

主营业务稳中有升，新品类再起征程

——星帅尔（002860）深度报告

2018年10月26日

推荐/维持

星帅尔

深度报告

报告摘要：

公司是制冷压缩机零部件骨干企业。公司集压缩机启动器、热保护器、密封接线柱、家电温度控制器以及新能源汽车零部件于一身的国内压缩机零部件骨干企业，主要业务为各类制冷压缩机零部件，未来将逐步减少对传统业务的依赖布局新品类。

主营启动器、热保护器品类业绩稳定。公司传统业务市占率较高的制造占市场三成以上份额，客户粘性强，其中组合式启动保护器、扁形保护器和超低耗能启动器是公司优势产品。基于对其下游终端的判断，未来公司传统业务将维持平稳增长。

布局新品类快速成长，营收贡献可期。企业积极收购电气机械类公司，拟扩展业务线，未来在新能源电机业务和小家电产业链上下游的布局值得期待。子公司华锦电子、控股公司新都安、以及参股公司浙特电机业绩贡献逐步体现。

结合近期公司未来对于新能源汽车和小家电行业的战略布局，我们认为公司成长空间较大。预计未来三年，公司营收增速将维持13%-15%，净利润将维持13%以上增长。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司2018年-2020年营业收入分别为4.03亿元、4.59亿元和5.25亿元；每股收益分别为0.88元、1.03元和1.23元，对应PE分别为21X、18X和15X。维持公司“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动、新市场拓展存在不确定性等。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	294.49	354.80	403.22	459.42	525.41
增长率(%)	16.25%	20.48%	13.65%	13.94%	14.36%
净利润(百万元)	73.74	91.42	104.16	121.47	144.42
增长率(%)	26.29%	23.99%	13.93%	16.62%	18.89%
净资产收益率(%)	21.93%	14.07%	13.55%	14.05%	14.76%
每股收益(元)	1.21	1.26	0.88	1.03	1.23
PE	15.33	14.72	21.07	18.03	15.14
PB	3.35	2.22	2.85	2.53	2.23

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480117090003

交易数据

52周股价区间(元)	18.55-46.32
总市值(亿元)	21.64
流通市值(亿元)	8.77
总股本/流通A股(万股)	11668/4729
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	6.42

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《星帅尔（002860.SZ）2018 季报点评：主营业务稳中有升，新品类再起征程》
2018-10-25

目 录

1. 企业发展迅速, 长期经营稳定	4
2. 主营起动机、热保护器品类业绩稳定	5
2.1 公司起动机和热保护器技术先进	5
2.1.1 超低功耗起动机和扁形保护器为公司优势产品	5
2.1.2 组合式起动机热保护器顺势高速增长	6
2.2 下游行业成熟, 终端需求稳定	7
2.2.1 起动机下游需求体量巨大增长平稳	7
2.3 行业格局稳定, 公司市场地位领先	9
2.3.1 公司起动机、保护器以及密封接线柱稳居行业第一梯队	9
2.3.2 定制化服务与压缩机厂商合作稳定	10
3. 布局新品类快速成长, 营收贡献可期	12
3.1 密封接线柱业务市占率高, 增长快速	12
3.2 收购新都安, 布局温度控制器广阔市场	13
3.3 收购浙特电机, 开拓新能源汽车市场	15
4. 主营业务发展平稳, 新业务快速成长	16
4.1 业绩步入平稳发展期, 毛利率提升可期	16
4.2 原材料高位波动, 成本处在边际安全阶段	18
4.3 保证国内份额的同时, 扩张海外业务	20
5. 盈利预测及估值	20
6. 投资评级	20

表格目录

表 1: 限制性股票授予名单及分配	5
表 2: 起动机产品类型	6
表 3: 热保护器产品类型	6
表 4: 组合式起动机热保护器类型	7
表 5: 热保护器、起动机竞争对手	10
表 6: 密封接线柱竞争对手	10
表 7: 密封接线柱产品类型	13
表 8: 温度控制器	13
表 9: 浙特电机产品类型	15
表 10: 公司新增业务提振营收	17
表 11: 2016 年原材料采购表	19
表 12: 公司盈利预测表	21

插图目录

图 1：星帅尔历史沿革.....	4
图 2：星帅尔十大股东.....	4
图 3：热保护器、起动器和密封接线柱产业链.....	7
图 4：城镇、农村每百户居民电器拥有量.....	8
图 5：冰箱压缩机产量平稳中上升.....	8
图 6：2005-2017 年冰箱产销量保持平稳.....	8
图 7：2012-2017 年冷柜产量逐步平稳.....	8
图 8：2012-2017 年家用空调产量.....	9
图 9：2012-2017 年工业空调产量.....	9
图 10：公司扩展后产能大幅提升.....	9
图 11：公司主要客户在压缩机市场份额较高.....	11
图 12：星帅尔子公司产品线.....	12
图 13：微波炉产量.....	14
图 14：饮水机销量.....	14
图 15：公司主要客户均为市场内知名家电品牌.....	14
图 16：公司所产新能源汽车用微型发电机营收占比超 70%.....	15
图 17：新能源汽车产量变化.....	16
图 18：2017 年主营业务收入占比.....	16
图 19：2018H1 年主营业务收入占比.....	16
图 20：2012-2017 公司营收(千万元).....	17
图 21：2012-2017 归母公司净利润(百万元).....	17
图 22：2012-2017 产品毛利率持续上升.....	18
图 23：2013-2017 公司费用率折线.....	18
图 24：2012-2017 起动机、热保护器毛利率在上升区间.....	18
图 25：起动机、热保护器成本保持平稳.....	18
图 26：原材料成本占比较高.....	19
图 27：塑料材料价格 18 年到达高位，银价回撤到 16 年水平.....	19
图 28：2016 年至今锡、镍价格保持高位.....	19
图 29：2016 年至今铜、冷轧板价格高位波动.....	19
图 30：主营业务国内销售收入.....	20
图 31：主营业务出口销售收入.....	20

1. 企业发展迅速, 长期经营稳定

公司是国内压缩机零部件行业骨干生产企业之一。公司是以生产冰箱和冷柜等家用电器的压缩机关键零部件的高新技术企业。其前身为“杭州帅宝电器有限公司”，成立于1997年，系由杭州富阳电子集团公司下属杭州继电器厂通过股份制改造设立的有限公司。经过二十余年经营发展，现已成为集压缩机启动器、热保护器、密封接线柱、家电温度控制器以及新能源汽车零部件于一身的国内压缩机零部件骨干企业。

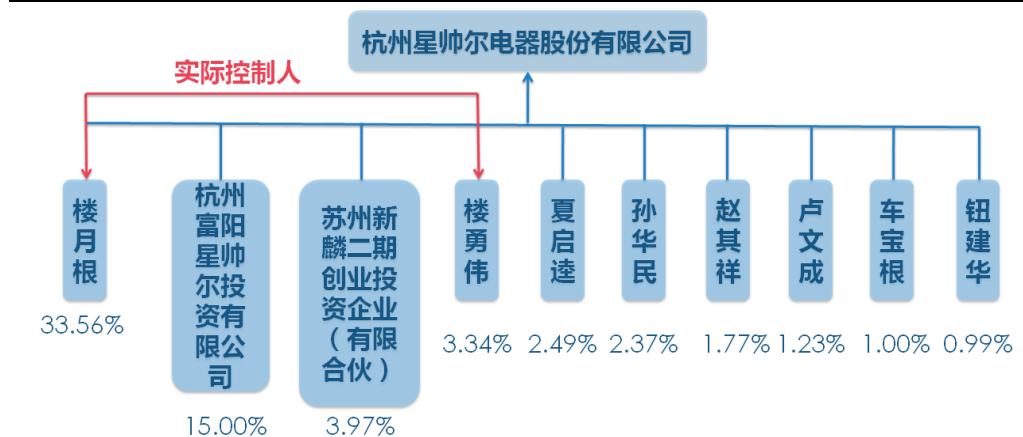
图 1: 星帅尔历史沿革



资料来源: 东兴证券研究所

实际经营控制权集中, 股权结构稳定。公司的控股股东为楼月根, 实际控制人为楼月根、楼勇伟父子, 直接间接共持有超过 60% 股份。公司自成立以来共经过六次股权变更。公司上市后, 十大股东基本保持不变, 股权结构稳定, 公司控制权集中。

图 2: 星帅尔十大股东



资料来源: 东兴证券研究所

公司股权激励计划首次授予完成。8月23日向68名特定员工发行了271万股A股普通股股票, 这部分限制性股票于9月7日上市, 定价10.41元/股。股权激励作为激励核心员工的一种方式, 增强了员工与公司的联系, 公司利益最大化成为员工和公司共同目标。计划中三个限售期和业绩考核要求提高了核心员工的稳定度, 为提高公司绩效增加动力。

表 1: 限制性股票授予名单及分配

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占本激励计划授出权益数量的比例	占本激励计划公告日股本总额比例
卢文成	董事、常务副总经理	10	3.13%	0.09%
孙华氏	董事	5	1.56%	0.04%
陆群峰	董事会秘书、副总经理	20	6.25%	0.18%
高林峰	财务总监	10	3.13%	0.09%
孙建	副总经理	10	3.13%	0.09%
孙海	副总经理	10	3.13%	0.09%
其他核心人员 (62人)		206	64.38%	1.81%
	预留	49	15.31%	0.43%
	合计	320	100%	2.81%

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

通过高管增持计划领导团队稳定性。2018年6月实施高级管理人员增持股份计划, 9月计划实施完成。本次计划具体内容为: 公司副总经理孙建通过交易所竞价交易增持公司股份10万股。对公司高管进行股权激励可增加员工对公司的信心。

2. 主营起动机、热保护器品类业绩稳定





2.1 公司起动机和热保护器技术先进

2.1.1 超低功耗启动器和扁形保护器为公司优势产品

产品设计生产紧跟政策趋势进行技术创新升级。公司营收72.55%来源于起动机和热保护器销售, 自主研发了扁形保护器和低耗能起动机和组合式产品。受能效国家标准政策利好及2017年下半年欧盟开始采用新版家用电器能效标识等影响以及节能节材趋势显著等利好因素的驱动, 公司主营的超低功耗PTC起动机等作为高端节能冰箱核心部件, 市场需求大规模攀升, 占比逐步提高。

起动机: 自主研发产品超低功耗PTC起动机的电路设计简单, 耗能极低, 在正常工作时起动芯片不发热, 使用寿命延长, 符合节能环保制造的发展趋势, 相较于市面上其他产品优势明显。



表 2: 起动器产品类型

序号	产品展示	产品名称	用途说明
1		重锤式起动器	主要用于商用冰箱、冰柜制冷压缩机启动
2		普通 PTC 起动器	主要用于家用冰箱、冰柜制冷压缩机启动
3		低功耗 PTC 起动器	
4		超低功耗 PTC 起动器	主要用于家用冰箱、冰柜制冷压缩机启动, 具有超低功耗(<0.4W)特点

资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

热保护器: 公司热保护器 2016 年的国内市场占有率约为 34.32%, 扁形保护器是公司自主研发产品, 相较于市场常规圆形保护器, 具有节省空间、工作稳定、节能等特点, 还开拓了带有烘干机功能的洗衣机这一新领域。此外, 子公司新都安在 2017 年开始进入变压器即马达用保护器市场, 目前已实现规模化量产, 未来可进一步扩产抢占市场。

表 3: 热保护器产品类型




序号	产品展示	产品名称	用途说明
1		扁形保护器	主要应用于冰箱、冰柜和饮水机等压缩机电机保护, 以及烘干洗衣机上。
2		圆形保护器	主要应用于冰箱、冰柜等制冷压缩机电机保护, 是公司传统的热保护器产品。

资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

2.1.2 组合式起动器热保护器顺势高速增长

组合式起动器热保护器产品竞争力强。公司自主研发的组合式启动保护器相对于分开安装, 有效缩小了产品体积, 以适应压缩机小型化的趋势;公司在组合式启动热保护器上增加了多个接线端, 实现压缩机内外部不同功能部件的电路连接。2016 和 2017 年公司组合式起动器热保护器销售额保持近 50% 的增长, 未来营收贡献可期。

表 4：组合式起动器热保护器类型

序号	产品照片	产品名称	用途说明
1		普通 PTC 起动热保护器	主要用于冰箱、冰柜压缩机起动和保护，由普通 PTC 起动器和圆形热保护器组合
2		低功耗 PTC 起动热保护器	主要用于冰箱、冰柜制冷压缩机的起动和保护，由低功耗 PTC 起动器和扁形热保护器组合
3		超低功耗 PTC 起动热保护器	主要用于冰箱、冰柜制冷压缩机起动，具有超低功耗(<0.4W)特点，由超低功耗 PTC 起动器和扁形保护器组合，有防短路结构

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2.2 下游行业成熟，终端需求稳定

2.2.1 起动器下游需求体量巨大增长平稳

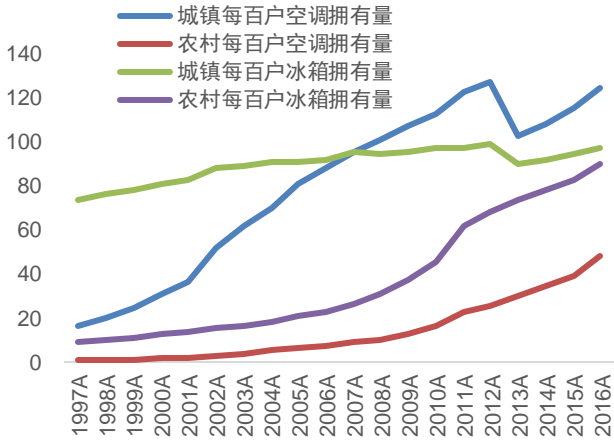
作为冰箱、冷柜、制冷饮水机等领域的关键零部件制造商，终端冰箱市场变化对公司业绩有传导作用。未来冰箱市场和空调市场将由更新需求主导，终端市场将保持稳定。

图 3：热保护器、起动器和密封接线柱产业链


资料来源：东兴证券研究所

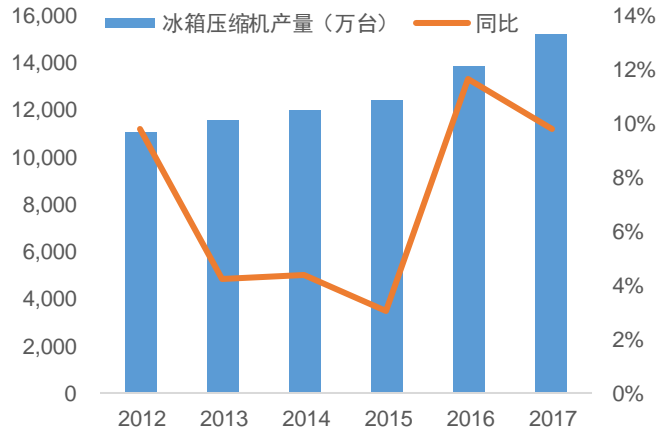
终端下游行业需求稳定，增长平稳。2016 年，农村冰箱人均保有量升至 89.5 与城镇差距进一步缩小，空调保有量快速提升，市场趋于饱和。2016 年以后，冰箱、冰柜市场增长除了过去未渗透市场的新增需求外，主要增长空间为产品的更新换代。和冰箱行业类似，我国冷柜产量从 2005 年的 631 万台，增长到 2014 年的 1,942 万台，2010-2014 年维持在 1,500 万台以上，直到 2017 年一直保持平缓增长，根据中怡康的推总数据显示，2018 年 1-8 月，冰柜市场累计零售量、额为 537 万台、76 亿元，与去年同期相比分别增长 2.5%、6.8%。冰箱、冷柜压缩机市场缓慢增长，传统业务收入稳定。

图 4: 城镇、农村每百户居民电器拥有量



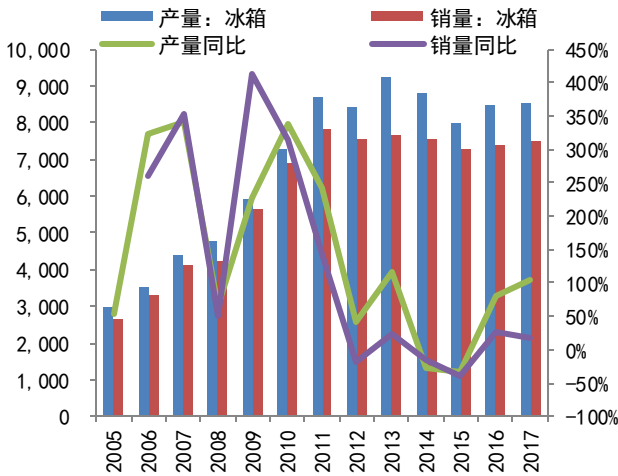
资料来源: 中怡康、东兴证券研究所

图 5: 冰箱压缩机产量平稳中上升



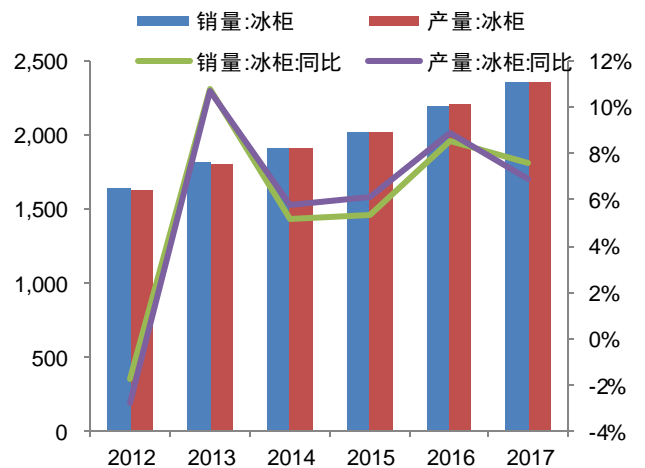
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 6: 2005-2017 年冰箱产销量保持平稳



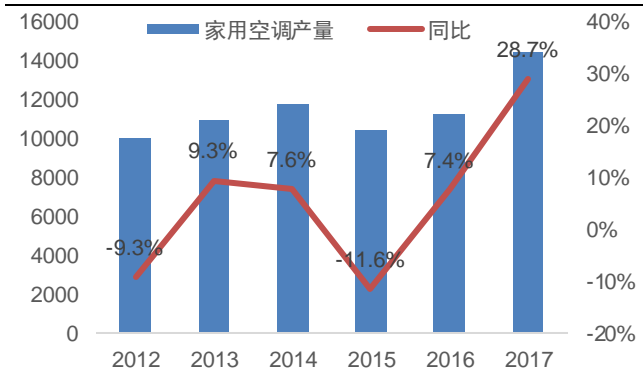
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 7: 2012-2017 年冷柜产量逐步平稳

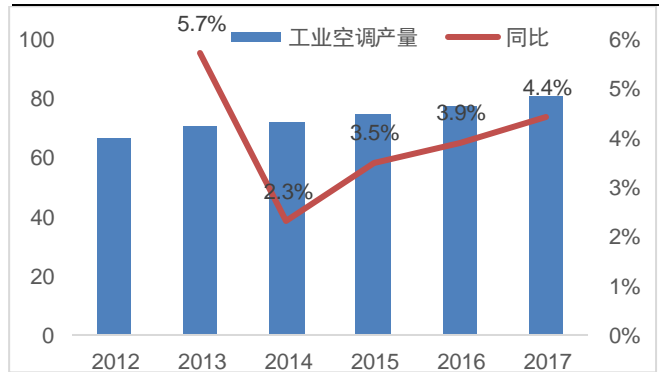


资料来源: wind、东兴证券研究所

空调需求继续增长, 商用空调零部件仍有市场空间。公司空调零部件积极布局, 子公司持续研发, 已有成熟专利和产品。我国空调产量已经连续 6 年保持在 1.3 亿台以上。空调压缩机市场相关产品主要为中外合资或进口产品, 随着国内企业生产工艺水平的提高, 将逐渐取代进口商品份额。

图 8: 2012-2017 年家用空调产量


资料来源: wind、东兴证券研究所

图 9: 2012-2017 年工业空调产量


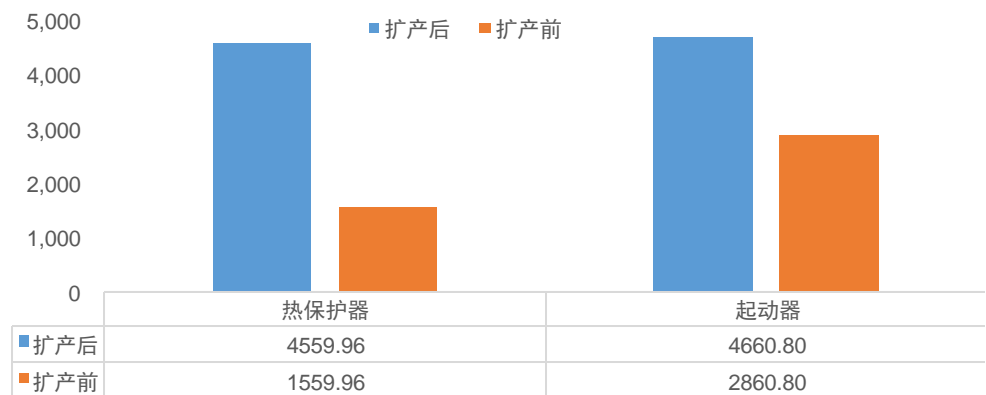
资料来源: wind、东兴证券研究所

工业空调及汽车用空调压缩机市场值得开拓。公司的子公司华锦电子正在自主研发光通讯、传感器组件、电动汽车空调压缩机密封接线柱、空调制冷压缩机密封接线柱、商用制冷压缩机密封接线柱等新产品。工业空调从 2012 年开始一直保持稳定增长, 具有一定的发展空间。

2.3 行业格局稳定, 公司市场地位领先

2.3.1 公司起动机、保护器以及密封接线柱稳居行业第一梯队

公司主营各项业务销量均占全球 1/4 以上市场份额。从产量上看, 我国已成为全球规模最大的热保护器、起动机、密封接线柱等产品的产业基地, 具有一些有较强生产能力的企业。2016 年, 公司热保护器、起动机和密封接线柱产品在上述领域的销量 (含组合式起动机热保护器) 分别为 5,132.51 万只、5,125.39 万只和 5,445.87 万只, 在全球的市场占有率分别为 25.16%、25.12% 和 26.70%, 处于行业领先地位。2016 年星帅尔扩产前起动机销量为 4476.62 万只, 热保护器 4483.74 万只, 组合式起动机热保护器 648.77 万只, 未来扩产后星帅尔将拥有超过 4500 万只产能。

图 10: 公司扩展后产能大幅提升


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

公司主营起动器和热保护器与主要竞争对手行业地位相当。天银机电公司是星帅尔主要的起动器和热保护器竞争对手。天银机电主要客户与星帅尔大部分重合, 主要产品销售情况接近, 产品结构类似。2017年, 天银机电 PTC 类起动器与无功耗类起动器合计销售量为 3,835.02 万只, 市场占有率约为 25.52%。与天银机电相比, 保护器、起动器的销售收入十分接近, 占总营收的比例几乎持平。

表 5: 热保护器、起动器竞争对手

公司名称	主要客户	公司特点
天银机电	东贝系公司、华意系公司、恩布拉科、美芝系公司等	在起动器尤其是无功耗起动器领域有较强竞争力;在热保护器领域也具有 一定市场地位。
森萨塔科技	华意系公司、泰州 LG 及国外客户等	研发能力较强,主要在热保护器领域较有竞争力,在起动器市场份额很小
广州森宝	广州万宝、青岛万宝、华意系公司、钱江系公司、四川丹甫等	广州万宝下属公司,其产品主要供应广州万宝、华意系公司等,在热保护器 市场竞争能力较强

资料来源: 东兴证券研究所

本土企业逐渐占领密封接线柱市场。2000 年以前, 国内的密封接线柱市场主要由美资企业艾默生富塞长期垄断。2000 年之后, 中国本土企业逐渐掌握了密封接线柱的生产技术, 生产技术水平相当, 并且凭借着价格相对较低的优势, 以及地理优势, 目前已在家用冰箱、空调领域占领了市场大部分份额。艾默生富塞逐渐退出, 专注于商用空调和精密领域。三环集团进入密封接线柱市场与星帅尔时间接近, 于 2012 年通过收购开启市场, 目前平均生产量约为 5 千万只, 占据市场份额较大。

表 6: 密封接线柱竞争对手

公司名称	主要客户	公司特点
艾默生富塞	北美、南美、欧洲和亚洲的所有主要压缩机生产厂家	在商用空调和精密领域,竞争力较强,在冰箱领域已逐步退出国内市场
三环集团	美芝系公司、凌达、海立等	主要用于冰箱和空调领域,占据份额较大

资料来源: 公开资料整理、东兴证券研究所

2.3.2 定制化服务与压缩机厂商合作稳定

公司与下游客户保持了长久稳定的合作关系。由于公司进入市场时间较早, 且凭借着较强的技术研发能力、优良的产品质量、及时的供货能力和良好的客户管理水平, 获得了主要客户的高度认可。公司与行业主要客户均保持了较长时间的合作关系, 大多数客户合作时间十年以上。

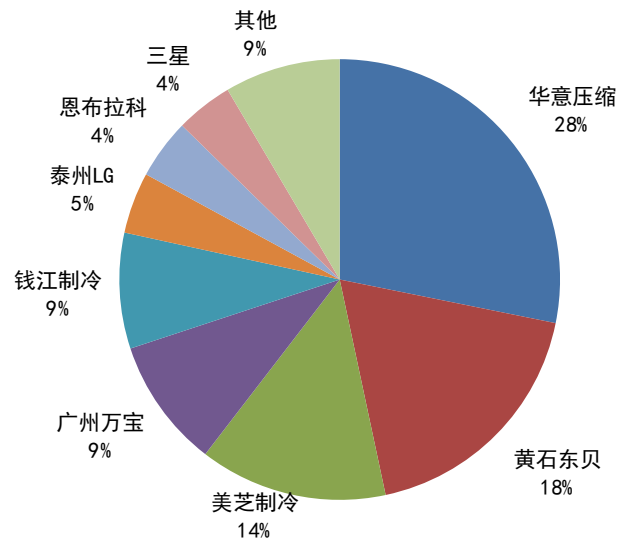
定制化服务维护现有客户资源。可根据客户的要求进行尺寸设计调整, 对客户资源维护有积极作用。冰箱、冰柜和空调等家电市场产品种类繁多, 对零部件要求有所不同。为了积极响应政府节能环保的号召, 各公司均加快了变频类产品的研发和升级, 因此压缩机零部件也需要在原有产品基础上升级改造去适配新产品。在热保护器、起动器等业务, 没有出现相关的替代品。

表 2：热保护器产品类型

序号	公司名称	合作年限	评级
1	杭州钱江	1994	A
	杭州海胜	2013	A
2	华意压缩	2004	A
	荆国华意	2000	A
	加西贝拉	1995	A
3	黄石东贝	2001	A
	芜湖欧宝	2008	优秀
	东贝机电	2015	优秀
4	美芝制冷	2007	A
5	韩国 LG	2013	A
	泰州 LG	2002	优秀

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

公司已经覆盖了国内主要压缩机生产厂商，对主要客户不存在重大依赖。公司前五大客户中，热保护器和起动器的销售金额和总体占比较大，接线柱占客户采购总体份额多。2015年至2017年，公司对前五名客户合计的销售收入分别占当期主营业务收入的81.96%、82.95%和73.06%，占比相对平稳，同时对单一客户的销售收入比重均未超过主营业务收入的25%。

图 11：公司主要客户在压缩机市场份额较高


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

3. 布局新品类快速成长，营收贡献可期

通过收购公司扩张业务范围，实行多元化战略。名下有四家控股公司：杭州华锦电子有限公司、浙江欧博电子有限公司、常熟新都安电器股份有限公司（51%）和浙江特种电机有限公司（24.99%），其中华锦电子和欧博电子为全资控股。2017年主要产品种类增加到五种，密封接线柱、温度控制器及其他业务收入占营业收入比重为25.42%，多元化经营提振业绩，营收增长更加稳健。

图 12：星帅尔子公司产品线



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

3.1 密封接线柱业务市占率高，增长快速

公司接线柱业务占国内冰箱制冷压缩机市场半壁江山。公司2015年收购杭州华锦电子，密封接线柱主要用于保证压缩机在内外气压差较大的环境中工作的稳定性和可靠性，对气密性、绝缘强度、耐腐蚀性和安全性的要求较高。华锦电子所制造密封接线柱占的冰箱制冷压缩机接线柱市场的51%，一家独大。该业务收入在2015年营收占比7.8%，2017年增长到总营业收入的17%。作为通用件的接线柱，具有用量大试用环境广等特点，质量稳定的生产厂家有较强的客户粘性，预计未来华锦电子对公司营收贡献可期。

表 7: 密封接线柱产品类型




序号	产品照片	产品名称	用途说明
1		冰箱制冷压缩机接线端子系列	主要用于家用冰箱、冰柜用制冷压缩机
2		空调制冷压缩机接线端子系列	主要用于空调用制冷压缩机
3		商用制冷压缩机接线端子系列	主要用于商用制冷压缩机
4		电动汽车空调制冷压缩机接线端子系列	主要用于电动汽车空调制冷压缩机

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

3.2 收购新都安, 布局温度控制器广阔市场

温度控制器是很多家电尤其是小家电的必备零部件之一。温度控制器是新型电子元器件产品, 主要应用于微波炉、饮水机、咖啡机、消毒碗柜、电暖手炉等小家电上, 也是很多家电的必备零部件之一, 因此与下游家用电器行业的发展具有很强的联动性。公司于 2017 年收购 51% 新都安公司股份, 是国内最早的温控器生产商之一, 温度控制器是新型电子元器件产品, 也是很多家电的必备零部件之一, 温控器业务 2017 年即为公司带来 3019.24 万元的营业收入, 达到了总营业收入的 8.51%。2018 年, 温度控制器的占比上升到了 16.39%, 对营收的贡献凸显。

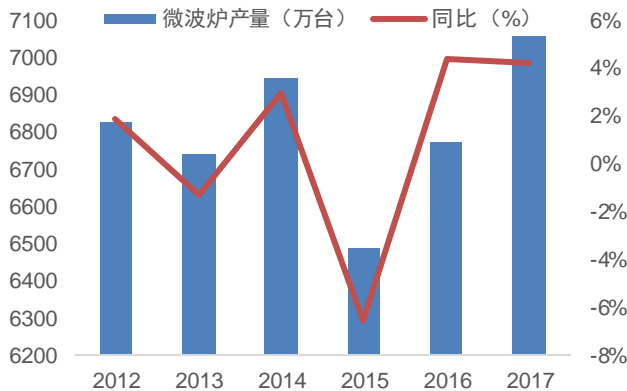
表 8: 温度控制器

序号	产品照片	产品名称	用途说明
1		KSD1 自动复位系列	作为热保护器或开关, 广泛应用于微波炉、饮水机、咖啡壶、热水器、消毒碗柜、电暖手炉等小家电
2		KSDS 手动复位系列	座位需要手动复位的保护器, 广泛应用与洗衣机、干衣机、热水器、饮水机等家电。
3		17AM 系列热保护器	热好呼气, 可用于各类家电马达及家电变压器的供热及过流保护。

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

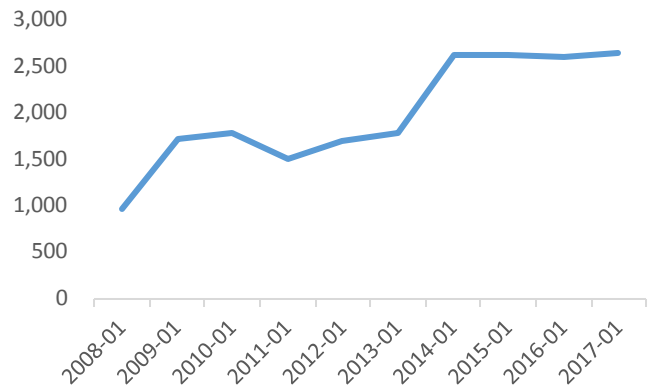
温度控制器作为大部分小家电产品的必须零部件, 前景广阔。与下游市场紧密结合, 需求量与市场同步增长。发达国家小家电品类已达 200 种, 我国仅有 100 多种, 仍处于发展初期。大家电市场已进入成熟期, 可开发的市场空间有限。近年, 小家电行业在政策支持、宏观经济发展、居民对生活品质高要求的背景下, 国内及国际市场的需求均出现明显增长, 包括微波炉, 干衣机, 智能马桶盖等等。

图 13: 微波炉产量



资料来源: 产业在线、东兴证券研究所

图 14: 饮水机销量



资料来源: 产业在线、东兴证券研究所

公司控股子公司在温度控制器领域优势明显。公司的控股子公司新都安专业从事于温度控制器的研发、生产和销售, 进入该领域时间较长, 长期以来专注于该细分领域的技术研发及产品升级, 形成了较好的商誉及品牌优势。下游客户以小家电生产企业为主, 主要客户为美的、格兰仕、苏泊尔、日本松下、美国惠尔浦、法国赛博、美国 Euro-Pro 公司、韩国 LG、三菱等公司, 在该细分领域中拥有较强的竞争力。2018 年上半年, 新都安依靠开发新客户在温控市场实现了增长。新都安 2017 年开始介入变压器及马达用保护器市场, 并实现了规模化量产, 为开拓新市场增加助力。

图 15: 公司主要客户均为市场内知名家电品牌






资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

3.3 收购浙特电机，开拓新能源汽车市场

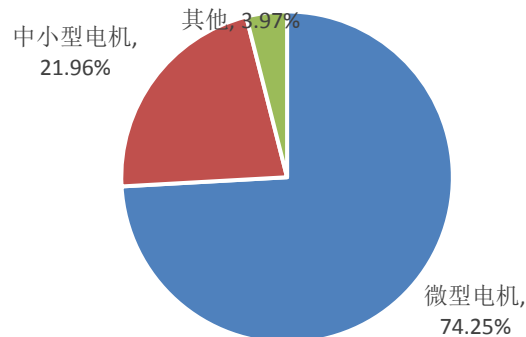
公司持股企业浙特电机是一家专业生产高效节能电机的高新技术企业，产品应用涵盖冰箱，空调，电梯，汽车和风力发电等领域。电机作为一个量大面广的品类，广泛应用于工业、农业、国防、公用设施和家电等领域，公司自成立以来专注于发展电机制造业务，占公司营收 96%以上。目前已取得多项技术专利及相关认证，年产能达到三相交流电机 120 万 kw、微电机 500 万台及风力发电机 2400 台。

表 9：浙特电机产品类型

产品照片	应用领域	主要产品
	中小型电机： 各个工业领域的高效异步电机	YE3、YE4 系列高效电机；PMS 系列稀土永磁电梯电机；PML 曳引机专用外转子电机；纺机专用永磁同步电机；起重冶金电机；变频调速电机；油杆泵电机；平车电机等
	微型电机： 各类家用商用的高效节能微型电机	变频高效冰箱压缩机电机、TE、TX 系列永磁同步空调压缩机电机；车用无刷直流电机；高压清洗泵电机；变频永磁门机电机；粉碎机电机；道口电机；洗衣机电机等
	风力发电机： 各类风力发电机及风力发电系统	风力发电机等

资料来源：企业公开资料，东兴证券研究所

持续投入研发，保证产品科技创新。为了保证产品的研发，公司研发人员占总职工数的 10.18%，每年投入约 2.5% 的研发费用，并且与高校及相关行业专家开展技术合作，保证企业研发的科技创新能力。在这期间，公司取得了两项发明专利，十余项实用新型专利，在省级和国家级均有领先的产品，未来公司也将继续吧高效、节能、永磁和环保作为发展目标。电机主要成本除了电力和人力费用，还有漆包线和硅钢片等原材料费用，占成本 80%左右，受到原材料金属铜的价格波动，成本会随之上下浮动。

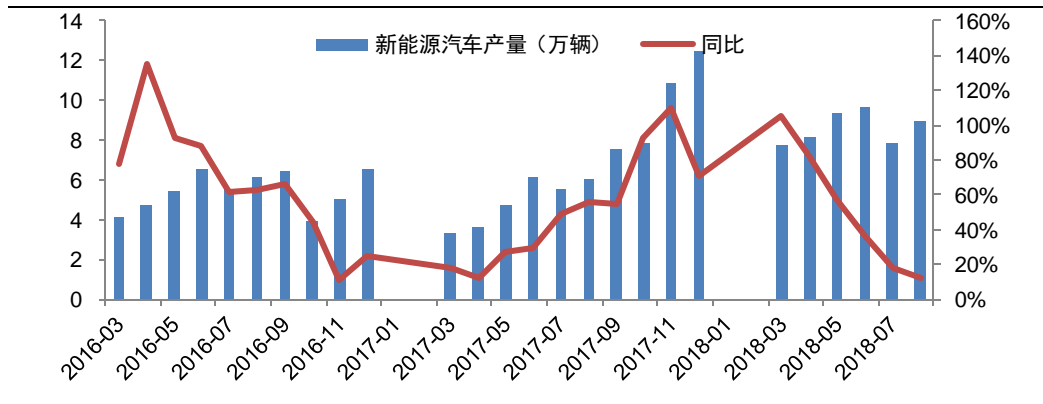
图 16：公司所产新能源汽车用微型发电机营收占比超 70%


资料来源：wind，东兴证券研究所

节能减排的发展趋势带动高效电机市场。中国正在逐渐发展为全球中小型电机的生产基地，为了应对全球降低能耗的趋势，国家也相继出台了高能耗设备淘汰目录等政策

来推动高效节能电机的发展。目前我国高效电机的应用比例相对偏低, 仅占 3% 左右, 通过政策配合行业技术研发, 未来高效电机市场发展空间较大。同时, 我国现有电机系统运行效率比国外的先进水平低 10-20%, 差距较大, 电机行业仍需要加快高效电机研发升级改造, 来提升电机系统效率, 节约能源。政策扶持有助于行业发展, 是企业通过技术提升市场的机会。

图 17: 新能源汽车产量变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

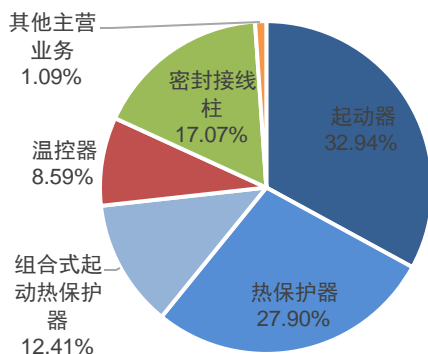
加速技术创新, 布局新能源汽车用电机市场。除了工业电机市场外, 我国在新能源汽车等领域的消费升级也为电机行业发展提供了基础。在政策刺激下, 国内新能源汽车保有量也迅速增长, 新能源汽车产量从 4 万辆到 2017 年底增长到 12.5 万辆, 同时带动了汽车用电机市场, 发展空间巨大。

4. 主营业务发展平稳, 新业务快速成长

4.1 业绩步入平稳发展期, 毛利率提升可期

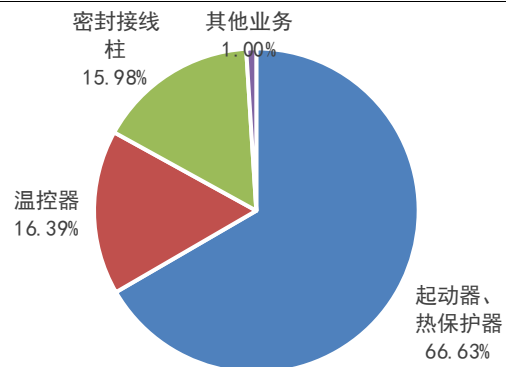
公司营业收入主要来源于起动机及热保护器的销售收入, 分别占总收入的 32.63% 和 27.63%。加上组合式产品, 整体份额超过了总收入的 60%。

图 18: 2017 年主营业务收入占比



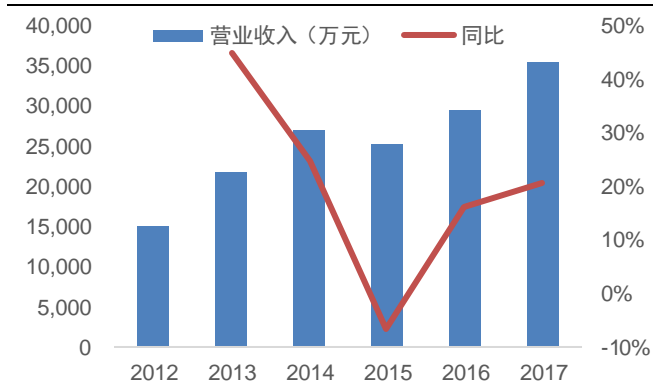
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 19: 2018H1 年主营业务收入占比

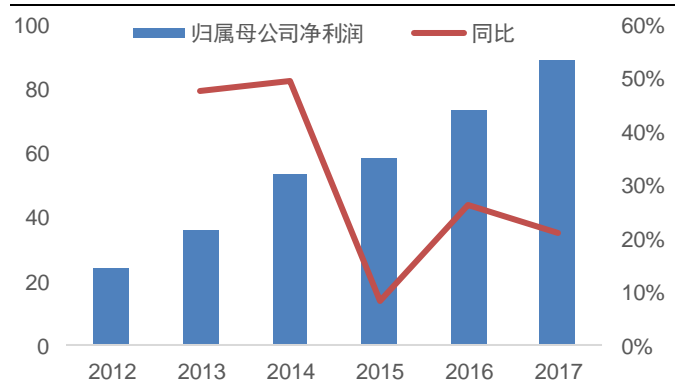


资料来源: wind, 东兴证券研究所

产线调整再起新征程, 主营业务业绩保持上涨趋势。主要是由于 2015 年公司生产的组合式启动热保护器同时占用了热保护器和启动器的部分产能, 以及公司全资收购子公司华锦电子, 剔除这些因素影响, 总体产能仍小幅上升, 2016-2017 年净利润恢复加速增长, 分别为 25.17%, 25.40%。公司业绩总体保持上涨趋势。

图 20: 2012-2017 公司营收(千万元)


数据来源: wind、东兴证券研究所

图 21: 2012-2017 归母公司净利润(百万元)


数据来源: WIND、东兴证券研究所

新增业务提振公司营收增长。公司已进军空调制冷压缩机和微波炉等小家电市场, 2018 年上半年密封接线柱营收同比增长 12.2%, 新增业务温控器快速增长。密封接线柱和温控器共占总营收的 32.37%, 是公司未来重要的营收增长点。

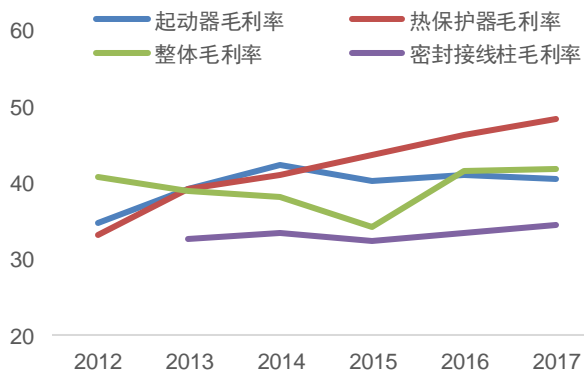
表 10: 公司新增业务提振营收

	2017	2016	2015	2014	2013
营业总收入 (百万)	354.80	294.49	253.33	270.79	216.97
%	20.48%	16.25%	-6.45%	24.81%	44.87%
保护器、启动器	257.39	243.05	215.56	215.64	173.76
%	5.90%	12.75%	-0.04%	24.10%	20.15%
启动器	115.77	119.35	104.31	120.40	95.30
%	-3.00%	14.43%	-13.37%	26.33%	17.71%
热保护器	98.02	94.52	91.50	95.24	78.46
%	3.71%	3.30%	-3.93%	21.40%	23.25%
组合式启动热保护器	43.60	29.18	19.75		
%	49.44%	47.72%			
温控器	30.19				
密封接线柱	60.00	48.91	35.41	38.33	37.91
%	22.66%	38.11%	-7.62%	1.12%	
其他主营业务	3.84	0.04	0.16	2.78	2.52
%	8641%	-72%	-94%	10%	90%
其他业务	3.38	2.48	2.20	14.03	2.77
%	36%	13%	-84%	406%	-27%

资料来源: wind、东兴证券研究所

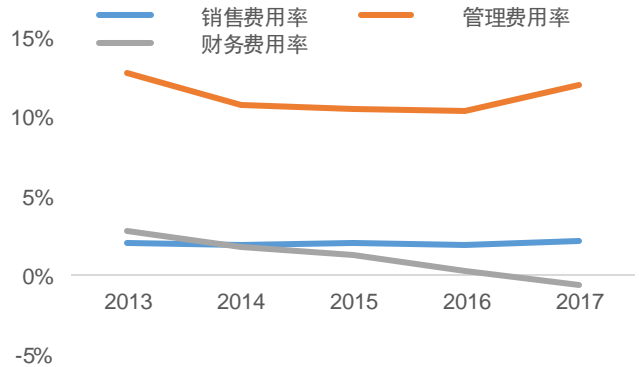
毛利率平稳中略有提升, 三费随规模良性发展。2012 年至今, 公司整体毛利率维持在 42%左右的水平, 平稳整体毛利率波动小。热保护器毛利率持续提升, 从 2012 年的 32.96%提升至 2017 年的 48.26%。其余产品毛利率受原材料价格波动而小幅波动。期间费用率仍持续波动, 整体费用率跟随管理费用波动, 财务费用率相对稳定, 逐年降低。管理费用中, 差旅费为 113.5 万元, 相较去年的 47.1 万元增长了 41%。我们认为前期差旅的铺垫会为后期业绩的提升创造条件。

图 22: 2012-2017 产品毛利率持续上升



数据来源: WIND、东兴证券研究所

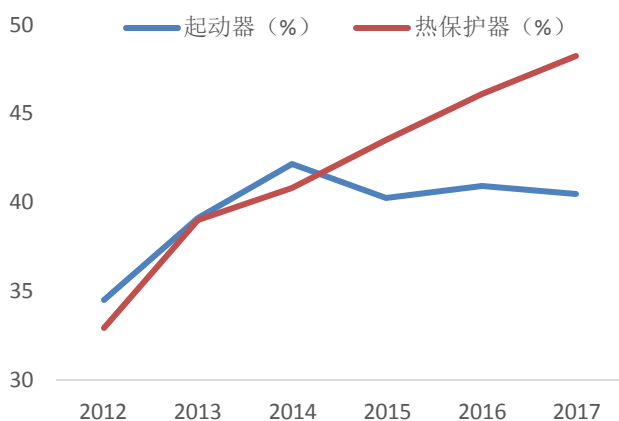
图 23: 2013-2017 公司费用率折线



数据来源: WIND、东兴证券研究所

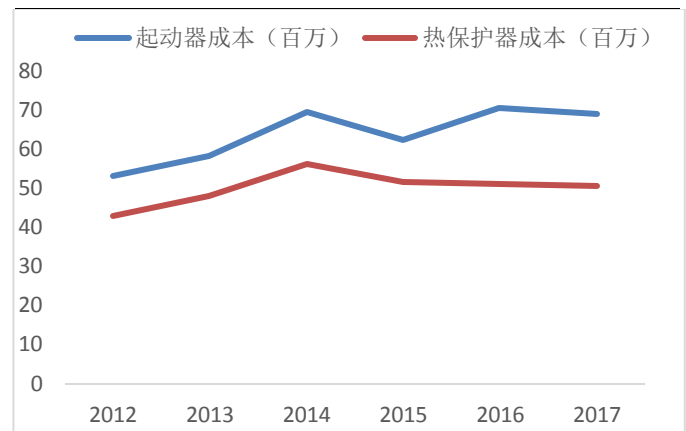
产品结构多元, 推动毛利成长。公司仍在不断进行创新, 使产品能更符合客户对热保护器小型化、薄型化、可靠性、安装简单方便等方面的要求, 技术水平已成为公司扁形热保护器产品的核心竞争力, 扁形保护器附加值高, 故毛利率处于较高水平。

图 24: 2012-2017 起动机、热保护器毛利率在上升区间



数据来源: WIND、东兴证券研究所

图 25: 起动机、热保护器成本保持平稳



数据来源: WIND、东兴证券研究所

4.2 原材料高位波动, 成本处在边际安全阶段

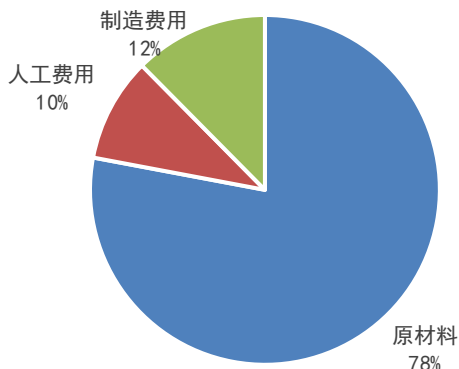
原材料占比分散, 占总成本比重超六成。热保护器、起动机的主要原材料为 PTC 芯片、塑胶件、银铜复合触点、不锈钢带、双金属带、锡青铜带、镍铬丝等; 密封接线柱的主要原材料为膨胀合金、成壳、冷板、玻璃粉等。

表 11:2016 年原材料采购表

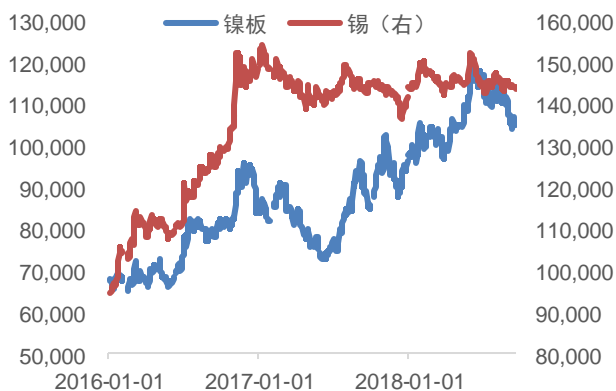
原材料	金额 (万元)	站主营业务成本比例 (%)
PTC 芯片	4186.17	24.52
塑胶件	2924.73	17.13
不锈钢带	1702.32	9.97
银铜复合触点	1312.65	7.96
可控硅	509.32	2.98
合计	10635.2	62.30

资料来源: 高工产研、公开资料整理、东兴证券研究所

原材料趋稳, 未来毛利率受影响有限。2017 年, 以银、铜、锡、镍等有色金属以及不锈钢等大宗原材料价格上升, 产品毛利率受此影响略有下降。基于原材料成本趋稳, 公司在材料和设备工艺的研发项目中, 节能、减排、降本效果的逐渐体现毛利率一直处于上升区间, 2015 年企业开始更新技术降低成本, 到 2017 年成本降至 50.71, 毛利率上升至 48.26。

图 26: 原材料成本占比较高


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 28: 2016 年至今锡、镍价格保持高位


资料来源: 长江有色, 东兴证券研究所

图 27: 塑料材料价格 18 年到达高位, 银价回撤到 16 年水平


资料来源: 长江有色, 东兴证券研究所

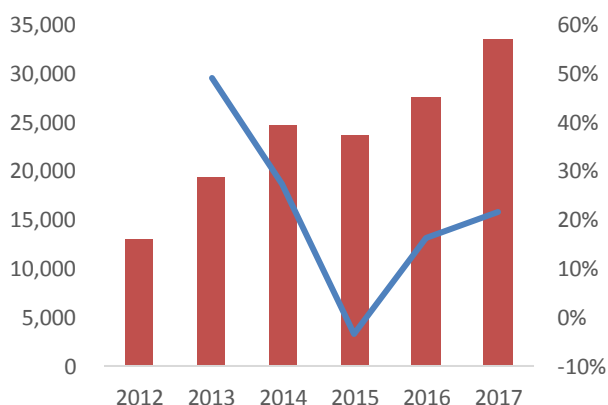
图 29: 2016 年至今铜、冷轧板价格高位波动


资料来源: 长江有色, 东兴证券研究所

4.3 保证国内份额的同时, 扩张海外业务

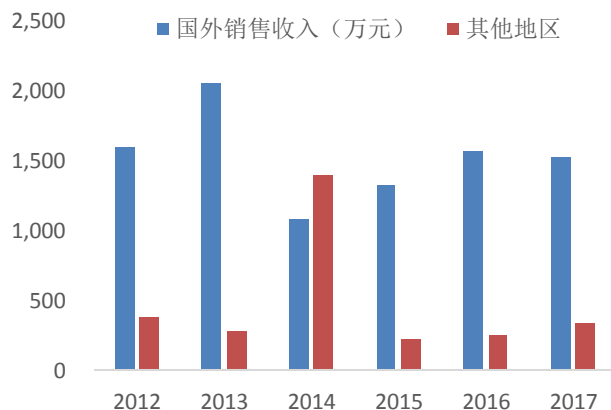
在满足国内市场的需要的同时, 未来公司也将布局海外市场。国内优势企业在全市场拥有较高的知名度, 拥有自主知识产权, 例如公司与天银机电各自拥有百余项专利。在产量规模、生产成本方面也具有一定优势。2017年, 国内市场销售收入占总营收 95.66%, 国外收入占 4.34%。2015至2017年, 公司压缩机零部件产品在全球的市场占有率分别为 25.16%、25.12%和 26.70%, 海外市场份额逐年升高, 处于行业领先地位, 产品主要出口市场包括韩国、香港、印度等地。

图 30: 主营业务国内销售收入



数据来源: WIND、东兴证券研究所

图 31: 主营业务出口销售收入



数据来源: WIND、东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 4.03 亿元、4.59 亿元和 5.25 亿元; 每股收益分别为 0.88 元、1.03 元和 1.23 元, 对应 PE 分别为 21X、18X 和 15X。

6. 投资评级

我们认为:

- 公司传统业务市占率较高, 客户粘性强, 基于对其下游终端的判断, 未来公司传统业务增速将维持平稳, 其中组合式起动保护器、扁形保护器和超低耗能起动机是公司优势产品。
- 企业积极收购电气机械类公司, 拟扩展业务线, 未来在新能源电机业务和小家电产业链上下游的布局值得期待。子公司华锦电子、控股公司新都安、以及参股公司浙特电机业绩贡献逐步体现, 是公司未来主要的增长点。

综上, 结合近期公司公告并购意向以及未来对于新能源汽车和小家电整机行业的布局战略, 我们认为公司成长空间较大, 未来业绩增长可期, 维持公司“推荐”评级。

风险提示: 原材料价格波动、新市场拓展存在不确定性等。

表 12: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	307	553	916	1035	1176	营业收入	294	355	403	459	525
货币资金	52	214	403	459	525	营业成本	172	207	232	263	299
应收账款	78	116	186	208	235	营业税金及附加	4	4	4	5	5
其他应收款	10	0	0	1	1	营业费用	6	8	8	8	8
预付款项	1	3	4	6	7	管理费用	31	43	44	48	53
存货	54	67	92	103	116	财务费用	0	-2	-2	-2	-3
其他流动资产	0	0	0	0	1	资产减值损失	0.71	0.80	0.95	0.95	0.95
非流动资产合计	115	259	147	137	128	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	83.27	98.74	89.85	80.97	72.08	营业利润	81	102	116	136	162
无形资产	10	14	13	11	10	营业外收入	5.54	4.43	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	0	3	0	0	0	营业外支出	0.40	0.80	1.00	1.00	1.00
资产总计	421	812	1063	1172	1304	利润总额	86	105	120	140	166
流动负债合计	85	147	273	285	301	所得税	13	14	16	18	22
短期借款	10	20	131	126	123	净利润	74	91	104	121	144
应付账款	30	49	64	71	80	少数股东损益	0	2	1	1	1
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	74	89	103	120	143
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	102	125	124	144	169
非流动负债合计	0	1	1	1	1	EPS (元)	1.21	1.26	0.88	1.03	1.23
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	85	148	274	286	302	成长能力					
少数股东权益	0	29	30	32	33	营业收入增长	16.25%	20.48%	13.65%	13.94%	14.36%
实收资本 (或股)	61	76	117	117	117	营业利润增长	25.17%	24.98%	14.06%	17.19%	19.45%
资本公积	65	278	278	278	278	归属于母公司净利润	26.29%	21.25%	14.92%	16.85%	19.11%
未分配利润	183	247	290	341	401	获利能力					
归属母公司股东	336	636	759	855	969	毛利率 (%)	41.57%	41.74%	42.52%	42.65%	43.02%
负债和所有者权益	421	812	1063	1172	1304	净利率 (%)	25.04%	25.77%	25.83%	26.44%	27.49%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	17.51%	11.01%	9.67%	10.24%	10.97%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	21.93%	14.07%	13.55%	14.05%	14.76%
经营活动现金流	71	78	-46	85	96	偿债能力					
净利润	74	91	104	121	144	资产负债率 (%)	20%	18%	26%	24%	23%
折旧摊销	20.64	26.08	0.00	8.89	8.89	流动比率	3.61	3.76	3.35	3.63	3.91
财务费用	0	-2	-2	-2	-3	速动比率	2.97	3.31	3.01	3.27	3.52
应收账款减少	-8	-38	-69	-22	-27	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.73	0.58	0.43	0.41	0.42
投资活动现金流	-7	-137	102	-2	-2	应收账款周转率	4	4	3	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.11	8.95	7.14	6.81	6.92
长期股权投资减	0	0	98	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.21	1.26	0.88	1.03	1.23
筹资活动现金流	-29	220	133	-27	-29	每股净现金流 (最新)	0.59	2.11	1.62	0.48	0.57
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	5.53	8.37	6.50	7.32	8.30
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	15	41	0	0	P/E	15.33	14.72	21.07	18.03	15.14
资本公积增加	0	213	0	0	0	P/B	3.35	2.22	2.85	2.53	2.23
现金净增加额	36	161	189	56	66	EV/EBITDA	10.60	9.69	15.22	12.71	10.43

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

闵繁皓

金融硕士研究生, 2017 年 5 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。