新时代证券 New Times Securities

业务高增长，ECM 有望持续放量

年报点评报告

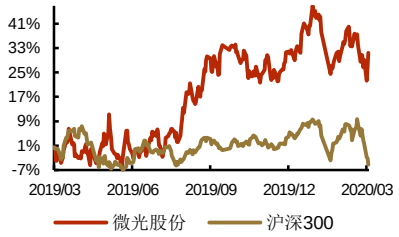
开文明（分析师）
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

王瑾（联系人）
wangjin3@xsdzq.cn
证书编号：S0280119120005

强烈推荐（维持评级）

市场数据	时间 2020.03.18
收盘价(元):	35.5
一年最低/最高(元):	24.56/39.96
总股本(亿股):	1.18
总市值(亿元):	41.8
流通股本(亿股):	0.58
流通市值(亿元):	20.64
近 3 月换手率:	146.41%

股价一年走势



收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	6.47	4.71	35.49
绝对	-2.55	-3.51	34.55

相关报告

《HVAC 微电机领跑者，多业务协同发展》2019-05-12

● 业绩符合预期：2019 年营收 7.9 亿元，归母净利润 1.7 亿元

2019 年公司营收 7.94 亿元，同比+22.8%；归母净利润 1.65 亿元，同比+69.9%；扣非归母净利润 1.36 亿元，同比+122.2%。其中 Q4 实现营收 2.13 亿元，同比+14%；归母净利润 4113 万元，同比+153.4%。与业绩快报一致，符合预期。

● 2019 年主营产品量、价齐升

分产品看，2019 年冷柜电机、外转子风机和 ECM 电机分别占营收的 35%、41%和 11%；销量分别为 863、196、85 万台，同比分别+10%、+17%和+37%；单价分别为 32、165 和 102 元，同比分别为+1%、4%和 6%。

● 盈利能力分析 ：产品单价提升叠加汇率影响，毛利率提升 3.4 个 ppt

2019 年公司毛利率为 33.1%，同比+3.4 个 ppt，其中 Q4 公司毛利率 33.1%，同比+3.4 个 ppt。毛利率的提升一方面是由于公司成本管控有效，产品单价有一定的提升；另一方面，2019 年公司国外销售占比约 50%，由于汇率的影响导致海外销售的毛利率较国内高 2.8 个 ppt。2019 年销售、管理、研发和财务费用率约为 11.1%，同比-1 个 ppt。

● 未来 ECM 电机有望提供业绩增长主要动力

受益于网购、生鲜配送等消费的快速增长，2017-2025 年全球冷链物流市场有望保持 15%的复合增速，带动冷柜、冷库和冷藏车等冷链物流设备市场的迅速扩大。公司 ECM 电机可以大幅提升节能水平，降低用电成本。随着公司 IPO 募投项目 300 万台 ECM 电机产能释放，ECM 电机有望成为公司未来业绩增长的主要驱动力。

● 维持“强烈推荐”评级

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.8/2.1/2.3 亿元，对应 EPS 分别为 1.49/1.75/1.97 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 23.8、20.2 和 18 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：材料成本上升、汇率变动风险、产品开拓不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	647	794	942	1,138	1,366
增长率(%)	13.7	22.8	18.6	20.8	20.0
净利润(百万元)	97	165	175	207	232
增长率(%)	-9.6	69.9	6.0	17.8	12.2
毛利率(%)	29.7	33.1	31.0	29.6	27.8
净利率(%)	15.0	20.8	18.6	18.2	17.0
ROE(%)	10.8	16.0	14.7	15.1	14.8
EPS(摊薄/元)	0.83	1.40	1.49	1.75	1.97
P/E(倍)	43.0	25.3	23.8	20.2	18.0
P/B(倍)	4.7	4.1	3.5	3.1	2.7

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**907**	**1019**	**1198**	**1408**	**1623**
现金	116	83	143	328	398
应收票据及应收账款合计	204	176	274	270	383
其他应收款	5	6	7	9	10
预付账款	2	1	2	2	3
存货	73	90	109	136	166
其他流动资产	508	663	663	663	663
非流动资产	**192**	**210**	**232**	**261**	**292**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	143	150	174	203	234
无形资产	40	39	39	40	41
其他非流动资产	9	21	19	18	18
资产总计	**1099**	**1230**	**1431**	**1670**	**1915**
流动负债	**184**	**208**	**234**	**299**	**345**
短期借款	29	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	120	165	183	246	283
其他流动负债	35	43	51	53	62
非流动负债	**5**	**2**	**2**	**2**	**2**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	2	2	2	2
负债合计	**189**	**210**	**236**	**301**	**347**
少数股东权益	28	4	4	4	4
股本	118	118	118	118	118
资本公积	223	226	226	226	226
留存收益	541	671	799	944	1122
归属母公司股东权益	882	1015	1190	1365	1565
负债和股东权益	**1099**	**1230**	**1431**	**1670**	**1915**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**66**	**150**	**76**	**237**	**123**
净利润	99	163	175	206	232
折旧摊销	16	18	14	18	22
财务费用	-1	-0	-2	-5	-9
投资损失	-23	-25	-19	-22	-23
营运资金变动	-47	-15	-93	40	-99
其他经营现金流	23	10	0	0	0
投资活动现金流	**26**	**-119**	**-17**	**-24**	**-30**
资本支出	5	11	22	29	31
长期投资	47	-134	0	0	0
其他投资现金流	78	-242	5	5	1
筹资活动现金流	**-97**	**-66**	**2**	**-27**	**-23**
短期借款	29	-29	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0	0
资本公积增加	-13	3	0	0	0
其他筹资现金流	-112	-40	2	-27	-23
现金净增加额	**-4**	**-34**	**60**	**185**	**70**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**647**	**794**	**942**	**1138**	**1366**
营业成本	455	532	649	801	986
营业税金及附加	6	7	8	9	11
营业费用	26	32	38	42	48
管理费用	21	22	24	26	29
研发费用	33	35	40	47	55
财务费用	-1	-0	-2	-5	-9
资产减值损失	33	-4	0	0	0
公允价值变动收益	18	2	0	0	0
其他收益	2	8	2	3	4
投资净收益	23	25	19	22	23
营业利润	**117**	**189**	**206**	**243**	**272**
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	**117**	**189**	**206**	**243**	**272**
所得税	18	26	31	36	41
净利润	**99**	**163**	**175**	**206**	**232**
少数股东损益	1	-2	-0	-0	-0
归属母公司净利润	**97**	**165**	**175**	**207**	**232**
EBITDA	132	204	217	254	283
EPS（元）	0.83	1.40	1.49	1.75	1.97

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.7	22.8	18.6	20.8	20.0
营业利润(%)	-4.4	61.7	8.9	17.8	12.1
归属于母公司净利润(%)	-9.6	69.9	6.0	17.8	12.2
获利能力					
毛利率(%)	29.7	33.1	31.0	29.6	27.8
净利率(%)	15.0	20.8	18.6	18.2	17.0
ROE(%)	10.8	16.0	14.7	15.1	14.8
ROIC(%)	12.5	44.6	36.2	43.1	37.4
偿债能力					
资产负债率(%)	17.2	17.1	16.5	18.0	18.1
净负债比率(%)	-9.3	-8.0	-11.8	-23.9	-25.3
流动比率	4.9	4.9	5.1	4.7	4.7
速动比率	1.9	4.0	4.2	3.9	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.0	4.2	4.1	4.1	4.0
应付账款周转率	4.3	3.7	3.7	3.6	3.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.40	1.49	1.75	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	5.13	0.64	2.01	1.04
每股净资产(最新摊薄)	7.49	8.62	10.11	11.59	13.29
估值比率					
P/E	43.0	25.3	23.8	20.2	18.0
P/B	4.7	4.1	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	31.2	17.3	16.0	13.0	11.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@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：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/