

大洋电机 (002249)

鲲鹏振翅，鱼跃大洋

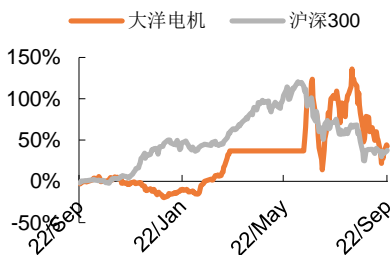
强烈推荐 (维持)

现价: 9.92 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.broad-ocean.com.cn
大股东/持股	鲁楚平/43.82%
实际控制人/持股	鲁楚平/37.21%
总股本(百万股)	1,723
流通 A 股(百万股)	905
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	170.90
流通 A 股市值(亿元)	89.63
每股净资产(元)	2.04
资产负债率(%)	44.10

行情走势图



相关研究报告

《大洋电机*002249*百亿基金打造新能源汽车运营平台》 2015-08-28

证券分析师

余兵
 投资咨询资格编号:S1060511010004
 电话 021-38636729
 邮箱 YUBING006@pingan.com.cn

研究助理

朱栋
 一般证券从业资格编号:S1060114070038
 电话 021-20661645
 邮箱 ZHUDONG615@pingan.com.cn

皮秀
 一般证券从业资格编号:S1060115060018
 邮箱 PIXIU809@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

新能源汽车驶入成长快车道，公司是产业链受益确定性最高的标的之一，收购上海电驱动后将成为国内最大的新能源汽车电机电控供应商，市占份额近 1/3；预计到 2017 年，该项业务净利润有望达 3 亿元，实现再造一个大洋。随着百亿产业基金、全国性推广平台的落地，公司运营业务的商业模式有望加速成型，进而向充电、电池、储能、售电等领域外延。

平安观点：

- **全球电机领军者，新业务并蒂花开：**公司是全球家电电机的领军者，2014 年销量超 4000 万台。近年来，公司通过外延并购向车辆旋转电器、新能源汽车动力总成、运营等新领域不断拓展。
- **收购上海电驱动，产研完美融合：**电机驱动系统是新能源汽车的心脏，未来六年其累计市场规模有望达 1600 亿元。预计公司于 4Q15 或 16 年初完成对上海电驱动的收购，市占份额近 1/3，实现了对主流新能源车厂的全面覆盖，龙头乘用车厂北汽、奇瑞等的深度绑定。预计 15~17 年该项业务营收在 2.5/2.2/3.2 亿，贡献净利润 0.25/2.2/3.2 亿。
- **政府加码运营补贴，大洋百亿基金延拓下游：**13~15 年示范城市的推广目标或难完成，政府将进一步加大对新能源公交车的运营补助。近期公司收购中新汽 30% 股份，参设百亿产业基金，新能源汽车运营业务的商业模式有望加速成型，实现战略卡位终端用户。
- **旋转电器渐入佳境，家用电机稳步前行：**家用电机和车载旋转电器业务，在未来宏观经济结构趋稳的态势下有望实现稳健增长，其中旋转电器业务正进入整合上升通道，有望维持两位数以上的增长。
- **盈利预测、估值与评级：**暂不考虑新能源汽车运营业务，按上海电驱动 16 年初完成并表，预计公司 15~17 年归母后净利润增速分别为 35%/76%/41%，PE 对应 42.8/24.3/17.3 倍，低于当前的行业均值。我们看好公司的业绩弹性，及在新能源汽车领域的引领者地位和广阔的外延空间，维持“强烈推荐”评级，目标价 20 元。
- **风险提示：**宏观经济增速下滑；新能源汽车推广不利；收购公司整合不利。

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,443	5,596	8,385	10,302
YoY(%)	35.8	25.9	49.8	22.9
净利润(百万元)	297	400	702	990
YoY(%)	37.8	34.6	75.8	40.9
毛利率(%)	22.1	21.2	22.7	24.0
净利率(%)	6.7	7.1	8.4	9.6
ROE(%)	8.9	10.5	16.8	20.5
EPS(摊薄/元)	0.17	0.23	0.41	0.57
P/E(倍)	57.6	42.8	24.3	17.3
P/B(倍)	4.8	4.6	4.2	3.6

正文目录

一、全球电机领军者，大洋电机风蓬正举	5
二、新能源汽车之“心”飞扬	7
2.1 新能源汽车，梦想渐行渐近	7
2.2 电机驱动系统——新能源汽车的心脏	8
2.3 大洋电机+上海电驱动，产研的完美融合	12
三、顺流而下，战略卡位新能源汽车运营终端	15
3.1 新能源汽车运营市场前景广阔	16
3.2 大洋“中山模式”，先行一步	17
3.3 参股中新汽，一览海内山川	18
四、旋转电器渐入佳境，家用电机稳步前行	19
五、盈利预测、估值与评级	23
关键假设	23
盈利预测	24
估值分析	24
六、风险提示	25

图表目录

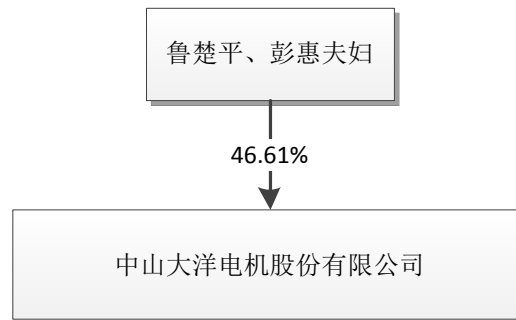
图表 1	上市公司股权结构	5	
图表 2	外延式并购加速四驱马车布局	5	
图表 3	近年来公司营收稳步增长	6	
图表 4	公司盈利水平趋高	6	
图表 5	公司各业务占比 (1H15)	6	
图表 6	公司利润率水平 (2012~1H15)	6	
图表 7	公司新业务实现快速增长 (1H15)	6	
图表 8	新能源汽车产业链蔚为成形	7	
图表 9	未来六年国内新能源汽车的年复合增速有望超 50%	8	
图表 10	14 年下半年新能源汽车加速放量	8	
图表 11	纯电动车牵引电机外形图	9	
图表 12	电机控制器外形图	9	
图表 13	电机驱动系统的基本组成框图	9	
图表 14	电机驱动系统的基本性能比较	9	
图表 15	国内新能源汽车电机驱动系统市场格局 (2014)	11	
图表 16	新能源汽车动力领域的产业图谱	11	
图表 17	上海电驱动产品销量 (单位: 套)	12	
图表 18	实现对国内主流新能源车厂的全面覆盖	13	
图表 19	新能源车企电机系统的核心供应链条	13	
图表 20	公司自有的动力总成业务有望维持倍速以上增长	14	
图表 21	到 2017 年上海电驱动营收有望超 20 亿元	15	
图表 22	预计到 2017 年上海电驱动归母后净利润近 2 亿元	15	
图表 23	政府新能源汽车示范城市推广计划 (2013~2015) 或难实现	16	
图表 24	节能与新能源公交车运营补助标准 (2015-2019 年)	单位: 万	16
图表 25	大洋电机的“中山模式”	17	
图表 26	正式参股中国新能源汽车有限公司	18	
图表 27	联手物流、车企构筑纵向产业联盟	18	
图表 28	车辆旋转电器业务发展事记	19	
图表 29	车辆旋转电器业务增长迅速	19	
图表 30	车辆旋转电器业务毛利率水平	19	
图表 31	杰诺瑞产品体系	20	
图表 32	杰诺瑞销售网络	20	
图表 33	芜湖杰诺瑞营收快速增长	20	
图表 34	芜湖杰诺瑞盈利趋高	20	
图表 35	佩特来集团的业务网络	21	
图表 36	北京佩特来的产品应用领域	21	

图表 37 北京佩特来营收持稳	22
图表 38 北京佩特来盈利向好	22
图表 39 空调用电机业务稳步增长	23
图表 40 非空调用电机业务营收增速较快	23
图表 41 盈利预测假设（单位：亿元）	24
图表 42 电机电控上市公司估值对比	25

一、全球电机领军者，大洋电机风蓬正举

大洋电机是全球家电电机领域的领军者，2014 年其家电电机销量超 4000 万台。公司的实际控制人为创始人鲁楚平先生及其夫人彭惠女士，两人合计持有公司 46.61% 的股份。

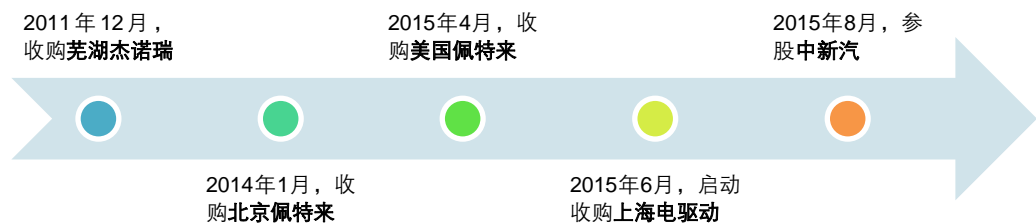
图表1 上市公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

近年来，公司通过外延并购积极向车辆旋转电器、新能源车辆动力总成等新领域拓展，先后收购杰诺瑞、佩特来、上海电驱动（进行中），已形成以家电电机、车辆旋转电器和新能源车辆动力总成成为主的三大业务布局；2014 年起，公司着眼于新能源汽车产业井喷式发展的契机，开始倾力打造新能源汽车下游运营服务的第四大业务布局。

图表2 外延式并购加速四驱马车布局

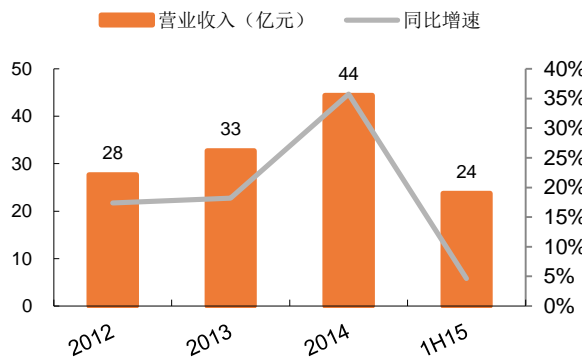


资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 主业稳健增长，新业务并蒂花开

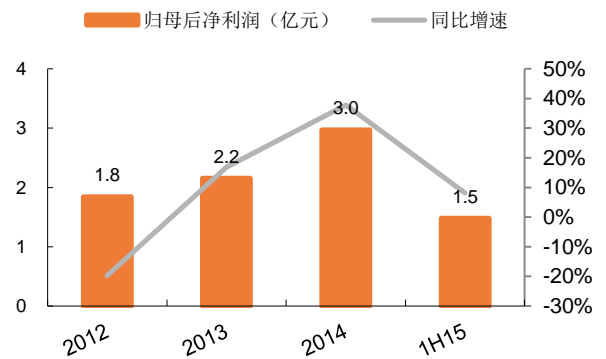
2015 年上半年，公司实现营收 23.75 亿元，同比增长 4.67%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.48 亿元，同比增长 8.11%；销售毛利率达 19.29%，同比下降 1.91 个百分点。

图表3 近年来公司营收稳步增长



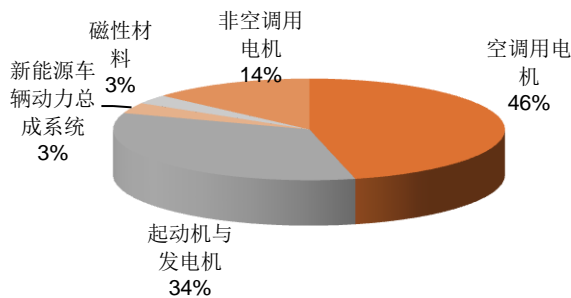
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表4 公司盈利水平趋高



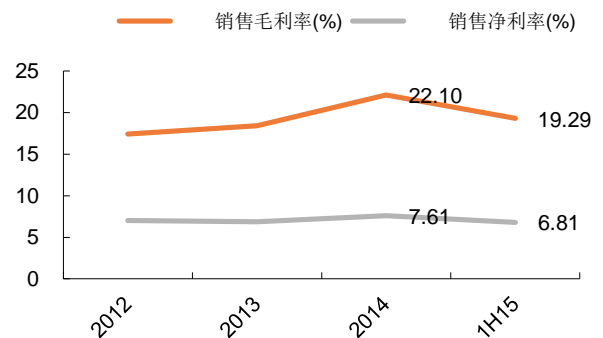
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表5 公司各业务占比 (1H15)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表6 公司利润率水平 (2012~1H15)



资料来源: Wind、平安证券研究所

受空调电机市场整体低迷及商用起动机与发动机市场下滑的影响, 2015 年上半年公司的业绩增幅未达预期, 其中空调用电机实现营收 10.79 亿元, 同比下降 14.56%; 非空调用电机营收 3.14 亿元, 同比增长 4.55%; 新能源车动力总成系统营收 0.79 亿元, 同比增长 433.13%; 磁性材料营收 0.68 亿元, 同比下降 7.95%; 起动机及发电机营收 7.93 亿元, 同比增长 42.61%。

图表7 公司新业务实现快速增长 (1H15)

业务	营业收入 (亿元)	营收同比	毛利率	毛利率同比增减
空调用电机	10.8	-14.56%	16.99	-1.96%
非空调用电机	3.1	4.55%	21.73	2.34%
起动机与发电机	7.9	42.61%	21.90	-7.32%
新能源车动力总成系统	0.8	433.13%	18.69	-4.14%
磁性材料	0.7	-7.95%	14.87	2.01%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

公司目前正处于新老业务并行发展的阶段，其中传统主业家用电机的下游主要与地产、家电的消费相关，车载旋转电器的下游主要面向传统汽车，此两块业务在未来宏观经济结构逐步调整趋稳的态势下有望实现稳健的增长；公司业绩增长的主要驱动力将来自新能源汽车领域，其以电机电控为核心的动力总成业务及下游租赁运维为拓展的运营服务业务，将助力公司的二次腾飞。

图表8 新能源汽车产业链蔚为成形



资料来源：中自网、平安证券研究所

二、新能源汽车之“心”飞扬

公司收购上海电驱动后，将一举成为国内最大的新能源汽车电机电控供应商，市占份额近 1/3；预计到 2017 年，公司的新能源汽车动力总成系统业务的营收有望达 30 亿元，贡献归母后净利润 3 亿元（公司 2014 年净利润为 3 亿元），实现再造一个大洋的愿景。

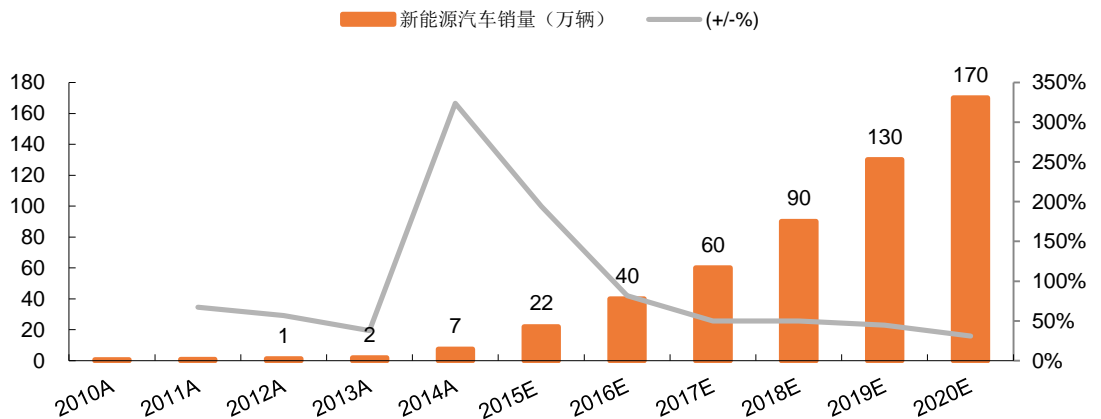
2.1 新能源汽车，梦想渐行渐近

新能源汽车产业是国家重点打造的战略性新兴产业，2012 年，国务院出台《节能与新能源汽车产业发展规划（2012~2020 年）》，提出到 2015 年，我国纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达到 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。

自规划提出、产业资本涌入以来，经过数年的育苗培养，新能源汽车的产业规模、技术水平、基础设施、受众认可等各方面都取得了一定的进展，尤其是 14 年 7 月国务院出台免征购置税等政策之后，新能源汽车的产销量出现持续井喷：2014 年销量达 7.48 万辆，同比增长 320%；2015 年 1~8 月生产 12.35 万辆，同比增长 3 倍。

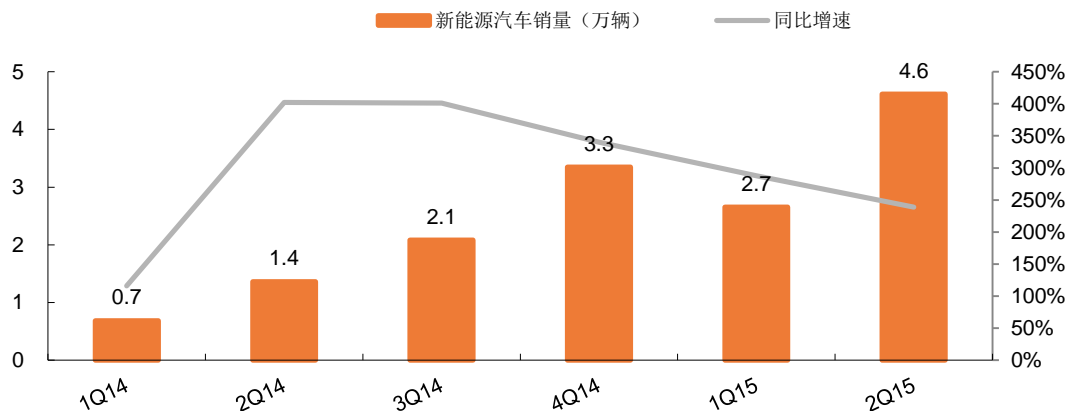
我们认为 2015 年的销量井喷，一方面源于示范城市年底考核时限的临近，另一方面则是摇号、送牌等优惠政策的叠加，考虑到新能源汽车产业的规模化效应，以及充电等基础设施完善所带来的性价比提升，未来新能源乘用车渗透率的快速提升将成为市场发展的主线。在中性条件下，预计 2015 年国内新能源汽车的销量将达 22 万辆，同比增长近 2 倍；未来六年的年复合增速有望超 50%。

图表9 未来六年国内新能源汽车的年复合增速有望超 50%



资料来源:中汽协、工信部、平安证券研究所

图表10 14年下半年新能源汽车加速放量



资料来源:中汽协、工信部、平安证券研究所

新能源汽车的核心部件包括电池、电机、电控，其中电机领域的产业路径最为清晰——电池领域尚存有技术路线之争，铁锂、三元、氢燃料谁会最后胜出仍无定论，而电机则无论在混动、纯电动，还是燃料电池车上都无可替代，随着新能源汽车产业的兴起，电机领域的受益确定性最强。

目前国内新能源汽车电机系统占到整车成本的近 15%，其中乘用车价格在 1~3 万元/套，商用车在 7~12 万元/套；按 2020 年新能源汽车保有量 500 万辆（商用车 100 万辆，乘用车 400 万辆），商用车 8 万/套，乘用车 2 万/套计，未来六年国内新能源汽车动力总成系统的累计市场规模有望达 1600 亿元。

2.2 电机驱动系统——新能源汽车的心脏

电机驱动系统是新能源汽车车辆行使中的主要执行结构，相当于燃油车中的发动机，其驱动特性决定了爬坡能力、加速能力以及最高车速等汽车行驶的主要性能指标。

电机驱动系统工况复杂，可以说是随机变化的：车辆的启动、加速、制动、停车、上坡、下坡、转弯、变道等是随机的；而在混合动力车中，又存在多种工作模式，如电机启动发动机、电机驱动、

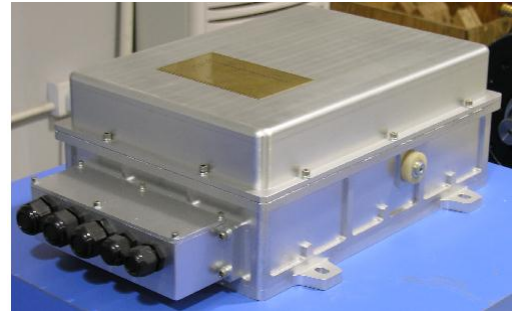
电机发电、电机制动能量回馈等，且电机驱动系统具体工作于何种模式也是随机的，因而电机驱动系统及其控制具有较高技术难度及制造门槛。

图表11 纯电动车牵引电机外形图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

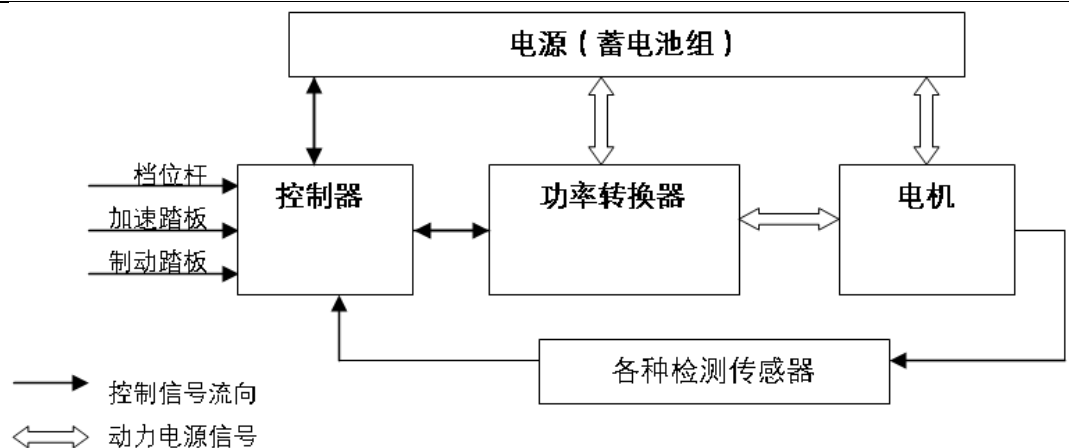
图表12 电机控制器外形图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

电动汽车的电机驱动系统主要由电动机、功率转换器、控制器、各种检测传感器以及电源等部分构成。

图表13 电机驱动系统的基本组成框图



资料来源：平安证券研究所

电动汽车最早采用的是直流电机系统，特点是成本低、控制简单，但重量大，需定期维护。随着电力电子技术、自动控制技术、计算机控制技术的发展，三相交流感应电机、永磁同步电机和开关磁阻电机显示出比直流电机更为优越的性能，目前已逐步取代了直流电机控制系统。

图表14 电机驱动系统的基本性能比较

项目	直流电机	感应电机	永磁电机	开关磁阻电机
功率密度	低	中	高	较高
峰值效率 (%)	85~89	90~95	95~97	<90
负荷效率 (%)	80~87	90~92	85~87	78~86
转速范围 (r/min)	4000~8000	12000~15000	4000~10000	>15000
可靠性	一般	好	好	好
结构的坚固性	差	好	一般	优秀

电机的外形尺寸	大	中	小	小
电动机的质量	重	中	轻	轻
电动机成本	中	较低	较高	较低
控制操作性能	好	好	最好	好
控制器装置成本系数	1	3.5	2.5	4.5
功率器件数	少	多	多	较多

资料来源: 中汽协、平安证券研究所

目前欧美车型的主流配置是交流感应电机,特点是成本低,但转速区间小,效率较低;中、日车型的主流配置是交流永磁电机,特点是转速区间大、效率高,但成本较高,目前日系车厂正在积极研发无需稀土永磁材料的开关磁阻电机技术。凭借丰富的稀土资源优势,国内新能源车型多采用永磁同步电机。

永磁同步电机是利用永磁体建立励磁磁场的同步电动机,其定子产生旋转磁场,转子用永磁材料制成。永磁同步电机与其他电机的主要区别是转子磁路结构。按照永磁体在转子位置的不同可分为三种:表面突出式、表面插入式和内置式。其中,内置式永磁同步电机结构灵活、设计自由度大,有望得到高性能,适合用做电动汽车等高效、高密度、宽调速的驱动电机。不足之处是由于电磁结构中转子励磁不能随意改变,导致电机弱磁困难,调速性能不如直流电机。

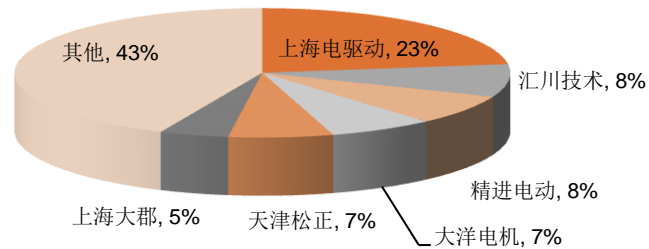
■ 产业集中度不断提升

纵观目前国内电机驱动系统企业,主要有三类:

- **具有传统整车及其零部件生产经验的汽车企业:**如比亚迪、万向集团、上汽集团、一汽集团、二汽集团、东风集团、深圳五洲龙、玉柴集团、中国南车等。该类企业多具有丰富的传统整车或零部件研发设计生产经验,具有雄厚的经济实力和人才储备。由于电机跟整车开发设计关系密切,在整车开发初期就要同步进行配合,这类企业具有先天的开发优势。
- **具有其它领域电机生产经验的企业:**如大洋电机、信质电机、方正电机、江特电机等。该类企业多具有多年传统电机研发设计生产经验,具有较雄厚的经济实力和研发储备。该类企业一般选择与高校、科研院所合作,同时绑定一家整车企业共同推进汽车用电机驱动系统的产业化。这类企业在电机本体的批量化生产方面具有独特优势。
- **专门针对电动车成立的电机企业:**如北京精进电动、上海电驱动、上海大郡等。该类企业多为归国人员或科研院所学术带头人创办,成立时间较晚,经济实力相对薄弱、融资渠道较为单一,但其具有整体设计研发上的优势,技术人才储备较为充足。

随着新能源汽车产业规模化进程的加深,电机企业在电机驱动领域的优势正逐步彰显:诸如大洋电机收购上海电驱动、信质电机参股上海鑫永/苏州和鑫/RMS、方正电机拟收购上海海能及杭州德沃士、正海磁材收购上海大郡、万向钱潮参股天津松正等,产业链上市公司正通过并购新能源电机企业实现强强联合,进而重塑产业竞争格局。

图表15 国内新能源汽车电机驱动系统市场格局（2014）



资料来源:公司公告、平安证券研究所推算

图表16 新能源汽车动力领域的产业图谱

公司	主业	新能源汽车电机驱动业务	产业动作
大洋电机	家用电机	1H15 营收 7,919 万元，同比增长 433.13%	拟收购上海电驱动 100% 股权，收购中新汽 30% 股权布局下游运营市场
上海电驱动	新能源汽车电机驱动	2014 年营收超 6 亿元，同比增长 193%，净利润 6670 万元，同比增长 1951%；在商用车和乘用车驱动电机系统领域的市场占有率分别达 26.90% 和 21.32%	拟并入大洋电机，承诺 2015~2017 年归属于母公司所有者的净利润分别不低于 9,400 万元、13,800 万元、18,900 万元
信质电机	汽车电机定转子	收购上海鑫永 75% 股权，与特斯拉电机供应商台湾富田电机建立战略合作；收购苏州和鑫 23.98% 股权，进入宇通电机供应链；收购美国 RMS 40% 股权，引入先进驱动电机电控技术	拟定增募资不超过 12 亿元用于年产 50 万套新能源汽车电驱动系统定转子新建项目等
方正电机	缝纫机电机	1H15，重点拓展新能源物流车及低速纯电动乘用车市场，开始对绿巨能等客户批量供货；继续开展 PUNCH 混合动力汽车用驱动电机的研发和样件制造	拟收购上海海能和杭州德沃仕 100% 股权，产品覆盖整车控制器、转向控制、电机控制等整车动力总成系统
江特电机	起重冶金电机	1H15 营收 4609 万元，同比增长 438.41%	拟 9.5 亿收购九龙汽车 32.62% 股权
正海磁材 (上海大郡)	钕铁硼永磁材料	2015 年收购完成上海大郡 81.5% 股权，上海大郡 2Q15 营收超 1.3 亿，2015~2017 年承诺扣非后净利润分别为 2000 万/3500 万/5000 万元	上海大郡出资 600 万元与卧龙电气、绍兴澳特彼共同设立浙江卧龙大郡新能源电机有限公司，占注册资本 30%
北京精进	新能源汽车电机驱动	成立于 2008 年，提供电机和控制器的成套电驱动解决方案，覆盖纯电动、插电混、混合动力等主要技术路线；2015 年 8 月，公司新能源商用车驱动电机系统的生产、销售突破 1 万套	--
天津松正	新能源汽车电机驱动	2009 年进入节能与新能源汽车领域，2012 年混合动力公交车驱动系统全国市场占有率排名第一，是国内驱动电机系统及混合动力系统行业标准制定者之一	万向钱潮参股其 10% 股权

资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.3 大洋电机+上海电驱动，产研的完美融合

2015年6月，大洋电机启动了对上海电驱动100%股权的收购，公司借此一举成为国内最大的新能源汽车动力总成提供商，市占份额近1/3；该项收购预计于4Q15或16年初完成，按2016年计，公司15~17年动力总成业务营收有望达2.5/2.2/3.2亿，贡献净利润0.25/2.2/3.2亿。

大洋电机自2009年起介入新能源车动力总成领域，先后与北理工、东风汽车技术中心、中科院电工所等展开技术合作，同时拓展北汽新能源、奇瑞、长安等下游车厂。2014年，公司新能源车动力总成系统及控制器的销量达11472台，同比增长314.00%，市场份额近7%，实现营收9946万元，同比增长184.35%，毛利率达24.92%，同比提升4.72个百分点；1H15实现营收7,919万元，同比增长433.13%，毛利率达18.69%。

上海电驱动成立于2008年7月，是国内最早介入新能源汽车驱动电机系统的企业之一。2014年，上海电驱动实现营收超6亿元，同比增长193%，实现归属于母公司所有者的净利润6670万元，同比增长1951%；其产品在商用车和乘用车驱动电机系统领域的市场占有率分别达26.90%和21.32%。

图表17 上海电驱动产品销量（单位：套）

项目	2013	2014	1Q15
商用车动力总成系统	2142	5431	774
乘用车动力总成系统	6748	11317	2925

资料来源：中汽协、平安证券研究所

本次收购完成后，公司的新能源车动力总成业务将由上海电驱动总经理贡俊先生统一协调管理，在多个维度上碰撞出火花：1）横向上——产研互补、规模化壁垒；2）纵向上——客户协同、产业链整合。

➤ 产研互补

《国务院关于印发节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020年）的通知》中要求，到2015年，电驱动系统功率密度达到2.5千瓦/公斤以上，成本降至200元/千瓦以下；2015年2月发布的《国家重点研发计划新能源汽车重点专项实施方案（征求意见稿）》中要求，电机驱动控制器比功率2020年比2014年提高一倍。

目前上海电驱动典型驱动电机产品的功率密度已达3.0千瓦/公斤，典型控制器产品的功率密度达到8.0千瓦/公斤，处于业内领先水平。

技术研发方面，上海电驱动自成立伊始，即以技术研发见长，目前研发团队近200人，占员工总数的近1/4，历年研发投入占比在20%以上，已取得15项核心专利，直接主持和参与10余项国家和行业标准的制修订工作。大洋电机则在全球设有3处技术中心，分别位于中山、北京和底特律，拥有2个电驱动国家级实验室，设有博士后工作站。

规模化生产方面，大洋电机年产销电机超4千万台，在电机规模化生产的一致性控制上有着丰富的工艺及经验积累，目前已建立起中山、北京永丰、北汽大洋三大新能源汽车驱动电机生产基地，而上海电驱动则掌握了在拼块定子铁心与高密度绕线技术、定子水冷机座设计与整体铸造技术等方面的专业工艺技术。

➤ 规模化壁垒

随着新能源汽车销量的倍增，电机电控供应商的规模化生产能力日益成为降低单位成本和提升市场份额的利器，而生产能力的不足正成为制约公司电机电控业务发展的主要因素。

目前大洋电机的新能源汽车动力总成系统的产能达 1.3 万套，上海电驱动 2014 年的产能为 5.4 万套，其中商用车 1.6 万套、乘用车 3.8 万套。此次收购将配套融资 25 亿元，加码年产 18 万套的新能源汽车电机系统产业化项目、1.2 万套的基于 AMT 商用车插电式混合动力系统产业化项目。预计到 2017 年，上海电驱动的产能将增至 24.6 万套，将有效解决业务快速增长带来的产能瓶颈问题，进一步发挥规模效应，提升对供应商的议价能力，降低单位生产成本，巩固市场占有率。

➤ **客户资源方面，实现对主流新能源车厂的全面覆盖，龙头乘用车厂的深度绑定**

国内电机电控产品进入整车厂供应链的认证测试周期一般长达 1~2 年，因而客户资源是汽车零部件行业的核心竞争要素。目前大洋电机的下游客户包括北汽福田、北汽新能源、苏州金龙等，上海电驱动的客户则包括申沃、奇瑞、恒通客车等，基本囊括国内主流新能源车厂，拥有业内最广泛的客户资源。

图表18 实现对国内主流新能源车厂的全面覆盖



资料来源:公司公告、平安证券研究所

在乘用车领域，大洋电机是北汽新能源的主要供货商，二者成立有合资工厂，2014 年北汽在国内的纯电动乘用车销量排名前列；上海电驱动则是奇瑞、长安的主要供货商，2014 年奇瑞电动汽车的销量达 8605 辆，排名国内第三。新能源乘用车是产业的希望之所在，通过与龙头乘用车厂的深度绑定，公司有望分享到更多的行业成长硕果。

图表19 新能源车企电机系统的核心供应链条

新能源车企	核心供应商	
	电机	电机控制器
北汽	大洋电机、精进电动、上海大郡	
上汽	上海大郡	
奇瑞	上海电驱动	
长安	上海电驱动	
比亚迪	自配套	
北汽福田	大洋电机、上海电驱动	
宇通	万向、天津松正、苏州和鑫	汇川技术
厦门金龙	南阳电机、尤迪电机	福工动力、蓝海华腾

申沃	襄樊特种电机、万向	万向、株洲电力、蓝海华腾、福工动力
五洲龙	大连天元、上海大郡、五洲龙	五洲龙、上海大郡、蓝海华腾

资料来源：中汽协、平安证券研究所

➤ **产品链整合方面，实现对动力总成系统的全覆盖**

在电机电控领域，由提供单一的电机电控产品到完整的动力总成系统（电机+电控+电池PACK+BMS），正成为产业升级的一种最优路径。

上海电驱动已为国内外整车企业配套开发电驱动系统产品 200 多个，产品覆盖 3kW-200kW 功率范围，适用于混合动力与插电式客车、燃料电池与纯电动轿车、混合动力与插电式轿车、小型纯电动轿车等多种车型。

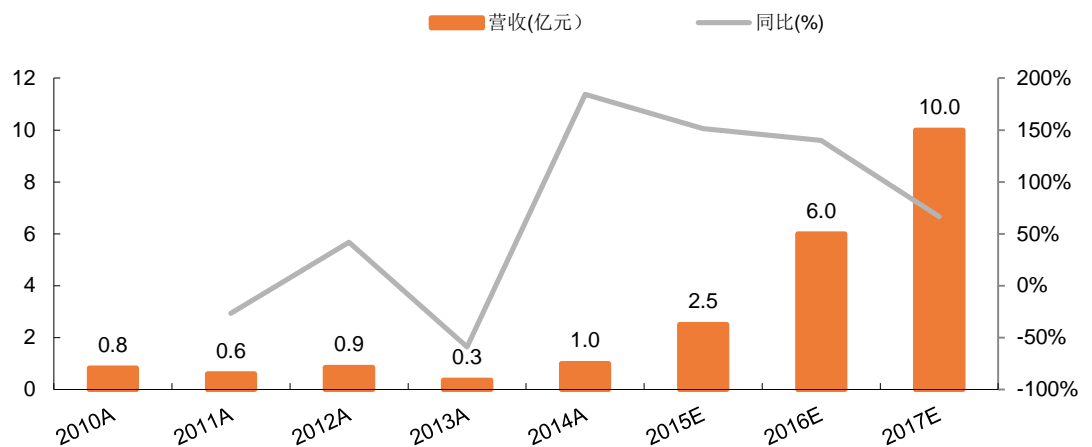
除电机/电控设备外，大洋电机可提供辅助动力装置，上海电驱动可提供电池 PACK+BMS 系统，具备有相应的产品技术团队。2014 年，上海电驱动在混合动力集成系统中新增了可选的电池包部件，实现营收 8,241 万元，毛利率 9.37%。

我们认为，电机+电控+电池的系统化集成，将产生 1+1>2 的产品协同效应，为客户提供灵活多样的系统解决方案。

■ **三年再造一个大洋**

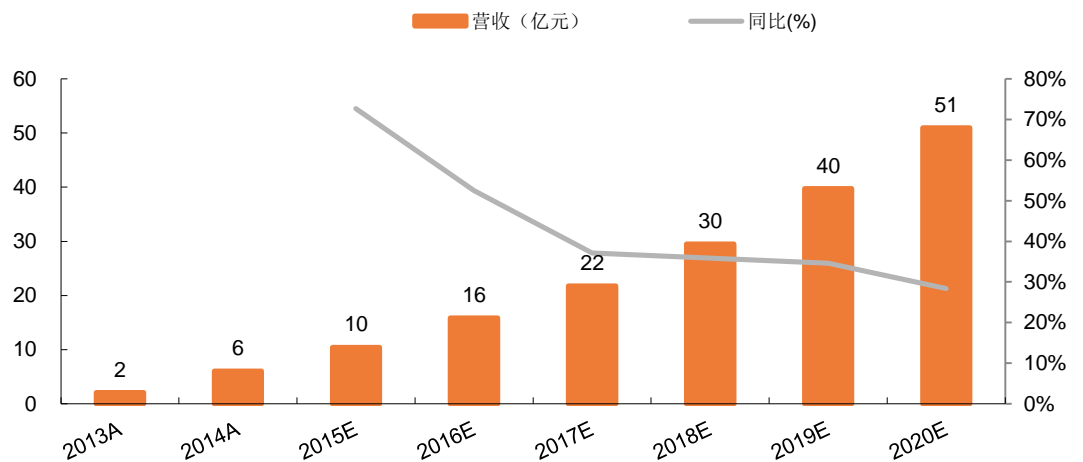
我们认为，大洋电机与上海电驱动的合并，是行业内产研融合的典范，双方不单在技术、制造上实现了优势互补，更在客户资源、产品体系上形成了无缝连接，受益于新能源汽车产业的爆发及强强联合的乘数效应，预计大洋电机和上海电驱动将进入新一轮的快速成长期。我们预计到 2017 年，公司的新能源汽车动力总成系统业务的营收有望达 30 亿元，贡献归母后净利润 3 亿元（公司 2014 年净利润为 3 亿元），实现再造一个大洋的愿景。

图表20 公司自有的动力总成业务有望维持倍速以上增长



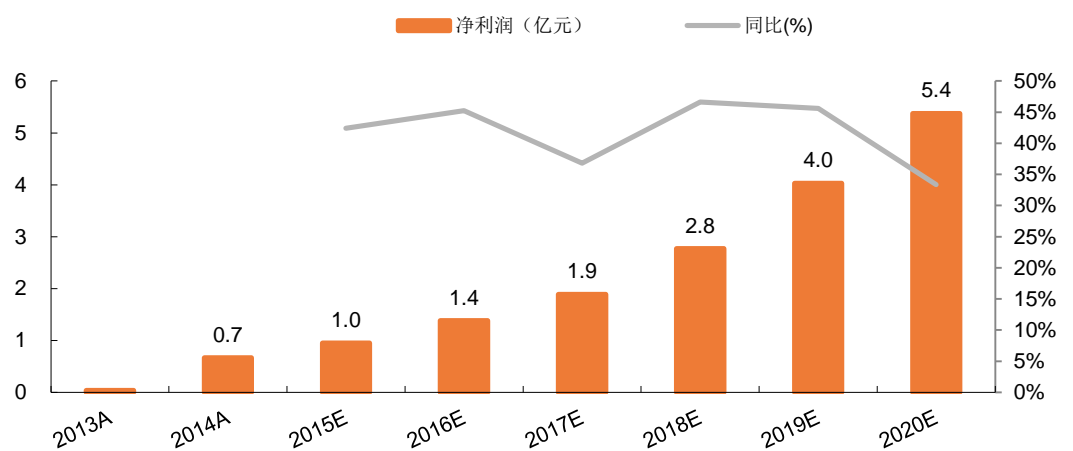
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 到 2017 年上海电驱动营收有望超 20 亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表22 预计到 2017 年上海电驱动归母后净利润近 2 亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、 顺流而下，战略卡位新能源汽车运营终端

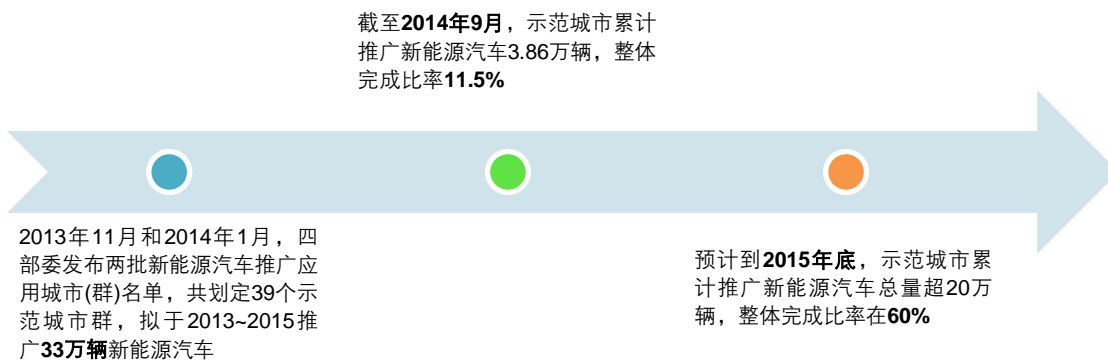
大洋电机 2014 年起开始打造“中山模式”的新能源汽车运营业务，又于近期参与增资中国新能源汽车有限公司 30% 股份，中新汽正筹划设立百亿新能源汽车产业基金，未来借助产业基金和中新汽平台，大洋电机有望向全国加速复制“中山模式”。

公司通过布局新能源汽车运营业务，一方面带动公司动力总成系统的销售、提升市占份额，另一方面战略性开拓下游终端用户市场，实现由电机电控向充电、电池、储能、售电等新兴领域的顺势延展。

3.1 新能源汽车运营市场前景广阔

目前国内新能源汽车产业尚处于成长初期，基础设施、产品性能的未臻完善，致使占市场主体的乘用车主多处于观望阶段；出于支持发展战略性新兴产业的考量，各级地方政府充当起早期推广新能源汽车应用的责任主体。

图表23 政府新能源汽车示范城市推广计划（2013~2015）或难实现



资料来源：平安证券研究所

2013年9月，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委四部委联合出台《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，是本轮新能源汽车推广规划的起点；根据国家现阶段的新能源汽车推广规划，从2014年到2015年末的这两年里，要完成全国39个示范推广城市(群)申报的33万辆新能源车推广目标。我们预计，到2015年底全国示范城市累计推广新能源汽车总量有望超20万辆，整体完成比率在60%，部分城市规划目标或难完成。

■ 政府加大新能源公交车运营补贴

2015年5月，财政部、工业和信息化部、交通运输部共同发布了《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》，通过逐年降低城市公交车成品油价格补助和增加新能源公交车运营补助，加大对新能源公交车支持力度：

- 新能源公交车运营补助资金将采取存量部分年初拨付、增量部分年终清算的方式；
- 2015-2019年期间中央财政对达到新能源公交车推广目标的省份，对纳入工业和信息化部“新能源汽车推广应用工程推荐车型目录”、年运营里程不低于3万公里（含3万公里）的新能源公交车以及非插电式混合动力公交车，按照其实际推广数量给予运营补助。2020年以后再综合考虑产业发展、成本变化及优惠电价等因素调整运营补助政策；

图表24 节能与新能源公交车运营补助标准（2015-2019年） 单位：万

车辆类型	车长 L (米)		
	6 ≤ L < 8	8 ≤ L < 10	L ≥ 10
纯电动公交车	4	6	8
插电式混合动力（含增程式）公交车	2	3	4
燃料电池公交车		6	
超级电容公交车		2	

非插电式混合动力公交车

2

资料来源：中汽协、平安证券研究所

- 2015年至2019年，现行城市公交车成品油价格补助中的涨价补助以2013年实际执行数作为基数逐步递减，其中2015年减少15%、2016年减少30%、2017年减少40%、2018年减少50%、2019年减少60%，2020年以后根据城市公交车用能结构情况另行确定。

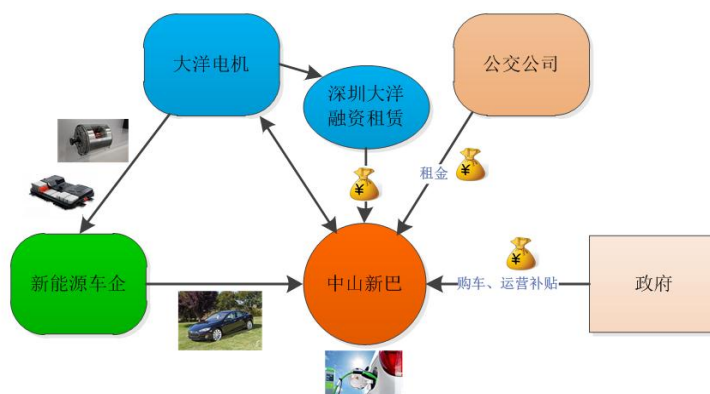
考虑到地方政府面临着推广数量考核及财政收支的双重挑战，对于社会资本而言，以融资租赁的方式切入新能源汽车运营，可有效降低政府的财政支出，加速新能源汽车基础设施的普及，同时利于企业抢占市场的份额，因此该模式近来为众多产业链公司竞相采纳。

3.2 大洋“中山模式”，先行一步

2014年起，大洋电机开始着力打造“中山模式”的新能源汽车运营业务：

- 公司与中山公交集团合资成立中山新能源巴士有限公司（大洋电机控股65%），主要从事新能源汽车的租赁、充电、维护等运营服务；
- 具体模式为，由合资公司购买新能源汽车，租赁给公交集团，电机/电控/电池/充电由合资公司进行维护，资金通过大洋的融资租赁公司提供；
- 该项业务的收入来源主要是各级政府的购车补贴、运营补贴、租金、广告费等；
- 目前公司已在中山市投放新能源公交车超300辆，投入资金超2亿元。

图表25 大洋电机的“中山模式”



资料来源：公司网站，平安证券研究所

中山模式（融资+租赁+充电+维护）为政府及用车单位带来诸多便益：一是轻资产运行；二是不增加运营成本（融资租赁费用不高于传统燃油车辆运营的费用）；三是不增加维护量。相应的，政府将给予适当的支持，例如：加电站用地的解决、对外经营权等。

我们对新能源公交车运营业务进行初步的盈利测算：一辆补贴后的纯电动公交车的购置成本在40~50万，运营补贴对应8万/年，考虑到相应的租金、广告费收入等，预计在业务启动的初期阶段，可基本实现收支平衡或略有盈利。

我们认为，中山模式是公司在新能源汽车运营领域的切入点，未来这一模式有望向惠州、江门等珠三角城市拓展，并进一步辐射至长三角、环渤海等全国其他地区，届时运营的车辆类型也将逐步扩展至出租车、政务车、专用车、私家车等多领域。

3.3 参股中新汽，一览海内山川

2015年8月，公司与崔海龙先生（北京智行鸿远汽车有限公司董事长）分别出资1亿元参股中国新能源汽车有限公司各30%股份，构筑起新能源汽车的纵向产业联盟。中新汽计划未来5年在全国投放超30万辆新能源城市功能性用车。

图表26 正式参股中国新能源汽车有限公司



资料来源：www.c56.cn、平安证券研究所

中国新能源汽车有限公司由央企中国诚通集团设立，旨在结合集团现代物流业务的拓展与转型，打造出专业化、规模化的电动车应用和推广平台，业务覆盖电动物流车、出租车、环卫车、政府公务车、通勤车、交通枢纽的驳接车以及机场摆渡车等新能源电动车的研发、生产和应用等领域。

作为中新汽大股东的中国物流有限公司是物流百强企业，在全国设有200多个分子公司，在全国主要交通枢纽城市设有分支机构40余家；现有集装箱堆场面积300多万平方米，仓库近百万平方米，另有铁路专用线22条，各种运输车辆、起重设备两千余台；拥有完善的网络布局，其业务覆盖的城市配送领域将成为中新汽重点发展的新能源物流车运营及推广载体。

崔海龙先生的北京智行鸿远汽车有限公司是专门从事新能源汽车动力系统集成开发设计的高新科技企业，可提供全系列可靠性强、性能优越的纯电动城市物流配送车，目前已拥有全系列纯电动城市物流配送车，包括5吨厢式，3吨厢式，载重0.6吨、0.9吨、1.5吨的封闭式货车，纯电动皮卡等。

图表27 联手物流、车企构筑纵向产业联盟



资料来源：www.c56.cn、www.idrivetech.com、平安证券研究所

同时，中新汽与北京国际信托有限公司（金拍融资租赁有限公司）签订战略合作协议，将合作成立规模为 100 亿元的产业发展基金。该基金将投资于新能源汽车产业链优势企业，通过资本平台为用户提供广泛的融资及租赁服务，推动新能源汽车的规模化发展。

新能源汽车运营平台的快速推广与否，很大程度上取决于资金实力、地方资源与资产结构化途径。在资金方面，大洋电机于 2014 年 7 月，出资 5 亿元设立深圳大洋电机融资租赁有限公司；截至 15 年上半年，公司的货币资金达 8 亿元；同时此次定增拟补充流动资金 11 亿元。

考虑到中新汽的央企背景，兼有百亿产业基金的支持，未来大洋电机有望通过中新汽这一全国性推广平台实现中山模式的异地快速复制，以投资换市场的策略，从新能源汽车的下游入手先期抢占国内市场，战略性开拓终端用户，进而实现由电机电控向充电、电池、储能、售电等新兴领域的顺势延展，促动公司的跨越式成长。

四、 旋转电器渐入佳境，家用电机稳步前行

4.1 杰诺瑞快步向前，佩特来整装待发

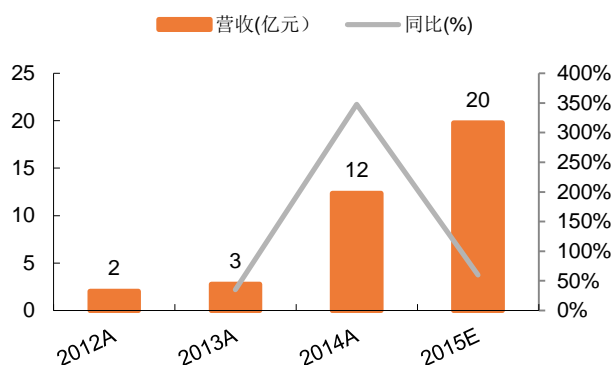
近年来，公司通过不断的外延并购，打造出第二大支柱产业车辆旋转电器业务。2015 年上半年，该业务实现营收 7.9 亿元，同比增长 42.61%，毛利率达 21.9%。

图表28 车辆旋转电器业务发展记事

时间	事件
2011 年 12 月	收购奇瑞子公司芜湖杰诺瑞汽车电器系统有限公司 57.50%股权
2014 年 1 月	收购北京佩特来 77.768%股权，切入重型商用车领域
2015 年 4 月	收购美国佩特来 100%的股权，完善全球布局
2015 年上半年	出资设立芜湖佩特来电器有限公司，加速业务整合

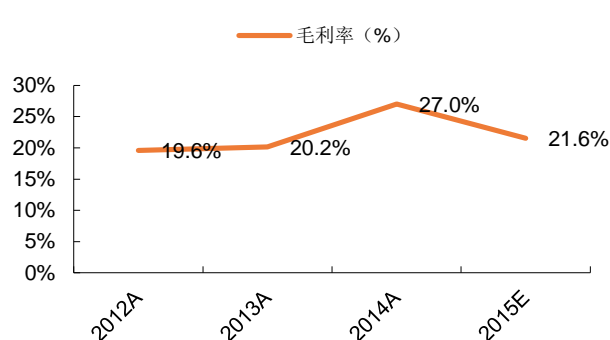
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表29 车辆旋转电器业务增长迅速



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表30 车辆旋转电器业务毛利率水平



资料来源：Wind、平安证券研究所

目前公司的车辆旋转电器业务由杰诺瑞和佩特来两家子公司开展，2014 年，杰诺瑞实现营收和净利润分别为 3.5 亿元和 2880 万元，同比增长 27.53%、24.99%；北京佩特来实现营收和净利润分别约 9 亿元和 9400 万元，实现平稳增长。

■ 杰诺瑞快步向前

芜湖杰诺瑞成立于 2007 年，主要产品为乘用车的发电机、启动机，产能分别达 150 万台。公司早期主要向奇瑞供货，目前客户已拓展至通用五菱、福田、云力、福泰、江淮等，产品应用正在向轻型商务车领域延伸。

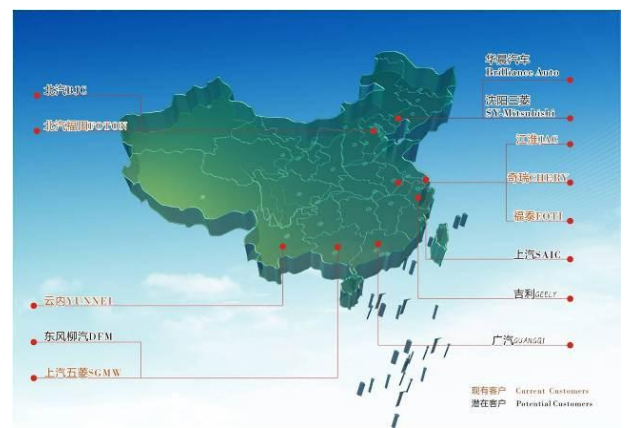
杰诺瑞的产品系列齐全，其中，14V 电系发电机产品已覆盖 50-140A，28V 电系产品覆盖 50-70A；12V 电系启动机产品可覆盖 0.9-3.7KW，24V 电系产品覆盖 5-8.3KW。

图表31 杰诺瑞产品体系



资料来源：芜湖杰诺瑞、平安证券研究所

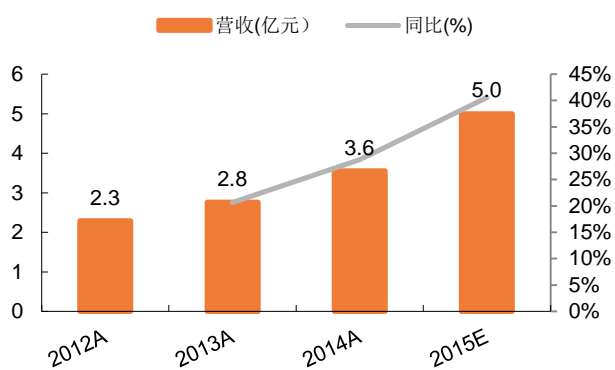
图表32 杰诺瑞销售网络



资料来源：芜湖杰诺瑞、平安证券研究所

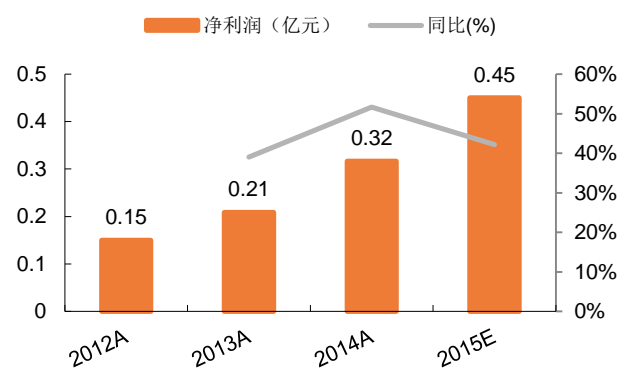
1H15，杰诺瑞实现营收 2.6 亿元，同比增长 83.3%，实现净利润 0.22 亿元，同比增长 75.9%，业绩的快速增长主要系公司不断开拓下游客户范围所致。

图表33 芜湖杰诺瑞营收快速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34 芜湖杰诺瑞盈利趋高



资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 佩特来整装待发

2014年1月，大洋电机收购北京佩特来77.768%股权，切入重型商用车领域；2015年4月7日，公司收购美国佩特来100%股权，获得百年国际品牌——“佩特来”的永久免费使用权，进一步加快国际化进程。

佩特来(Prestolite Electric)集团始创于1911年，是世界三大车用重型电气供应商之一，业务网络覆盖北美、欧洲、中国总计4500个城市，市场份额位居中国第一、北美第二、欧洲第三，其主要客户包括戴姆勒、Ford、Volvo、大众、潍柴、宇通、金龙等等全球知名汽车厂商。

图表35 佩特来集团的业务网络



资料来源:北京佩特来、平安证券研究所

北京佩特来成立于2001年3月，是佩特来集团在中国的合资公司，其在国内商用车发电机市场占有率排名第一，主要产品为重型车辆的发动机和启动机，广泛应用于大中轻型柴油机、大中型客车、轻中重型卡车、中高档工程机械以及船机、发电机组等，具备年产发电机150万台、启动机50万台的产能。

北京佩特来占据国内公交90%以上的市场份额，其积累的广泛的商用车客户资源，可助力公司其他产品进入相应的供应体系，同时北京佩特来构建有遍布全国的售后服务体系，公司有望以此为依托，重点拓展相应的服务市场。

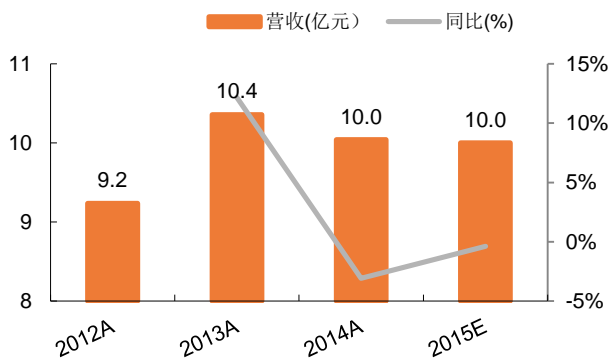
图表36 北京佩特来的产品应用领域

配置车型	应用领域
客车	7M—18M 公交、旅游、客运、专用型车辆
卡车	轻型、中型、重型载重汽车
工程机械	各种工程车辆、发电机组、船机、专用车辆

资料来源:北京佩特来、平安证券研究所

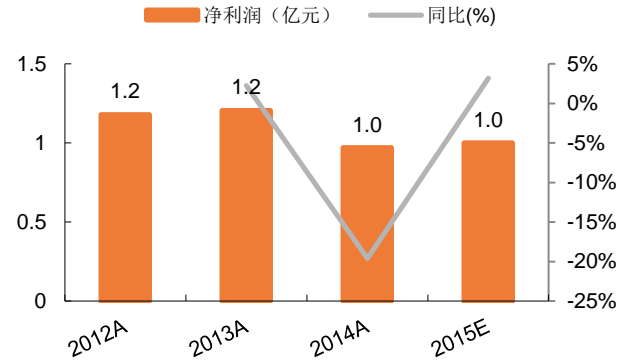
2015年，受国内下游商用车市场整体低迷等因素的影响，1H15北京佩特来实现营收4.2亿元，与去年基本持平，实现净利润0.16亿元，同比下降66.6%。

图表37 北京佩特来营收持稳



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表38 北京佩特来盈利向好



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司于 2015 年 4 月完成了对美国佩特来 100% 股权的收购，将进一步整合佩特来在全球的品牌、市场、渠道等方面的优势，改进美国佩特来的成本控制、生产制造等环节；收购完成后，美国佩特来仍保留生产军工产品的资质。

目前美国佩特来正在开展业务整合工作，效果初现，已开始实现盈利。预计 2015 年美国佩特来的营收在 6~7 亿元。

■ 杰诺瑞+佩特来，协作渐入佳境

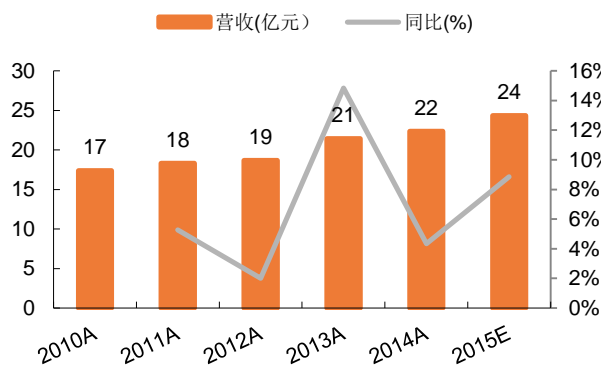
2015 年上半年，北京佩特来和芜湖杰诺瑞共同出资设立了芜湖佩特来电器有限公司，将开发新的产品，填补双方市场空白，同时发挥北京佩特来的品牌、技术优势，结合芜湖杰诺瑞的精益制造能力，打造更具竞争优势的车辆旋转电器供应及服务平台，公司的市场份额有望进一步提升。

4.2 家用电机主业稳步增长

公司的传统主业微特电机占总营收一半以上，其中近 60% 出口海外市场，微特电机的下游主要为空调、洗衣机等家电类产品。

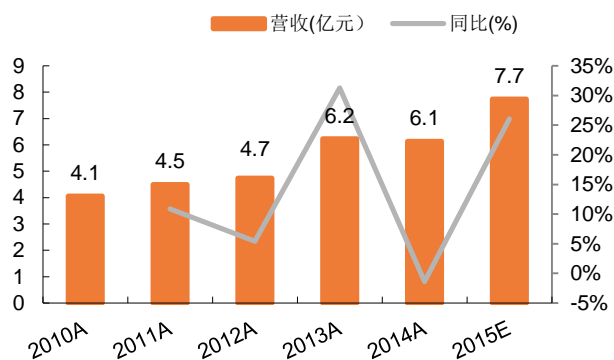
2014 年，公司空调用电机业务实现营收 22 亿元，同比增长 4.4%，毛利率 19.7%，同比提升 0.9 个百分点；非空调用电机业务实现营收 6 亿元，同比增长 4.5%，毛利率 22.2%，同比提升 6.1 个百分点。

图表39 空调用电机业务稳步增长



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表40 非空调用电机业务营收增速较快



资料来源: Wind、平安证券研究所

1H15, 公司空调用电机业务实现营收 10 亿元, 同比下降 14.6%, 毛利率 17.0%, 同比下降 2 个百分点; 非空调用电机业务实现营收 3 亿元, 同比增长 4.6%, 毛利率 21.7%, 同比提升 2.3 个百分点。

上半年空调用电机业务毛利率下滑, 主要系大宗材料价格持续走低, 国内的客户定价基于当月的大宗材料市场价格核定, 同时上年末公司空调电机的储备库存较高, 去库存化导致本期营业成本增加所致。预计下半年随着公司库存去化的结束以及空调销售旺季的到来, 该项业务的销售毛利率有望止跌回升。

目前, 公司 DM 电机的市场竞争优势明显, 新增客户不断增加, 市场占有率稳步提升, 在日本空调市场中, 该类电机的占比近 70%, 国内为 10%, 随着国内节能意识以及消费能力的提高, 这部分业务的高速增长有望维系; 同时, 随着国家节能减排政策的推进, 空调用 BLDC 电机的需求日益增多, 未来公司高效节能产品 BLDC 电机的占比有望进一步提升。

目前国内房地产市场处于低景气度周期, 考虑到公司新型节能电机的快速推广, 预计公司的家用电机业务未来整体有望维持稳定的增长。

五、盈利预测、估值与评级

关键假设

看好大洋电机新能源汽车业务的长期成长性, 认为公司的市值较现价有较大的提升空间, 主要理由如下:

- 1、 新能源汽车驶入成长快车道, 产业的规模化效应、充电基础设施完善所带来的性价比提升, 将不断增强新能源汽车的受众认可度, 未来六年国内的新能源汽车年复合增速有望超 50%;
- 2、 按 2020 年新能源汽车保有量 500 万辆 (商用车 100 万辆, 乘用车 400 万辆), 商用车 8 万/套, 乘用车 2 万/套计, 未来六年国内新能源汽车动力总成系统的累计市场规模将达 1600 亿元;
- 3、 公司收购上海电驱动后, 一举成为国内最大的新能源汽车电机电控供应商, 市占份额近 1/3, 双方将在研发制造、客户产品上实现优势互补, 同时通过布局下游运营市场持续提升市占份额;
- 4、 预计到 2017 年, 公司的新能源汽车动力总成系统业务的营收有望达 30 亿元, 贡献归母后净利润 3 亿元 (公司 2014 年净利润为 3 亿元), 实现再造一个大洋;
- 5、 起动机与发电机业务进入整合上升通道, 有望维持两位数以上的增长, 家用电机业务保持稳健;

- 6、毛利率方面，公司的产品体系日趋完善且市占份额持续提升，随着下游市场的改善和产品附加值的增多，未来公司综合毛利率将呈小幅上涨趋势；
- 7、公司的费用结构不会发生明显变化，预计未来新能源汽车运营业务的开展会一定程度上推高财务费用率。

盈利预测

暂不考虑新能源汽车运营业务，按上海电驱动 16 年初完成并表，预计公司 2015~2017 年归母后净利润增速分别达到 35%/76%/41%，EPS 分别为 0.23/0.41/0.57 元。

图表41 盈利预测假设（单位：亿元）

		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入		44	56	84	103
YoY		35.8%	25.9%	49.8%	22.9%
毛利率		22.1%	21.2%	22.7%	24.0%
归母后净利润		2.9	4.0	7.0	9.9
YoY		37.8%	34.6%	75.8%	40.9%
空调用电机	营收	22	24	27	30
	YoY	4.4%	8.9%	10.5%	12.6%
	毛利率	19.7%	20.3%	21.2%	22.0%
非空调用电机	营收	6	8	10	11
	YoY	-1.4%	26.2%	23.6%	19.4%
	毛利率	22.2%	23.5%	24.2%	25.3%
起动机与发电机	营收	12	20	23	27
	YoY	347.7%	60.0%	17.0%	15.0%
	毛利率	27.0%	21.5%	23.0%	25.0%
新能源车动力总成系统	营收	1.0	2.5	22.4	32.5
	YoY	--	150.0%	800.0%	45.0%
	毛利率	24.9%	23.0%	24.0%	25.0%
磁性材料	营收	1.5	1.6	1.9	2.2
	YoY	1.6%	10.0%	15.0%	20.0%
	毛利率	14.3%	15.0%	16.0%	17.0%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

估值分析

根据我们的测算及 WIND 一致预期，按 9 月 22 日收盘价 9.92 元计算，大洋电机 2015-2016 年动态 PE 为 43、24 倍，低于当前的行业均值 48、33 倍；作为新能源汽车产业受益确定性最高的标的之一，我们看好大洋电机收购上海电驱动后所形成的龙头效应，公司目前的估值折价，主要源于市场对其新能源汽车运营业务的存疑；随着百亿产业基金、全国性推广平台的落地，公司运营业务的商业模式有望加速成型，并进而向充电、电池、储能、售电等领域延展，考虑到公司在新能源汽车领域的引领者地位和广阔外延空间，公司应能享有高于行业平均的估值水平。

我们认为公司的合理价值应为 20 元，对应 2016 年 PE 约 50 倍，目前公司股价对应 2016 年动态 PE 仅 24 倍。因而维持“强烈推荐”评级，目标价 20 元。

图表42 电机电控上市公司估值对比

股票名称	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)			PB(倍)	评级
	9月22日	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	
大洋电机	9.92	0.17	0.23	0.41	57.6	42.8	24.3	5.17	强烈推荐
汇川技术	36.80	0.84	1.06	1.38	43.9	34.8	26.6	8.16	强烈推荐
信质电机*	22.73	0.46	0.59	0.83	48.9	38.4	27.3	6.64	--
方正电机*	17.74	0.06	0.29	0.57	311.4	60.7	30.7	3.65	--
正海磁材*	23.66	0.22	0.38	0.55	105.7	61.5	42.8	5.88	--
万向钱潮*	19.30	0.31	0.38	0.43	62.6	51.0	44.9	11.49	--
均值	--	--	--	--	--	48.2	32.8	6.8	--

备注：标*公司EPS为WIND一致预测值。
资料来源：平安证券研究所、WIND

六、风险提示

- 1) 宏观经济增速下滑；
- 2) 新能源汽车推广不利；
- 3) 收购公司整合不利。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	4076	4067	6803	6880
现金	778	967	1431	1805
应收账款	807	870	1600	1436
其他应收款	55	58	95	97
预付账款	176	469	454	627
存货	1019	1089	1960	1783
其他流动资产	1241	615	1263	1132
非流动资产	2219	2026	2694	3106
长期投资	39	45	54	52
固定资产	975	1160	1666	1929
无形资产	272	315	355	410
其他非流动资产	934	507	619	715
资产总计	6295	6093	9497	9986
流动负债	2222	1904	4918	4758
短期借款	296	350	1321	2078
应付账款	1016	894	1996	1535
其他流动负债	911	661	1601	1145
非流动负债	252	180	193	208
长期借款	4	3	3	2
其他非流动负债	248	177	190	205
负债合计	2475	2085	5111	4966
少数股东权益	241	262	295	337
股本	851	1723	1723	1723
资本公积	1887	1016	1016	1016
留存收益	853	990	1197	1480
归属母公司股东权益	3579	3746	4091	4684
负债和股东权益	6295	6093	9497	9986

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	541	387	682	658
净利润	338	421	735	1031
折旧摊销	140	127	175	235
财务费用	-27	-20	-6	14
投资损失	5	7	6	6
营运资金变动	15	-161	-227	-626
其他经营现金流	70	15	-2	-1
投资活动现金流	-1829	25	-849	-644
资本支出	293	-82	638	389
长期投资	-9	-7	-5	2
其他投资现金流	-1544	-64	-216	-253
筹资活动现金流	316	-323	-272	-427
短期借款	-112	-46	68	-30
长期借款	4	-1	-0	-1
普通股增加	135	21	0	0
资本公积增加	678	-21	0	0
其他筹资现金流	-389	-276	-340	-397
现金净增加额	-952	89	-439	-413

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4443	5596	8385	10302
营业成本	3461	4413	6483	7831
营业税金及附加	23	29	44	53
营业费用	184	224	319	371
管理费用	391	470	688	824
财务费用	-27	-20	-6	14
资产减值损失	35	0	0	0
公允价值变动收益	-5	1	-1	-2
投资净收益	-5	-7	-6	-6
营业利润	365	475	851	1201
营业外收入	44	33	37	38
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	404	503	883	1234
所得税	66	83	148	203
净利润	338	421	735	1031
少数股东损益	41	21	33	41
归属母公司净利润	297	400	702	990
EBITDA	538	623	1073	1524
EPS (元)	0.17	0.23	0.41	0.57

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	35.8	25.9	49.8	22.9
营业利润(%)	50.9	30.1	78.9	41.2
归属于母公司净利润(%)	37.8	34.6	75.8	40.9
获利能力				
毛利率(%)	22.1	21.2	22.7	24.0
净利率(%)	6.7	7.1	8.4	9.6
ROE(%)	8.9	10.5	16.8	20.5
ROIC(%)	8.4	9.9	13.6	15.7
偿债能力				
资产负债率(%)	39.3	34.2	53.8	49.7
净负债比率(%)	-12.5	-15.3	-2.4	5.5
流动比率	1.8	2.1	1.4	1.4
速动比率	1.4	1.6	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	6.9	6.7	6.8	6.8
应付账款周转率	4.2	4.6	4.5	4.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.23	0.41	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.33	0.22	0.40	0.38
每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.17	2.37	2.72
估值比率				
P/E	57.6	42.8	24.3	17.3
P/B	4.8	4.6	4.2	3.6
EV/EBITDA	31.5	27.0	16.2	11.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033