

业绩符合预期，电机及控制业务世界领先

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年 H1 实现营业收入 67.44 亿元, 同比增长 13.45%; 实现归母净利润 4.19 亿元, 同比增长 15.75%; 实现扣非归母净利润 3.50 亿元, 同比增长 23.78%, EPS0.32 元, 业绩符合预期。
- **电机业务在多领域处于行业领先地位。** 根据 HIS Markit 市场数据, 2020 年, 公司在全球高压电机市场的占有率约为 11%, 位列全球第二; 在全球低压电机市场的占有率约为 6.5%, 位列全球第四; 2019 年, 公司空调电机占有率为 6%, 国内排名第五; 洗衣机电机公司以 9% 的占有率, 国内排名第二, 公司电机业务在细分领域占据较高市场份额。
- **加速拓展电动汽车业务, 深度绑定优质客户。** 公司作为新能源汽车驱动系统的企业, 产品覆盖了从乘用车、SUV、商用车、轻型、中型、大型客车, 形成以驱动电机、纯电驱动牵引系统、混合动力牵引系统和整车组装自动化系统在内的完整产品链。近年来, 公司相继拓展了奔驰、宝马、保时捷、捷豹、路虎等高端整车厂客户, 并于今年 1 月获得浙江鑫可传动定点, 间接配套吉利 PMA 平台、5 月配套五菱宏光 Mini EV, 形成低中高端、海内外客户全覆盖, 订单饱满、稳定, 电机业务有望持续放量。
- **营销网络完备, 海内外品牌优势较强。** 公司由区域销售、行业销售和客户经理构建成的立体式的营销模式, 对终端业主、主机厂以及设计院形成完美覆盖。截止目前, 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, 细分领域的中高端市场中有较高的品牌美誉度。
- **盈利预测与投资建议。** 我们选取行业内的三家可比公司, 2021 年-2023 年平均 PE 分别为 22、18、15 倍。公司深耕电机及驱动行业, 低压、高压、微特电机及驱动产品迭代速度加快, 业绩保持稳定增长, 预计未来三年归母净利润复合增长率有望达到 20.46%。我们在可比公司平均 PE 的基础上, 给予公司 2021 年 22 倍 PE, 目标价 19.36 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险; 市场竞争风险; 原材料价格波动的风险; 汇率变动和国际贸易环境风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12565.04	14283.23	16242.54	18491.19
增长率	1.20%	13.67%	13.72%	13.84%
归属母公司净利润 (百万元)	866.81	1159.09	1284.82	1515.04
增长率	-10.00%	33.72%	10.85%	17.92%
每股收益 EPS (元)	0.66	0.88	0.98	1.15
净资产收益率 ROE	11.27%	12.55%	12.47%	13.09%
PE	22	17	15	13
PB	2.55	2.11	1.89	1.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

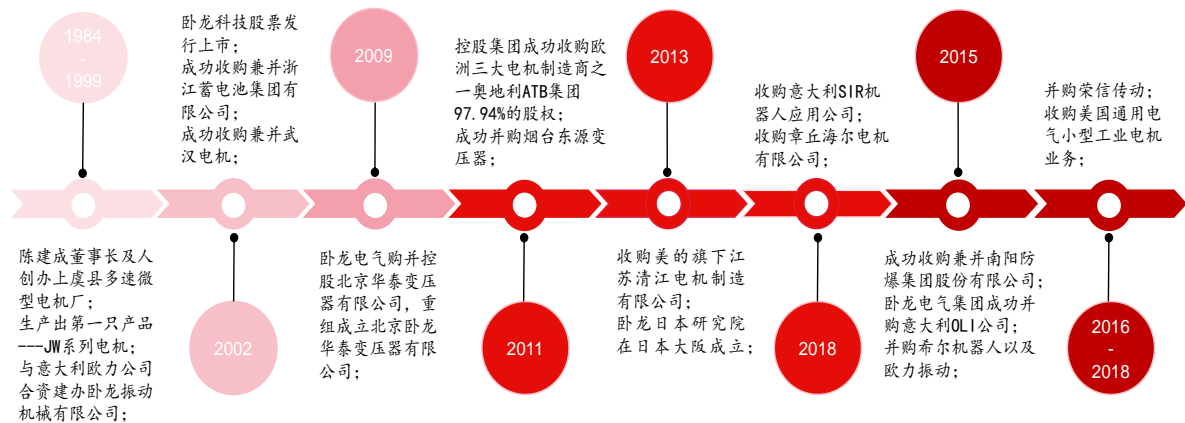
总股本(亿股)	13.15
流通 A 股(亿股)	13.15
52 周内股价区间(元)	10.36-16.16
总市值(亿元)	194.13
总资产(亿元)	216.90
每股净资产(元)	6.06

相关研究

1 业绩符合预期，电机及控制业务世界领先

公司发展历史悠久，产品种类丰富。公司前身为上虞县多速微型电机厂，成立于 1984 年，并于 1999 年与意大利欧力公司合资创办卧龙振动机械有限公司，2002 年主板上市。公司集电机与控制、输变电、电源电池三大产品链，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、电源电池及输变设备等 40 大系列 3000 多个品种，主导产品引领国际国内主流市场并配套诸多国家重点工程项目，各项经济指标连续多年居国内同行首位。

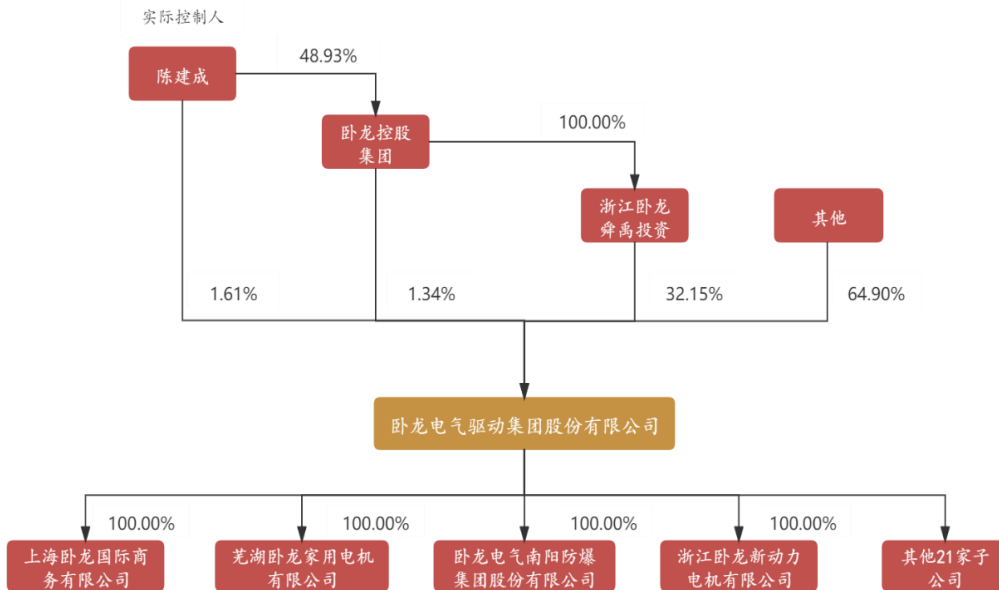
图 1：公司集电机与控制、输变电、电源电池三大产品链



数据来源：公司官网，西南证券整理

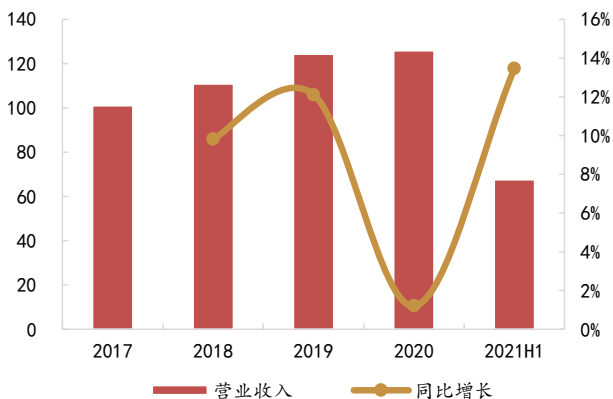
公司实际控制人为董事长陈建成先生。截止 2021 年一季度，公司董事长陈建成先生直接持股 1.61%，通过公司第一大股东浙江卧龙舜禹投资有限公司间接持股 32.15%，合计持股 33.76%。此外，公司参控 25 家子公司，其中 12 家为全资子公司，公司规模持续扩大。

员工激励充分，业绩考核彰显发展信心。2021 年 8 月，公司公告股票期权激励计划草案，拟对董事、高级管理人员和核心技术人员等 613 人实施激励。业绩考核层面，若要达到行权条件，公司 2021 年净利润不得低于 10 亿元，2021-2023 年净利润复合增速需达到 14.90%，彰显公司对未来发展的信心。

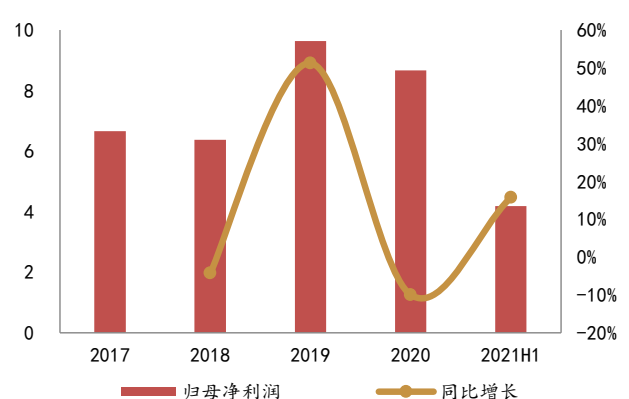
图 2：公司股权集中，实际控制人为董事长陈建成先生（截止于 2021 年半年报）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司规模扩大，营收及归母净利润持续稳定增长。2021H1，公司实现营收 67.44 亿元，同比增长 13.45%；实现归母净利润 4.18 亿元，同比增长 15.75%。面对上游原材料的涨价以及疫情在全球各地的反复，公司总体的经营能力仍有实质性的提升。未来下游各行业需求回暖，有望带动公司相关产品实现快速增长。

图 3：2021H1 公司营收同比增长 13.45%（亿元）


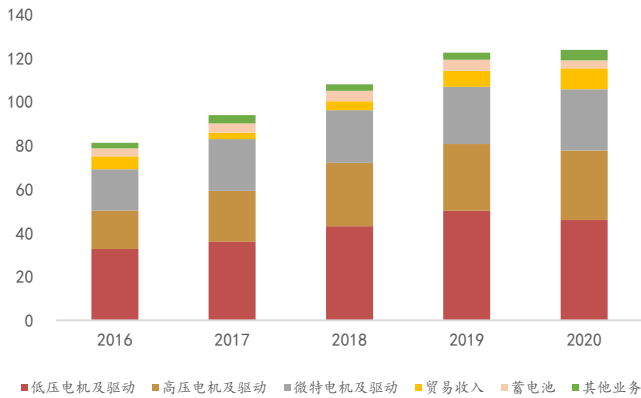
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2021H1 公司归母净利润同比增长 15.75%（亿元）


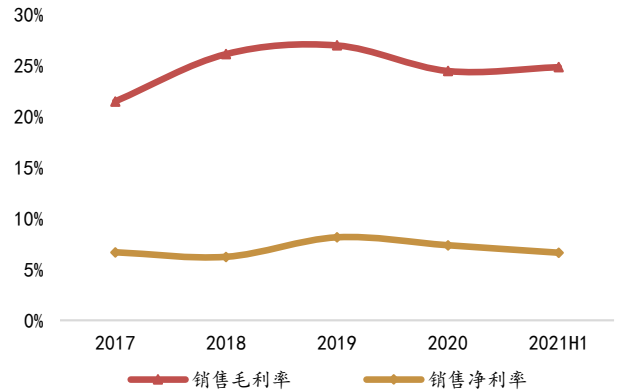
数据来源：Wind，西南证券整理

行业龙头有望率先实现业绩高增。2020 年，公司低压、高压、微特电机及驱动业务营收分别为 45.92、31.84、28.11 亿元，同比增长-8.54%、4.22%、7.17%，受疫情影响主营收入增速有所放缓。但我们预计，随着全球经济复苏及海内外疫情趋于稳定，公司作为国内龙头公司，凭借技术及规模优势将率先实现业绩高增长。

净利率上升, 毛利率有所下降。2021H1, 公司销售净利率为 6.61%, 同比增长 0.17pp; 销售毛利率为 24.84%, 同比降低 0.90pp。毛利率下降原因系原材料成本上涨影响导致营业成本上涨幅度大于营业收入, 预计随着原材料价格趋稳, 公司盈利能力有望进一步提升。

图 5: 公司主营业务持续放量 (亿元)


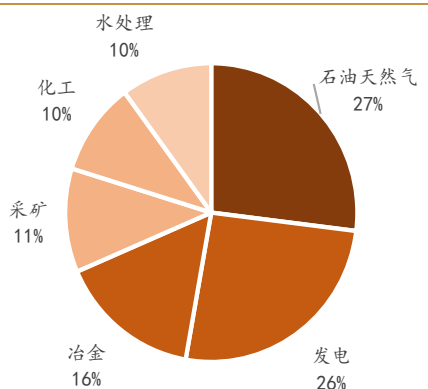
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2021H1 公司净利率上升, 毛利率有所下降


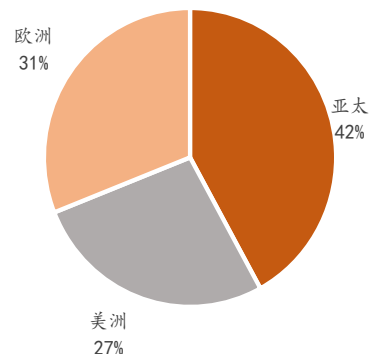
数据来源: Wind, 西南证券整理

高压电机产品市占率位于全球第二。根据 OMDIA 市场数据, 2020 年全球高压电机市场规模达 39.76 亿美元, 下游应用领域以石油天然气及发电为主, 分别占比 27%、26%。根据 HIS Markit 市场数据, 公司在全球高压电机市场的占有率约为 11%, 位列全球第二。随着世界各国为应对经济下行的压力, 不断加大对基础设施的投入, 高压电机的销量将有望进一步提高。

低压电机主要应用场景为水泵风机压缩机, 合计占比 75%。根据 HIS Markit 市场数据, 2020 年全球低压电机市场估计已达 128 亿美元的规模, 公司在全球低压电机市场的占有率约为 6.5%, 位列全球第四。**水泵:** 整体规模约 500 亿美元, 主要分布于亚太、欧洲、美洲市场, 占比分别为 37%, 28%, 24%, 未来预计以 3%-4% 增速增长; **风机:** 总体电机容量为 27 亿美元, 未来预计以年均 3% 的增速增长; **空气压缩机:** 竞争激烈, 目前以欧美、日本为主, 预计未来空压机行业仍将平稳发展, 国产替代速度加快。

图 7: 油气、发电为高压电机下游主要应用领域


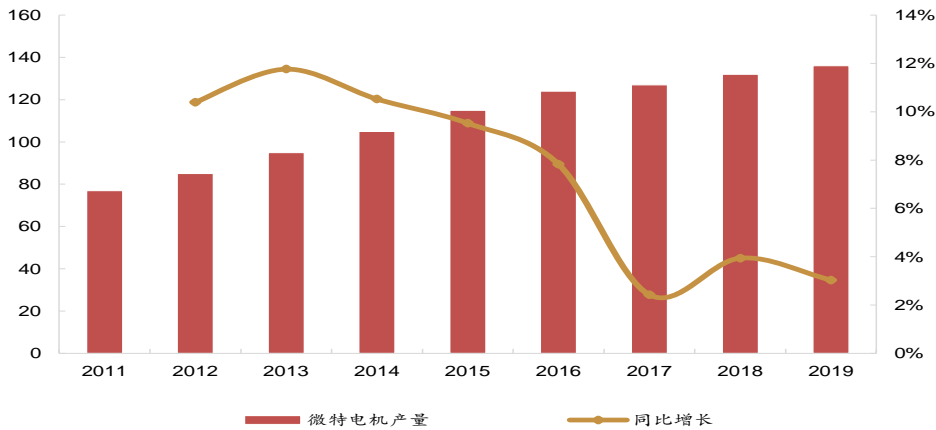
数据来源: OMDIA, 西南证券整理

图 8: 水泵行业中亚太区市场占比最大


数据来源: Oxford Economics, 西南证券整理

公司的微特电机业务在多应用领域位于国内前列。微特电机作为电能转换为动能的核心部件，广泛应用在家用电器、办公自动化、安防监控、医疗器械、工业自动化与机器人等多个领域。目前我国已经可以实现 25 个大类、60 个系列、超过 5000 多个规格的微特电机大批量、规模化生产，中国已成为世界微特电机的主要生产大国和出口国，2019 年我国微特电机产量达 136 亿台。据产业在线数据显示，2019 年公司空调电机占有率为 6%，国内排名第五；洗衣机电机公司以 9% 的占有率，国内排名第二，在细分领域占据较高市场份额。

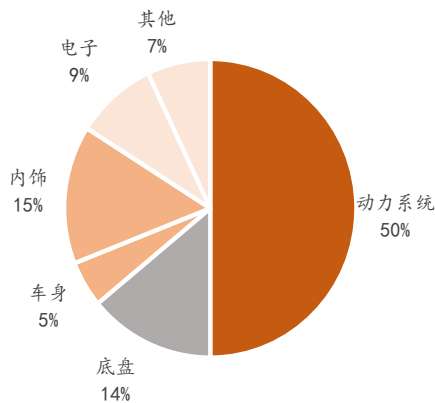
图 9：中国微特电机产量稳步增长（亿台）



数据来源：中小型电机分会，前瞻产业研究，西南证券整理

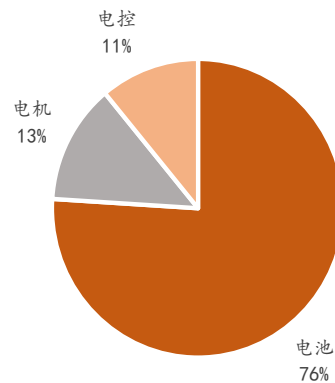
高端微特电机广泛应用于新能源汽车行业中。微特电机是汽车产业的关键零部件之一，是将电能转化为动能的重要装置，电机驱动直接决定整车的加速性能、输出功率、动力变现等，而汽车电动化趋势进一步拉动了电机需求。动力系统在电动车中价值量占比最大，约占整车成本的 50%，其中电机约占动力系统的 13%。近年来，受益于下游新能源汽车的高景气，微特电机市场需求有望持续高增。

图 10：新能源汽车中动力系统成本占比最高



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 11：动力系统中电池、电机、电控占比为 76%、13%、11%



数据来源：智研咨询，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2020 年受疫情影响，叠加全球经济不景气等因素，水泵行业需求下滑，但未来预计以 3%-4% 的增速逐步恢复；风电行业预计以 3% 的增速持续增长。综上假设低压电机驱动市场规模有望以 5% 的增速扩张，公司未来三年市占率有望达 6.1%、6.6%、7.1%。

假设 2：受益于下游油气、石化行业新项目的扩建，高压电机驱动市场规模有望以 5% 的增速扩张，公司作为业内龙头公司有望率先受益，未来三年市占率有望达到 13.0%、13.5%、14.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
低压电机及驱动	收入	4,591.80	5251.4	5965.4	6737.7
	增速	-8.5%	14.4%	13.6%	12.9%
	毛利率	27.4%	25.0%	24.0%	23.0%
高压电机及驱动	收入	3,183.61	3476.4	3790.5	4127.3
	增速	4.2%	9.2%	9.0%	8.9%
	毛利率	31.4%	25.0%	24.0%	23.0%
微特电机及驱动	收入	2,810.99	3092.1	3401.3	3741.4
	增速	7.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	16.6%	15.0%	10.0%	10.0%
贸易收入	收入	953.06	1239.0	1610.7	2093.9
	增速	29.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	3.2%	5.0%	5.0%	5.0%
蓄电池	收入	361.69	379.8	398.8	418.7
	增速	-28.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	11901.2	14283.2	16242.5	18491.2
	增速	-0.3%	20.0%	13.7%	13.8%
	毛利率	23.7%	25.3%	24.0%	23.9%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取行业内的三家可比公司，2021 年-2023 年平均 PE 分别为 22、18、15 倍。公司深耕电机及驱动行业，低压、高压、微特电机及驱动产品迭代速度加快，业绩保持稳定增长，预计未来三年归母净利润复合增长率有望达到 20.46%。公司作为低压、高压电机

国内龙头公司，与初创型公司相比技术相对成熟，我们在可比公司平均 PE 的基础上，给予公司 2021 年 22 倍 PE，目标价 19.36 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000400.SZ	许继电气	18.77	0.71	0.87	1.01	1.20	26.44	21.57	18.58	15.64
002896.SZ	中大力德	25.12	0.88	1.07	1.31	1.62	28.55	23.48	19.18	15.51
300660.SZ	江苏雷利	29.27	1.05	1.46	1.82	2.33	27.88	20.05	16.08	12.56
平均值							27.62	21.70	17.95	14.57

数据来源：Wind，西南证券整理；注：可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

3 风险提示

- 1) 宏观经济风险；
- 2) 市场竞争风险；
- 3) 原材料价格波动的风险；
- 4) 汇率变动和国际贸易环境风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12565.04	14283.23	16242.54	18491.19	净利润	922.63	1233.73	1367.57	1612.61
营业成本	9491.66	10673.92	12344.72	14078.41	折旧与摊销	511.01	796.66	796.66	796.66
营业税金及附加	59.31	76.30	84.73	127.59	财务费用	317.39	347.23	308.22	306.98
销售费用	587.19	499.91	552.25	610.21	资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	962.60	1356.91	1461.83	1571.75	经营营运资本变动	-18.88	621.28	-325.70	-444.54
财务费用	317.39	347.23	308.22	306.98	其他	-507.59	-156.69	-234.62	-103.99
资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1224.40	2842.21	1912.12	2167.71
投资收益	80.41	30.00	30.00	30.00	资本支出	-362.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	23.90	130.32	128.27	111.56	其他	-219.09	160.32	158.27	141.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-581.94	160.32	158.27	141.56
营业利润	1093.22	1489.28	1649.06	1937.80	短期借款	-782.92	-2371.45	0.00	0.00
其他非经营损益	-22.71	-37.83	-40.16	-40.61	长期借款	52.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	1070.52	1451.45	1608.90	1897.19	股权融资	61.47	0.00	0.00	0.00
所得税	147.89	217.72	241.34	284.58	支付股利	-195.18	-173.36	-231.82	-256.96
净利润	922.63	1233.73	1367.57	1612.61	其他	561.22	-1170.36	-308.22	-306.98
少数股东损益	55.82	74.65	82.74	97.57	筹资活动现金流净额	-303.17	-3715.18	-540.03	-563.95
归属母公司股东净利润	866.81	1159.09	1284.82	1515.04	现金流量净额	323.62	-712.64	1530.35	1745.33
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2209.62	1496.98	3027.33	4772.66	成长能力				
应收和预付款项	4252.72	4935.76	5548.87	6330.11	销售收入增长率	1.20%	13.67%	13.72%	13.84%
存货	2723.73	3068.66	3637.62	4111.20	营业利润增长率	-9.22%	36.23%	10.73%	17.51%
其他流动资产	1596.13	176.07	200.22	227.94	净利润增长率	-8.48%	33.72%	10.85%	17.92%
长期股权投资	1201.99	1201.99	1201.99	1201.99	EBITDA 增长率	-0.89%	37.03%	4.59%	10.44%
投资性房地产	429.88	429.88	429.88	429.88	获利能力				
固定资产和在建工程	4367.07	3757.65	3148.23	2538.80	毛利率	24.46%	25.27%	24.00%	23.86%
无形资产和开发支出	2839.09	2658.81	2478.52	2298.23	三费率	14.86%	15.43%	14.30%	13.46%
其他非流动资产	1196.49	1189.54	1182.60	1175.65	净利率	7.34%	8.64%	8.42%	8.72%
资产总计	20816.73	18915.34	20855.27	23086.46	ROE	11.27%	12.55%	12.47%	13.09%
短期借款	2371.45	0.00	0.00	0.00	ROA	4.43%	6.52%	6.56%	6.99%
应付和预收款项	4317.40	4791.89	5521.38	6319.44	ROIC	11.05%	14.75%	16.86%	19.68%
长期借款	2957.60	2957.60	2957.60	2957.60	EBITDA/销售收入	15.29%	18.44%	16.96%	16.45%
其他负债	2985.60	1337.70	1412.39	1489.88	营运能力				
负债合计	12632.05	9087.20	9891.37	10766.93	总资产周转率	0.62	0.72	0.82	0.84
股本	1308.92	1308.92	1308.92	1308.92	固定资产周转率	3.24	3.84	5.22	7.39
资本公积	1964.79	1964.79	1964.79	1964.79	应收账款周转率	3.73	3.92	3.91	3.93
留存收益	4940.97	5926.70	6979.70	8237.78	存货周转率	3.37	3.59	3.64	3.61
归属母公司股东权益	7625.78	9194.60	10247.61	11505.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.45%	—	—	—
少数股东权益	558.90	633.55	716.29	813.86	资本结构				
股东权益合计	8184.68	9828.15	10963.89	12319.54	资产负债率	60.68%	48.04%	47.43%	46.64%
负债和股东权益合计	20816.73	18915.34	20855.27	23086.46	带息债务/总负债	42.19%	32.55%	29.90%	27.47%
					流动比率	1.22	1.84	2.04	2.22
					速动比率	0.91	1.25	1.45	1.63
					股利支付率	22.52%	14.96%	18.04%	16.96%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1921.62	2633.17	2753.93	3041.44	每股收益	0.66	0.88	0.98	1.15
PE	22.40	16.75	15.11	12.81	每股净资产	5.80	6.99	7.79	8.75
PB	2.55	2.11	1.89	1.69	每股经营现金	0.93	2.16	1.45	1.65
PS	1.55	1.36	1.20	1.05	每股股利	0.15	0.13	0.18	0.20
EV/EBITDA	11.15	6.97	6.11	4.96					
股息率	1.01%	0.89%	1.19%	1.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn