

# 通达动力 (002576)

公司研究/简评报告

## 需求复苏+整合见效，拐点将至

民生精品---简评报告/机械行业

2014年2月28日

### 一、事件概述

通达动力于2月27日晚间发布2013年度业绩快报：实现营业收入9.09亿元，同比增21.08%；实现归属于母公司净利润1051万元，同比下滑42.51%，实现EPS0.06元，处于三季度业绩预告-45%~15%下限位置。我们认为公司利润率和ROE水平已经降至最低点，将受益于电动汽车、电梯等下游拓展、风电复苏、国际化战略和原材料价格稳定，向上拐点形成且向上弹性较大，预计14-15年EPS分别为0.19和0.35元，我们认为在当前市场环境下公司市值被低估，未来有提升需求，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级，合理估值12-14元。

### 二、分析与判断

#### ► 公司主营大中型电机定子及其核心零部件

公司主营业务为电机定转子和铁心、冲片等核心零部件，同时全资子公司和传电气提供冶金等行业自动化集成产品和服务。其中电机定子铁心和冲片是公司主要收入来源，2012年和2013H1收入占比分别达67%和57%。

#### ► 风电等下游需求不佳及原材料波动至过去三年业绩下滑

公司2011年下半年开始业绩进入下滑通道，11-13年营收分别同比增11.53%、-20.81%、13.09%和21.08%，净利润分别同比增1.72%、-69.72%和-42.51%，业绩下滑的主要原因如下：

(1) 开发风电行业是2009、2010两年快速发展的核心原因，彼时收入占比高达30%，其余主要为大中型工业电机，风电和制造业整体下滑使公司产品需求下滑显著，同时公司产品仍以冲片和铁心等零部件为主，向定子成套发展的进展不大；

(2) 公司原材料主要以矽钢片等原材料为主（根据招股书资料，矽钢片占主营业务成本的60-70%），产品附加值并不高。但过去两年原材料价格下降明显，一方面导致成品价格和营业收入增速下降，同时大中型电机配套为主的格局也决定废料（废料比率约为40%）销售价格和利润率下降；

(3) 公司在上市之后收购上海和传电气，但过去几年仍处整合状态。

#### ► 13年营收和扣非净利润开始恢复增长，拐点初步显现

2013年实现营业收入9.09亿元，同比增21.08%，相当于四个季度分别同比增长0.67%、11.37%、26.58%和52.4%；实现归属于母公司净利润1051万元，同比下滑42.51%，但营业利润820万元，同比增140.6%，净利润下滑主要是营业外收入减少所致，显示主营业务开始出现复苏迹象。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2012A  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 2,306  | 2,752  | 3,405  | 4,110  |
| 增长率（%）          | 6.74%  | 19.35% | 23.73% | 20.70% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 281.63 | 407.48 | 528.83 | 629.98 |
| 增长率（%）          | 2.44%  | 44.69% | 29.78% | 19.13% |
| 每股收益（元）         | 0.56   | 0.80   | 1.04   | 1.24   |
| 毛利率（%）          | 25.81% | 26.70% | 27.33% | 27.36% |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

#### ► 风电复苏+电动汽车、电梯拓展+国际化+原材料价格稳定，业绩有望快速恢复，净利率和ROE仅约1%向上弹性较大

14年将延续复苏态势，且有加速趋势，主要原因为：

(1) 在政策推动下，风电等下游行业开始出现复苏态势；

**强烈推荐**

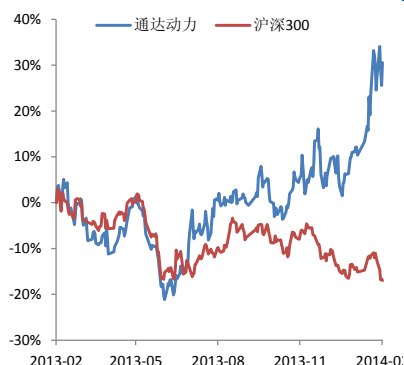
首次

**合理估值：12-14元**

#### 交易数据 (2014-2-27)

|            |          |
|------------|----------|
| 收盘价（元）     | 8.94     |
| 近12个月最高/最低 | 9.6/5.18 |
| 总股本（百万股）   | 165.10   |
| 流通股本（百万股）  | 97.94    |
| 流通股比例%     | 59.32%   |
| 总市值（亿元）    | 14.76    |
| 流通市值（亿元）   | 8.76     |

#### 该股与沪深300走势比较



#### 分析师

分析师：刘利

执业证号：S0100513030003

电话：(8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

#### 相关研究

(2) 与信质电机等竞争对手相比,没有进入汽车、电机两个细分行业和定转子成品占比不高是其主要劣势。随着公司内部整合完毕,去年开始在电梯行业形成突破,当前从去年开始试制基础上已经占据某电梯企业 80% 份额;随着今年对比亚迪电动汽车实现小批量供货,未来将随着电动汽车爆发而在汽车行业形成突破。同时,公司确定了国际化战略,并已经着手执行,未来将在国际化方面更快发展。

(3) 随着落后产能淘汰和矿石价格支撑,矽钢片等原材料成本进一步下滑的空间不大,这将为收入和利润恢复创造有利环境;

(4) 公司从今年开始加大了预算管理和费用管控,预计较高的费用率状况将得到有效缓解(销售费用和管理费用率合计 10% 左右)。

#### ► 自动化业务将逐步拓展,公司整体技术水平和附加值提高是未来主要看点

公司于 2011 年收购上海和传电气,以冶金行业控制系统集成和西门子、ABB 等基础自动化代理业务为主,过去两年整合基本结束,未来将在下游领域和产品结构上有所突破。

公司在手资金约 3 亿元左右,13Q3 期末资产负债率仅 21.7%,资本运作空间较大。公司近期对磨具生产企业加强高端机床等高技术投入,自动化公司及相关产业技术升级是未来主要看点。

### 三、 股价催化剂及风险提示

催化剂: 业绩快速恢复; 技术升级兑现超预期。

风险提示: 宏观经济下滑超预期导致公司业绩恢复不及预期。

### 四、 盈利预测与投资建议

我们认为公司利润率和 ROE 水平已经降至最低点,将受益于电动汽车、电梯等下游拓展、风电复苏、国际化战略和原材料价格稳定,向上拐点形成且向上弹性较大,预计 14-15 年 EPS 分别为 0.19 和 0.35 元,我们认为在当前市场环境下公司市值被低估,未来有提升需求,首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级,合理估值 12-14 元。

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表          |       |        |        |        |
|--------------|-------|--------|--------|--------|
| 项目 (百万元)     | 2012A | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
| 一、营业总收入      | 2,306 | 2,752  | 3,405  | 4,110  |
| 减：营业成本       | 1,711 | 2,017  | 2,474  | 2,986  |
| 营业税金及附加      | 4     | 4      | 4      | 5      |
| 销售费用         | 143   | 162    | 180    | 214    |
| 管理费用         | 130   | 149    | 170    | 206    |
| 财务费用         | (10)  | (15)   | (20)   | (15)   |
| 资产减值损失       | (3)   | 10     | 13     | 17     |
| 加：投资收益       | 21    | 80     | 110    | 130    |
| 二、营业利润       | 358   | 505    | 693    | 828    |
| 加：营业外收支净额    | 8     | 40     | 15     | 15     |
| 三、利润总额       | 365   | 545    | 708    | 843    |
| 减：所得税费用      | 85    | 134    | 173    | 206    |
| 四、净利润        | 280   | 412    | 534    | 636    |
| 归属于母公司的利润    | 282   | 407    | 529    | 630    |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.56  | 0.80   | 1.04   | 1.24   |
| 主要财务指标       |       |        |        |        |
| 项目 (百万元)     | 2012A | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
| EV/EBITDA    | 23.50 | 17.56  | 13.44  | 9.96   |
| 成长能力：        |       |        |        |        |
| 营业收入同比       | 6.74% | 19.35% | 23.73% | 20.70% |
| 营业利润同比       | -1.7% | 41.3%  | 37.1%  | 19.5%  |
| 净利润同比        | 0.95% | 47.12% | 29.78% | 19.1%  |
| 营运能力：        |       |        |        |        |
| 应收账款周转率      | 3.43  | 3.73   | 3.56   | 3.31   |
| 存货周转率        | 16.12 | 16.92  | 16.85  | 16.73  |
| 总资产周转率       | 0.66  | 0.68   | 0.73   | 0.78   |
| 盈利能力与收益质量：   |       |        |        |        |
| 毛利率          | 25.8% | 26.7%  | 27.3%  | 27.4%  |
| 净利率          | 12.2% | 14.8%  | 15.5%  | 15.3%  |
| 总资产净利率 ROA   | 8.0%  | 10.1%  | 11.5%  | 12.0%  |
| 净资产收益率 ROE   | 9.9%  | 12.1%  | 13.8%  | 15.0%  |
| 资本结构与偿债能力：   |       |        |        |        |
| 流动比率         | 4.15  | 7.75   | 7.45   | 7.54   |
| 资产负债率        | 21.5% | 11.9%  | 20.8%  | 11.6%  |
| 长期借款/总负债     | 23.1% | 32.5%  | 14.4%  | 22.5%  |
| 每股指标：        |       |        |        |        |
| 每股收益         | 0.56  | 0.80   | 1.04   | 1.24   |
| 每股经营现金流量     | 0.89  | 0.18   | 0.34   | 0.78   |
| 每股净资产        | 5.85  | 7.54   | 7.72   | 8.97   |

| 资产负债表     |       |       |        |        |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 项目 (百万元)  | 2012A | 2013E | 2014E  | 2015E  |
| 货币资金      | 1,555 | 1,420 | 1,530  | 1,984  |
| 应收票据      | 1     | 1     | 2      | 2      |
| 应收账款      | 648   | 826   | 1,090  | 1,397  |
| 预付账款      | 13    | 41    | 51     | 62     |
| 其他应收款     | 45    | 69    | 102    | 123    |
| 存货        | 144   | 182   | 223    | 269    |
| 其他流动资产    | 165   | 160   | 160    | 0      |
| 流动资产合计    | 2,600 | 2,699 | 3,157  | 3,837  |
| 长期股权投资    | 689   | 959   | 1,079  | 1,079  |
| 固定资产      | 199   | 303   | 382    | 409    |
| 在建工程      | 211   | 121   | 71     | 91     |
| 无形资产      | 73    | 256   | 251    | 246    |
| 其他非流动资产   | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 非流动资产合计   | 1,179 | 1,639 | 1,783  | 1,824  |
| 资产总计      | 3,780 | 4,338 | 4,940  | 5,661  |
| 短期借款      | 5     | 5     | 5      | 5      |
| 应付票据      | 28    | 33    | 41     | 49     |
| 应付账款      | 263   | 262   | 322    | 388    |
| 预收账款      | 17    | 30    | 37     | 45     |
| 其他应付款     | 7     | 8     | 10     | 12     |
| 应交税费      | 20    | 10    | 10     | 10     |
| 其他流动负债    | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 流动负债合计    | 626   | 7,560 | 10,045 | 13,488 |
| 长期借款      | 188   | 168   | 148    | 148    |
| 其他非流动负债   | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 非流动负债合计   | 188   | 168   | 148    | 148    |
| 负债合计      | 814   | 7,669 | 10,154 | 13,597 |
| 股本        | 507   | 507   | 507    | 507    |
| 资本公积      | 1,451 | 1,451 | 1,451  | 1,451  |
| 留存收益      | 955   | 1,362 | 1,891  | 2,521  |
| 少数股东权益    | 55    | 59    | 64     | 71     |
| 所有者权益合计   | 2,966 | 3,822 | 3,913  | 4,549  |
| 负债和股东权益合计 | 3,780 | 4,338 | 4,940  | 5,661  |
| 现金流量表     |       |       |        |        |
| 项目 (百万元)  | 2012A | 2013E | 2014E  | 2015E  |
| 经营活动现金流量  | 451   | 90    | 170    | 396    |
| 投资活动现金流量  | (500) | (220) | (60)   | 60     |
| 筹资活动现金流量  | 68    | (5)   | 0      | 15     |
| 现金及等价物净增加 | 12    | (135) | 110    | 471    |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 分析师简介

刘利，机械行业高级分析师，高级工程师，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年实业工作经验。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                          |
|--|------|-----------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上         |
|  | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间 |
|  | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间 |
|  | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上         |
| 行业评级标准                                       |      |                             |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上          |
|  | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间   |
|  | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上          |

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。