采矿和造船等行业的复苏影响，装备制造需求开始增长，公司高压电机及驱动业务销售收入及毛利率均出现一定程度的回升。目前行业逐步进入景气周期，公司高压电机订单充足，未来销售收入有望延续增长趋势。

图57： 2014-2017 年高压电机及驱动销量



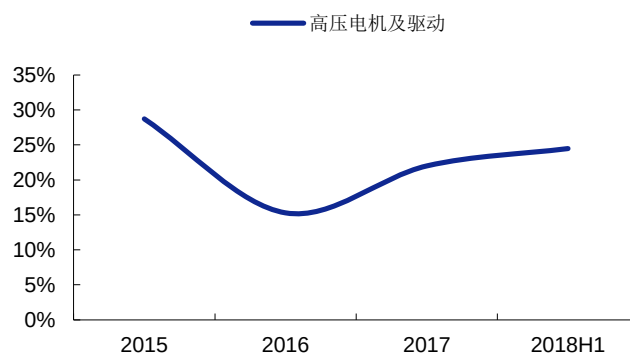
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图58： 高压电机及驱动业务收入及增速



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图59： 高压电机及驱动业务毛利率



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

5.2、外延并购布局驱动层+执行层，巩固高压电机龙头地位

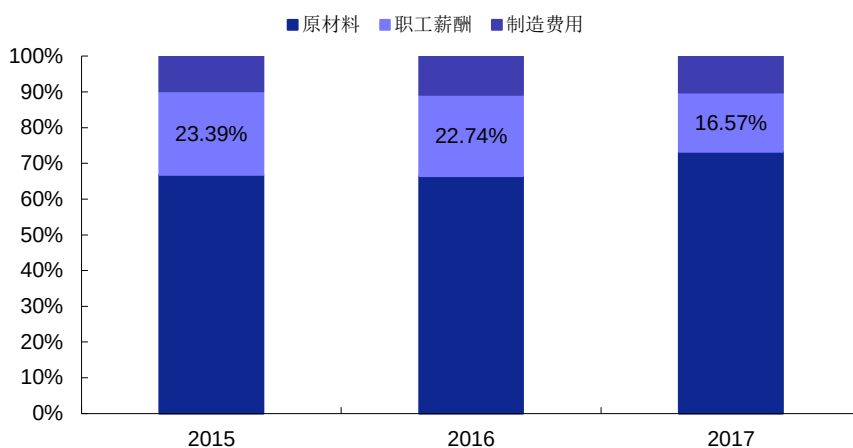
收购奥地利 ATB 公司，拉开全球化布局序幕。2011 年公司控股股东卧龙控股收购奥地利 ATB 97.94% 的股权，并委托公司对 ATB 公司管理运营，2013 年公司收购香港卧龙 100% 的股权，并将通过香港卧龙间接持有 ATB 的股权。ATB 驱动是欧洲第三大电机生产厂商，拥有超过 130 年的电机驱动行业从业经验，其产品涵盖了低、中、高压各类电机，广泛应用于石油化工、核电、核动力船舶、煤矿、石油天然气开采及钻井等领域。

收购南阳防爆，巩固防爆电机行业地位。2015 年公司收购南阳防爆 60% 股权，2016 年收购少数股东股权，目前南阳防爆为公司全资子公司，是我国最大的防爆

电机设计、科研和生产基地,拥有超过 40 年的行业经验,在我国防爆电机市场持续位列市场份额第一位。通过并购南阳防爆,公司将巩固和扩大其在石油、化工、煤炭、钢铁等领域国内最主要防爆电机供应商地位和市场份额;加大开拓军工和核工业等高端装备领域防爆电机的应用;与 ATB 公司产品形成有效互补,协同效应尽显。

高压电机制造过程不能实现完全自动化,需要一定的人工,2015-2016 年成本构成中职工薪酬占比维持在 22%-24%的较高区间。2017 年公司 ATB 欧洲工厂逐步将转移到工资较低的区域,目前在西欧高成本、东欧和中国低成本地区基本完成了生产经营的调配和布局,调整人员结构、优化工序,2017 年职工薪酬占比明显下降,相比 2016 年下降 6.17pct。

图60: 2017 年高压电机及驱动业务成本中职工薪酬占比明显下降



资料来源:公司公告、新时代证券研究所

收购荣信传动、荣信高科及荣信电机, 高压变频驱动层实现覆盖。2016 年公司收购荣信传动、荣信高科及荣信电机, 高压变频、高压软起、特种电源、防爆高低压变频器等驱动控制类产品可以快速完善公司现有的产品线, 叠加 ATB+南阳防爆高压电机等执行层的产品, 公司具备提供完整高压电机传动(驱动层+执行层)解决方案的能力。高压变频器应用领域涉及电力、冶金、煤炭、石油化工等多种行业, 我国高压变频器市场一直保持着较高的增长率。2016 年, 市场规模突破 100 亿元, 同比增长 15%; 2017 年, 我国高压变频器市场规模有望超 117 亿元; 到 2023 年, 我国高压变频器的市场规模有望达到 175 亿元左右, 2017-2023 年复合增速为 6.94%。

6、盈利预测与投资建议

6.1、核心假设及盈利预测

1、微特电机及控制: 白电景气周期催生持续增长动能, 公司微特电机业务稳步提升, 我们预计 2018-2020 年微特电机及控制业务营收增速为 10%/7%/5%, 毛利率为 14.4%/14.4%/14.4%。

2、低压电机及驱动: 公司 2018 年收购 GE 小型工业电机业务, 假设 2018 年按 50%收入并表, 2019 年后按 100%收入并表。同时假设 2018-2020 年除 GE 小型工业电机业务外公司低压电机收入增速为 20%/15%/13%; 假设 2018-2020 年 GE 工

业电机业务收入增速为 15%/13%/10%。我们预计 2018-2020 年低压电机及驱动业务营收增速为 36.0%/28.1%/12.4%，毛利率为 31.5%/31.2%/31.2%。

3、**高压电机及驱动**：下游行业复苏明显，高压电机迎来景气向上周期。我们预计 2018-2020 年高压电机及驱动业务营收增速为 20.0%/15.0%/13.0%，毛利率为 25.0%/25.0%/25.0%。

我们预计 2018-2020 年公司营收增速为 14.6%/17.7%/10.4%，毛利率为 24.6%/25.0%/25.3%。

表12： 公司业务拆分

	2017A	2018E	2019E	2020E
微特电机及控制				
收入（百万元）	2362	2598	2780	2919
yoy(%)	24.8%	10.0%	7.0%	5.0%
成本(百万元)	2068	2224	2379	2498
毛利率（%）	12.4%	14.4%	14.4%	14.4%
低压电机及驱动				
收入（百万元）	3591	4884	6255	7029
yoy(%)	9.7%	36.0%	28.1%	12.4%
成本(百万元)	2539	3344	4305	4837
毛利率（%）	29.3%	31.5%	31.2%	31.2%
高压电机及驱动				
收入（百万元）	2344	2813	3235	3655
yoy(%)	33.5%	20.0%	15.0%	13.0%
成本(百万元)	1829	2110	2426	2741
毛利率（%）	22.0%	25.0%	25.0%	25.0%
变压器				
收入（百万元）	575			
yoy(%)	-18.6%			
成本(百万元)	475			
毛利率（%）	17.3%			
蓄电池				
收入（百万元）	414	435	456	479
yoy(%)	13.5%	5.0%	5.0%	5.0%
成本(百万元)	349	378	397	417
毛利率（%）	15.8%	13.0%	13.0%	13.0%
贸易收入				
收入（百万元）	306	260	234	218
yoy(%)	-48.5%	-15.0%	-10.0%	-7.0%
成本(百万元)	294	248	224	208
毛利率（%）	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%
其他主营业务				
收入（百万元）	107	139	167	192
yoy(%)	48.6%	30.0%	20.0%	15.0%
成本(百万元)	51	79	95	109
毛利率（%）	52.6%	43.0%	43.0%	43.0%

	2017A	2018E	2019E	2020E
其他业务				
收入（百万元）	387	426	468	515
yoy(%)	52.36%	10.0%	10.0%	10.0%
成本(百万元)	317	332	365	402
毛利率（%）	18.2%	22.0%	22.0%	22.0%
汇总				
收入（百万元）	10086	11555	13596	15008
yoy(%)	13.2%	14.6%	17.7%	10.4%
成本(百万元)	7922	8715	10192	11213
毛利率（%）	21.5%	24.6%	25.0%	25.3%

资料来源：wind、新时代证券研究所

6.2、投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 6.72、7.82、8.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.52、0.60 和 0.68 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 12、10 和 9 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

7、风险提示

宏观经济发生不利变化，海外子公司整合不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	8797	9321	11604	13655	14413	营业收入	8914	10086	11555	13596	15008
现金	2144	2081	3161	3719	4105	营业成本	7049	7921	8715	10192	11213
应收账款	2990	2659	3813	3802	4604	营业税金及附加	66	75	81	95	105
其他应收款	220	1116	415	1386	602	营业费用	656	764	809	952	1051
预付账款	197	251	262	342	324	管理费用	866	937	1063	1251	1381
存货	2154	2180	2588	2987	3147	财务费用	169	265	196	264	292
其他流动资产	1093	1034	1366	1418	1632	资产减值损失	12	48	23	41	45
非流动资产	7285	7454	7905	8422	8694	公允价值变动收益	208	2	2	2	2
长期投资	177	206	274	343	411	投资净收益	17	657	46	46	46
固定资产	3146	2828	3182	3612	3809	营业利润	320	773	766	900	1020
无形资产	1249	1122	1231	1297	1358	营业外收入	73	267	100	100	100
其他非流动资产	2713	3299	3218	3171	3116	营业外支出	76	154	40	40	40
资产总计	16082	16775	19509	22076	23107	利润总额	317	886	826	960	1080
流动负债	7012	7413	9962	12205	12944	所得税	29	214	147	171	192
短期借款	3075	3219	5184	6561	7249	净利润	288	671	679	789	887
应付账款	1985	2080	2392	2838	2916	少数股东损益	35	6	6	7	8
其他流动负债	1953	2114	2385	2806	2778	归属母公司净利润	253	665	672	782	879
非流动负债	3495	3316	2946	2566	2056	EBITDA	965	1579	1397	1654	1852
长期借款	2434	2541	2171	1791	1281	EPS (元)	0.20	0.51	0.52	0.60	0.68
其他非流动负债	1061	775	775	775	775						
负债合计	10507	10729	12908	14770	15000	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	461	387	393	401	409	成长能力					
股本	1289	1289	1293	1293	1293	营业收入(%)	(5.9)	13.1	14.6	17.7	10.4
资本公积	1874	1867	1867	1867	1867	营业利润(%)	(27.9)	141.6	-1.0	17.5	13.3
留存收益	2258	2885	3443	4086	4816	归属于母公司净利润(%)	(29.7)	162.5	1.1	16.3	12.5
归属母公司股东权益	5114	5660	6208	6906	7699	获利能力					
负债和股东权益	16082	16775	19509	22076	23107	毛利率(%)	20.9	21.5	24.6	25.0	25.3
						净利率(%)	2.8	6.6	5.8	5.8	5.9
						ROE(%)	5.2	11.1	10.3	10.8	10.9
						ROIC(%)	4.5	7.2	6.0	6.4	6.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	65.3	64.0	66.2	66.9	64.9
						净负债比率(%)	68.7	67.0	71.8	71.4	62.0
						流动比率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
						速动比率	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	3.1	3.6	3.6	3.6	3.6
						应付账款周转率	3.7	3.9	3.9	3.9	3.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.20	0.51	0.52	0.60	0.68
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.14	0.39	0.27	0.55	0.94
						每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.38	4.80	5.34	5.95
						估值比率					
						P/E	30.78	11.72	11.60	9.97	8.87
						P/B	1.53	1.38	1.26	1.13	1.01
						EV/EBITDA	13.52	8.2	9.7	8.5	7.5

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	94	317	355	715	1211
净利润	288	671	679	789	887
折旧摊销	365	393	317	377	420
财务费用	169	265	196	264	292
投资损失	-17	-657	-46	-46	-46
营运资金变动	-527	-434	-789	-667	-341
其他经营现金流	-184	78	-2	-2	-2
投资活动现金流	-2039	-693	-720	-845	-645
资本支出	648	789	382	448	204
长期投资	-1259	14	-69	-29	-69
其他投资现金流	-2650	109	-406	-426	-509
筹资活动现金流	2450	318	-521	-688	-868
短期借款	43	144	0	0	0
长期借款	825	107	-370	-380	(510)
普通股增加	178	0	5	0	0
资本公积增加	970	-7	0	0	0
其他筹资现金流	434	74	-156	-307	-359
现金净增加额	463	-101	-886	-818	-303

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>