东兴证券
DONGXING SECURITIES

跨步投燃电、完善新能源汽车生态布局

——大洋电机（002249）事件点评

2016 年 07 月 28 日

强烈推荐/维持

大洋电机 | 事件点评

郑闵钢
010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com
执业证书编号: S1480510120012
史鑫
010-60554044 shixin@dxzq.net.cn

事件：公司于加拿大时间 2016 年 7 月 26 日（北京时间 016 年 7 月 27 日）通过全资子公司大洋电机（香港）公司收购与巴拉德签署《股份认购协议》，将认购巴拉德 1725 万股普通股。

主要观点：

1. 收购巴拉德 9.9%的股份，跨步前进掌控燃电龙头

公司通过全资子公司大洋电机（香港）公司收购与巴拉德签署《股份认购协议》，以每股 1.64083 美元的价格合计出资 2830 万美元认购巴拉德定向增发的 1725 万股普通股。本次认购完成后，大洋电机香港将持股达 9.9%，超越其他全球知名机构投资者股东，成为巴拉德第一大单一股东，协议约定，公司在交割之日起 2 年内不得转让，且累计持有不超过 20%的股份，我们预计公司将长期持有股份，巴拉德动力系统公司的主业是燃料电池堆、模块、系统的设计、开发和产品制造，是全球质子交换膜燃料电池领域的绝对领军者，大洋通过认购股份进军燃料电池领域。

2. 双剑合璧、有望实现技术市场多重收益

大洋电机此次投资意义重大：1、燃料电池发展趋势明确，全球燃料电池车辆应用苗头显现，日韩等国提出明确的推广目标及政策扶持，产业化提速趋势势不可挡，积极投资龙头公司将具备合作导入的先发优势，未来有望实现技术卡位，合作将不限于市场开拓、联合产品开发、燃料电池模块组装等，与巴拉德团队一起引领全球氢能技术的发展方向，促进技术的快速提升落地。2、当前巴拉德未实现盈利（2015 年净利润-584 万美元），公司在尚未规模化时投资入股，预计经过两到三年的市场导入期后，有望获得较高的投资收益。3、双剑合璧加速产业化推进。巴拉德产品的主要市场是固定式领域和交通运输领域，主要客户包括：后备电源领域的 SINE，Hutchison Telecom 和 Vodacom，物料搬运领域的 Plug Power，公车领域的 BAE Systems 和 Wan Hool；分布式发电领域的 TOYOTA 和 First Energy 公司。国内燃料电池汽车应用潜在市场巨大，巴拉德积极开拓市场，大洋与主流车企具备长期深厚的合作关系，有助于巴拉德在国内早期配套市场开拓及产业化推进。

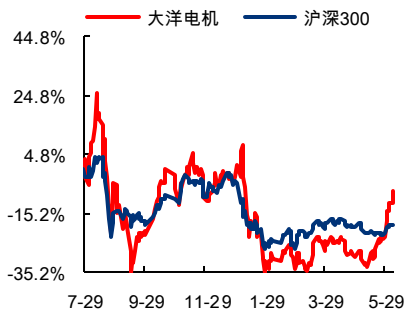
3. 掌控三电核心，新能源汽车生态布局持续完善

大洋电机紧密围绕新能源汽车为核心，此次巴拉德燃料电池的加

交易数据

52 周股价区间（元）	11.97-11.99
总市值（亿元）	282.68
流通市值（亿元）	109.06
总股本/流通 A 股(万股)	236153/91111
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.59

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

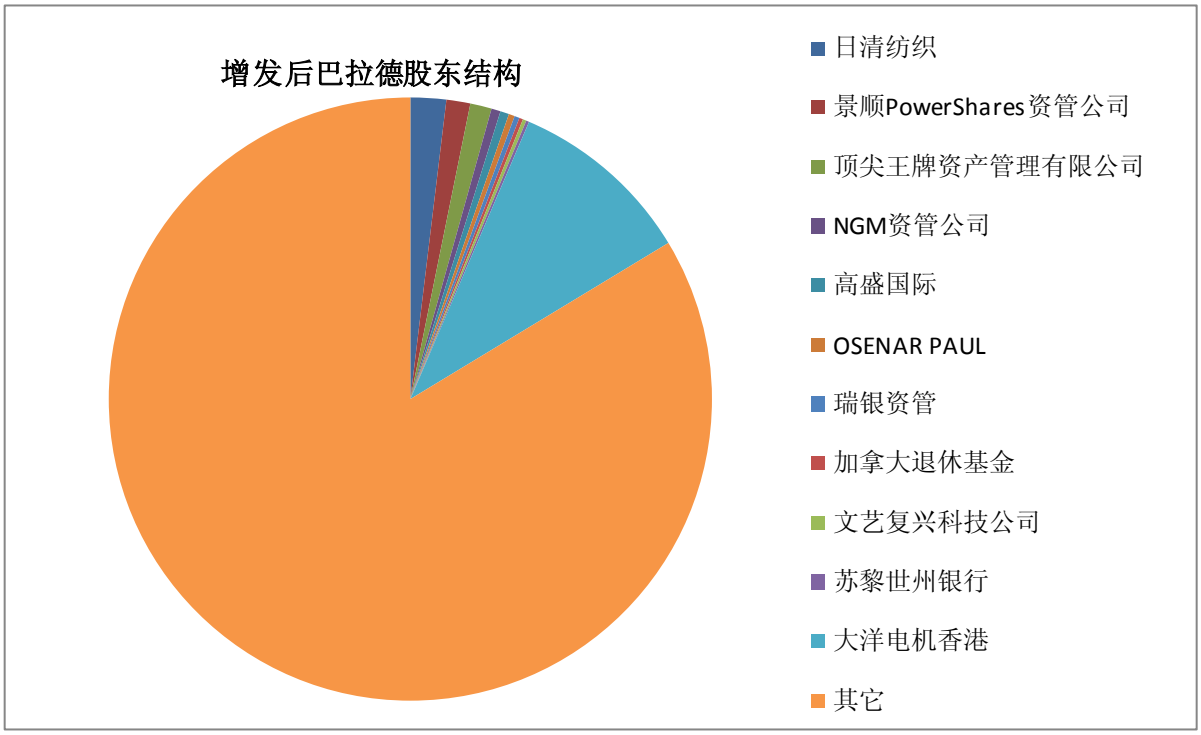
相关研究报告

1、《大洋电机（002249）：驱车前行，决胜千里》2016-03-22
2、《大洋电机（002249）：新能源助力公司高增长》2016-03-21
3、《大洋电机（002249）2012 年年报点评-从低谷中再起步，稳扎稳打不乏亮点》2013-03-15
4、《大洋电机（002249）2012 年三季报点评-单季度情况明显向好，业绩复苏进度加快》2012-10-25

入，完善了公司在新能源汽车“电机、电控、电池”的三电战略布局，公司目前的产业布局纵向贯穿了钕铁硼材料、微特电机、车辆旋转电机、新能源车辆动力总成系统、充电桩设备、车辆运营等业务环节，形成了车辆核心配件制造到终端运营的超长产业链优质资产整合，公司业绩高增长有望随着新能源汽车的发展兑现。家用及家居电机业务经营稳健是“现金牛”，公司产品在空调、家用电器等领域市场渗透率较高，供给格局也较为稳定，我们认为空调产品智能化趋势渐起，及地产去库存的改革，空调等新增需求有望被带动，预计将保持 10%的增速。汽车驱动电机国内市场份额稳居龙头，产能 30 万套，我们预计公司在未来两年电驱动业务将实现 22.4 亿、32.7 亿元的收入，有望发展成为公司的支柱业务。公司城市运营车辆运营从 0 到 1,目前“中山模式”已建设了上千个桩及 4 个加电站，并投入了 2000 辆的城市功能性用车进行运营，预计在 2016~2018 年将陆续投入 8000 辆左右,未来有望辐射至周边城市。看好公司的车企客户资源及参股中新汽、泰坦能源，小猪巴士的资源禀赋，及未来充分实现区域规模化效应，该业务目前未实现盈利，预计有望快速增长。

结论：2016~2018 年的收入为 73.2 亿元、95 亿元和 119.8 亿元，归母净利润分别为 6.66 亿元、8.76 亿元和 11.7 亿元，预计每股收益分别为 0.28 元、0.37 元和 0.5 元，对应的 pe 分别为 43、32、24 倍。给予 6 个月目标价为 14 元，给予强烈推荐的投资评级。

图 1:巴拉德增发后股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 1：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	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	4076	4493	5919	6643	7372	**营业收入**	4443	4912	7322	9502	11981
货币资金	778	1407	2403	2501	3506	**营业成本**	3461	3840	5728	7355	9190
应收账款	807	1026	1313	1804	2308	营业税金及附加	23	26	38	49	63
其他应收款	55	90	134	174	219	营业费用	184	227	292	404	513
预付款项	176	122	230	201	204	管理费用	391	443	630	837	1055
存货	1019	1017	1543	2031	2482	财务费用	-27	-29	-4	-7	-9
其他流动资产	749	96	-509	-1239	-2874	资产减值损失	35.30	35.64	27.53	32.82	32.00
非流动资产合计	2219	3113	3126	2900	2673	公允价值变动收益	-5.09	-1.47	-1.39	-2.65	-1.84
长期股权投资	39	148	148	148	148	投资净收益	-4.64	2.62	151.10	182.15	221.73
固定资产	975.20	1537.32	1464.82	1267.25	1069.69	**营业利润**	365	372	760	1011	1357
无形资产	272	290	261	232	203	营业外收入	43.62	67.89	61.95	57.82	62.56
其他非流动资产	37	22	0	0	0	营业外支出	5.24	5.73	3.00	4.66	4.46
资产总计	6295	7606	9045	9543	10045	**利润总额**	404	434	819	1064	1415
流动负债合计	2222	3394	4456	5078	5790	所得税	66	62	117	153	203
短期借款	296	1063	1440	1131	930	**净利润**	338	372	701	912	1212
应付账款	1016	1386	1679	2301	2947	少数股东损益	41	31	35	36	37
预收款项	11	8	14	17	19	归属母公司净利润	297	341	666	876	1176
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	718	772	982	1230	1574
非流动负债合计	252	364	-27	-81	-112	**EPS（元）**	0.39	0.20	0.28	0.37	0.50
长期借款	4	4	5	7	8	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2475	3758	4429	4997	5677	**成长能力**					
少数股东权益	241	266	301	337	374	营业收入增长	35.75%	10.55%	49.06%	29.77%	26.09%
实收资本（或股	851	1723	2349	2349	2349	营业利润增长	50.86%	1.86%	104.11%	33.06%	34.22%
资本公积	1887	1131	582	582	582	归属于母公司净利	95.27%	31.46%	95.27%	31.46%	34.24%
未分配利润	707	571	445	164	-286	**获利能力**					
归属母公司股东	3579	3582	4315	4209	3993	毛利率(%)	22.10%	21.84%	22.59%	23.29%	24.86%
负债和所有者权	6295	7606	9045	9543	10045	净利率(%)	7.61%	7.58%	9.58%	9.59%	10.12%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	4.72%	4.49%	7.37%	9.18%	11.70%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	8.29%	9.52%	15.44%	20.81%	29.44%
经营活动现金流	541	264	1037	1289	2431	**偿债能力**					
净利润	338	372	701	912	1212	资产负债率(%)	39%	49%	49%	52%	57%
折旧摊销	378.85	429.16	0.00	226.61	226.61	流动比率	1.83	1.32	1.33	1.31	1.27
财务费用	-27	-29	-4	-7	-9	速动比率	1.38	1.02	0.98	0.91	0.84
应收账款减少	0	0	-287	-491	-504	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	6	3	2	总资产周转率	0.82	0.71	0.88	1.02	1.22
投资活动现金流	-1829	6	316	147	188	应收账款周转率	7	5	6	6	6
公允价值变动收	-5	-1	-1	-3	-2	应付账款周转率	5.39	4.09	4.78	4.77	4.57
长期股权投资减	0	0	134	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	-5	3	151	182	222	每股收益(最新摊	0.39	0.20	0.28	0.37	0.50
筹资活动现金流	316	320	-357	-1337	-1614	每股净现金流(最新	-1.14	0.34	0.42	0.04	0.43
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.21	2.08	1.84	1.79	1.70
长期借款增加	0	0	1	2	1	**估值比率**					
普通股增加	135	872	626	0	0	P/E	25.08	48.90	34.48	26.23	19.54
资本公积增加	678	-757	-548	0	0	P/B	2.33	4.70	5.32	5.46	5.75
现金净增加额	-972	590	996	98	1005	EV/EBITDA	10.93	21.38	22.41	17.56	12.96

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 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。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

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。

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。