

**蓝海华腾 (300484) / 电气自动化设备**
**业绩符合预期, A 股纯正物流车电控龙头待释放**
**评级: 增持**

市场价格: 70.78

目标价格: 80

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S074517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	104
流通股本(百万股)	47
市价(元)	70.78
市值(百万元)	7,361
流通市值(百万元)	3,323

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	309.82	677.86	1001.41	1364.35	1713.18
增长率 yoy%	51.33%	118.79%	47.73%	36.24%	25.57%
净利润	70.94	155.27	209.43	294.53	323.17
增长率 yoy%	39.95%	118.88%	34.88%	40.63%	9.72%
每股收益(元)	0.68	1.49	2.01	2.83	3.11
每股现金流量	-0.42	0.40	2.12	1.38	2.12
净资产收益率	27.70%	25.47%	26.24%	27.70%	23.87%
P/E	103.77	47.41	35.15	24.99	22.78
PEG	1.71	1.71	0.58	0.41	0.82
P/B	28.74	12.08	9.22	6.92	5.44

备注:

**投资要点**

- 事件:** 公司公告 2016 年实现营业收入 6.78 亿元, 同比增长 118.79%; 归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 118.88%, 扣非归母净利润 1.53 亿元, 同比增长 116.36%; 经营活动现金流净额 0.46 亿元。同时发布一季度报告, 实现营业收入 1.34 亿元, 同比增长 56.65%; 归母净利润 0.35 亿元, 同比增长 34.01%。
- 电机控制器高增长, 期间费率明显下降, 规模效应显现。** 受益于新能源汽车产业的快速发展, 公司实现了主营高增长。电动汽车电机控制器实 5.55 亿, 占公司业务比重达 81%、同比增加 165.4%。中低压变频器和伺服驱动器业务合计实现收入 11,002.20 万元, 同比分别增长 15.2%、26.6%。公司 2016 年公司综合毛利率 44.75%, 受到电机控制器毛利下滑影响, 整体毛利率下滑 1.84 个 pct.; 销售/管理/财务费用为 0.49/0.67/-0.01 亿元, 比上年同期变动 116.71%/50.83%/-0.29%, 相应费率同比变动-0.07/ -4.44/ 0.12 个 pct., 三项费用控制良好。
- A 股电控纯正标的, 静待下游电动物流车销量释放。** 公司电机控制器主要应用领域在电动物流车和电动客车领域。新能源汽车补贴政策落地, 补贴退坡 20% 的情况下, 仍然具备经济性。新能源车推荐目录前三批专用车累计占达 20.87%。公司作为“沃特玛创新联盟”的主要成员, 大部分业务收入来自于该联盟, 已积累了大量优质的新能源汽车客户及配件供应商资源。目前公司客车领域客户包括金龙、安凯、五洲龙等主流车企, 物流车领域客户主要有东风、一汽、大运汽车等, 未来物流车的放量增长预计将为公司带来较大业绩弹性。
- 研发实力突出, 布局乘用车电控领域。** 公司创始团队来自华为和艾默生, 公司重视研发, 目前公司研发技术人员占比高, 占总员工数量的 40.37%, 全年研发费用占总营收 7.23%。新能源汽车市场, 未来主要的增量将来自于乘用车, 公司布局乘用车电控领域, 积极扩充新能源乘用车电机控制器研发团队, 加大研发投入和技术储备, 把握乘用车市场机遇。此外, 受益于工业复苏, 下游机床、起重、纺织机械等传统工业制造行业需求增加, 2016 年公司中低压变频器及伺服驱动器业务实现稳定增长, 预计此次复苏将具备可持续性。
- 投资建议:** 公司是 A 股纯正的物流车电机控制器标的, 新能源汽车补贴落地, 公司布局乘用车电机控制器, 未来有望优先受益于物流车的放量增长。我们预计公司 2017 年-2018 年净利润分别为 2.1 亿元、2.95 亿元, 同比增长 34.88%、40.63%, 对应 EPS 分别为 2.01 元、2.83 元, PE 分别为 35 倍、25 倍, 给予增持的投资评级, 6 个月目标价为 80 元。
- 风险提示:** 新能源汽车政策不及预期风险、新能源车效率不及预期、市场竞争加剧

图表：公司财务预测模型

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	309.8	677.9	1,001.4	1,364.4	1,713.2	成长性					
减：营业成本	165.5	374.5	603.8	823.4	1,095.6	营业收入增长率	51.3%	118.8%	47.7%	36.2%	25.6%
营业税费	3.0	5.7	8.0	10.9	13.7	营业利润增长率	53.8%	121.4%	46.5%	42.8%	11.1%
销售费用	22.6	48.9	70.1	92.8	111.4	净利润增长率	40.0%	118.9%	34.9%	40.6%	9.7%
管理费用	44.3	66.8	92.1	116.0	137.1	EBITDA增长率	53.1%	121.3%	45.9%	43.3%	11.1%
财务费用	-0.7	-0.7	-1.9	-2.6	-3.4	EBIT增长率	54.8%	122.6%	45.9%	42.8%	10.9%
资产减值损失	7.0	31.6	8.0	8.0	8.0	NOPLAT增长率	55.5%	120.3%	46.0%	42.7%	10.9%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	105.2%	50.9%	75.9%	33.6%	7.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	34.7%	138.0%	30.9%	33.2%	27.4%
营业利润	68.2	151.1	221.3	316.0	350.9	利润率					
加：营业外净收支	13.0	28.6	20.8	24.7	22.8	毛利率	46.6%	44.8%	39.7%	39.6%	36.1%
利润总额	81.2	179.7	242.1	340.7	373.7	营业利润率	22.0%	22.3%	22.1%	23.2%	20.5%
减：所得税	10.3	24.4	32.7	46.1	50.5	净利润率	22.9%	22.9%	20.9%	21.6%	18.9%
净利润	70.9	155.3	209.4	294.5	323.2	EBITDA/营业收入	22.2%	22.5%	22.2%	23.4%	20.7%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	21.8%	22.2%	21.9%	23.0%	20.3%
货币资金	30.3	261.7	380.5	518.5	651.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	11	19	20	20
应收账款	175.3	269.5	398.1	511.5	630.6	流动营业资本周转天数	175	131	142	154	148
应收票据	70.0	267.2	233.5	448.7	407.9	流动资产周转天数	341	344	395	398	407
预付账款	1.7	1.1	5.4	2.1	8.7	应收账款周转天数	148	118	120	120	120
存货	70.1	147.5	233.3	283.6	405.8	存货周转天数	65	58	68	68	72
其他流动资产	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3	总资产周转天数	362	365	424	429	433
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	193	149	167	182	172
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	27.7%	25.5%	26.2%	27.7%	23.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.0%	15.5%	15.4%	15.5%	14.5%
固定资产	2.6	39.0	65.0	88.8	97.4	ROIC	26.5%	38.6%	32.1%	34.2%	35.4%
在建工程	16.8	-	28.2	28.1	14.1	费用率					
无形资产	3.8	3.7	3.5	3.3	3.1	销售费用率	7.3%	7.2%	7.0%	6.8%	6.5%
其他非流动资产	2.8	11.2	7.9	10.6	11.3	管理费用率	14.3%	9.8%	9.2%	8.5%	8.0%
资产总额	374.0	1,001.2	1,355.8	1,895.5	2,230.2	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	100.5	127.3	156.2	三费/营业收入	21.4%	17.0%	16.0%	15.1%	14.3%
应付账款	99.9	253.2	322.3	463.2	581.6	偿债能力					
应付票据	-	101.6	27.3	72.0	104.1	资产负债率	31.5%	39.1%	41.1%	43.9%	39.3%
其他流动负债	18.0	36.8	26.1	41.0	33.7	负债权益比	46.0%	64.2%	69.9%	78.3%	64.7%
长期借款	-	-	81.5	128.9	0.6	流动比率	2.95	2.42	2.63	2.51	2.40
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.36	2.04	2.14	2.11	1.94
负债总额	117.9	391.6	557.7	832.4	876.2	利息保障倍数	-100.92	-225.28	-115.94	-118.27	-100.83
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	39.0	104.0	104.0	104.0	104.0	DPS (元)	0.15	-	0.20	0.28	0.31
留存收益	217.1	505.6	694.1	959.1	1,250.0	分红比率	22.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	256.1	609.6	798.1	1,063.1	1,354.0	股息收益率	0.2%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	70.9	155.3	209.4	294.5	323.2	EPS (元)	0.68	1.49	2.01	2.83	3.11
加：折旧和摊销	1.3	2.0	2.9	5.3	6.5	BVPS (元)	2.46	5.86	7.67	10.22	13.02
资产减值准备	7.0	31.6	-	-	-	PE (X)	103.8	47.4	35.1	25.0	22.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	28.7	12.1	9.2	6.9	5.4
财务费用	-	-	-1.9	-2.6	-3.4	P/FCF	-169.5	176.7	54.1	43.3	44.5
投资收益	-	-	-	-	-	F/S	23.8	10.9	7.4	5.4	4.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	50.6	32.2	22.3	19.4
营运资金的变动	-105.5	-126.9	-197.2	-177.7	-64.4	CAGR (%)	60.7%	27.7%	60.5%	60.7%	27.7%
经营活动产生现金流	-27.6	45.9	13.2	119.5	261.9	PEG	1.7	1.7	0.6	0.4	0.8
投资活动产生现金流	-19.2	-11.4	-57.4	-29.0	-1.0	ROIC/WACC	5.3	5.7	5.5	4.5	3.7
融资活动产生现金流	-5.0	198.8	163.0	47.4	-128.3	REP	-	4.0	2.2	2.0	2.2

来源：wind, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。