

祥明智能（301226）  
 /电力设备

证券研究报告/公司深度报告

2022年12月11日

**评级：增持（首次覆盖）**

市场价格：31.15

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qizq.com.cn

研究助理：齐向阳

Email: qixy@zts.com.cn

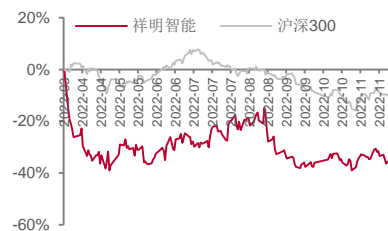
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	551	735	653	772	913
营业收入增速	5.1%	33.4%	-11.1%	18.2%	18.3%
归属于母公司净利润	60	62	68	80	102
净利润增长率	33.3%	4.7%	8.5%	18.5%	26.7%
摊薄每股收益（元）	0.88	0.92	1.00	1.18	1.50
每股现金流量（元）	0.79	0.13	1.96	-0.04	1.37
净资产收益率	15.6%	14.1%	13.5%	14.1%	15.3%
P/E	35.51	33.92	31.25	26.38	20.81
P/B	5.55	4.77	4.22	3.71	3.19

备注：股价取自 2022 年 12 月 11 日

**基本状况**

总股本(百万股)	68
流通股本(百万股)	17
市价(元)	31.15
市值(百万元)	2,118
流通市值(百万元)	530

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**报告摘要**

- 我们认为，公司的发展思路可以概括为“一类产品+两大方向+五个领域”。“一类产品”指的是电机产品，“两大方向”指的是智能组件化发展方向与高效节能电机发展方向，“五个领域”涵盖 HVACR、信息产业、交通车辆、医疗健康设备和洁净设备领域。公司以电机产品为核心，从智能组件化和高效节能化两个方向外延能力半径，向下覆盖 HVACR、信息产业、交通车辆、医疗健康设备和洁净设备五个领域，拓展自身盈利能力。
- 公司经营风格稳健，在风机领域具备较强的竞争优势。公司业绩稳步增长，历史费用率表现稳定，2022 年前三季度费用率为 10.94%，前三季度剔除合同负债/预收账款后的资产负债率为 16.46%，整体财务风险较低；同时公司高管团队稳定，具备优秀的专业技术和管理能力，有助于公司长期稳健经营。从行业角度来看，国内电机行业“大而不强”，细分领域王者更具竞争优势。公司在电机产品的基础上，积极通过组件化手段外延自身能力，目前已经拥有了具备核心竞争力的风机产品系列，未来以风机产品为代表的组件化解决方案有望为公司打造第二成长曲线，提振公司整体业绩。
- 下游行业多点开花，信息产业&电动车&医疗健康等新行业带动公司新成长。信息产业业务方面，国内 IDC 在“东数西算”提振下，2022-2024 年 CAGR 有望达 18.8%，此外国内 5G 基站目前渗透率为 20.90%，未来在新数字场景对传输的高要求下提升空间大；公司信息产业业务绑定行业大客户，受益于 IDC&5G 基站建设。电动车业务方面，公司的电机/风机产品在商用电动车上已经得到了成功应用，并积累了一批优质的电动车企，未来公司将进一步拓展至乘用车领域，市场空间广阔。医疗健康领域，伴随着国内老龄化程度的加重，对呼吸机、制氧机等家用医疗设备的需求增长，公司积极切入相关供应链，未来有望伴随国内家用医疗设备市场规模共同成长。
- 给予公司“增持”评级。

公司深耕电机行业二十七年，具备深厚的技术与产品底蕴，并积极将产品能力外延至风机等组件化产品。整体来看，公司经营情况稳健，技术和产品化能力较强，战略发展方向比较清晰，未来有望在信息产业&电动车&医疗健康等新领域的带动下，塑造自身的第二成长曲线。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.68/0.80/1.02 亿元，对应 PE 分别为 31.25/26.38/20.81 倍。给予公司“增持”评级。
- 风险提示：**创新不足、原材料价格波动、新冠疫情反复、研报使用的信息存在更新不及时风险等。

## 内容目录

<b>1、稳字当头，老牌电机企业底蕴深厚</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1、深耕电机/风机领域二十七载，管理层从业经验丰富.....	- 5 -
1.2、产品基本功扎实，下游新行业带动公司新成长.....	- 6 -
1.3、经营风格稳健，业绩稳步增长.....	- 9 -
<b>2、多点开花，产品外延打开成长空间</b> .....	<b>- 12 -</b>
2.1、国内电机“大而不强”，细分领域王者更具竞争优势.....	- 12 -
2.2、产品化能力优秀，积极开拓产品新应用场景.....	- 15 -
<b>3、守正出奇，新领域赋能公司新成长</b> .....	<b>- 18 -</b>
<b>4、给予公司“增持”评级</b> .....	<b>- 24 -</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>- 25 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司股权结构图 (截至 2022 年 11 月 17 日) .....	- 6 -
图表 3: 公司主要产品及应用领域.....	- 6 -
图表 4: 公司拥有多系列性能优良的电机/风机产品.....	- 7 -
图表 5: 公司以电机/风机产品为主 (百万元) .....	- 7 -
图表 6: 公司各项业务毛利率情况.....	- 7 -
图表 7: 公司电机产品细分收入 (百万元) .....	- 8 -
图表 8: 公司电机产品细分毛利率情况.....	- 8 -
图表 9: 公司产品覆盖多个下游应用领域 (2022H1) .....	- 9 -
图表 10: 公司历年营收及其增速.....	- 9 -
图表 11: 公司历年归母净利润及其增速.....	- 9 -
图表 12: 2022 年前三季度公司毛利率水平小幅回升.....	- 10 -
图表 13: 公司内部费控情况较平稳 (百万元) .....	- 10 -
图表 14: 公司坚持研发投入 (百万元) .....	- 10 -
图表 15: 公司历年存货周转率 .....	- 11 -
图表 16: 公司历年应收账款周转率.....	- 11 -
图表 17: 公司资产负债率情况 .....	- 11 -
图表 18: 公司历年经营活动现金净流量 (百万元) .....	- 11 -
图表 19: 微特电机涵盖多种细分门类.....	- 12 -
图表 20: 微特电机下游覆盖诸多行业.....	- 13 -
图表 21: 公司微特电机市场规模.....	- 13 -
图表 22: 国内微特电机产量及表观需求量.....	- 13 -
图表 23: 微特电机下游行业占比情况 (2018 年) .....	- 14 -
图表 24: 国内外代表性微特电机企业.....	- 14 -
图表 25: 组件化方向打开公司成长空间.....	- 15 -
图表 26: 发展新布局引领公司新增长.....	- 15 -
图表 27: 公司业务分布 .....	- 16 -
图表 28: 公司多点布局未来发展方向.....	- 17 -
图表 29: 公司整体发展思路.....	- 18 -
图表 30: 房地产开发投资完成额.....	- 19 -
图表 31: 无刷电机毛利率相较传统电机有明显提升.....	- 19 -
图表 32: 国内 IDC 市场维持较高增速.....	- 19 -
图表 33: 5G 基站渗透率尚处低位.....	- 19 -

图表 34: 公司拥有多款车载领域产品.....	- 20 -
图表 35: 新能源车渗透率不断提升.....	- 21 -
图表 36: 汽车电动化趋势下电机需求明显增加.....	- 21 -
图表 37: 国内老龄化趋势加速.....	- 21 -
图表 38: 国内医疗器械市场需求不断增长.....	- 21 -
图表 39: 国内家用无创呼吸机市场规模.....	- 22 -
图表 40: 2020 年国内家用无创呼吸机市场格局.....	- 22 -
图表 41: 国内制氧机产量及增速.....	- 22 -
图表 42: 国内制氧机需求量及增速.....	- 22 -
图表 43: 洁净室按照不同场景分类.....	- 22 -
图表 44: 国内洁净室市场规模及增速.....	- 23 -
图表 45: 国内洁净室行业下游分布 (2021 年).....	- 23 -
图表 46: 公司业绩拆分.....	- 24 -
图表 47: 可比公司估值.....	- 24 -
图表 48: 公司盈利预测模型.....	- 26 -

## 1、稳字当头，老牌电机企业底蕴深厚

### 1.1、深耕电机/风机领域二十七载，管理层从业经验丰富

- 老牌电机企业深耕行业二十七载，是国内微特电机与精密风机领域的“排头兵”。**公司的前身是成立于 1995 年的祥明电机厂，并于 2016 年完成股份制改制，常州祥明智能动力股份有限公司正式成立。公司经历 27 年发展，拥有多项电机与风机的核心技术，获得新国标高新技术企业、江苏省高新技术企业等多项认证，参与国家和行业标准起草十余项，通过了 ISO9001:2000、TS16949 质量管理体系和 ISO14001:2004 环境管理体系等多项认证，成为国内具备核心竞争力的微特电机与精密风机企业。
- 电机类产品技术成熟，公司积极推动产品结构朝“组件化”方向迈进。**公司以 AC 电机起家，经过多年的发展与技术沉淀，目前已拥有了 AC 电机、直流有刷电机和直流无刷电机三大系列电机产品；同时，公司在电机产品的基础上研发了 ATS 散热风机、特种风机等多款风机产品，形成了以电机为中心的比较丰富的产品矩阵。公司在传统 HVACR 领域的基础上积极扩展电动车、光伏、医疗健康等新领域，推动产品向组件化与多元化迈进，打开公司未来成长空间。

图表 1：公司发展历程

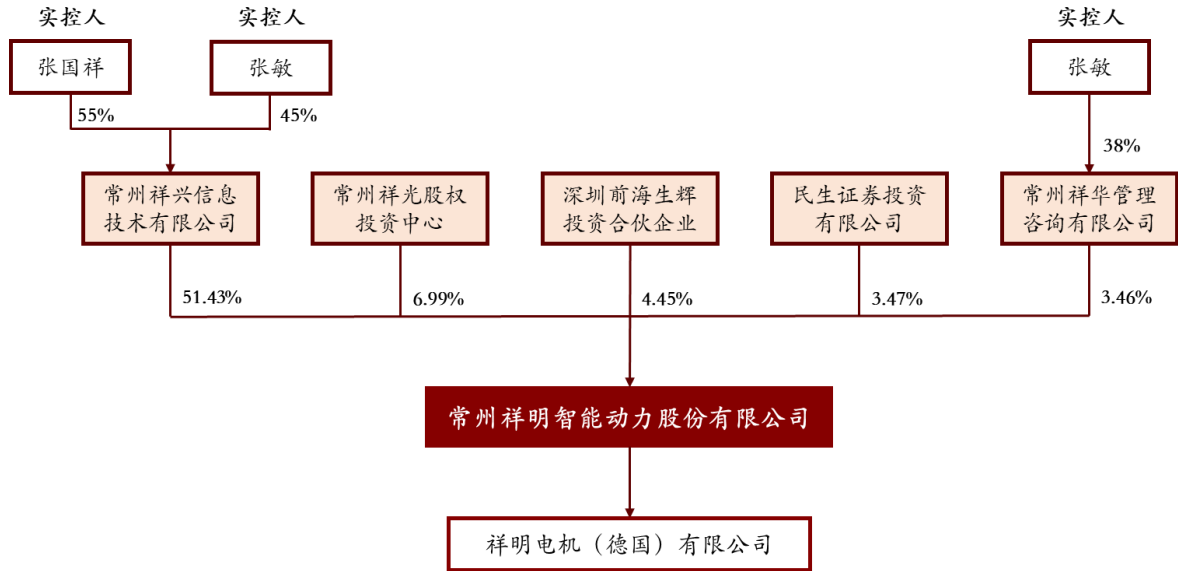


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司实际控制人是张国祥先生和张敏先生，共计持有公司 52.74% 的股份。**截止 2022 年 11 月 29 日，张国祥先生通过常州祥兴信息技术有限公司间接持有公司 28.29% 的股份，张敏先生通过常州祥兴信息技术有限公司间接持有公司 23.14% 的股份、通过常州祥华管理咨询有限公司间接持有公司 1.31% 的股份，共计持有 24.46% 的股份。张国祥先生与张敏先生二人为父子关系，共计持有公司 52.74% 的股份，对公司拥有较强的控制权。
- 核心团队深耕电机行业多年，具备丰富的管理经验。**董事长张敏先生自 1995 年加入公司，深耕电机/风机领域近三十年，深入产品一线的研发与生产环节，具备丰富的行业经验与技术功底；公司有一批电机、软件、控制、流体、机械工程方面专业的技术团队，综合技术水平较好。

同时，公司核心团队通过常州祥华管理咨询有限公司间接持有公司股份，与公司利益高度绑定，有助于公司的长期稳健发展。

图表 2：公司股权结构图（截至 2022 年 12 月 11 日）

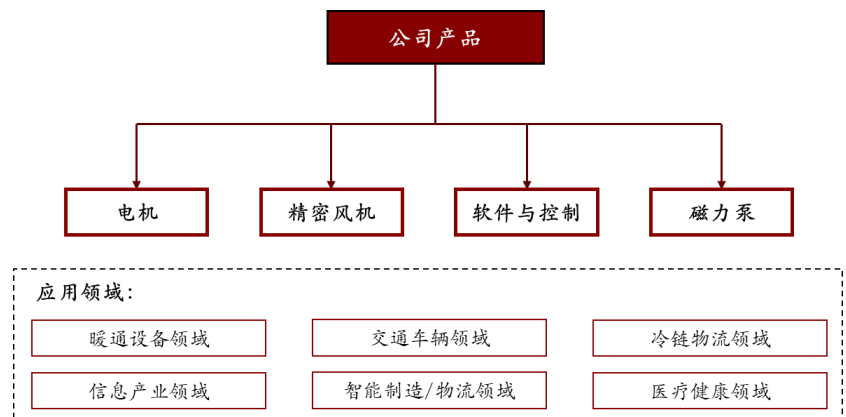


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 1.2、产品基本功扎实，下游新行业带动公司新成长

- 以电机产品为核心，积极拓展丰富的组件化产品矩阵，广泛覆盖多个下游应用场景。公司以电机产品为核心，通过“电机+”的组件化方式外延产品能力，目前已经拥有电机、精密风机、软件与控制、磁力泵等多系列产品，能够为客户与产业伙伴提供完备的电子消费品互连解决方案。同时公司也注重自身产品在多下游领域中的应用，在巩固暖通设备、信息产业、交通车辆等传统行业的基础上，积极开拓新能源汽车、智能制造、医疗健康和冷链物流等多个新兴领域。

图表 3：公司主要产品及应用领域



来源：公司官网，中泰证券研究所

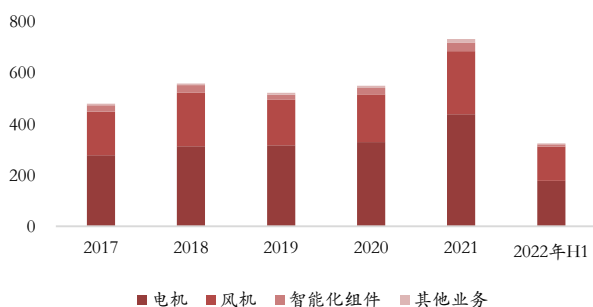
- **电机产品：**公司的电机产品大部分属于微特电机，涵盖了交流异步电机、直流有刷电机和直流无刷电机三大系列，是具备自控功能的智能化产品，并具备良好的软硬件特性；
- **风机产品：**公司的风机产品涵盖离心风机、横流风机、轴流风机、特种定制风机四大系列。

**图表 4：公司拥有多系列性能优良的电机/风机产品**

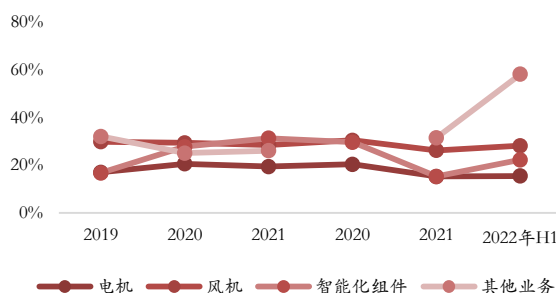
产品类别	产品系列	产品示例	产品特点	主要产品	主要应用领域
电机	交流异步电机		运行可靠、过载能力强且使用、安装、维护方便	中央空调室内外机风扇用电机、商用空调机组用电机、风机盘管用电机、风筒用电机、换气扇用电机、洁净室用风机、室内空气净化机用风机、热交换设备用风机、空调送风用风机、制氧机用电机、咖啡机用电机	暖通空调、空气净化、医疗健康、智能家居
	直流有刷电机		启动快、制动及时、可在大范围内平滑地调速、控制电路相对简单	检票翼闸系统用电机、交通车辆用电机、游艇及帆船用电机、按摩器材用电机、健身器材用电机、泳池清洁设备用电机、咖啡机用电机、电动门用电机	交通车辆、医疗健康、智能家居
	直流无刷电机		性能可靠、无磨损、寿命大幅提高并与控制器集成实现性能最优化	空调室内外机风扇用电机、风机盘管用电机、热交换器用电机、换气扇用电机、洁净室用风机、室内空气净化机用风机、检票翼闸系统用电机、交通车辆用电机、拽引车用电机、燃气热水器用风机、加热炉用风机、烤箱用风机、纺织机械用电机、数控机床用电机	暖通空调、通信系统、交通车辆、空气净化、医疗健康、智能家居
风机	离心风机		压力高、噪声低	暖通设备用风机、洁净室用风机、通信设施用风机、室内空气净化机用风机、机车用风机、巴士用风机、加热炉用风机、烤箱用风机	暖通空调、空气净化、交通车辆、通信系统、智能家居
	横流风机		出风均匀	暖通设备用风机、室内空气净化机用风机、机车用风机、巴士用风机、加热炉用风机、烤箱用风机	暖通空调、空气净化、交通车辆
	轴流风机		风量大、压力低	暖通设备用风机、洁净室用风机、室内空气净化机用风机、机车用风机、巴士用风机、冷链物流设备用风机	暖通空调、空气净化、交通车辆

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **电机和风机产品是公司收入的主要来源，2022 年上半年电机&风机产品收入占比达 96.01%。**2022 年上半年，公司电机产品收入实现 1.79 亿元，同比下滑 18.34%，公司风机产品收入实现 1.34 亿元，同比增长 13.92%，公司产品的组件化发展趋势逐步明朗。从收入占比来看，2022 年上半年电机/风机/智能化组件/其他业务占比分别为 54.84%/41.17%/2.74%/1.26%，电机和风机作为核心产品贡献了公司的主要营收。从毛利率情况来看，2022 年上半年受原材料价格影响，电机和风机产品毛利率分别同比下滑 1.24pct/1.85pct，随着大宗商品价格逐渐回落，公司产品毛利率有望迎来回升。

**图表 5：公司以电机/风机产品为主（百万元）**


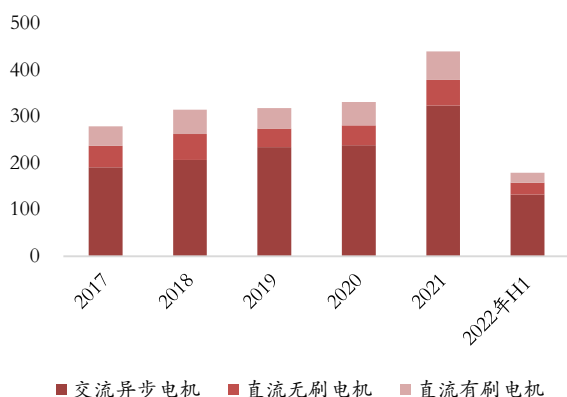
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 6：公司各项业务毛利率情况**


来源：wind，中泰证券研究所

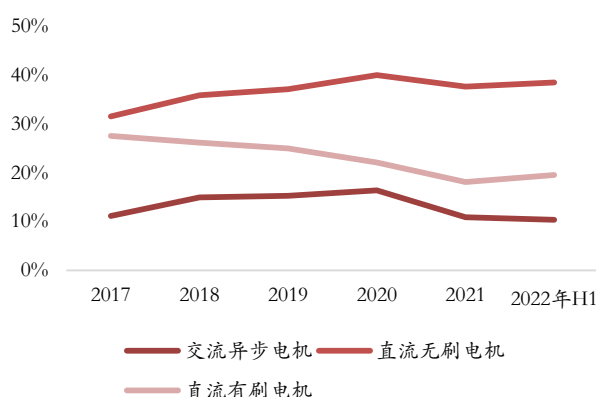
- 从电机类细分产品来看，直流无刷电机比传统交流电机表现出更强的韧性。分产品来看，2022年上半年，交流异步电机/直流无刷电机/直流有刷电机收入分别实现 1.32 亿元/0.25 亿元/0.21 亿元，同比增长-16.39%/-4.73%/-37.96%，毛利率分别实现 10.37%/38.47%/19.54%，相较于去年同期增长-2.07pct/-1.20pct/1.10pct。相较于传统的交流异步电机，直流无刷电机和直流有刷电机表现出了更强的韧性，未来随着在家电等领域直流无刷电机替代传统交流电机的趋势，直流无刷电机有望放量增长。

图表 7：公司电机产品细分收入（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：公司电机产品细分毛利率情况

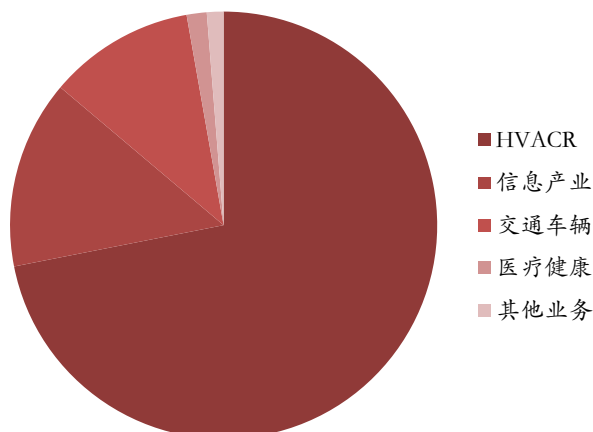


来源：wind，中泰证券研究所

- HVACR 行业是公司收入的基本盘，电动车&光伏&医疗健康等新兴行业为公司业绩增长提供新动力。公司下游广泛覆盖 HVACR、信息产业、交通车辆及医疗健康等行业，从 2022 年上半年公司收入占比来看，上述行业分别占公司总营收的 71.90%/14.26%/11.06%/1.52%，其中 HVACR 作为公司收入的基本盘贡献了超 7 成营业收入。
- 当前国内房地产市场不景气，HVACR 行业的需求低迷对公司 HVACR 收入造成冲击，但同时 HVACR 领域中无刷电机替代传统电机的趋势逐步明朗，未来公司 HVACR 业务毛利率有望提升，在一定程度上对冲 HVACR 业务需求不振带来的负面影响。
- 公司积极发力电动车、光伏、医疗健康等新兴行业：电动车业务方面，公司电动车相关产品未来有望逐步从商用车拓展至乘用车；光伏业务方面，光伏行业景气对风机需求有显著提振作用；医疗健康业务方面，人口老龄化趋势下呼吸机、制氧机等产品放量增长，利好风机行业。
- 总体来看，公司未来在 HVACR 业务上小幅承压，但是整体上对作为基本盘的 HVACR 业务的收入影响不大，同时公司积极布局新领域，电动车&光伏&医疗健康等行业未来有望成为公司的新增长点。



图表 9：公司产品覆盖多个下游应用领域（2022H1）

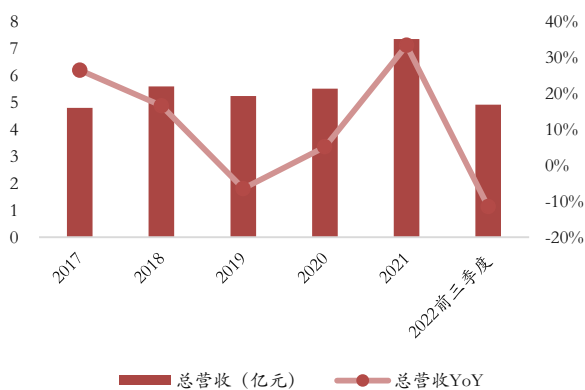


来源：wind，中泰证券研究所

### 1.3、经营风格稳健，业绩稳步增长

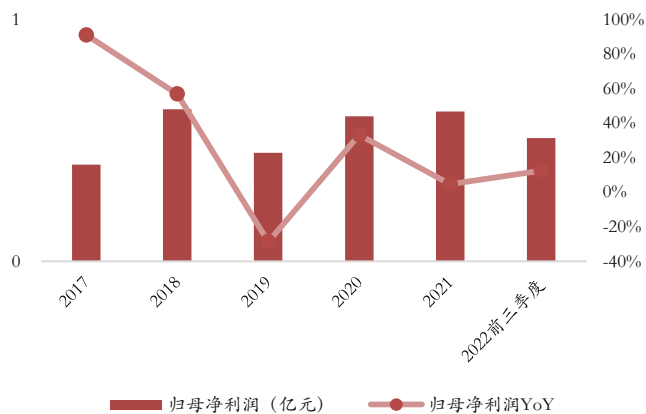
- 历史业绩表现较为稳健，2022 年前三季度公司盈利能力增强。2017-2021 年，公司总营收由 4.80 亿元增长至 7.35 亿元，CAGR 为 11.24%，归母净利润由 0.40 亿元增长至 0.62 亿元，CAGR 达 11.58%，公司历史业绩波动幅度不大，整体上维持稳步增长态势。2022 年前三季度公司实现总营收 4.92 亿元，同比下滑 11.51%，归母净利润 0.51 亿元，同比增长 12.55%。
- 盈利能力方面，2022 年前三季度公司毛利率为 21.17%，同比增长 1.78cpt，净利率为 10.42%，同比增长 2.22pct。整体来看，虽然在新冠疫情与房地产市场不景气的影响下，公司营业收入小幅承压，但是得益于公司产品结构优化与大宗商品价格回落，公司的毛利率与净利率迎来回升，提升了公司的整体盈利能力。

图表 10：公司历年营收及其增速

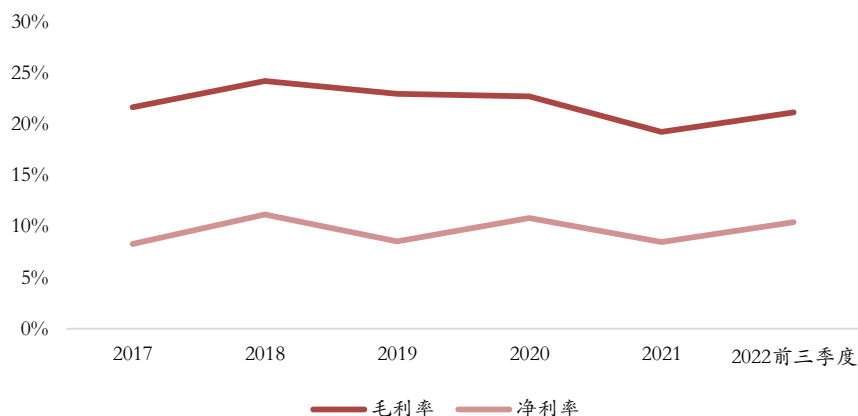


来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：公司历年归母净利润及其增速

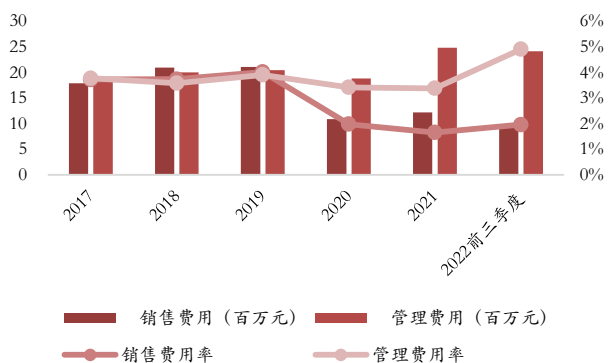


来源：wind，中泰证券研究所

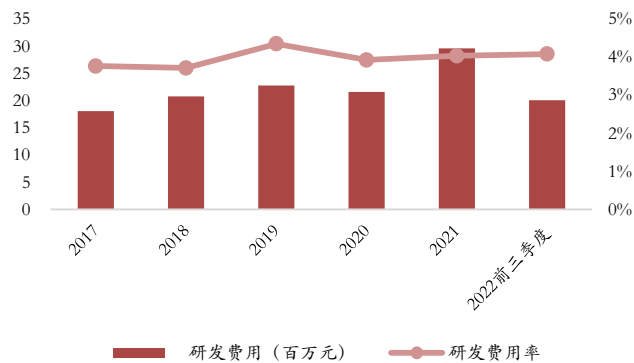
**图表 12：2022 年前三季度公司毛利率水平小幅回升**


来源：wind，中泰证券研究所

- 公司费用支出情况比较稳定。**2022 年前三季度，公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 963 万元/2412 万元/2008 万元，分别同比增长-0.72%/35.81%/-2.29%，公司销售费用同比高增主要是受会计确认的影响，整体来看公司费用支出比较稳定。从费用率方面来看，2022 年前三季度公司销售管理费用率为 6.86%，同比增长 1.92pct，研发费用为 4.08%，同比增长 0.39pct。

**图表 13：公司内部费控情况较平稳（百万元）**


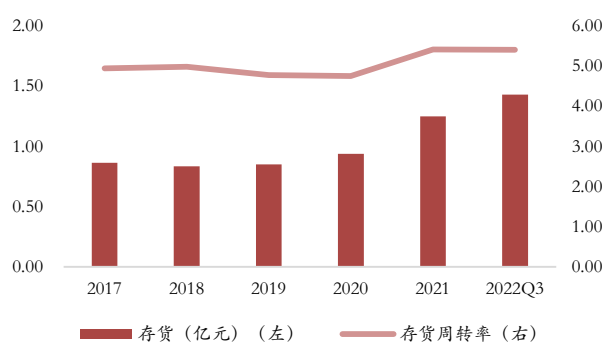
来源：wind，中泰证券研究所

**图表 14：公司坚持研发投入（百万元）**


来源：wind，中泰证券研究所

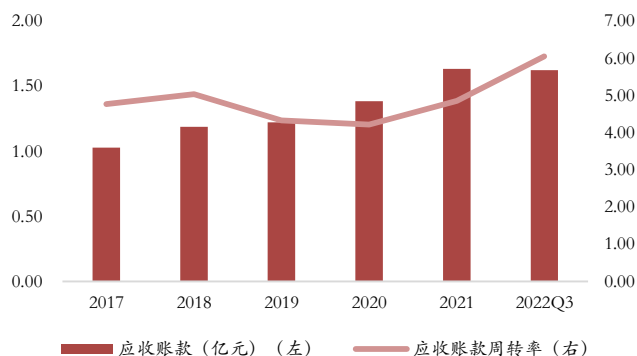
- 存货规模小幅增长，存货周转率与应收账款周转率整体向好。**存货方面，2022 年 Q3 末公司存货规模为 1.43 亿元，同比增长 52.57%，主要是因为疫情背景下在途货值增长与公司原材料备货所致；应收账款方面，2022 年 Q3 末公司应收账款 1.62 亿元，同比增长 17.20%。整体来看，公司的存货周转率与应收账款周转率呈稳中向好态势，从侧面印证了公司经营的稳健性。

图表 15: 公司历年存货周转率



来源: wind, 中泰证券研究所

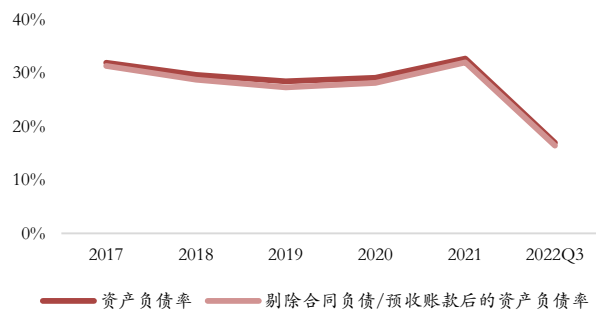
图表 16: 公司历年应收账款周转率



来源: wind, 中泰证券研究所

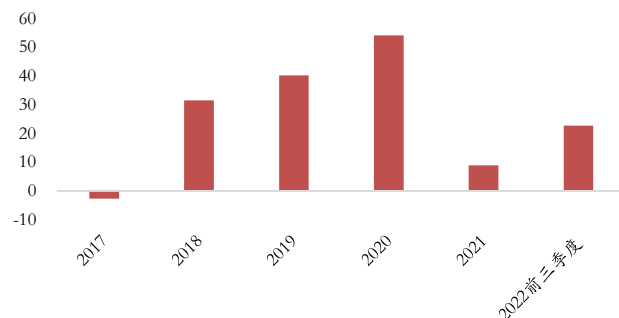
- 低资产负债率有助于公司长期稳健经营。截至 2022 年 Q3 末, 公司资产负债率为 16.98%, 剔除合同负债/预收账款后的资产负债率为 16.46%, 整体财务风险处于较低水平。
- 2017-2020 年, 公司经营活动现金净流量持续增长, 2021 年公司经营活动现金净流量为 0.09 亿元, 同比下滑幅度较大, 主要系随着公司业务规模扩大, 经营性应收项目及存货增加所致。2022 年前三季度, 公司经营活动现金净流量增长至 0.23 亿元, 同比增长 242.84%, 公司回款情况相较 2021 年明显好转。

图表 17: 公司资产负债率情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 18: 公司历年经营活动现金净流量 (百万元)



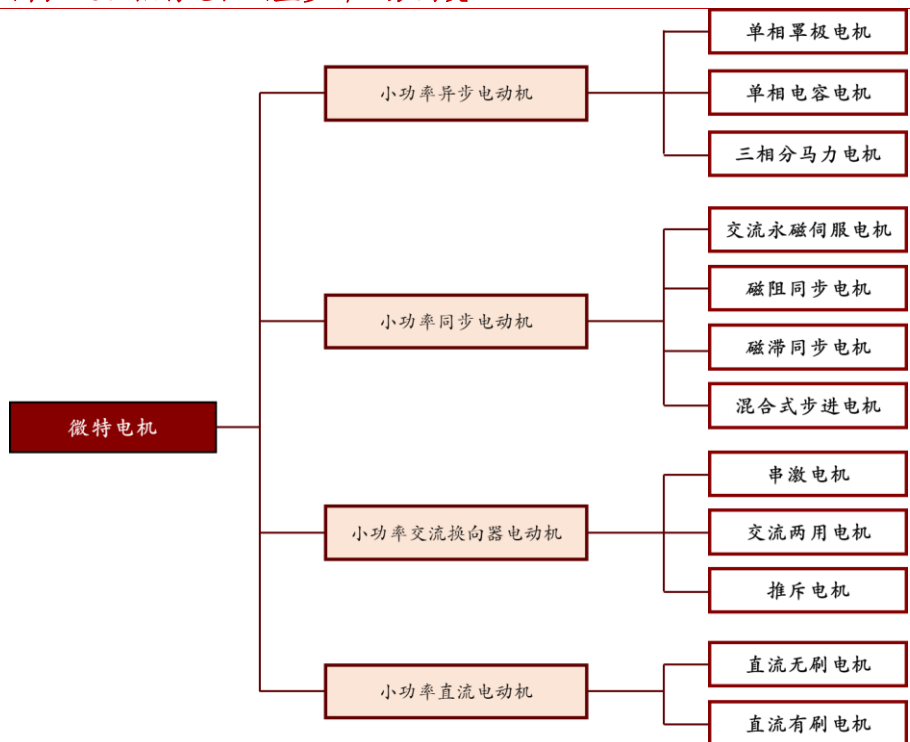
来源: wind, 中泰证券研究所

## 2、多点开花，产品外延打开成长空间

### 2.1、国内电机“大而不强”，细分领域王者更具竞争优势

- 微特电机是国民经济中的重要基础工业产品之一，目前国内已经形成了一批优秀的微特电机企业。微特电机是外径不大于 160mm，功率低于 750w 的电机统称，细分门类繁多，能大体上分为小功率异步电动机、小功率同步电动机、小功率交流换向器电动机和小功率直流电动机。我国微特电机行业始于 20 世纪 50 年代，1950 年至 2000 年经历了从无到有的快速增长，2001 年至 2015 年国内微特电机产能不断增长，成为全球最大的微特电机生产基地，2016 年至今国内微特电机企业锐意进取，不断突破中高端产品，打造了一批优秀的微特电机品牌企业。

图表 19：微特电机涵盖多种细分门类



来源：智研资讯，中泰证券研究所

- 微特电机的原材料包括钢材、漆包线、电子元器件及其他铸件，产品毛利率受大宗商品价格的影响较大。从下游来看，微特电机覆盖了诸多国计民生相关的行业，广泛应用于工业机械、汽车、军工、家电、航空航天、通信等设备的生产和制造环节，是国家大工业体系中不可或缺的重要一环。

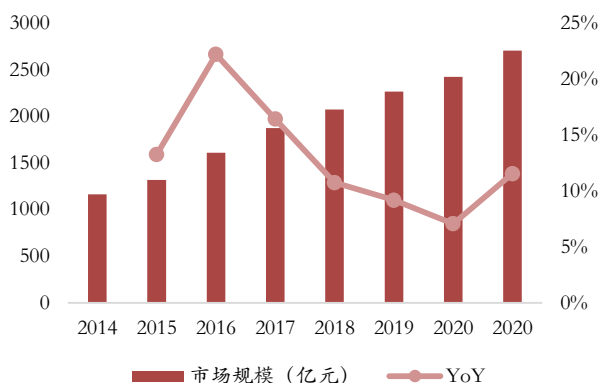
图表 20：微特电机下游覆盖诸多行业



来源：中泰证券研究所

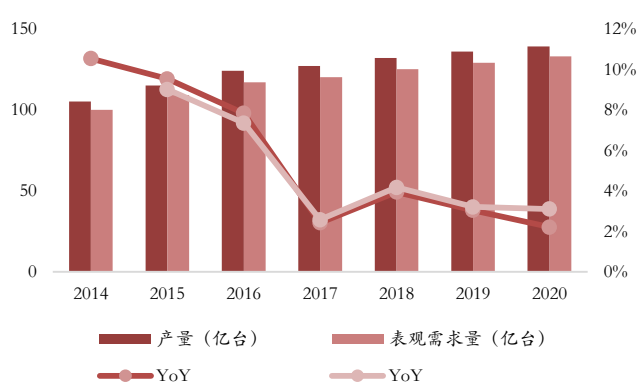
- 国内微特电机市场“大而不强”，向高端化迈进是微特电机行业发展趋势。国内微特电机市场规模持续增长，2014年至2020年之间，国内微特电机市场规模由1162亿元增长至2423亿元，年复合增速达13.03%，国内微特电机产量由105亿台增长至139亿台，表观需求量由100亿台增长至133亿台，年复合增速分别为4.79%/4.87%。我国微特电机规模较大，承接了大部分的全球微特电机产能，但是主要以中低端微特电机产品为主，包括罩极电机、异步电机、有刷电机、感应电机、步进与同步电机等，主要应用于家电、工业、办公自动化等领域，目前高端电机市场主要由日系、德系品牌引领，随着我国科技硬实力的增长，国内电机企业逐步向无刷电机、伺服电机等高端产品迈进，产品高端化成为我国微特电机行业当前的主要发展方向。

图表 21：公司微特电机市场规模



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

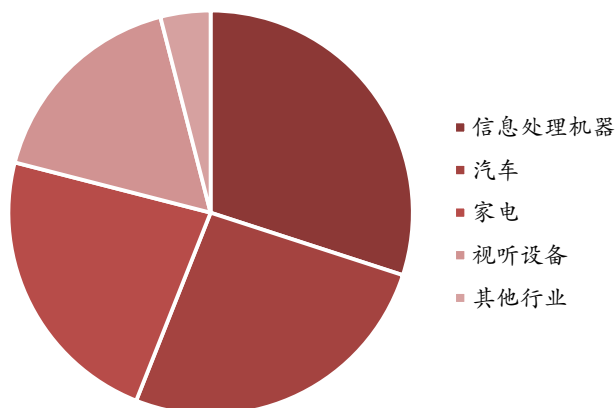
图表 22：国内微特电机产量及表观需求量



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

- 微特电机广泛应用于信息、家电、汽车、注塑、机器人及电动工具等行业，以2018年国内微特电机按下游行业收入为例，信息处理机器行业占比最高，达到30.50%，汽车行业位列第二占比达26%，其次还有家电、视听设备、医疗和工控等行业。

图表 23：微特电机下游行业占比情况（2018 年）



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

- **微特电机具备明显的细分特征，整体市场格局比较分散。**由于不同下游应用场景对电机的技术指标要求不同，所以微特电机依据下游行业呈现出比较明显的细分特性，同时由于微特电机行业细分赛道较多且行业竞争较激烈，所以整体行业格局分散，根据 Allied Market Research 的数据测算，2020 年依必安派特全球市场份额为 6.66%、大洋电机全球市场份额为 3.09%、施乐佰全球市场份额 2.00%，处于市场领先地位。
- **信息处理设备的微特电机领域中日企占据主导地位，**其中日本电产在硬盘主轴电机、光盘驱动器主轴电机市场占有率最高，美蓓亚、电产、Sanyo（山洋）在 IT 设备用轴流风扇电机具有较高的市场占有率。
- **汽车微特电机领域中日企占据主导地位，**其中日本电产、阿斯莫、三叶、电装、万宝至占据主要市场份额，此外德国博泽在汽车微特电机领域也具有较高知名度。
- **白色家电微特电机领域，**我国企业占有较大份额，国内电机企业依托国内大规模的白电需求量与产业集群，涌现出威灵控股、大洋电机、卧龙电气、章丘海尔等一批电机企业，掌握了较大市场份额。
- **HVACR 微特电机领域，**德国企业居于主导地位，知名度较高的有依必安派特和施乐佰。

图表 24：国内外代表性微特电机企业

制造企业	所属国家	成立时间	主要产品
SPG 株式会社	韩国	1937 年	军级电机、速电机、直流无刷电机、交流电机
德国依必安派特	德国	1963 年	紧凑型电机、轴流电机、贯流风机、离心风机、阴极电机
大洋电机	中国	2000 年	微特电机、新能源车电驱系统、汽车起动机及发电机和磁性材料
微光股份	中国	2009 年	电机、风机、微特电机、驱动域控制器、机器人与自动化装备、泵、新能源车零部件
科利尔电机	中国	2010 年	罩极电机、串激电机、直流无刷电机、步进电机、伺服电机、编码器、驱动器、精密泵
卧龙电机	中国	1998 年	各类电机、发电机、控制驱动及工业自动化
三江电器	中国	1980 年	洗衣机电机、空调电机、洗完点击、串激电机、交直流变频电机、小家电电机
江西特种电机	中国	1995 年	建机电机、起重冶金电机、风电配套电机、伺服电机、军工电机、新能源汽车电机
祥明智能	中国	1995 年	交流异步电机、直流无刷电机、直流有刷电机、风机、伺服电机

来源：智研资讯，中泰证券研究所

## 2.2、产品化能力优秀，积极开拓产品新应用场景

- **电机产品基本功扎实，智能组件化是公司未来重要的发展方向。**公司经历 27 年的发展，已经形成了具备核心竞争力的微特电机产品，形成了涵盖内转子交流电机、外转子交流电机、内转子无刷直流电机、外转子无刷直流电机、有刷直流电机在内的多系列电机产品，拥有比较完备的电机产品矩阵。公司具备较强的产品化能力，在电机的基础上积极推进智能组件化发展方向，积极布局“电机+控制”、“电机+风机”、“电机+传动”、“电机+泵”等产品系列，目前以风机为代表的组件化产品营收和盈利能力逐步增强，未来有望带动公司整体业绩成长。

**图表 25：组件化方向打开公司成长空间**



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **公司研发体系完备，数字化手段赋能产品创新。**截至 2021 年 6 月 30 日，公司拥有 46 项专利，包括 8 项发明专利、37 项实用新型专利、1 项外观专利和 1 项中国境外专利；截至 2021 年 12 月 31 日，公司研发人员为 113 人，占公司总人数的 16.94%。公司拥有完备的检测中心，具备按电磁兼容、电机性能、风机性能、水泵性能、环境试验、RoHS、噪音频谱分析、机械尺寸等项目的检测能力。另外，公司注重智能制造体系的建设，通过 2D/3D CAD、电机设计辅助系统、PLM 等数字化工具赋能研发与制造环节，推动企业效益的提升。

**图表 26：发展新布局引领公司新增长**



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **公司主要以国内市场为主，积极拓展海外市场。**公司的国内市场主要以华东、华南和华北重要城市为中心，辐射到全国 23 个省份自治区。公司的国际市场客户覆盖欧洲、亚洲、美洲和澳洲，包括德国、美国、英国、日本、韩国和澳大利亚等多个国家。
- **大客户销售占比较高，客户结构逐步向多元化发展。**公司的核心客户包括青岛海信、天加环境、法雷奥、S&P、松下、冷王等知名企业，整体来看公司大客户主要集中在 HVACR 领域，销售收入占比处于较高水平，2021 年公司前五大客户收入占比为 46.20%，第一大客户收入占比为 21.87%。但是另一方面，公司也在积极拓展新兴领域中的新客户，例如宇通、中车等商用车客户、比亚迪等乘用车客户、托玛斯等医疗客户、英维克等 IDC 供应商客户，同时公司积极发掘风机在光伏、医疗、半导体等领域的应用，未来随着公司的电机/风机等产品在新领域的放量，公司整体客户结构多元化特征会更加明显。

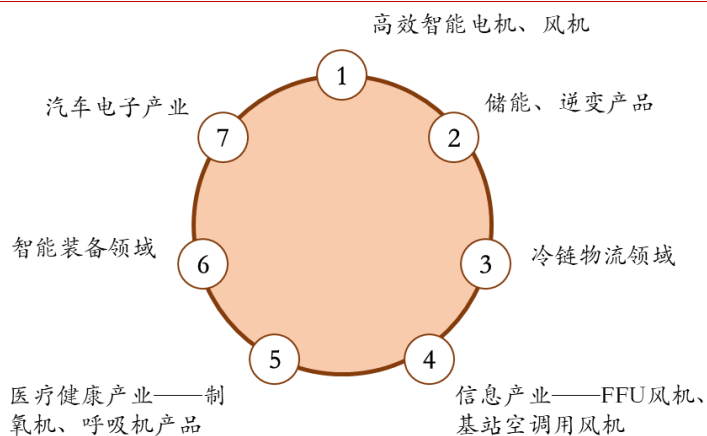
**图表 27：公司业务分布**


来源：公司官网，中泰证券研究所

- **多点布局未来发展新方向，塑造公司业绩第二成长曲线。**我们认为，电机作为一种细分特性较强的基础工业产品，“一类核心产品+多个下游应用”有助于电机企业在专注核心技术发展的基础上提升自身盈利能力。公司以电机能力为基础，智能组件化为产品创新方向，积极培育高效智能电机/风机、储能/逆变器产品、冷链物流、信息产业、医疗健康、智能装备和汽车电子等多个下游应用场景。目前公司已经具备新领域的相关产品，实现了在新领域中的小批量供货，并积极进行相关领域的研发、销售队伍搭建与资源导入，未来公司有望迎来多点开花的收入格局。



**图表 28：公司多点布局未来发展方向**

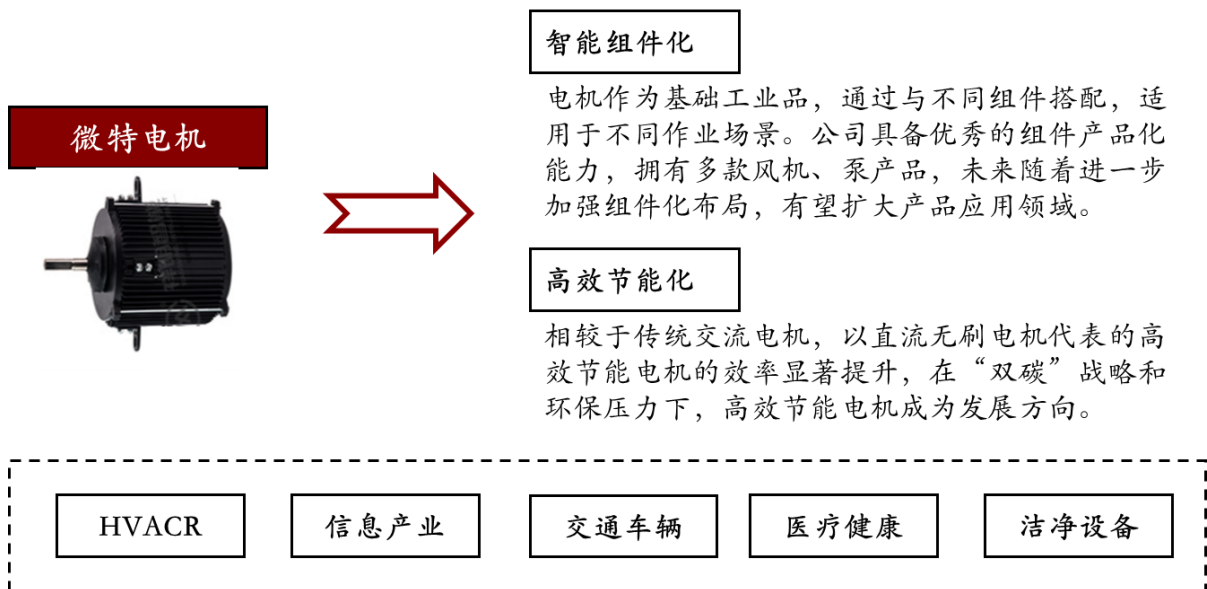


来源：公司官网，中泰证券研究所

### 3、守正出奇，新领域赋能公司新成长

- 我们认为，公司的发展思路可以概括为“一类产品+两大方向+五个领域”。“一类产品”指的是电机产品，公司以电机产品为基础，拥有交流、直流有刷、直流无刷三大系列电机，具备优秀的电机研发与制造能力。“两大方向”指的是智能组件化发展方向与高效节能电机发展方向，目前公司一方面积极拓展风机/泵等电机组件化产品，另一方面向直流无刷电机等高效节能电机产品迈进。“五个领域”涵盖 HVACR、信息产业、交通车辆、医疗健康设备和洁净设备领域。
- 分下游应用领域来看，HVACR 领域是公司业绩基本盘，信息产业受益于 IDC 和 5G 基站建设的发展，交通车辆领域公司有望将产品由商用车拓展至乘用车市场，医疗健康设备受益于人口老龄化，未来呼吸机、制氧机规模的提升有望带动公司发展。另外，半导体、锂电、光伏等新行业的产能扩张，有望带动洁净设备的需求增长，拉动公司整体业绩。

图表 29：公司整体发展思路

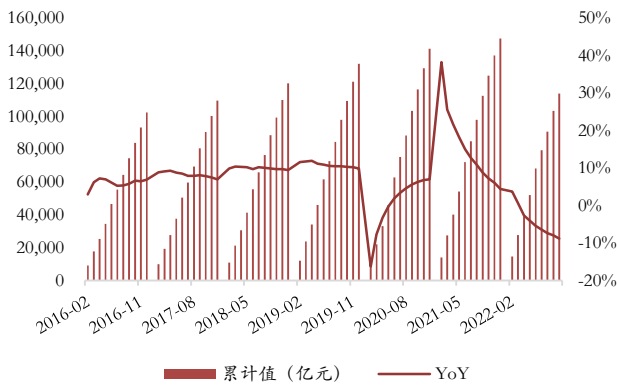


来源：中泰证券研究所

- **HVACR 市场与房地产市场相关性高，国内房地产不景气压制 HVACR 市场的电机/风机需求。** HVACR 行业与房地产建设紧密相关，2022 年 1-10 月，国内房地产投资完成累计值为 11.39 万亿元，同比下滑 8.80%。国内房地产不景气对 HVACR 行业中的电机/风机产品需求形成压制，未来如果房地产市场能伴随经济好转和政策宽松而好转，HVACR 行业电机/风机需求或将迎来拐点。
- **直流无刷电机替代传统电机趋势下，HVACR 市场的电机/风机盈利能力提升，有效对冲房地产市场下行带来的影响。** 以公司 2022 年上半年产品毛利率为例，传统的交流异步电机产品毛利率为 10.39%，直流无刷电机产品毛利率为 38.47%，大幅高于前者。伴随无刷电机产品性能与性价比的优势，无刷电机替代传统电机的趋势逐步明朗，未来公司

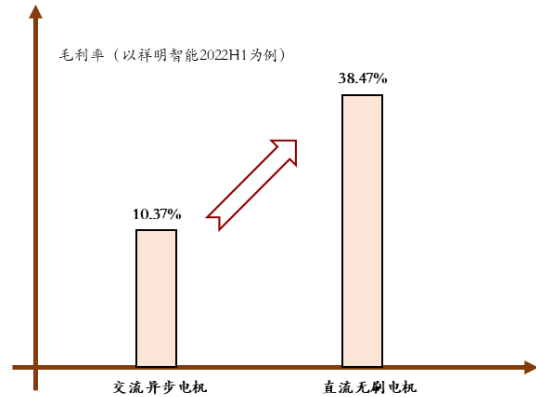
HVACR 领域出货量中无刷电机产品占比有望迎来提升，从而提振公司整体的利润水平，对冲房地产市场下行给 HVACR 业务带来的负面影响。

**图表 30：房地产开发投资完成额**



来源：wind，中泰证券研究所

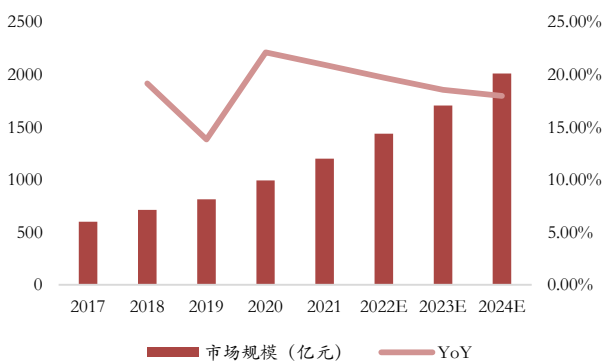
**图表 31：无刷电机毛利率相较传统电机有明显提升**



来源：wind，中泰证券研究所

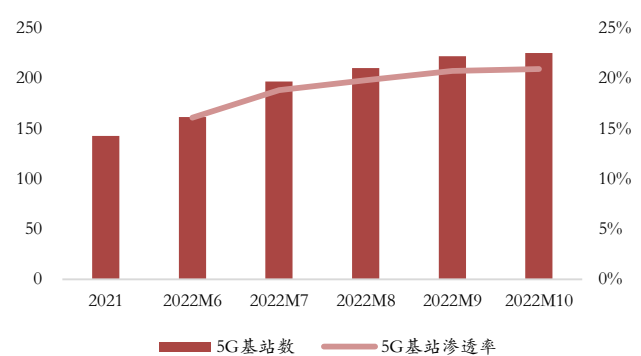
- **国家新基建政策背景下，“IDC+5G”拉动公司信息产业板块产品需求。**公司于 2005 年依托直流无刷电机技术进入通信设备行业，目前拥有多款不同型号产品并形成系列，主要覆盖 IDC 和 5G 基站两类通信行业场景。公司在信息产业领域的客户覆盖苏州黑盾、英维克、上海步奋等，并积极拓展广东海悟等新客户，同时开发了高效能低噪音的 138 电机，搭配 355 和 400 风机用于数据中心机柜列间空调机组，在国家新基建政策的背景下，公司充分受益于 5G 基站与 IDC 的建设拉动。
- **“东数西算”拉动 IDC 建设需求，5G 渗透率尚有较大提升空间。**IDC 行业方面，2017-2021 年国内 IDC 业务市场规模由 600 亿元提升至 1202 亿元，年复合增速达 18.97%，其中 2021 年国内 IDC 业务市场规模同比增速达 20.93%，整体来看 IDC 行业建设进度较快。同时，国家“东数西算”战略工程计划新建 8 个国家算力枢纽、10 个 IDC 集群，对 IDC 市场有明显拉动作用，未来国内 IDC 市场规模增速有望维持在 20% 左右。5G 建设方面，2022 年 10 月国内 5G 基站总数达 225 万站，占总基站数量比例为 20.90%，未来随着物联网、AR/VR 等新场景的出现，对数据的传输速率和数据的传输量的要求势必进一步提升，将有力拉动 5G 需求，5G 基站渗透率有望进一步提升。

**图表 32：国内 IDC 市场维持较高增速**



来源：科智咨询，中泰证券研究所

**图表 33：5G 基站渗透率尚处低位**



来源：工信部，中泰证券研究所

- 车用电机/风机产品具备竞争力，下游绑定车企大客户。**公司的电机/风机产品主要用于商用车空调、发动机冷却和加热循环系统等，拥有新能源商用车热管理系统 ATS 用冷却风机等一系列产品，同时公司产品也在车载暖风机、加热器、天窗及举升装置领域有广泛应用。在下游客户方面，公司凭借 ATS 用冷却风机产品成为宇通客车合格供应商，并实现了销售额逐年稳步增长，另外公司也与比亚迪、法雷奥、布拉夫多、韦巴斯特等大客户深度绑定，拥有良好的下游客户资源。未来公司将进一步巩固商用车市场优势，积极拓展乘用车和充电桩市场份额，带动公司车辆交通板块的业务增长。

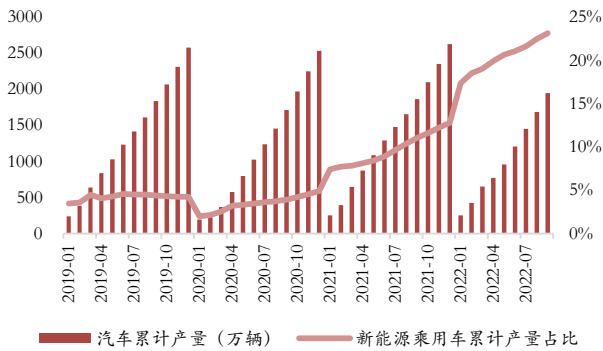
**图表 34：公司拥有多款车载领域产品**

<b>商用车产品</b>	<b>乘用车产品</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 车用循环泵</li> <li>✓ 无刷直流内转子电机</li> <li>✓ 直流电机</li> <li>✓ 贯流风机</li> <li>✓ 离心风机</li> <li>✓ 轴流风机</li> <li>✓ 带蜗壳前倾风机</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 直流电机</li> </ul>
	<b>功能车产品</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 带蜗壳前倾风机</li> <li>✓ 贯流风机/直流电机</li> <li>✓ 双进风风机</li> </ul>
	<b>充电桩用品</b>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 后倾风机</li> </ul>

来源：公司官网，中泰证券研究所

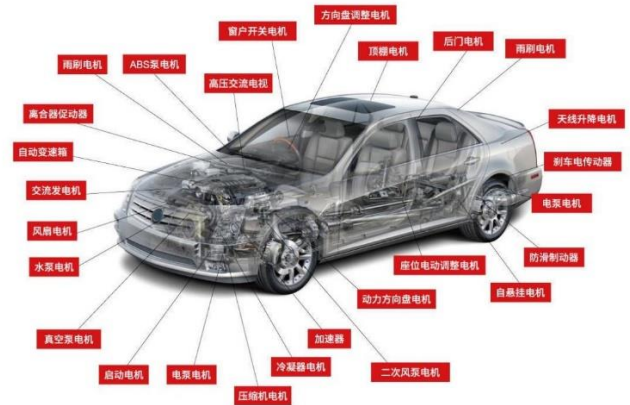
- 汽车电动化趋势下，对车载电机/风机需求量显著增加。**2022 年 1-9 月，国内新能源汽车累计产量达 450.42 万辆，同比增长 119.22%，渗透率达到 22.94%，相较于去年同期增长 11.68pct，乘用车电动化趋势已经比较明朗。相较于传统燃油车，电动车对电机/风机的需求量明显增加，一方面来源于热管理系统、空调、智能座椅等产品对风机的新需求，另一方面来源于抬头显示、天窗、ECU、摄像头等零部件在电动化趋势下产生的对车载电机的需求增长。
- 发挥新能源商用车供应商优势，公司产品在乘用车市场前景广阔。**在乘用车领域，公司拥有应用于热管理、空调等场景的电机/风机产品，并通过了相应认证，未来公司进军乘用车领域的过程中，一方面可以继续发挥自身的产品优势，另一方面也有利于公司充分利用下游客户资源，通过与主机厂或零部件供应商的合作切入电动车供应链。未来如果公司能够顺利进入乘用车市场，有望凭借自身产品与技术优势打开成长空间。

**图表 35：新能源车渗透率不断提升**



来源: wind, 中泰证券研究所

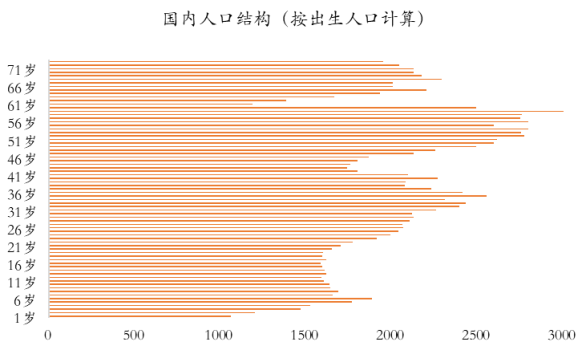
**图表 36：汽车电动化趋势下电机需求明显增加**



来源: 搜狐, 合利士智能装备, 中泰证券研究所

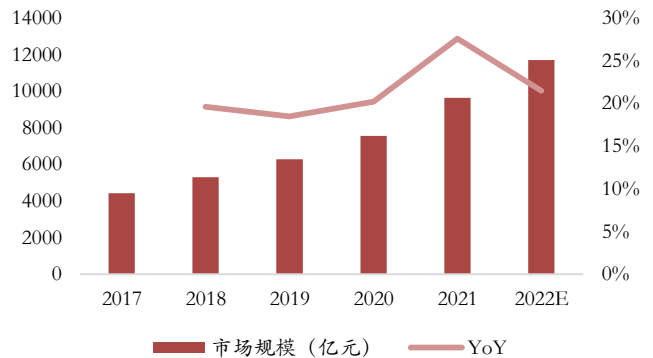
- **未来十年国内老年人数量高增，拉动家用医疗设备需求。**以出生人口计算我国当前人口年龄结构，目前我国 60 周岁至 69 周岁的老年人数量为 1.93 亿人，未来十年将会有 2.74 亿老年人迈入[60 周岁, 70 周岁]的年龄区间，比当前此年龄区间内的老年人口多 0.81 亿人，增长 41.92%。国内老龄人口的增加有力拉动了呼吸机、制氧机等家用医疗设备需求，叠加国民消费能力的提升，未来国内家庭对家用医疗设备的接受度有望提升，家用医疗设备在受众群体增长和产品渗透率的双重背景下有望快速增长。

**图表 37：国内老龄化趋势加速**



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 38：国内医疗器械市场需求不断增长**

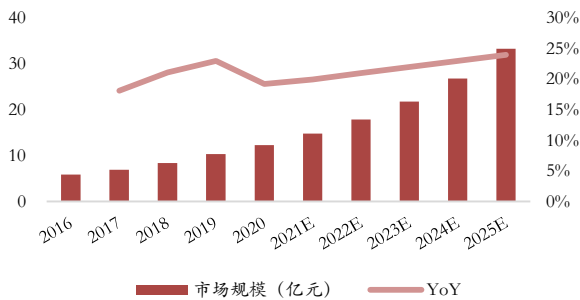


来源: 中商情报网, 中泰证券研究所

- **呼吸机市场方面**，2020 年国内呼吸机市场规模为 12.33 亿元，同比增长 19.24%，假设 2025 年我国共有 5 亿户家庭，呼吸机渗透率达 0.5%，单台呼吸机的泵用电机价值量为 200 元，则呼吸机市场中泵用电机市场规模为 5 亿元。制氧机市场方面，2021 年国内制氧机需求量为 275.20 万台，同比增长 40.41%，假设制氧机年复合增速为 20%，单台制氧机泵用电机价值量为 120 元，则 2025 年国内制氧机市场中泵用电机市场空间为 6.85 亿元。
- **布局医疗健康领域**，泵用电机收入有望伴随呼吸机、制氧机产品同步放量。公司的泵用电机产品应用于医疗健康领域，并加速拓展更多的医疗健康领域客户。目前国内高端市场中，国产泵用电机产品正在逐步缩

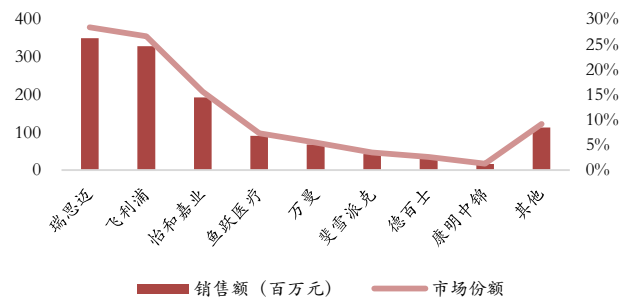
小与海外巨头之间的差距，公司在进口替代的趋势下有望获取更多市场份额。

**图表 39：国内家用无创呼吸机市场规模**



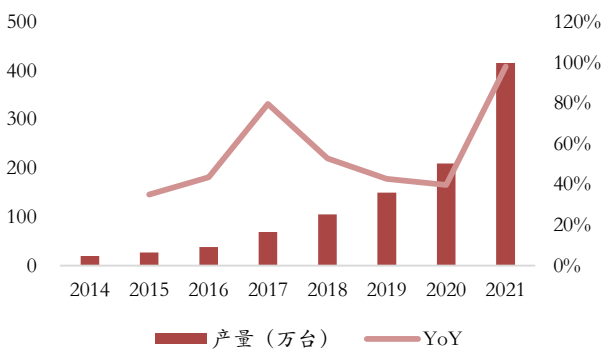
来源：观研天下，中泰证券研究所

**图表 40：2020 年国内家用无创呼吸机市场格局**



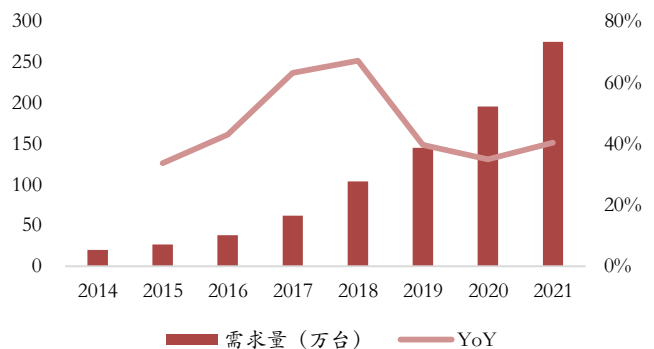
来源：观研天下，中泰证券研究所

**图表 41：国内制氧机产量及增速**



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

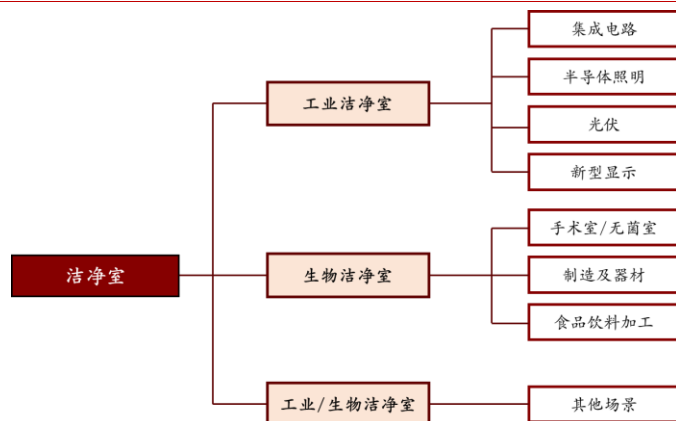
**图表 42：国内制氧机需求量及增速**



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

- **洁净室污染物浓度与风机密度呈负相关，先进制造业利好风机需求。** 洁净室根据下游行业和用途被分为不同种类，通常来看，制造精度越高的行业对洁净室的建筑指标和技术指标越严苛，随着集成电路、光伏、医疗、光电等行业的制造升级，洁净室的需求量和指标要求显著提高。风机作为主要的除尘设备之一，受益于洁净室的数量提升和要求提升，需求量将伴随着国家制造业水平的提升而同步增长。

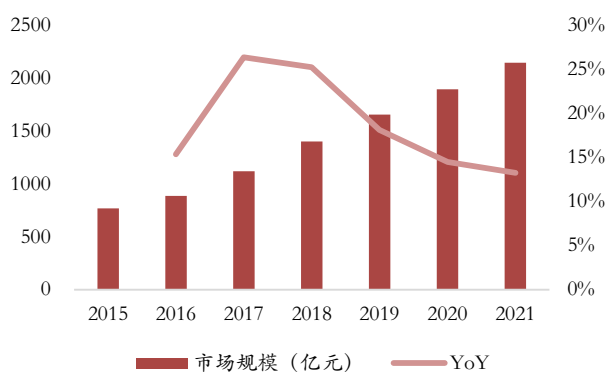
**图表 43：洁净室按照不同场景分类**



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

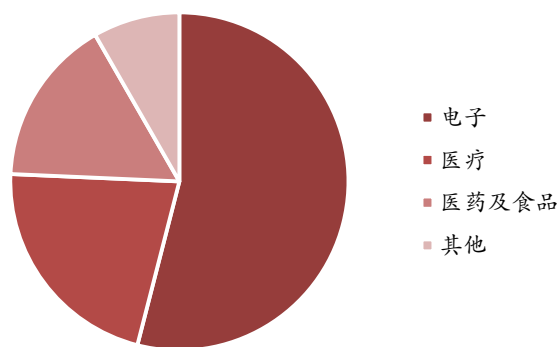
- 洁净室市场维持较高增速，新型行业产业未来有望拉动洁净室市场增长。2015-2021 年，国内洁净室市场规模由 767.55 亿元增长至 2146.14 亿元，年复合增速达 18.69%，其中 2021 年国内洁净室市场规模同比增速为 13.25%，整体处于较快增长态势。从 2022 年下游行业来看，电子作为洁净室的第一大下游行业，收入占比为 54.00%，医疗/医药及食品，紧随其后，占比为 21.70%/16.00%。未来，一方面国内 IC 半导体、光电等产业将继续维持高速发展态势，对洁净室工程需求保持旺盛，另一方面光伏、锂电等新兴行业蓬勃发展，催生了洁净室工程的新需求。

图表 44：国内洁净室市场规模及增速



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

图表 45：国内洁净室行业下游分布 (2021 年)



来源：华经产业研究院，中泰证券研究所

## 4、给予公司“增持”评级

- 公司深耕电机行业二十七年，具备深厚的技术与产品底蕴，并积极将产品能力外延至风机等组件化产品。整体来看，公司经营情况稳健，技术和产品化能力较强，战略发展方向比较清晰，未来有望在信息产业&电动车&医疗健康等新领域的带动下，塑造自身的第二成长曲线。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.68/0.80/1.02 亿元，对应 PE 分别为 31.25/26.38/20.81 倍。给予公司“增持”评级。
- 假设条件：
  - 1、地产行业景气度维持现状，无刷电机替代传统电机顺利推进。
  - 2、公司在电动车领域的业务如期推进，并顺利将业务由商用车拓展至乘用车领域。
  - 3、公司与医疗健康客户的合作稳定，医疗健康客户业绩在人口老龄化背景下稳步增长。

图表 46：公司业绩拆分

主营业务	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	假设条件
电机	销售收入（百万元）	330.54	439.04	367.83	390.20	419.80	1、2022年前三季度，公司受下游地产行业不景气影响，业绩承压；公司逐步发力信息产业&电动车&医疗健康等新行业，有望拉动未来业绩增长； 2、受2022年上半年大宗产品价格与公司收入确认准则影响，公司2022年前三季度毛利率承压，未来随着大宗产品价格回落公司毛利率有望提升； 3、预计公司未来费用率保持平稳，2022-2024年，预计公司研发费用率为2.0%/3.0%/3.0%，管理费用率为3.3%/3.5%/3.5%，研发费用率为4.0%/4.0%/4.0%。
	销售收入YoY（%）	3.99%	32.83%	-16.22%	6.08%	7.58%	
	毛利率（%）	20.30%	15.26%	16.82%	18.90%	20.94%	
	毛利润（百万元）	67.09	67.02	61.88	73.75	87.90	
风机	销售收入（百万元）	187.33	247.10	259.46	350.26	455.34	
	销售收入YoY（%）	5.50%	31.91%	5.00%	35.00%	30.00%	
	毛利率（%）	30.37%	26.14%	28.00%	28.00%	28.00%	
	毛利润（百万元）	56.89	64.60	72.65	98.07	127.50	
智能化组件	销售收入（百万元）	24.20	33.97	18.68	23.35	29.19	
	销售收入YoY（%）	14.96%	40.37%	-45.00%	25.00%	25.00%	
	毛利率（%）	29.57%	15.24%	22.00%	20.00%	20.00%	
	毛利润（百万元）	7.15	5.17	4.11	4.67	5.84	
其他业务	销售收入（百万元）	8.69	14.74	7.37	8.11	8.92	
	销售收入YoY（%）	18.23%	69.62%	-50.00%	10.00%	10.00%	
	毛利率（%）	-68.27%	31.43%	25.00%	25.00%	25.00%	
	毛利润（百万元）	-5.94	4.63	1.84	2.03	2.23	

来源：wind，中泰证券研究所

图表 47：可比公司估值

公司代码	公司简称	2022/12/11	EPS				PE			
		股价	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002249.SZ	大洋电机	5.53	0.11	0.21	0.26	0.33	50.27	25.90	20.88	16.91
300660.SZ	江苏雷利	24.26	0.94	1.17	1.59	2.12	25.81	20.71	15.26	11.45
002196.SZ	方正电机	7.62	0.05	0.08	0.42	0.72	152.40	93.96	18.21	10.57
002801.SZ	微光股份	26.73	1.11	1.48	1.95	2.46	24.08	18.07	13.74	10.86
均值							63.14	39.66	17.02	12.45

来源：wind，中泰证券研究所（注：EPS、PE均来自wind一致性预测）



## 5、风险提示

- **创新不足。**公司所处行业竞争比较充分，若未来公司未能进军高端市场，未能保持创新与产品的领先性，未能及时响应市场和客户对先进技术和创新产品的需求，则公司盈利能力有可能会被市场竞争侵蚀。
- **原材料价格波动。**公司生产所需原材料中漆包线、硅钢片占比较大，其价格分别与铜价、钢价关联密切，若未来大宗商品价格上扬，会在一定程度上影响公司的盈利水平，公司存在原材料价格波动对经营业绩产生负面影响的风险。
- **新冠疫情反复。**若新冠疫情蔓延反复，会影响到公司正常的生产与发货节奏，从而影响到产业和公司的发展。
- 研报使用的信息存在更新不及时的风险等。

**图表 48: 公司盈利预测模型**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	37	222	278	440	营业收入	735	653	772	913
应收票据	114	0	77	78	营业成本	593	513	593	690
应收账款	164	163	186	217	税金及附加	4	3	4	4
预付账款	9	8	9	11	销售费用	12	13	23	27
存货	125	121	140	162	管理费用	25	22	27	32
合同资产	0	0	0	0	研发费用	30	26	31	37
其他流动资产	33	31	34	38	财务费用	5	1	4	9
流动资产合计	482	545	725	946	信用减值损失	-3	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	2	2	2
固定资产	97	120	131	130	投资收益	2	1	1	1
在建工程	56	61	66	66	其他收益	1	1	1	1
无形资产	17	15	14	13	营业利润	69	76	90	114
其他非流动资产	7	7	7	7	营业外收入	4	3	3	3
非流动资产合计	177	204	218	215	营业外支出	4	3	3	3
<b>资产合计</b>	<b>660</b>	<b>749</b>	<b>943</b>	<b>1,161</b>	<b>利润总额</b>	<b>69</b>	<b>76</b>	<b>90</b>	<b>114</b>
短期借款	0	0	0	0	所得税	7	8	10	12
应付票据	24	3	3	3	<b>净利润</b>	<b>62</b>	<b>68</b>	<b>80</b>	<b>102</b>
应付账款	114	77	89	103	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>62</b>	<b>68</b>	<b>80</b>	<b>102</b>
合同负债	7	6	7	8	NOPLAT	67	68	84	110
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	0.92	1.00	1.18	1.50
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	67	58	68	79	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	212	144	167	195	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	100	200	300	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	33.4%	-11.1%	18.2%	18.3%
其他非流动负债	4	4	4	4	EBIT增长率	8.4%	4.0%	22.4%	31.4%
非流动负债合计	4	104	204	304	归母公司净利润增长率	4.7%	8.5%	18.5%	26.7%
<b>负债合计</b>	<b>216</b>	<b>248</b>	<b>371</b>	<b>498</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	444	501	572	663	毛利率	19.2%	21.5%	23.1%	24.5%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	8.5%	10.4%	10.4%	11.1%
<b>所有者权益合计</b>	<b>444</b>	<b>501</b>	<b>572</b>	<b>663</b>	ROE	14.1%	13.5%	14.1%	15.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>660</b>	<b>749</b>	<b>943</b>	<b>1,161</b>	ROIC	17.1%	13.1%	12.4%	13.0%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	32.7%	33.1%	39.4%	42.9%
					债务权益比	0.8%	20.7%	35.6%	45.8%
					流动比率	2.3	3.8	4.3	4.9
					速动比率	1.7	2.9	3.5	4.0
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产周转率	1.1	0.9	0.8	0.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>9</b>	<b>133</b>	<b>-3</b>	<b>93</b>	应收账款周转天数	74	90	82	80
现金收益	81	82	100	128	应付账款周转天数	64	67	50	50
存货影响	-31	5	-19	-23	存货周转天数	66	86	79	79
经营性应收影响	-63	118	-99	-31	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	43	-59	12	15	每股收益	0.92	1.00	1.18	1.50
其他影响	-21	-13	2	3	每股经营现金流	0.13	1.96	-0.04	1.37
<b>投资活动现金流</b>	<b>-16</b>	<b>-37</b>	<b>-27</b>	<b>-12</b>	每股净资产	6.53	7.37	8.40	9.75
资本支出	-62	-40	-30	-15	<b>估值比率</b>				
股权投资	0	0	0	0	P/E	34	31	26	21
其他长期资产变化	46	3	3	3	P/B	5	4	4	3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2</b>	<b>89</b>	<b>86</b>	<b>81</b>	EV/EBITDA	59	57	47	37
借款增加	0	100	100	100					
股利及利息支付	0	-16	-23	-34					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-2	5	9	15					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。