

## 方正电机 (002196)

## 强烈推荐

行业：电机

### 新能源汽车驱动电机放量在即，业务布局逐步完善

方正电机是我国电机龙头，业务主要涉及汽车类业务和家电类业务。公司家用缝纫机马达产量及出口量均居全国第一，发展稳定；公司汽车类业务发展迅速，产品覆盖低速车、物流车、乘用车和客车等全系列电动汽车等领域，产品包含驱动电机，座椅电机，汽车雨刮器电机，汽车电子等。目前公司的估值水平合理，新能源汽车驱动电机放量在即，建议投资者给予关注。

#### 投资要点：

- ◇ **新能源汽车驱动电机业务在手订单饱满，全年翻番增长可期；以量补价，保证公司盈利能力稳定增长。**公司下游整车客户主要包括众泰，上汽通用五菱，吉利，东风，玉柴，河北御捷等，产品覆盖低速车、物流车、乘用车和客车等全系列电动汽车。公司的新能源汽车驱动电机主要配套乘用车和物流车，客车占比较小，受下游整车厂价格调整影响较小，电机价格降幅低于行业平均水平。2016年由于物流车放量不及预期，公司新能源汽车驱动电机业务放量受抑制。公司目前在手订单充足，有望实现季度订单的环比翻番增长。2017年公司新能源驱动电机业务营收有望翻番甚至更高，增量空间主要在于新能源物流车和乘用车。
- ◇ **座椅电机继续高速增长，汽车雨刮器有望今年开始贡献利润。**公司已完成汽车座椅电机智能化生产线的技术改造，生产效率大大提高。2016年公司汽车座椅电机出货量由150万台增加至280万台，增长率超55%，今年座椅电机出货量有望延续这一高增速。今年座椅电机的增量空间主要来自两方面，下游客户延锋江森自身销量的增加及公司在延锋江森的份额提升。汽车雨刮器目前只供货给重卡，去年客户东风商用、济南重卡和上汽红岩等客户受市场需求影响，产品销售有所下降。去年年底重卡市场触底反弹，目前增势良好。公司雨刮器业务今年有望开始贡献利润，未来希望进入乘用车等其他车型市场。
- ◇ **缝纫机等家电业务毛利率水平提升，智能控制器业务保持平稳。**缝纫机电机手工程度、较高，公司已将缝纫机业务迁至越南降低人工成本，目前毛利率水平有所提升。缝纫机下游客户较为稳定，开发需求少，产品主要销往欧美等发达国家。公司缝纫机马达市占率超70%，整体市场需求较为平稳。智能控制器主要由深圳高科润负责，目前高科润业务重心向新能源汽车电控倾斜，智能控制器业务保持相对稳定。
- ◇ **去年海能与德沃仕贡献业绩不达承诺，今年业绩有望充分好转，并实现与公司本部业务的协同效应。**受油气价差缩小影响，2016年上海海能天然气控制器销量不及预期。今年一季度天然气发动机控制器销量良好，今年全年业绩有望超过承诺业绩。受新能源物流车放量不及预期影响，杭州德

#### 作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6-12个月目标价：22.40

当前股价：18.24

评级调整：维持

#### 基本资料

总股本(百万股)	265
流通股本(百万股)	153
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	28
成交量(百万股)	1.72
成交额(百万元)	31.95

#### 股价表现



#### 相关报告

《方正电机-电动车产业链布局完善，动力总成放量在即》20170227

沃仕 2016 年扣非净利润只达其业绩承诺的 50%左右。德沃仕市场拓展能力较强，拥有良好的电机客户基础，尤其是在乘用车和物流车领域。上海海能侧重商用车，德沃仕则侧重乘用车和物流车领域。上海海能与玉柴保持 ECU、GCU 长期稳定的供货关系，公司又携手玉柴共同推进节能与新能源汽车核心零部件的开发及市场资源的优化配置，与公司本部的电机业务形成协同效应。2017 年公司汽车电子(ECU,GCU)，座椅电机，驱动电机等产品发展势头良好，海能与德沃仕两家公司今年业绩均有望超业绩承诺。

- ✧ **高功率密度扁线电机研发进展顺利，动力总成产品明年有望量产。**公司电机业务未来主要有两个技术发展方向，一是扁线电机，另一个是动力总成。扁线电机促使新能源汽车用电机实现轻量化高功率密度发展，从电机层面吻合对于新能源汽车高能量密度的引导。电控业务主要由深圳高科润负责，公司变速箱产品研发顺利，明年有望实现‘电机+电控+变速箱’的动力总成量产。
- ✧ **盈利预测：**预测 2017-2019 年公司的 EPS 为 0.64/0.79/0.97,对应 PE 为 28/23/19 倍,考虑到公司新能源汽车驱动电机业务拓展顺利，放量在即，给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价 22.40 元。
- ✧ **风险提示：**新能源汽车放量不达预期，产品研发不及预期的风险

#### 主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1049	1538	1905	2316
收入同比(%)	32%	47%	24%	22%
归属母公司净利润	118	169	210	257
净利润同比(%)	82%	43%	24%	22%
毛利率(%)	25.4%	23.7%	24.2%	24.5%
ROE(%)	5.1%	6.6%	7.5%	8.3%
每股收益(元)	0.45	0.64	0.79	0.97
P/E	40.90	28.57	23.01	18.83
P/B	2.07	1.87	1.72	1.57
EV/EBITDA	28	21	17	14

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1088	1697	1959	2395
现金	135	537	596	832
应收账款	377	553	691	836
其它应收款	6	13	15	18
预付账款	14	27	32	38
存货	320	320	320	320
其他	234	247	304	349
<b>非流动资产</b>	1817	1649	1731	1708
长期投资	3	3	3	3
固定资产	363	406	423	425
无形资产	117	123	126	130
其他	1333	1117	1179	1151
<b>资产总计</b>	2904	3346	3690	4103
<b>流动负债</b>	496	690	809	947
短期借款	109	109	109	109
应付账款	245	384	466	564
其他	142	197	233	273
<b>非流动负债</b>	56	64	61	61
长期借款	0	0	0	0
其他	56	64	61	61
<b>负债合计</b>	552	754	870	1008
少数股东权益	10	11	12	13
股本	265	265	265	265
资本公积	1882	1882	1882	1882
留存收益	245	417	627	884
归属母公司股东权益	2342	2581	2808	3081
<b>负债和股东权益</b>	2904	3346	3690	4103

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	36	208	183	259
净利润	119	170	211	258
折旧摊销	40	39	44	47
财务费用	1	0	1	1
投资损失	-2	-4	-4	-4
营运资金变动	-133	-35	-93	-70
其它	11	39	24	28
<b>投资活动现金流</b>	-91	144	-123	-22
资本支出	138	25	29	27
长期投资	-5	0	0	0
其他	42	169	-94	6
<b>筹资活动现金流</b>	-57	50	-0	-1
短期借款	-5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他	-56	50	-0	-1
<b>现金净增加额</b>	-110	402	60	236

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1049	1538	1905	2316
营业成本	783	1174	1444	1749
营业税金及附加	5	7	9	11
营业费用	23	32	40	49
管理费用	112	149	185	224
财务费用	1	0	1	1
资产减值损失	18	6	7	8
公允价值变动收益	17	17	17	17
投资净收益	2	4	4	4
<b>营业利润</b>	127	190	239	295
营业外收入	17	14	15	15
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	144	204	254	310
所得税	25	34	42	52
<b>净利润</b>	119	170	211	258
少数股东损益	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	118	169	210	257
EBITDA	168	229	284	343
EPS (元)	0.45	0.64	0.79	0.97

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.1%	46.6%	23.8%	21.6%
营业利润	87.9%	50.0%	25.7%	23.5%
归属于母公司净利润	81.9%	43.2%	24.2%	22.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.4%	23.7%	24.2%	24.5%
净利率	11.3%	11.0%	11.0%	11.1%
ROE	5.1%	6.6%	7.5%	8.3%
ROIC	4.6%	7.4%	8.7%	10.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.0%	22.5%	23.6%	24.6%
净负债比率	22.40%	16.17%	14.09%	12.13%
流动比率	2.19	2.46	2.42	2.53
速动比率	1.54	1.99	2.02	2.19
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.37	0.49	0.54	0.59
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	3.42	3.73	3.39	3.39
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.64	0.79	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.79	0.69	0.98
每股净资产(最新摊薄)	8.83	9.73	10.59	11.62
<b>估值比率</b>				
P/E	40.90	28.57	23.01	18.83
P/B	2.07	1.87	1.72	1.57
EV/EBITDA	28	21	17	14

## 相关报告

报告日期	报告标题
20170227	《方正电机-电动车产业链布局完善，动力总成放量在即》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。  
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业分析师,北京大学金融硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434