



**买入**

**26% ↑**

目标价格:人民币 33.80

002196.CH

价格:人民币 26.90

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

# 方正电机

## 新能源和节能减排助力持续高增长

方正电机是家用缝纫机电机行业龙头,近年来通过收购转型新能源驱动电机、柴油机电控系统汽车核心零部件供应商。公司新能源驱动电机覆盖低速电动车、乘用车和商用车全系列车型,并拥有众泰和宇通等新能源汽车优质客户,新能源汽车市场高增长将推动驱动电机业务爆发。公司在柴油机电控、气体发动机控制器等技术壁垒极高的节能减排零件市场国内领先,排放升级将带来业绩持续高增长。公司汽车座椅电机已进入主流车厂供应商体系,产能释放和全球项目将带来业绩高增长。我们预计方正电机 2015-2017 年每股收益分别为 0.55 元、0.83 元和 1.11 元,考虑到公司新能源驱动电机、柴油机电控等新业务成长性,维持买入评级和目标价 33.80 元。

### 支撑评级的要点

- **新能源汽车驱动电机全面开花。**收购杭州德沃仕,公司完成新能源汽车驱动电机全领域覆盖。配套的众泰汽车是国内纯电动乘用车销量前三,公司与宇通客车签订轮边电机独家合作协议,预计年底产品投产。公司还坐拥浙江时空等新能源物流车大客户。新能源汽车销量持续增长,油耗标准趋严将推动市场爆发,公司将持续受益。
- **排放升级助力节能减排业务高增长。**柴油机电控排放标准升级推动电控和尾气后处理市场爆发,上海海能在柴油机电控 ECU 和 DCU、气体发动机控制器等领域技术和市场份额国内领先,高技术壁垒将带来高收益。
- **产能释放和全球项目推动座椅电机业务高增长。**公司座椅电机已进入主流整车厂供应商体系。随着产能释放和更多全球项目应用,座椅电机有望高速增长。2015 年预计收入将突破 8,000 万元,2016 年有望增长 50%。

### 评级面临的主要风险

- 1) 收购不能按照预定方案进行; 2) 新能源驱动电机业务发展不及预期。

### 估值

- 我们预计方正电机 2015-2017 年每股收益分别为 0.55 元、0.83 元和 1.11 元。我们采取分部估值,以 2017 年业绩为基础,给予公司缝纫机应用类业务 15 倍动态市盈率,智能控制器业务和汽车微特电机业务 25 倍动态市盈率,新能源汽车驱动电机和节能减排零部件业务 40 倍动态市盈率,公司合理目标价为 33.80 元,维持**买入**评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	487	622	1,208	1,640	2,161
变动(%)	2	28	94	36	32
净利润(人民币 百万)	5	10	149	215	290
全面摊薄每股收益(人民币)	0.036	0.060	0.551	0.826	1.107
变动(%)	(79.3)	63.7	823.2	50.0	34.0
全面摊薄市盈率(倍)	738.5	451.0	48.9	32.6	24.3
价格/每股现金流量(倍)	51.9	65.7	(120.2)	206.1	57.6
每股现金流量(人民币)	0.52	0.41	(0.22)	0.13	0.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	182.1	152.6	24.1	17.2	12.8
每股股息(人民币)	0.100	0.104	0.055	0.083	0.111
股息率(%)	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	79.1	(5.4)	39.2	84.4
相对深证成指	61.8	11.7	46.6	4.2

发行股数(百万)	178
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	2,420
3个月日均交易额(人民币 百万)	213
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
张敏	17

资料来源:公司数据,聚源及中银国际研究  
以 2015 年 7 月 24 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

电气设备:电机

彭勇\*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

\*朱朋为本报告重要贡献者

## 目录

方正电机—转型新能源和节能减排核心供应商 .....	3
新能源电机市场爆发，全面布局喜迎高增长.....	6
排放标准升级，高技术壁垒带来高利润.....	13
汽车座椅电机产能释放带来业绩释放 .....	16
家电升级换代推动智能控制器快速增长.....	18
家用缝纫机电机业务平稳发展.....	20
风险提示.....	23
研究报告中所提及的有关上市公司.....	25

## 方正电机—转型新能源和节能减排核心供应商

### 公司主营业务、主要股东和子公司情况

方正电机股份有限公司专业从事微型特种电机的研发、生产和销售，主要产品为缝纫机电机和电脑高速自动平缝机，其中家用缝纫机电机产量及出口量均居全国第一，全球市场占有率近80%。

近年来，公司接连收购了深圳高科润和湖北钱潮，并计划收购上海海能汽车电子有限公司和杭州德沃仕电动科技有限公司，目前收购提案已在股东大会表决通过。在传统业务外，开拓了智能控制器、汽车微特电机、节能减排零部件、新能源汽车驱动电机等业务，成功实现了多元化转型。

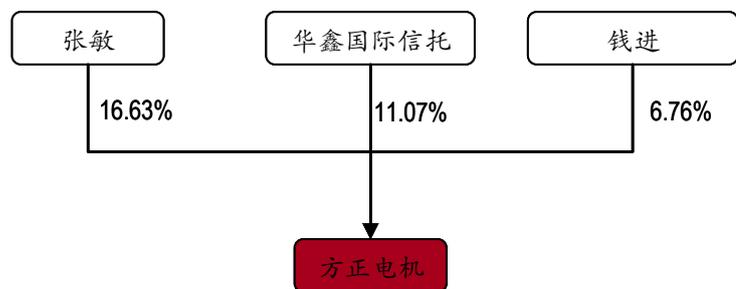
图表 1.主要业务布局



资料来源：公司网站

方正电机实际控制人为张敏，现任公司董事长，持股比例为 16.63%，是公司的主要创始人之一。

图表 2.公司股权结构



资料来源：公司公告

公司目前拥有丽水方正东进机电有限公司等多家子公司，还设有杭州研发中心、上海研发中心和电控研究所，并建有省级高新技术研发中心和博士后工作站（试点）。

**图表 3.主要子公司**

序号	被参控公司	持股比例(%)	主营业务
1	湖北钱潮汽车零部件有限公司	100	汽车雨刮器总成; 汽车制动阀系列产品及其他汽车零部件产品的开发, 制造, 销售等
2	丽水方正东进机电有限公司	100	电机, 汽车零部件生产销售
3	丽水正德电子控制系统制造有限公司	100	平缝机电子控制系统制造和销售
4	方正电机(越南)有限责任公司	100	微特电机, 缝纫机, 伺服控制系统, 汽车电机的制造与销售, 经营进出口业务及厂房出租
5	嵩县华瑞矿业有限公司	80	矿产品购销 (依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动)
6	深圳市高科润电子有限公司	100	生产开发计算机软件, 电子产品; 国内商业, 物资供销业 (不含专营, 专控和专卖商品)

资料来源: 公司公告

### 上海海能: 国内汽车动力系统电控领先供应商

上海海能自成立以来一直专注于汽车动力总成电子控制类产品的研发、生产及销售业务, 主要产品包括柴油发动机控制类产品 (含 ECU 与 DCU)、气体发动机控制类产品 (GCU)、新能源汽车控制类产品 (HPT)、自动变速箱类产品 (AMT) 等。

**图表 4.上海海能的主要产品**

产品类别	具体产品	主要产品示意图
柴油发动机控制类产品	柴油机喷射控制器 (ECU) 与尾气后处理控制器 (DCU)	
气体发动机控制类产品	气体发动机喷射控制系统 (GCU), 含燃气喷射部件、混合器、电控单元	
新能源汽车控制类产品	新能源汽车动力总成及控制系统 (HPT)	
自动变速箱类	自动变速箱 (AMT)	
其他配套软件	电控系统的标定工具、诊断仪和 EOL 系统以及各种功能和性能测试系统、汽车远程诊断和监测系统、车载记录仪等	

资料来源: 公司公告

上海海能技术团队以国内汽车动力控制领域知名专家卓斌先生为核心，以上海交通大学毕业的博士及硕士为骨干力量，在内燃机尤其是柴油机电子控制领域及新能源汽车动力及整车控制领域具有极强的竞争优势，是我国汽车动力控制领域起步较早、系统设计和集成能力突出、自主创新能力强大的领军企业之一，也是我国自主品牌中 ECU 与商用车 GCU 市场占有率最大、国内极少数实现 AMT 自动变速箱产业化及国内新能源汽车动力总成与整车控制系统市场份额领先的高新技术企业。

上海海能的柴油发动机控制类产品、气体发动机控制类产品等全部销售给玉柴集团，新能源汽车控制类产品及自动变速箱类产品等部分销售给玉柴集团，其余客户包括重庆恒通电动客车动力系统有限公司和上海电驱动等。

### 杭州德沃仕：新能源汽车驱动电机领先厂商

德沃仕自成立以来专注于新能源汽车驱动电机的研发、生产及销售业务。主要产品是新能源汽车驱动电机，覆盖 7.5KW 至 45KW 等多种功率，可应用于微型电动乘用车、小型电动乘用车、中小型商用车和电动大巴等多种类型的新能源汽车。

图表 5.杭州德沃仕的主要产品

交流异步汽车电机	永磁直流同步电机
	

资料来源：公司公告

德沃仕核心研发团队在驱动电机的设计、仿真等关键环节具备扎实的技术研发能力和行业经验优势，对国内外新能源汽车行业发展现状及趋势、技术水平、生产工艺、市场动态等各方面均有深刻理解，市场推广能力出色。

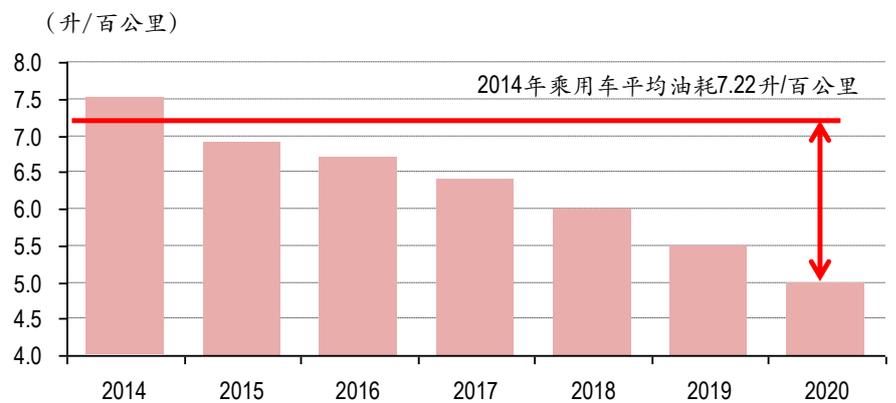
德沃仕的主要客户包括乘用车领域的众泰汽车、商用车领域的宇通客车等，都是国内新能源汽车销量位居前列的领军企业。其余客户还包括广汽吉奥、东风汽车、杭州新时空电动汽车有限公司、杭州泓源电动汽车有限公司等。

## 新能源电机市场爆发，全面布局喜迎高增长

### 油耗限值和碳排放倒逼新能源汽车高速发展

近年来，随着油价的持续攀升，燃油经济性便成了消费者关注的焦点，中国也制定了相关政策，以逐步降低国内汽车平均燃料消耗量，其中第四阶段目标是 2020 年实现我国乘用车产品平均燃料消耗量降至 5.0 升/百公里。但根据工信部日前公布的数据显示，91 家企业中有 26 家没有达到 2014 年油耗目标值，平均燃料油耗为 7.22 升/百公里。从传统的思路很难满足 5 升/百公里油耗要求，必须寻求其它措施。

图表 6.2014 年油耗平均值和 2020 年目标值差距巨大

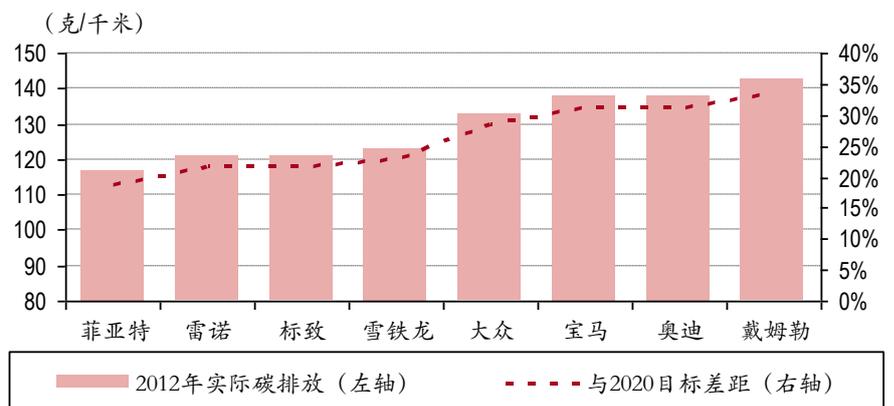


资料来源：中银国际研究

而根据目前的政策，在加权计算企业平均燃油消耗量过程中，对于纯电动乘用车、燃料电池乘用车以及纯电动驱动模式下综合工况续航里程达到 50km 及以上的插电式混合动力乘用车，在 2016-2017 年，按照销量的 5 倍计算，在 2018-2019 年，按照销量的 3 倍计算，在 2020 年，按照销量的 2 倍计算。因此，企业大力发展新能源乘用车，可以作为满足油耗限值的有效手段。

温室效应使得碳排放关注度逐渐升温。欧盟已经推出环保法规，要求 2015 年之后新车的平均碳排放量需降至 130 克/千米，2020 年目标更降低至 95 克/千米。而欧洲环境署的最新数据显示，2014 年新车 CO<sub>2</sub> 平均排放量为 123.4 克/千米，常规手段很难满足 2020 年碳排放目标，因此必须寻求多种技术措施。

图表 7.2012 年欧洲各品牌碳排放量和 2020 年目标差距较大



资料来源：中银国际研究

根据日前第一电动车网从“合肥新能源汽车产业政策实施促进沙龙”上获得的消息，国内将引入碳排放交易制度，计划在合肥与北京先进行试点，未来很可能采取和欧洲类似的政策，对超出目标的企业进行罚款或者交易以取得碳排放权，这对整车厂都将是经济利益的损失。因此国内车企必须未雨绸缪，积极降低碳排放，而发展电动车正是降低碳排放的有效手段。

### 新能源汽车驱动电机市场广阔

新能源汽车主要包括纯电动车、燃料电池车以及插电式混动车等。而纯电动乘用车根据最高车速不同，又可以分为低速电动乘用车（最高时速不超过 80 公里/小时）、“双 80”电动乘用车（最高时速不低于 80 公里/小时、续航里程大于 80 公里）和高速电动乘用车（最高时速超过 100 公里/小时）等。

2014 年中国新能源汽车累计销售 7.48 万辆，同比增长 323.8%。2015 年继续保持高速增长，1-6 月新能源汽车累计销量 7.3 万辆，同比增长 2.4 倍，全年预计有望突破 20 万辆。在油耗限值和碳排放的推动下，新能源汽车销量有望继续保持高速增长，2020 年新能源汽车年销量保守估计将突破 100 万辆，平均年增速将保持在 40% 以上。

新能源汽车的核心动力源是驱动电机系统，通常低速电动车配备 3-5kW 电机，高速电动车和商用车可以多至每车 4 个电机，功率大都在 25kW 以上。保守估计到 2020 年乘用车和商用车的销量分别为 100 万和 20 万辆，巨大的新能源汽车销量带来的是驱动电机的广阔市场空间。

### 新能源驱动电机系统产业链及发展趋势

驱动电机系统是新能源汽车车辆行驶中的主要执行结构，主要由电动机、功率转换器、控制器、各种检测传感器以及电源等部分构成。

汽车驱动电机系统的产业链主要包括上游的原材料供应商，中游的电机电控制造商，和下游的整车厂等。电机原材料主要包括钕铁硼磁钢、硅钢片等，电机控制系统原材料主要包括 IGBT 模块、逆变驱动器、电源模块等。下游的整车厂一般会从供应商采购驱动电机系统，或者自行研发制造。从专业分工和提高效率的角度来看，未来整车厂从外部采购会是主流方向。

汽车中的驱动电机主要有三种形式，交流异步电机、永磁直流同步电机和开关磁阻电机。从电机的特点和汽车应用场景的匹配度上来看，永磁同步电机具有效率高和功率密度高等优点，是未来汽车驱动电机的主要发展方向。

图表 8. 驱动电机的性能特点

	交流异步电机	永磁同步电机	开关磁阻电机
功率密度	一般	好	一般
转速范围	9,000~150,000	4,000~15,000	>15,000
可靠性	好	一般	好
尺寸及质量	一般、一般	小、轻	小、轻
电机成本	低	高	较低
控制器成本	高	高	一般

资料来源：中银国际研究

汽车驱动电机和一般电机相比较，属于运动部件，安装空间小、可靠性要求高。未来的主要发展方向是电机永磁化、控制数字化和结构集成化。

**图表 9.汽车电机及控制系统发展方向**

	发展方向	特点与优势
电机类型	永磁化：永磁同步电机	高功率密度和高转矩密度、调速范围更宽、结构简单、重量轻、高速操作性能好
控制系统	数字化：控制系统及功能单元数字化	高速、高集成度、低成本、并可具备保护、故障监控、自诊断等其他功能
电机结构	集成化：包括电机与变速箱集成、电机与发动机集成、电机与电子部件集成	减少体积和重量并降低成本

资料来源：盖世汽车网，中银国际研究

我国驱动电机经过十多年的发展，在其基本功能和性能方面已经接近国际先进水平，只是在高端产品上和国际有所差距。国内公司开发的牵引电机系统最高效率已经能够达到 95%，电机功率密度已达到 1.3kW/kg 左右，丰田大约在 1.35kW/kg-1.4kW/kg，水平较为接近。

但国内驱动电机系统的机电一体化集成度不够，在电力电子模块等关键零部件领域的技术能力还比较薄弱，目前某些关键材料（如高性能硅钢片、绝缘材料等）和关键元器件（如 IGBT、DSP 芯片等）仍主要依靠进口，电机控制系统目前也和国外厂商差距较大。

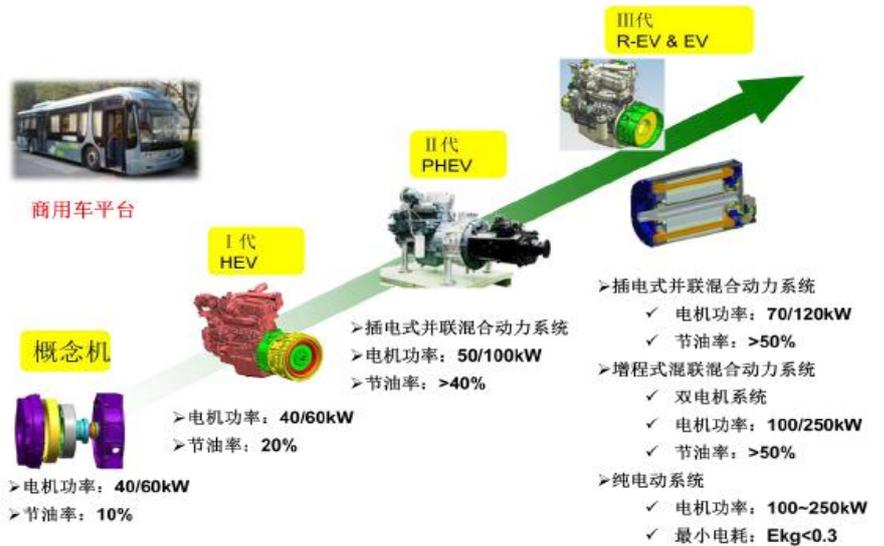
但我国稀土资源丰富，因此在稀土永磁电机领域具有明显的竞争优势。在汽车电机永磁化的发展趋势下，中国未来有望在汽车驱动电机系统的全球产业链中扮演重要的角色。

### 收购完成新能源汽车驱动电机领域全面布局

方正电机自 2009 年开始研发电动汽车永磁同步驱动电机，并于 2013 年成功研发出一款电动汽车用驱动电机（“PUNCH”电机）。2014 年公司收购了合作开发电机控制器的深圳高科润，并拟于近日收购上海海能和杭州德沃仕，完成新能源驱动电机系统的全面布局。

上海海能具有强大的电控基础，先后开发了动力总成控制器、整车控制器、离合器控制器、电动附件控制器及相应的执行机构等新能源汽车控制类产品，是国内较少的具备新能源汽车动力系统集成能力的第三方供应商之一。目前上海海能的新能源汽车控制类产品已经发展至第三代，产品覆盖纯电动汽车、混合动力汽车等新能源车型。

图表 10.上海海能开发的新能源汽车控制系统



资料来源: 公司公告

上海海能具备并联式和混联式两种主力路线的混合动力系统集成能力及相应的整车控制能力, 主要产品包括整车控制器、ECU、ISG 电机、离合器控制器、电附件 (电动转向泵、电动空压机等) 及其控制器等关键零配件在内的混合动力汽车的集成动力系统 (红圈标注产品为上海海能自主供应)。

图表 11.上海海能开发的混合动力车控制系统



资料来源: 公司公告

上海海能还具备纯电动汽车动力系统及整车控制器的集成能力, 主要产品包括整车控制器、转向机控制器和空压机控制器等 (红圈标注产品为上海海能自主供应)。

图表 12.上海海能开发的纯电动车控制系统



资料来源：公司公告

杭州德沃仕当前电机产品覆盖 7.5KW 至 45KW 等多种功率电机，可应用于微型电动乘用车、小型电动乘用车、中小型商用车及采用轮边路线的电动大巴等多种类型的新能源汽车。此外，德沃仕项目团队对高速永磁同步电机和大扭矩的直驱永磁同步电机有成熟的开发和生产经验，目前正在开发 50KW 以上的大功率永磁同步电机。

图表 13.杭州德沃仕的主要产品

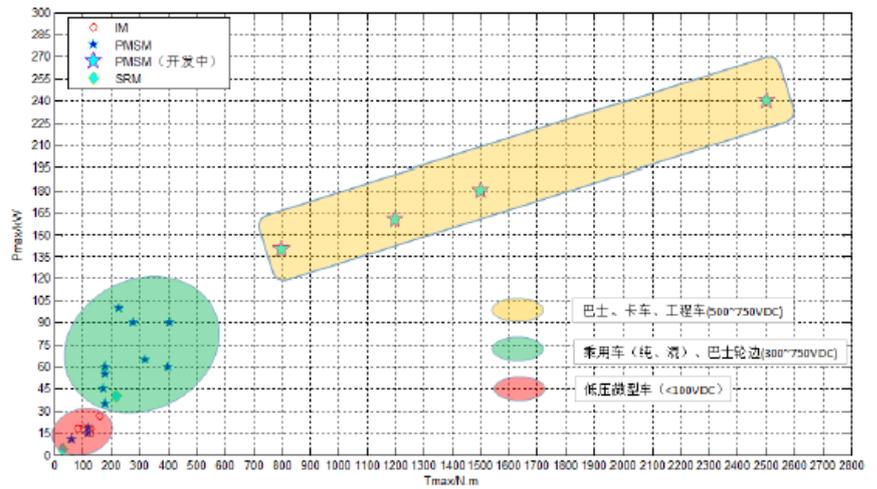
产品名称	技术主要特点	应用领域或产品	目前所处阶段
10KW 异步电机	低噪音，轻量化设计	新能源乘用车	批量生产
9KW 异步电机	低噪音，轻量化设计	新能源乘用车	批量生产
13.5KW 异步电机	低噪音，轻量化设计	新能源乘用车	小批量生产
18KW 永磁同步电机	低噪音，高功率质量比，宽高效区间，良好的匹配性	新能源物流车，新能源乘用车	批量生产
35KW 永磁同步轮边电机	低噪音，高功率质量比，宽高效区间，良好的匹配性	新能源客车	样件路试
30KW 永磁同步电机	低噪音，高功率质量比，宽高效区间，良好的匹配性	新能源物流车	小批量生产
45KW 永磁同步电机	低噪音，高功率质量比，宽高效区间，良好的匹配性	新能源中巴车	样件试制

资料来源：公司公告

本次收购将公司汽车零部件业务延伸至汽车动力总成电子控制领域，使公司兼具硬件执行机构及软件控制系统的完善产品结构，并从新能源汽车驱动系统供应商升级为国内少数的整车动力总成等系统集成商之一，拥有在整车控制器、转向控制、电机控制等控制平台上配套驱动电机等执行机构的系统集成能力。

方正电机驱动系统产品覆盖的车型也将从原来的低速电动车、轻卡等领域全面扩展至低速电动车、乘用车、商用车（包括客车、中巴及物流车等）全系列、全类型，完善了公司的新能源汽车驱动系统产品结构，提高了公司的产品竞争力及盈利能力。本次收购完成后，公司的驱动电机系统图谱如下，其中IM指交流异步电机、PMSM指永磁同步电机、SRM指开关磁阻电机。

图表 14.方正电机完成新能源驱动电机系统全面布局



资料来源：公司公告

通过收购和整合，公司与上海海能和杭州德沃仕形成了有效的协同作用。上海海能在柴油机控制等领域具有极强的技术能力，但在销售终端上布局略有不足，方正电机的广泛销售终端可以增加海能的销售渠道，有效的实现销售端的客户共享。杭州德沃仕在驱动电机领域技术能力和市场能力出众，但在产能等制造领域略有不足，方正电机在电机制造领域经验丰富，制造能力强，可以进行很好的弥补，达到制造端的协同效应。

收购完成后，公司的客户也全面开花，囊括了低速电动车的河北御捷和山东瑞驰、乘用车的众泰、商用车的宇通客车，以及中巴车和物流车的浙江时空等，完成了全车型领域的市场覆盖，极大拓展了市场空间，为新能源驱动电机业务的高速发展打下了良好的基础。

图表 15. 新能源驱动电机主要客户



资料来源：公司网站，中银国际研究

在乘用车领域，德沃仕是众泰汽车主要驱动系统供应商之一。2015年1季度，我国新能源汽车累计销售2.65万辆，同比增长2.8倍，其中众泰汽车累计销量约为0.34万辆，市场占有率约13%。此外，德沃仕已经与广汽吉奥汽车有限公司签署技术合作协议，开发纯电动物流车辆的高效永磁同步驱动系统。

在商用车领域，德沃仕已经与国内客车行业龙头宇通客车签署新能源汽车轮边电机的战略合作协议及技术合作协议，双方就新能源汽车轮边电机共同开发合作以推进轮边电机系统产业化，目前项目顺利推进中，正处于路试阶段。在中巴车和物流车等领域，客户还包括东风汽车、杭州新时空电动汽车有限公司、杭州泓源电动汽车有限公司等。

2015年1-3月，上海海能的控制器产量和销量均超过4万，已经接近2014年全年产销量的一半。杭州德沃仕在2015年1-3月累计销售收入超过900万元，已经超过2014年全年销售额，呈爆发式增长态势。

未来随着节能减排的推进和新能源汽车的高速增长，凭借着领先的技术优势、全面的产品布局和广阔的市场渠道优势，新能源汽车驱动电机业务的收入和利润必将伴随着新能源汽车市场的高速增长而爆发。

## 排放标准升级，高技术壁垒带来高利润

### 排放标准升级，柴油机电控+SCR 渗透率有望翻番

近年来，随着雾霾天的日益频发，公众对于环境和空气质量日益关心。为了保护环境，国家制定了日益严厉的法规，限值汽车排放。自 2015 年 1 月起柴油车全面实施国四排放标准，而北京市自 2015 年 6 月 1 日起，对重型柴油车实施国五阶段排放标准，预计到 2017 年推广全国实施。

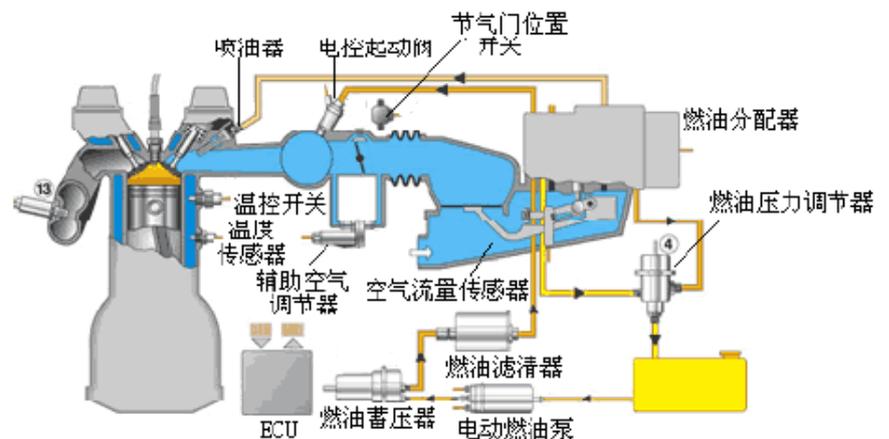
为了满足国四和国五阶段的排放标准，柴油机必须采用电控技术，对燃油的喷射压力和时间等进行控制，以及对尾气进行后处理。尾气处理目前有两种技术路线：一类是通过使用选择性催化还原(SCR)技术，利用尿素溶液对尾气中的氮氧化物进行处理；还有一类是通过微粒捕集器 (DPF) 或微粒催化转换器，针对燃烧产生的微粒进行处理的废气再循环技术 (EGR)。在技术路线方面，国内主流企业一致认为电控+SCR 将是未来国内柴油机排放继续升级的主要技术方向，主要原因是能够节省燃油消耗，发动机舱设计更改小，发动机平台共用性好等。

在 2014 年以前，由于监管力度不足，市场上假国四的柴油车盛行。但随着 2014 年央视等媒体的持续曝光，监管也越来越严，假国四产品逐渐失去生存空间。未来随着国内柴油机国四国五标准的逐步实施，电控+SCR 技术必将得到大面积的推广实施，预计电控+SCR 的渗透率将达到 80% 以上，发展空间巨大。

### 高技术壁垒助力收入利润高增长

发动机电子控制是汽车电子控制中最关键、最复杂及技术门槛最高的领域之一，柴油发动机喷射系统作为柴油发动机电子控制系统的核心，由 ECU 及其它配套喷射部件组成。

图表 16. 柴油机 ECU 及燃油喷射系统构成



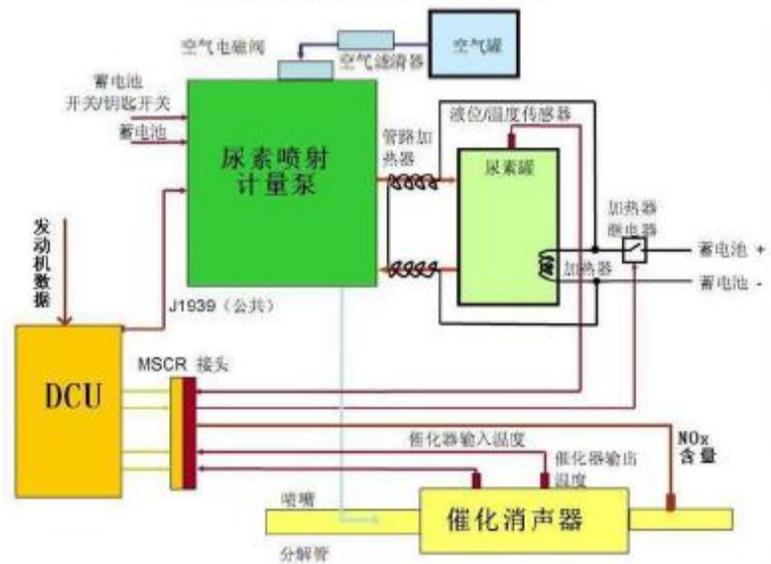
资料来源：公司公告

上海海能是国内最早实现 ECU 批产的自主品牌企业，已累计生产和配套应用 ECU 超过 7 万套，自主品牌中市场占有率第一。上海海能的 ECU 产品支持单体泵和高压共轨等主流供油系统，可控制 4-16 缸柴油发动机，发动机排放满足国四及以上排放标准，技术水平已达到国际先进企业同类产品标准。

SCR 尾气后处理系统主要包括催化器（含催化剂和催化剂载体）、传感器（氮氧化物传感器、温度传感器等）、DCU 控制器（电子+执行）、尿素储存罐、空气和尿素管道、计量泵和喷嘴、以及后氧化催化器等。DCU 是柴油机 SCR 尾气后处理系统的重要组成部分，发挥着“大脑”的控制功能，包括数据的存储、接收、计算以及发送相关指令。

上海海能的 DCU 产品已实现大批量生产供应，市场累计销售超过 10 万套，具备超强硬件、容量管理、温度管理、实时监测、故障诊断及失效处理等全系列的控制功能。

图表 17. 柴油机 SCR 尾气后处理系统

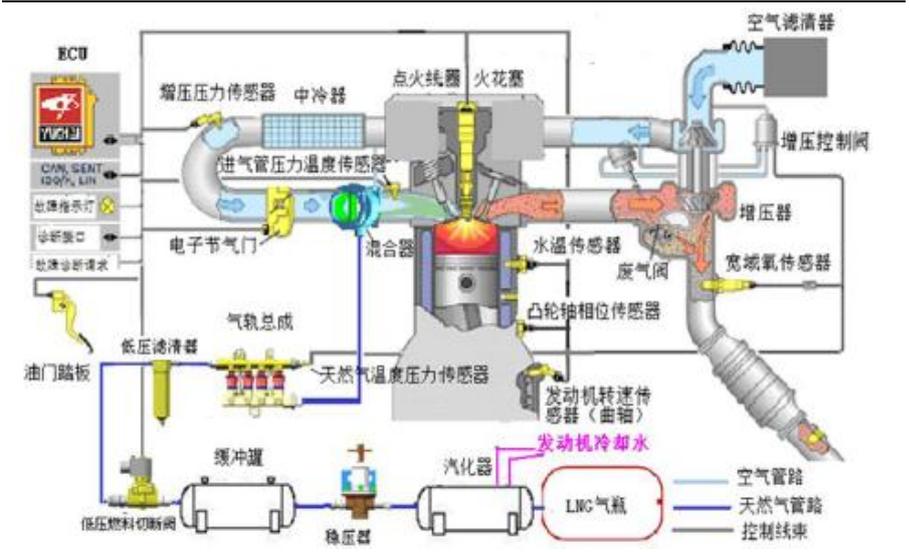


资料来源：公司公告

上海海能是国内行业领先的 ECU+DCU 供应商，其主要客户玉柴集团是国内最大的柴油机生产企业，柴油机产量 2014 年超过 50 万台。目前 ECU 市场上主要是 Bosch 等国外厂商占据主导地位。而作为柴油机的核心部件，未来国产化是趋势所在，国产化的替代空间巨大。极强的技术壁垒带来独特的竞争优势，海能未来 ECU+DCU 的销售收入和利润必将随之高速增长。

天然气汽车与普通柴油动力汽车相比，具有节能环保和使用成本低等优点。排放尾气中不含硫化物和铅，一氧化碳降低 80%，碳氢化合物降低 60%，氮氧化合物降低 70%。近几年我国天然气汽车快速发展，2014 年国内天然气汽车的保有量已经超过 400 万辆。

图表 18.天然气发动机控制系统



资料来源：公司公告

上海海能气体发动机控制类产品主要包括气体发动机电喷系统（含控制单元），适用于压缩天然气（CNG）及液化天然气（LNG）汽车，是国内商用车市场最大的气体发动机控制器自主品牌供应商，市场占有率约 1/3。而气体发动机控制类产品主要成套出售，主要包括控制系统和喷射系统等，价格和毛利率都较高，未来天然气汽车市场的爆发将会带来业绩的快速增长。

AMT 变速箱是在干式离合器和齿轮变速器基础上加装微机控制的自动变速系统，能根据车速、油门、驾驶员命令等参数，实现换挡过程的操纵自动化，具有传动效率高、结构紧凑、成本低、省油、易于制造、工作可靠及操纵方便等优点，尤其适合于我国大、中巴与载重车应用。AMT 变速箱的驾驶舒适性显著优于手动变速箱（MT），成本大幅低于全自动变速箱（AT），已经成为全球商用车的发展方向。

图表 19.AMT 变速箱主要构成



资料来源：公司公告

上海海能是国内少数实现 AMT 自动变速箱产业化的自主品牌企业之一，产品已经在各地公交有效运行一年以上，产品的可靠性得到充分认证，具备显著的先发优势与技术优势，与国外产品相比有明显的价格优势。未来随着国内公交车等商用车的更新换代，AMT 的销售有望大幅增长。

上海海能在节能减排领域布局完善，产品主要包括柴油机 ECU、DCU、气体发动机控制器和 AMT 控制器等，均具有极高的技术壁垒，技术实力和市场份额国内领先。随着柴油机排放标准的升级和节能减排的逐步推进，这部分业务将会持续高速发展，贡献更多收益。

## 汽车座椅电机产能释放带来业绩释放

### 座椅电机产能释放加全球项目应用，业绩有望持续高增长

在 2010 年以前一般只有中档以上的乘用车才会配置座椅电机，近年来随着用户对舒适性要求的不断提高，汽车座椅电机装配比率正在逐渐上升。每个电动座椅一般配有 1-4 只座椅电机，最多可达 8 只，主要是永磁直流式电机。

在汽车座椅电机行业的全球市场格局中，日本和德国企业占据了领先地位，主要的 8 家汽车座椅电机供应商占据了全球市场 70% 份额。中国大陆企业大都规模较小，技术水平有一定差距。中国的汽车座椅电机市场目前主要由外资厂商主导，截至 2013 年中国大陆企业座椅电机产量超过 100 万台的仅有胜华波集团和方正电机 2 家，未来国产化替代的空间巨大。

公司座椅电机主要客户为上海延锋江森座椅有限公司，主要提供合资、外资中高端车型，增长速度较快。另外公司汽车电机产品已经成为美国江森公司（全球 500 强企业）在大陆的首选供应商，并且成功进入通用汽车及一汽大众等知名汽车企业配套体系。

图表 20. 汽车座椅电机



资料来源：百度图片

目前公司的座椅电机配套主要是后提升座椅在全球车型平台上的应用，其它电机如前提升电机、水平电机和调角电机仅在国内汽车厂商小批量配套。未来公司将会陆续开展包括前提升电机、水平电机、调角电机等产品的全球项目应用，增长空间将是现在产量的数倍，潜力巨大。

2014 年，公司汽车用座椅电机业务增长明显，目前已形成年产汽车配套电机（座椅电机）超过 300 万套的生产能力，全年产量超过 180 万台套。随着产能的逐步释放和前提升电机、调角电机等产品的全球项目应用，座椅电机业务将会成为公司新的增长点。2015 年销售额预计将突破 8,000 万元，2016 年有望增长 50% 以上。

### 收购湖北钱潮，协同效应助力雨刮总成业务快速增长

公司 2014 年完成收购湖北钱潮，其主营汽车雨刮器总成和汽车制动阀等产品，目前主要为东风公司等重卡客户配套。

除了重卡客户，未来公司也会发掘其他业务链上的汽车企业成为新客户，如供应座椅电机的传统乘用车等，有效的实现销售端的客户共享。雨刮总成中主要由雨刮电机和刮杆等组成，其中雨刮电机可以共享电机生产线以降低成本，实现制造端的协同效应。

图表 21.雨刮总成



资料来源：百度图片

此次收购湖北钱潮，既开拓了雨刮总成和制动阀等汽车零部件市场，又丰富了汽车电机的应用范围，在制造端和销售端都具有较好的协同效应。未来随着新能源汽车等乘用车新客户的引进，雨刮总成等业务有望快速增长。

## 家电升级换代推动智能控制器快速增长

### 家电升级换代推动智能控制器需求快速增长

智能控制器是指在仪器设备中为完成特定用途而设计实现的计算机控制单元，一般是以微控制器（MCU）芯片或数字信号处理器（DSP）芯片为核心，在仪器、设备、装置或者系统中发挥着“大脑”的作用，在家用电器、工业设备、汽车电子等领域应用广泛。

图表 22.智能控制器应用广阔

应用领域	主要产品
家用电器	空调类、洗碗机、家用吸尘器、电磁炉、壁炉、电熨斗、热水器、冰箱、洗衣机等产品智能控制器
工业设备与电动工具	工业缝纫机、工业吸尘器、搅拌机、水泵等产品智能控制器
智能建筑与安防	智能照明开关、安防、消防等产品智能控制器
汽车电子	汽车动平衡仪、汽车空调、电动汽车驱动电机等产品智能控制器

资料来源：公司公告

近年来，家电智能控制器需求快速增长，主要需求来自三个方面。第一，新增家电需求稳定增长。第二，家电产品升级换代。目前国内家电智能控制器的渗透率在40%-50%，随着家电产品逐步向智能化和移动化等方向发展，未来智能控制器的渗透率提升空间巨大。第三，国外家电厂商配套需求。国际家电巨头对电子控制器外部采购量超过100亿人民币，目前还主要通过海外专业家电控制器供应商采购，未来国内厂商有较大的替代空间。

图表 23.家电智能化浪潮来袭



资料来源：百度图片

高科润自 1990 年开始专注于智能控制器行业的研发、生产与销售，拥有超过 60 人的研发团队，具备了扎实的技术与工艺基础，拥有产品自主知识产权。公司智能控制器产品覆盖多个领域，积累了海内外大量客户，与众多优质客户建立了长期稳定的合作关系。

**图表 24.高科润家电控制器领域广泛布局**



资料来源：公司网站

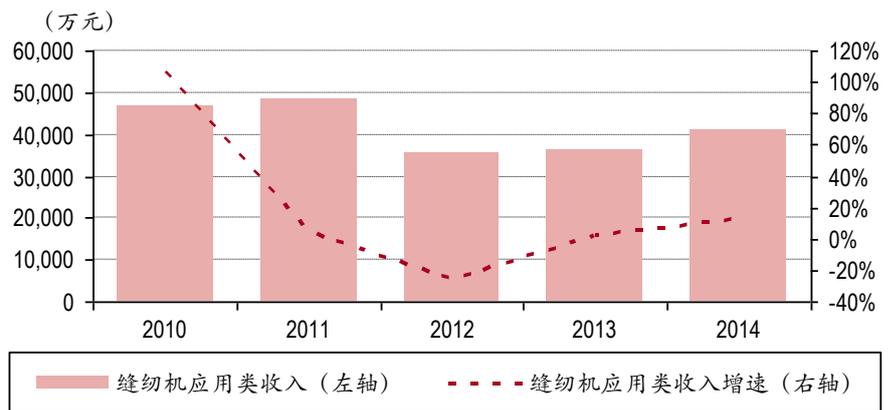
高科润产品主要包括家用电器智能控制器、汽车电子智能控制器等，其中家用电器智能控制器收入占比约 70%，覆盖了大部分家电产品。在未来家电智能化的浪潮中，智能控制器业务有望保持高速增长。

## 家用缝纫机电机业务平稳发展

缝纫机应用类的市场需求主要取决于国内外纺织服装等下游行业用户的产销情况和景气程度。目前纺织行业面临的发展形势仍较为复杂，但从长远来看，随着世界人口的增长以及人们生活水平的提高，未来对纺织服装的需求无论从数量到质量都还会有明显的提高。据预测，至 2030 年我国服装市场容量都将以平均每年至少 10% 的速度增长，缝纫机应用类业务在未来也将保持稳定的小幅度增长趋势。

公司目前在缝纫机应用类的业务主要包括家用缝纫机电机和电脑高速自动平缝机，其中家用缝纫机电机产量及出口量均居全国第一，全球市场占有率约为 80%，电脑高速自动平缝机产品产销也位居国内同类企业前列。公司属国家高新技术企业，技术能力强，建有浙江省博士后工作站试点单位和省级高新技术研究开发中心。公司市场开拓能力和产品销售能力出色，现已形成较为成熟的国际、国内营销网络，销售渠道稳定通畅，覆盖范围广泛。

图表 25. 缝纫机应用类收入稳步增长



资料来源：公司公告，中银国际研究

近三年来，公司缝纫机应用类收入实现稳步增长。公司全资子公司方正电机（越南）有限责任公司主要从事家用缝纫机电机的生产和销售，已正式通过客户产品验证，开始批量生产。越南具有人力成本低廉等优势，未来公司在家用缝纫机电机业务上的产品利润率有望得到提升，继续保持家用缝纫机电机等细分市场的行业龙头地位，实现平稳增长。

## 盈利预测及投资建议

### 新能源汽车驱动电机和节能减排产品

根据公司公告信息，上海海能在 2015-2017 年承诺净利润分别不低于 7,600 万元、8,000 万元及 8,400 万元，杭州德沃仕在 2015-2017 年承诺净利润分别不低于 1,650 万元、2,400 万元及 3,500 万元。

随着新能源汽车的蓬勃发展，以及柴油机排放标准的逐步升级，新能源驱动电机系统和节能减排产品有望保持高速增长。鉴于上海海能和杭州德沃仕在相关领域具有较强的竞争优势，我们认为上海海能和杭州德沃仕能够超额完成业绩承诺。预计上海海能在 2015-2017 年可以分别贡献 7,777 万元、10,496 万元及 12,366 万元净利润，杭州德沃仕在 2015-2017 年的净利润分别为 1,742 万元、3,383 万元及 5,411 万元。

### 汽车座椅电机

对于汽车座椅电机业务，公司目前已进入多家主流汽车厂商的供应商体系，随着产能的逐步释放和产品应用范围的扩大，业绩有望持续高速增长。2015 年销售额预计约 8,000 万元，2016 年和 2017 年预计增速可达 50% 以上，销售收入有望突破 1.2 亿和 1.8 亿。汽车座椅电机毛利率稳定在 17% 左右，因此 2015-2017 年毛利润有望达到 1,360 万、2,040 万元和 2,448 万。

### 智能控制器

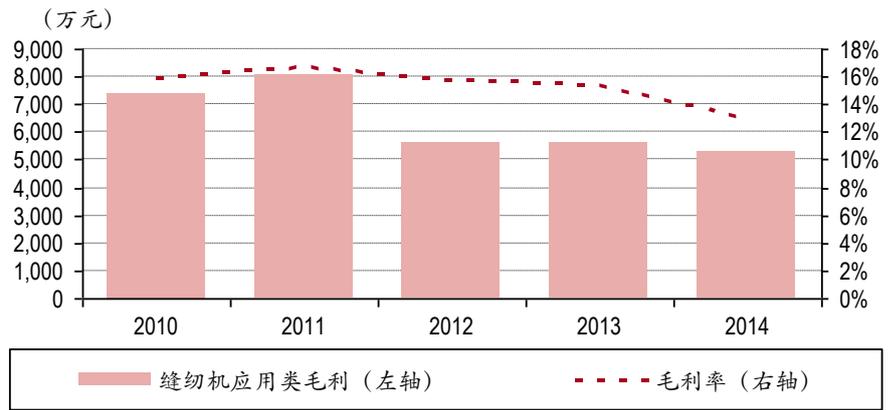
根据公司公告信息，深圳高科润在 2014-2016 年承诺净利润分别不低于 1,800 万元、2,000 万元及 2,200 万元。

随着家电升级和智能化的浪潮来临，未来家电等领域的智能控制器有望保持较高增长，深圳高科润的相关业务有望持续受益。2015 年销售额将突破 2.5 亿元，未来有望将保持 20-30% 高增长。预计 2015-2017 年净利润分别为 2,231 万、2,789 万和 3,486 万。

### 缝纫机应用类

缝纫机应用类收入在未来有望保持平稳增长，毛利率也稳定在 15% 左右。预计 2015-2017 年销售收入分别为 3.7 亿、4.01 亿和 4.35 亿元，毛利润分别为 5,570 万、6,036 万和 6,598 万。

图表 26. 缝纫机应用类毛利率较为稳定



资料来源：公司公告，中银国际研究

### 盈利预测和投资建议

我们预计方正电机 2015-2017 年每股收益分别为 0.55 元、0.83 元和 1.11 元。我们采取分部估值，以 2017 年业绩为基础，给予公司缝纫机应用类业务 15 倍动态市盈率，智能控制器业务和汽车座椅电机等业务 25 倍动态市盈率，新能源汽车驱动电机和节能减排零部件等业务 40 倍动态市盈率，公司合理目标价为 33.80 元，维持 **买入** 评级。

## 风险提示

- 1) 收购不能按照预定方案进行;
- 2) 新能源驱动电机业务发展不及预期。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	487	622	1,208	1,640	2,161
销售成本	(409)	(525)	(912)	(1,218)	(1,597)
经营费用	(52)	(66)	(100)	(148)	(203)
息税折旧前利润	26	31	196	274	361
折旧及摊销	(19)	(24)	(26)	(26)	(27)
经营利润(息税前利润)	7	7	170	248	334
净利息收入/(费用)	(13)	(8)	(6)	(3)	(3)
其他收益/(损失)	11	13	11	17	22
税前利润	6	12	175	261	353
所得税	(0)	(2)	(31)	(46)	(63)
少数股东权益	0	0	5	0	0
净利润	5	10	149	215	290
核心净利润	6	12	151	217	293
每股收益(人民币)	0.036	0.060	0.551	0.826	1.107
核心每股收益(人民币)	0.039	0.068	0.570	0.822	1.108
每股股息(人民币)	0.100	0.104	0.055	0.083	0.111
收入增长(%)	2	28	94	36	32
息税前利润增长(%)	(75)	(8)	2,497	45	35
息税折旧前利润增长(%)	(43)	21	532	40	32
每股收益增长(%)	(79)	64	823	50	34
核心每股收益增长(%)	(79)	73	743	44	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	6	12	175	261	353
折旧与摊销	19	24	26	26	27
净利息费用	13	8	6	3	3
运营资本变动	56	18	(62)	(49)	2
税金	(0)	(2)	(25)	(43)	(60)
其他经营现金流	(15)	10	(180)	(164)	(201)
经营活动产生的现金流	77	70	(59)	34	123
购买固定资产净值	(1)	58	6	6	6
投资减少/增加	1	(67)	2	3	4
其他投资现金流	(63)	(85)	(11)	(11)	(11)
投资活动产生的现金流	(63)	(94)	(3)	(3)	(2)
净增权益	(15)	(18)	(15)	(22)	(29)
净增债务	(120)	39	(112)	36	(37)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	308	(40)	36	(106)	(224)
融资活动产生的现金流	174	8	(38)	11	(69)
现金变动	188	(16)	(100)	43	52
期初现金	47	238	221	121	164
公司自由现金流	15	(24)	(62)	32	121
权益自由现金流	(92)	22	(168)	72	87

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	242	276	142	191	250
应收帐款	122	208	362	492	648
库存	191	248	447	607	800
其他流动资产	19	14	45	60	79
流动资产总计	574	746	997	1,350	1,777
固定资产	286	294	277	259	240
无形资产	34	92	90	87	85
其他长期资产	8	62	62	62	62
长期资产总计	327	448	429	407	387
总资产	903	1,272	1,502	1,832	2,238
应付帐款	136	251	332	446	585
短期债务	111	150	37	62	37
其他流动负债	24	36	68	51	92
流动负债总计	271	436	437	559	713
长期借款	0	0	1	12	0
其他长期负债	15	18	16	17	17
股本	149	171	264	264	264
储备	469	637	768	964	1,228
股东权益	618	808	1,032	1,229	1,492
少数股东权益	0	11	16	16	16
总负债及权益	903	1,272	1,502	1,832	2,238
每股帐面价值(人民币)	4.14	4.73	3.91	4.65	5.65
每股有形资产(人民币)	3.91	4.19	3.57	4.32	5.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.85)	(0.42)	(0.31)	(0.34)	(0.68)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.3	5.0	16.2	16.7	16.7
息税前利润率(%)	1.5	1.1	14.1	15.1	15.5
税前利润率(%)	1.2	2.0	14.5	15.9	16.3
净利率(%)	1.1	1.6	12.4	13.1	13.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.1	1.7	2.3	2.4	2.5
利息覆盖率(倍)	0.6	0.9	27.3	72.4	109.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.1	1.3	1.3	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	738.5	451.0	48.9	32.6	24.3
核心业务市盈率(倍)	688.4	397.6	47.2	32.7	24.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	864.9	499.6	59.2	41.1	30.5
市净率(倍)	6.5	5.7	6.9	5.8	4.8
价格/现金流(倍)	51.9	65.7	(120.2)	206.1	57.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	182.1	152.6	24.1	17.2	12.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	163.3	152.4	139.0	157.9	160.7
应收帐款周转天数	99.8	96.7	86.1	95.1	96.3
应付帐款周转天数	88.6	113.5	88.1	86.6	87.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	274.5	175.1	9.8	10.2	10.1
净资产收益率(%)	1.2	1.4	16.2	19.0	21.3
资产收益率(%)	0.9	0.5	10.1	12.2	13.5
已运用资本收益率(%)	0.2	0.3	3.5	4.5	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

宇通客车(600066.CH/人民币 19.72, 买入)

东风汽车(600006.CH/人民币9.83, 买入)

以2015年7月24日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371