

电气设备

2017年8月23日

大洋电机 (002249)

——多方面因素影响上半年业绩，动力总成业务有望带动反转

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2017年08月22日

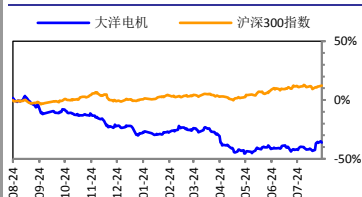
收盘价（元）	7.11
一年内最高/最低（元）	11.88/6.08
市净率	1.9
息率（分红/股价）	1.13
流通A股市值（百万元）	9665
上证指数/深证成指	3290.23 / 10653.98

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产（元）	3.68
资产负债率%	41.49
总股本/流通A股（百万）	2370/1359
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《减持新规/IPO放缓下，推荐基本面优质+估值合理的次新股——中小盘次新股周报第九期（2017/5/22-2017/5/26）》
2017/05/31

《次新股指数企稳，建议关注低估值、高成长个股——中小盘次新股周报第五期（2017/4/24-2017/4/28）》
2017/05/02

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002
zhengjw@swsresearch.com
张雷 A0230117040007
zhanglei@swsresearch.com

联系人

宋欢 (8621)
song@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 2017年8月21日晚，公司披露2017年半年报。报告期内，公司实现营业收入39.66亿元，同比增长32.35%，归属于上市公司股东净利润1.45亿元，同比下降26.97%，业绩增速低于申万宏源预期约30%，主要原因为：1）上半年受新能源汽车行业政策影响，动力总成业务出货量低于预期；2）上半年佩特来厂房搬迁造成费用增加影响盈利约2000万元。报告期内公司基本每股收益0.06元/股，公司的加权平均净资产收益率为1.67%。

投资要点：

- **空调电机高速增长，毛利率小幅下降。**报告期内，家电及家居电器电机板块营收达到24.65亿元，同比激增56.57%，半年度产销量创同期历史新高。2017年上半年下游行业景气度延续，近6个月产量均高速增长。根据产业在线数据，2017年上半年家用空调累计产量7774万台，同比增长35.34%；洗衣机上半年累计销量2985.3万台，同比增长9.94%，下游产销景气带动公司空调电机业务高速增长。毛利率方面受原材料价格上升影响而小幅下降。
- **传统旋转电器业务收入稳健增长，下半年盈利回升值得期待。**2017年上半年，汽车行业销售行情景气，公司旋转电器板块业务收入10.28亿元，同比增长13.55%。报告期内，杰诺瑞实现净利润2517万元，相比16年同期2536万元小幅下降；佩特来实现净利润1094万元，相比16年同期3505万元大幅下降，主要是工厂搬迁导致费用增加。搬至常州完成后，公司经营成本将显著降低，后续盈利能力可继续挖潜。
- **动力总成低于预期，运营板块收入高增。**动力总成方面，受电池补贴等政策影响，上海电驱动商用车销量未达预期。上海电驱动上半年营业收入2.09亿元，净亏损845万元，离全年盈利目标有较大差距，下半年政策明朗后公司产销两旺，下半年有望盈利反转；公司运营平台业务实现主营业务收入8271万元，同比增长680.88%。目前，公司运营平台车辆超过6000台，车型涵盖公交车、出租车、物流车、通勤车、网约车等各种类型。虽然运营板块尚未盈利，但目前补贴条件下运营车辆全周期完成盈利问题不大，同时运营平台提升公司对主机厂议价能力，价值体现明显。
- **下调盈利预测，维持“增持”评级：**上半年公司空调电机业务增长强劲，新能源汽车业务受行业影响不达预期，谨慎起见我们下调盈利预测，预计公司17-19年实现归母净利润6.29亿元、8.14亿元、9.81亿元（调整前分别为6.67亿元、8.50亿元和9.88亿元），对应EPS分别为0.27元、0.34元、0.41元/股（调整前分别为0.28元、0.36元和0.42元/股，目前股价对应PE分别为26倍、21倍和17倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格上升风险，动力总成出货量不及预期

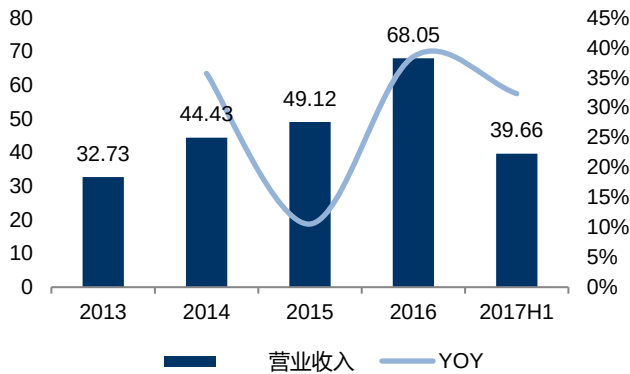
财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	6,805	3,966	9,343	11,226	12,971
同比增长率（%）	38.54	32.35	37.29	20.15	15.54
净利润（百万元）	509	145	629	814	981
同比增长率（%）	49.30	-26.97	23.49	29.41	20.52
每股收益（元/股）	0.22	0.06	0.27	0.34	0.41
毛利率（%）	23.7	19.6	22.3	22.3	22.7
ROE（%）	5.9	1.7	6.8	8.1	8.9
市盈率	33		26	21	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

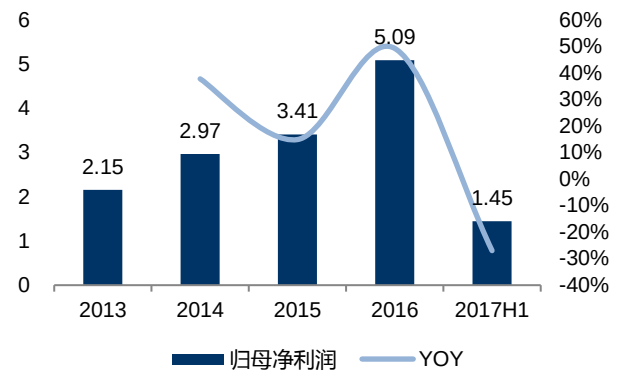
两方面因素导致 17 年上半年业绩低于预期。2017 年上半年，受益于家电及家居电器电机及旋转电器业务板块的稳步增长，公司实现营收 39.66 亿元，同比增长 32.35%；归属于上市公司股东净利润 1.45 亿元，同比下降 26.97%，业绩增速低于申万宏源预期约 30%，主要原因为：1) 上半年受新能源汽车行业政策影响，动力总成业务出货量低于预期；2) 上半年佩特来厂房搬迁造成费用增加影响盈利约 2000 万元。

图 1：公司营收增速趋缓（亿元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

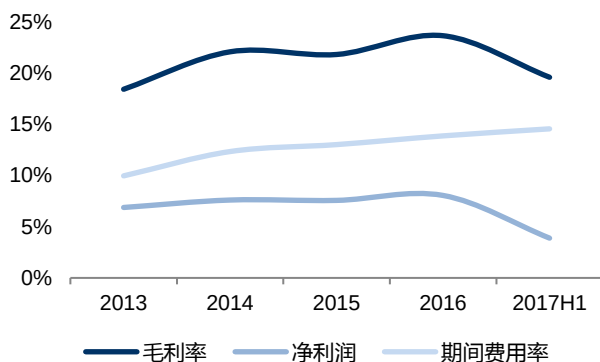
图 2：公司净利润下滑（亿元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

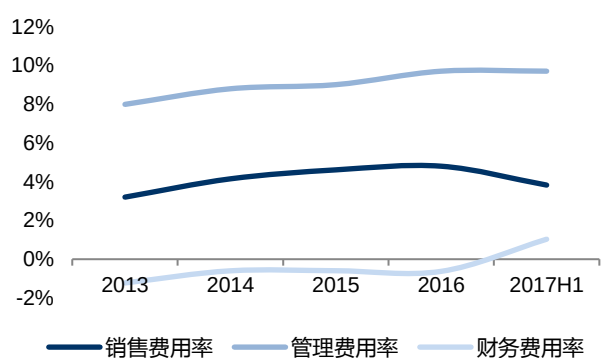
成本上升降低毛利率水平，费用控制尚可。2017 年上半年，电机生产所需主要原材料价格上涨，致使本期销售毛利率与上年同期相比小幅下滑 3.76 个百分点，达 19.61%；净利率为 3.89%，同比下降 45.38%。销售费用率下降至 3.83%；本期由于管理人员薪酬费用和新能源汽车折旧费用及驱动系统的研发费用增加，管理费用有所上升，管理费用率为 9.71%。

图 3：公司历年毛利率、净利率及期间费用率变化情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 4：公司历年各项期间费用率变化情况

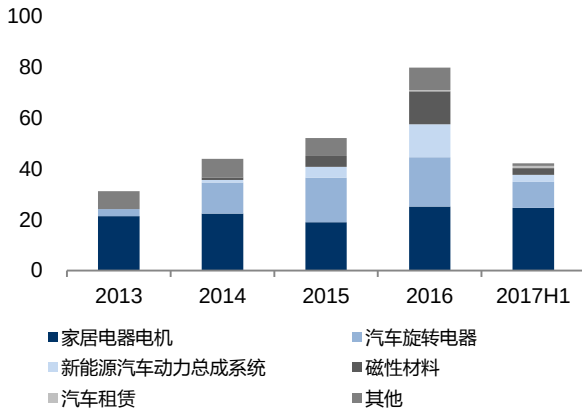


资料来源：Wind、申万宏源研究

四大板块各自发力，公司发展前景可期。公司自上市以来，在不断发展壮大家电及家居电器电机产业的基础上，加快产业转型升级与资源整合。经过多年的产业转型布局，形成家电及家居电器电机、新能源汽车动力总成系统、车辆旋转电器、新能源汽车运营平台四大业务板块互为促进、共同发展的良好局面。2017 年上半年，公司传统家电及家居电

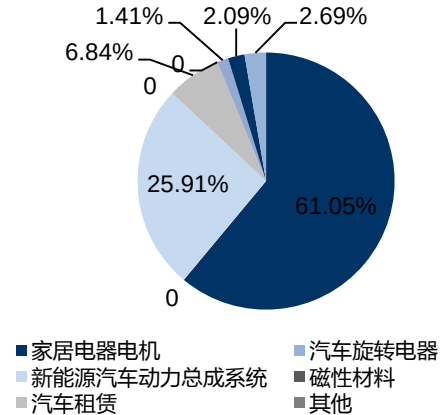
器电机，受益于空调等家用电器销量提振，营收显著增长，达 24.65 亿，营收占比高达 61.05%；旋转电器业务稳健增长，营业收入为 10.28 亿元，占比 25.91%；公司重点打造的新能源车辆运营平台板块随着规模的扩大，营业收入也大幅增长，上半年实现 8271 万元。

图 5：公司历年分业务营收占比情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

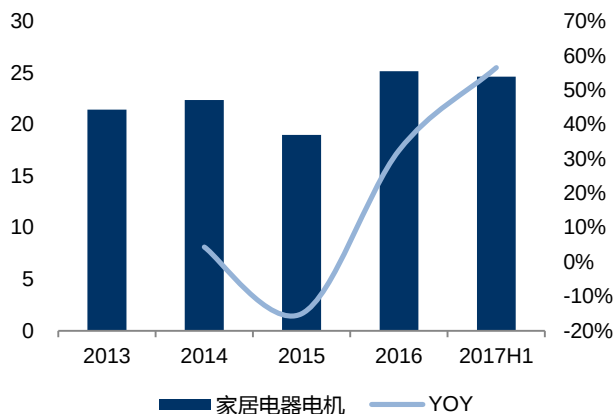
图 6：公司 2017 年上半年各板块营收占比情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

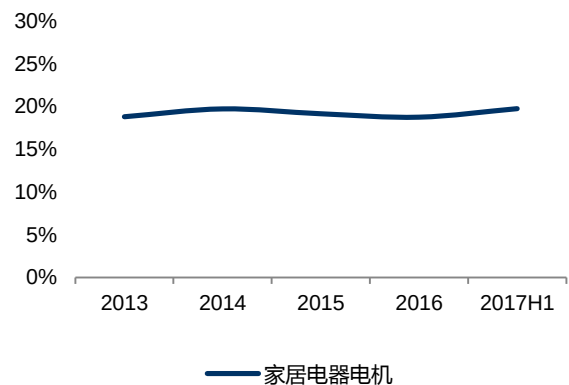
空调电机高速增长，毛利率小幅下降。受益于经济增长带来的消费需求增长、2016 年国内房地产销售快速上涨带来的延后效应等，2017 年上半年，我国空调行业保持了较好的增长态势，公司家电及家居电器电机板块营收大幅增长至 24.65 亿元，几乎完成该业务板块去年全年业绩，同比激增 56.57%，半年度产销量创同期历史新高。毛利率受电机原材料价格上涨影响，相比去年同期小幅下滑。

图 7：公司家电及家居电器电机营收及同比（亿元）



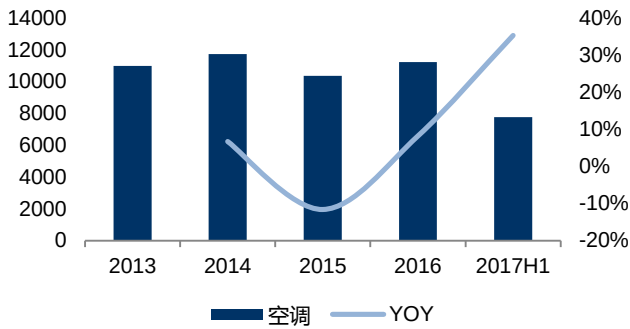
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 8：公司家电及家居电器电机历年毛利率变化情况



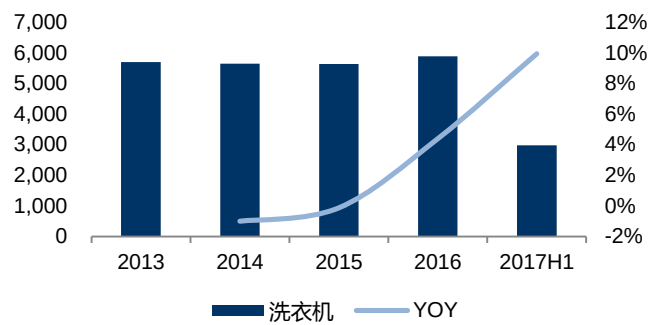
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 9：我国近年家用空调产量变化（万台）



资料来源：产业在线、申万宏源研究

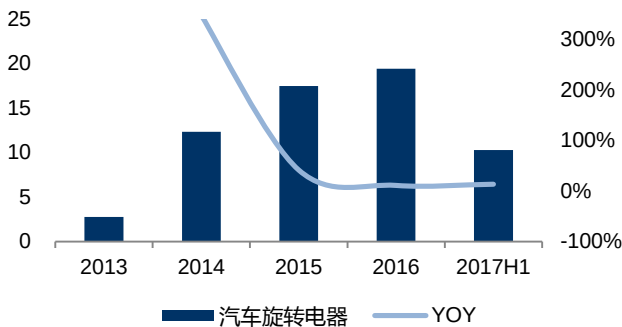
图 10：我国近年洗衣机产量变化（万台）



资料来源：产业在线、申万宏源研究

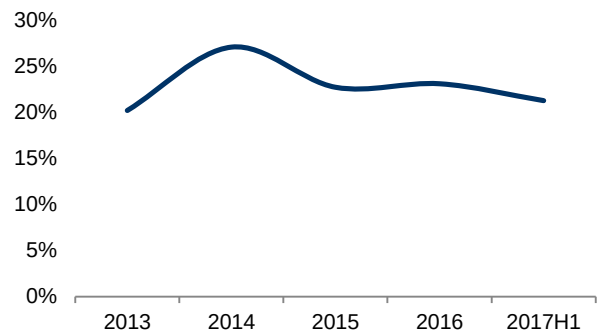
传统旋转电器业务收入稳健增长，下半年盈利回升值得期待。2011 年以来，公司先后收购了芜湖杰诺瑞、北京佩特来和美国佩特来，全面进入车辆旋转电器领域，奠定了公司产业转型升级坚实的基础。2017 年上半年，受益于汽车行业上半年的景气行情，公司旋转电器板块业务收入 10.28 亿元，同比增长 13.55%。报告期内，杰诺瑞实现净利润 2517 万元，相比 16 年同期 2536 万元小幅下降；佩特来实现净利润 1094 万元，相比 16 年同期 3505 万元大幅下降，主要是工厂搬迁导致费用增加。搬至常州完成后，公司经营成本将显著降低，后续盈利能力可继续挖潜。

图 11：公司汽车旋转电器营收及同比（亿元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

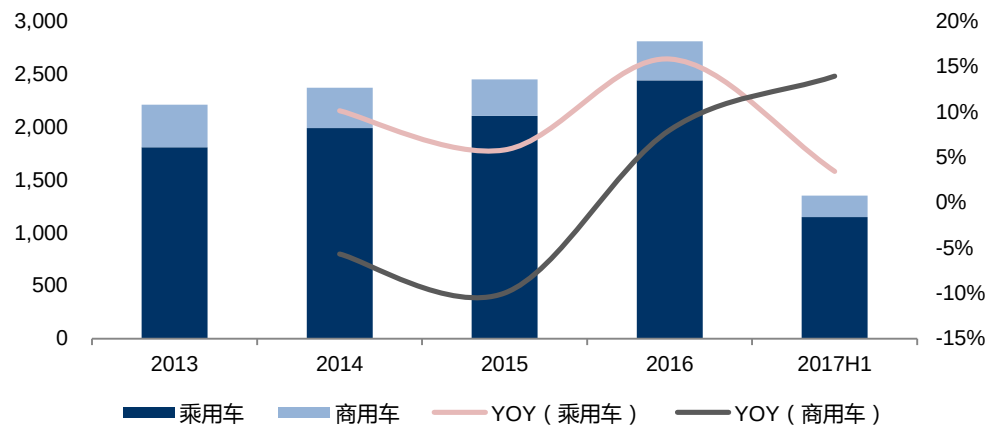
图 12：公司汽车旋转电器历年毛利率变化情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

2017 年上半年，我国汽车生产 1352.58 万辆，同比增长 4.91%。其中，乘用车和商用车分别生产 1148.27 万辆和 204.3 万辆，同比分别增长 3.45%和 13.96%，行业景气度高。我们认为公司旋转电器板块在传统车领域仍有巨大发展空间，下游需求景气有望推动板块业绩稳健增长。

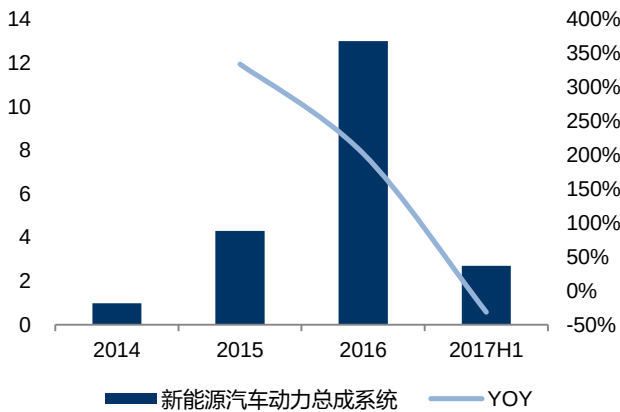
图 13：我国历年乘用车及商用车产量及同比变化情况



资料来源：中汽协，申万宏源研究整理

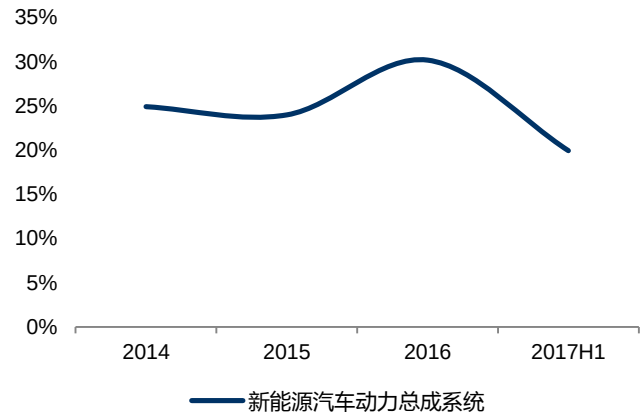
动力总成低于预期，运营板块收入高增。2017 年一季度，受补贴退坡、补贴目录重审，以及管理准入标准重新评定等因素影响，国内新能源汽车市场增长放缓，尤其是新能源商用车和混合动力汽车产销量较去年同期均出现较大幅度下降。受此影响公司 2017 年上半年新能源车动力总成系统业务板块实现主营业务收入 2.71 亿元，同比下降 31.29%。报告期内，上海电驱动商用车销量未达预期，营业收入 2.09 亿元，净亏损 845 万元，离全年盈利目标有较大差距。

图 14：公司新能源车动力总成系统营收及同比（亿元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

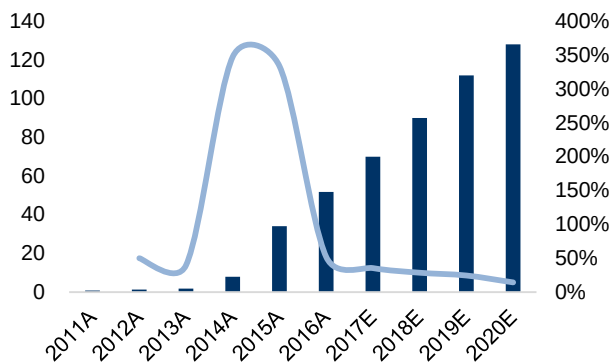
图 15：公司新能源动力总成系统历年毛利率变化情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

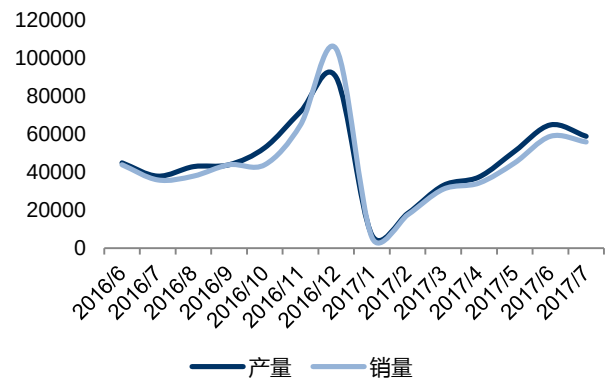
2017 年二季度，随着补贴退坡影响逐渐消散，推荐目录进入每月一批的常态化，新能源汽车市场有所回暖，6 月份呈现出较好的增长态势。根据中汽协预测，2017 年我国新能源汽车产量将达到 70 万辆，上半年产量未达预期，下半年将进入放量阶段。同时，随着行业政策日趋明朗，目录车型逐步推出及双积分管理办法适时落地，我国新能源汽车市场有望恢复景气，带动公司产销两旺，实现盈利反转。

图 16: 新能源汽车历年产销量及同比变化 (万辆)



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 17: 新能源汽车产销量变化情况 (辆)



资料来源: Wind、申万宏源研究

公司于 2015 年初开始拓展新能源汽车运营平台业务, 布局新能源汽车产业下游领域。2017 年上半年, 公司新能源汽车运营平台业务实现主营业务收入 8271 万元, 同比增长 680.88%。目前, 公司运营车辆超过 6,000 台, 车型涵盖公交车、出租车、物流车、通勤车、网约车等, 未来公司还将采购氢燃料电池汽车投入运营, 平台营运规模将进一步扩大。公司打造的“中山模式”日趋成熟, 陆续在全国各大城市推广开来。报告期内, 运营板块虽然尚未盈利, 但目前补贴条件下运营车辆全周期完成盈利问题不大, 同时运营平台提升公司对主机厂议价能力, 价值体现明显。

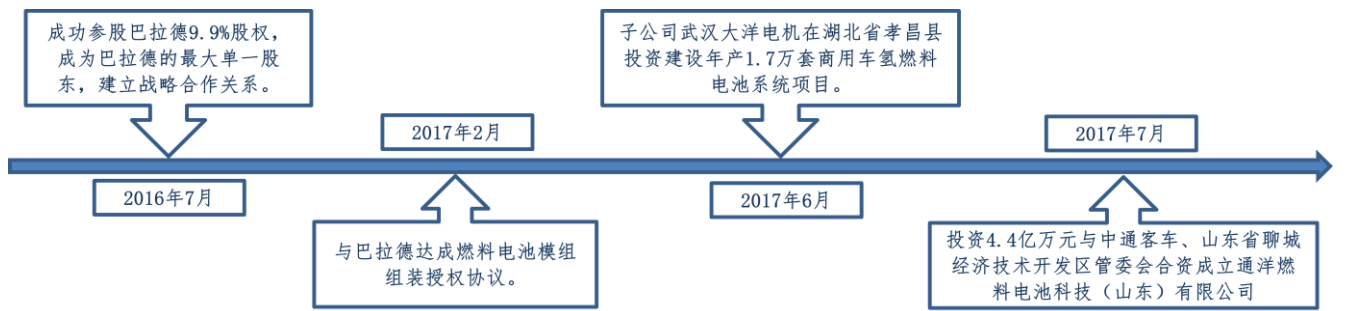
表 1: 公司近来在新能源汽车运营平台领域收购动作

时间	公司动作
2014. 09	设立中山新能源巴士有限公司开展新能源车辆配套及充电设备的运营及配套服务
2014. 10	设立深圳大洋电机融资租赁有限公司开展新能源车辆、充电设备的融资租赁业务
2015. 08	参股中国新能源汽车有限公司快速推进新能源城市功能性用车的使用
2015. 10	参股中国泰坦能源技术集团有限公司推进充电桩及充电设备的建设
2016. 01	参股深圳市小猪巴适科技有限公司开发运营平台中互联网定制用车业务
2016. 04	联合小猪巴适在中山物流园区推出黑马速运, 加速抢占中山物流车市场
2016. 01-06	控股坚信运输、宏昌运输、中山利澳、顺祥汽车等客运企业, 迅速扩张运营平台规模
2016 上半年	收购并增资中山德保保险代理公司, 介入车辆保险业务, 进一步降低车辆运营成本

资料来源: 公司公告、申万宏源研究

2016 年 7 月, 公司参股巴拉德 9.9% 股权, 成为巴拉德的最大单一股东, 建立战略合作关系。作为燃料电池领导者的巴拉德动力系统, 从 1983 年开始便一直致力于燃料电池的开发制造, 目前已经成为质子交换膜燃料电池技术的全球领导者, 是世界上最大的集设计、开发、生产、销售、服务为一体的质子交换膜燃料电池企业。公司通过与巴拉德的“强强联合”, 率先布局氢燃料电池领域, 并初步构建“电机+电控+电池”完整产业链, 进一步夯实新能源汽车事业板块的综合实力。

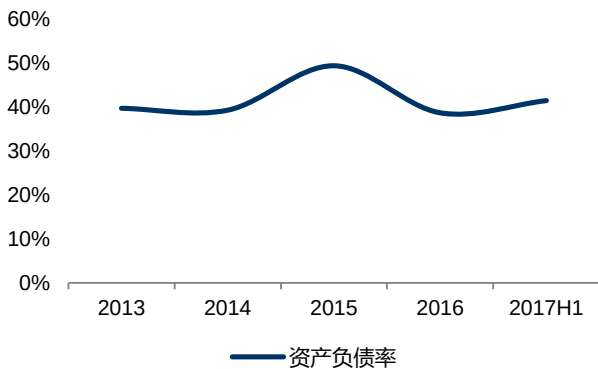
图 18：公司燃料电池产业布局时间轴



资料来源：公司公告、申万宏源研究

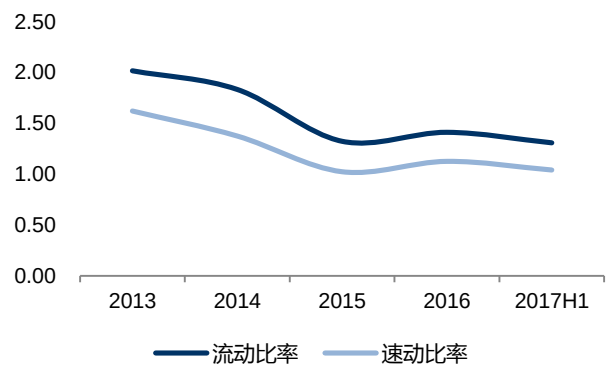
资产负债率上升，短期偿债能力下降。随着家电及家居电器电机及旋转电器产销规模的进一步扩大，公司短期流动资金贷款金额也不断增加，资产负债率呈小幅上升趋势，2017年上半年为41.49%，同比增加6.96个百分点。近年来，公司持续外延扩张，借款规模随之扩大，流动比率和速动比率出现较大幅度下降，本期内流动比率和速动比率分别为1.31和1.04，偿债能力有所降低。总体看公司四大业务板块发展态势良好，盈利能力和抗风险能力较强。

图 19：公司历年资产负债率提升



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 20：短期偿债能力走弱



资料来源：Wind、申万宏源研究

下调盈利预测，维持“增持”评级：上半年公司空调电机业务增长强劲，新能源汽车业务受行业影响不达预期，谨慎起见我们下调盈利预测，预计公司17-19年实现归母净利润6.29亿元、8.14亿元、9.81亿元（调整前分别为6.67亿元、8.50亿元和9.88亿元），对应EPS分别为0.27元、0.34元、0.41元/股（调整前分别为0.28元、0.36元和0.42元/股），目前股价对应PE分别为26倍、21倍和17倍，维持“增持”评级。

表 2：公司利润表预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	4,443	4,912	6,805	9,343	11,226	12,971
二、营业总成本	4,068	4,541	6,224	8,650	10,282	11,826
其中：营业成本	3,461	3,840	5,195	7,262	8,725	10,029
营业税金及附加	23	26	48	65	73	78
销售费用	184	227	327	430	471	558
管理费用	391	443	661	822	954	1,102
财务费用	(27)	(29)	(43)	23	19	17
资产减值损失	35	36	37	47	39	42
加：公允价值变动收益	(5)	(1)	4	(1)	0	1
投资收益	(5)	3	5	11	13	14
三、营业利润	365	372	590	703	958	1,160
加：营业外收入	44	68	73	90	68	75
减：营业外支出	5	6	11	7	8	9
四、利润总额	404	434	652	786	1,018	1,226
减：所得税	66	62	104	124	161	194
五、净利润	338	372	548	662	857	1,032
少数股东损益	41	31	39	33	43	52
归属于母公司所有者的净利润	297	341	509	629	814	981
六、基本每股收益	0.39	0.20	0.23	0.27	0.34	0.41
全面摊薄每股收益	0.13	0.14	0.22	0.27	0.34	0.41

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。