

评级：买入 首次评级

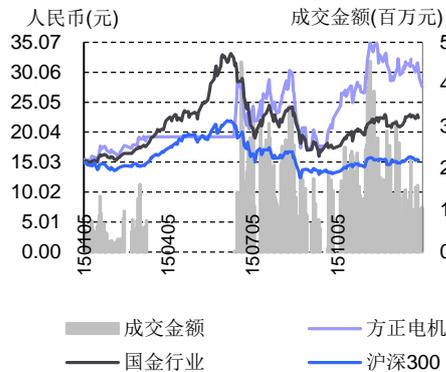
公司研究

市场价格(人民币): 27.61元
 目标价格(人民币): 44.00-46.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	95.48
总市值(百万元)	7,324.80
年内股价最高最低(元)	35.09/14.96
沪深300指数	3469.07
深证成指	11626.04



弹性最大的电动汽车电驱电控标的

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.028	0.027	0.130	0.656	1.036
每股净资产(元)	4.13	4.72	8.36	8.82	9.60
每股经营性现金流(元)	0.52	0.41	-0.77	-0.17	0.44
市盈率(倍)	314.56	564.43	231.38	45.82	29.02
行业优化市盈率(倍)	31.31	38.70	60.15	60.15	60.15
净利润增长率(%)	-79.21%	9.30%	404.18%	648.81%	57.91%
净资产收益率(%)	0.68%	0.57%	2.10%	7.62%	11.02%
总股本(百万股)	149.29	170.79	178.90	265.30	265.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **转型中的缝纫机电机行业龙头:** 方正电机成立于1995年, 主要产品是微型特种电机, 是缝纫机电机行业龙头。近几年电机类业务持续低迷, 公司积极通过外延并购转型。2014年并购高科润和湖北钱潮, 2015年并购上海海能和杭州德沃仕, 已经转型成为新能源汽车动力总成系统供应商。
- **新能源汽车行业高增长, 动力总成系统有望放量:** 新能源汽车行业发展进入实质性阶段, 近三年平均市场增速超过200%, 产业进入高速增长期。2015年公司收购上海海能和德沃仕, 进入了电动汽车电机、电控领域。电驱电控一体化有利于更紧密的绑定整车厂客户, 进行新车型的同步开发。公司目前已经绑定了众泰、吉利等整车厂, 未来产品将伴随整车厂的热门车型一起放量。新能源业务未来几年有望连续翻倍。
- **双重因素助推 ECU、GCU 销量超预期增长:** 排放标准升级和天然气价格超预期下调, 激活了国V标准控制器和天然气发动机市场。上海海能90%以上收入来源于玉柴集团, 占玉柴发动机控制器使用量的20%左右, 其产品性能媲美国外品牌, 产品价格是外资品牌70%, 柴油发动机控制器未来有望进一步提高对玉柴的配套比例。天然气发动机控制器将随着行业复苏而一起快速增长。同时, 高技术壁垒将使海能的毛利率水平继续维持。
- **弹性最大的新能源汽车电机标的。** 公司在已上市的新能源汽车电机板块中, 市值最小, 新能源汽车业务占比高; 股价向上的弹性最大。公司未来的成长性叠加了现有客户的不断放量, 以及不断拓展新客户的双重成长性。公司目前客户为众泰等小型纯电动汽车主机厂, 配套车型已经开始快速放量; 公司开拓新客户的能力很强, 未来有望不断进入新客户的供应体系。公司未来的股价催化剂来自于现有客户需求的不断兑现, 以及拓展到新的客户。

投资建议

- 公司转型为新能源动力总成供应商, 充分受益新能源汽车的快速发展, 未来几年业务结构持续改善。预计2015-2017年EPS分别为0.13、0.66和1.04元。
- 给予公司未来6-12个月45元目标价位, 公司当前市值较小, 我们认为公司市值至少达到120亿, 对应的合理价值为45元。

风险

- 收购标的公司盈利能力波动的风险、收购整合不达预期的风险。

徐才华 联系人
 (861066216932
 xucaihua@gjzq.com.cn

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人
 (8621)60870933
 shenweijie@gjzq.com.cn

内容目录

1、方正电机—缝纫机电机龙头转型新能源电机系统供应商	4
1.1、转型中的缝纫机电机制造行业龙头	4
1.2、公司股权结构与子公司情况	6
2、新能源汽车行业保持高增长，上游产业链需求旺盛	7
2.1、新能源汽车进入高速增长期	7
2.2、政策力度持续加强，国家战略力保新能源汽车快速推广	8
2.3、新能源汽车新品研发加速，产品丰富程度不断提升：	9
3、电驱电控一体化，业务协同效应明显	10
3.1、电池、电机和电控是电动汽车的核心部件	10
3.2、整合电机业务，加速占领新能源零部件市场	12
3.3、收购上海海能，布局电控产业链	16
3.4、新业务相辅相成，协同效应明显	18
4、传统车:ECU 稳步增长,GCU 超预期发展	19
4.1、发动机控制系统是发动机的大脑	19
4.2、重卡行业低迷，节能减排促公司传统业务发展	20
4.3、ECU 传统强势业务：稳步发展前提下有所提升	21
4.4、天然气价格超预期下调，GCU 恢复增长预期明显	22
4.4、产品、技术储备成熟，公司呈现高成长性	23
5、公司传统业务业绩稳步提升	23
5.1、缝纫机应用类未来持续下滑	23
5.2、汽车应用类：传统业务中的超预期因素	25
6、高科润：公司稳定的盈利支撑点	25
7、最纯正的电动汽车动力总成标的	26
7.1 新能源业务占比最高、业绩弹性最大	26
7.2 盈利预测与投资建议	27
7.3、估值及投资建议	28
8、风险提示	28

图表目录

图表 1：公司近年来电机产品销售情况（百万元）	4
图表 2：公司近年来电机产品销售毛利率（%）	4
图表 3：方正电机营业收入（百万）	4
图表 4：公司主营业务结构图（%）	5
图表 5：并购后公司业务模块图	6
图表 6：公司主要产品	6
图表 7：方正电机股权结构图	7
图表 8：公司主要子公司情况	7

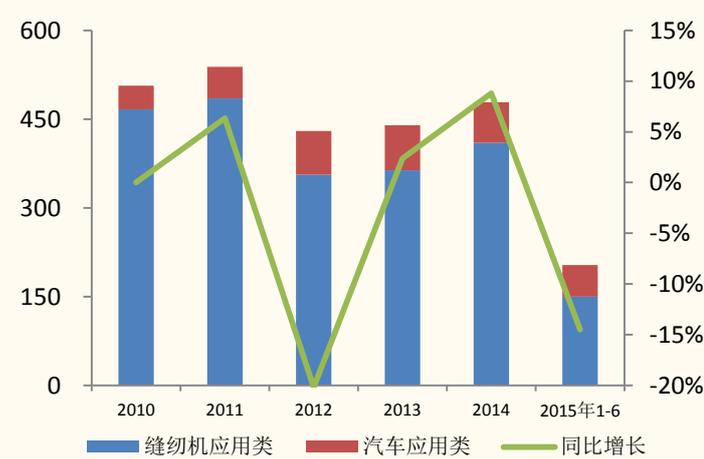
图表 9: 新能源汽车销量 (千辆)	8
图表 10: 原油对外依存度及原油进口量 (万吨)	8
图表 11: 鼓励新能源汽车产业发展相关政策	8
图表 12: 新能源汽车推广应用城市	9
图表 13: 市面上主要的新能源汽车品牌	9
图表 14: 电动汽车示意图	10
图表 15: 电动车成本比例	11
图表 16: 驱动电机系统示意图	11
图表 17: 车用驱动电机类别	12
图表 18: 方正本部电机产品	13
图表 19: 德沃仕主要产品	13
图表 20: 德沃仕产品销售收入 (万元)	14
图表 21: 众泰云 100	15
图表 22: 2015 年 1-11 月众泰云 100 销量	15
图表 23: 各车型销售量对比 (千辆)	16
图表 24: 德沃仕销售预测 (台)	16
图表 25: 上海海能主要产品	17
图表 26: 新能源汽车控制类产品	17
图表 27: 方正电机驱动电机系统型谱图	18
图表 28: 发动机控制系统原理	19
图表 29: 国内主要的独立 ECU 企业	19
图表 30: 重卡月度销量 (台)	20
图表 31: 重卡下游行业增速	20
图表 32: 上海海能控制器产能情况	21
图表 33: 上海海能前五名客户销售占比	21
图表 34: 上海海能收入构成 (万元)	23
图表 35: 海能产品分类	23
图表 36: 纺织企业利润总额	24
图表 37: 纺织工业出口交货额	24
图表 38: 方正电机传统业务收入预测 (百万元)	24
图表 39: 方正电机传统业务毛利预测 (百万元)	25
图表 40: 高科润产品应用领域	25
图表 41: 转型新能源汽车动力总成公司一览	26
图表 42: 电机电控公司估值对比	26
图表 43: 分业务盈利预测模型	27

1、方正电机—缝纫机电机龙头转型新能源电机系统供应商

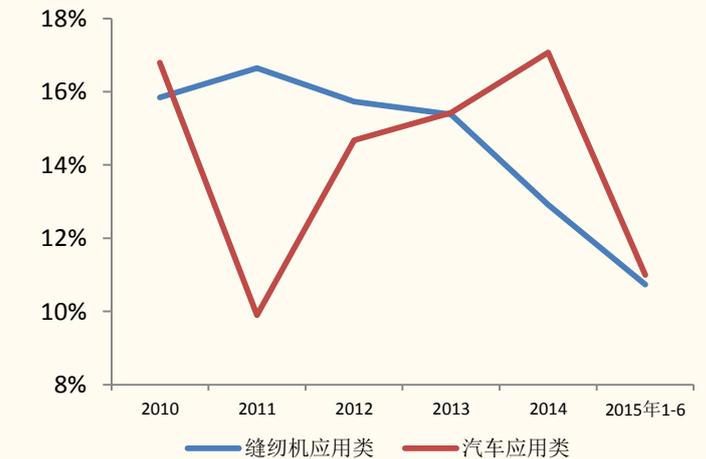
1.1、转型中的缝纫机电机制造行业龙头

公司是全球缝纫机电机制造行业龙头。方正电机成立于 1995 年，是一家从事微型特种电机的研发、生产和销售的传统制造型企业，公司主要产品是缝纫机电机、高速电脑自动平缝机和汽车微特型电机，其中缝纫机电机产业全球市场份额第一，市场占有率高达 80%。2014 年，公司销售各类电机共 759 万台。

图表 1：公司近年来电机产品销售情况（百万元）



图表 2：公司近年来电机产品销售毛利率 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

缝纫机产业的不景气，公司谋求转型。近五年，公司缝纫机电机业务收入始终保持低增长率或负增长，2015 年上半年出现 27% 的下滑，同时缝纫机电机业务毛利率逐年下降，净利润空间不断压缩，公司有着强烈的转型升级的愿望和需求。

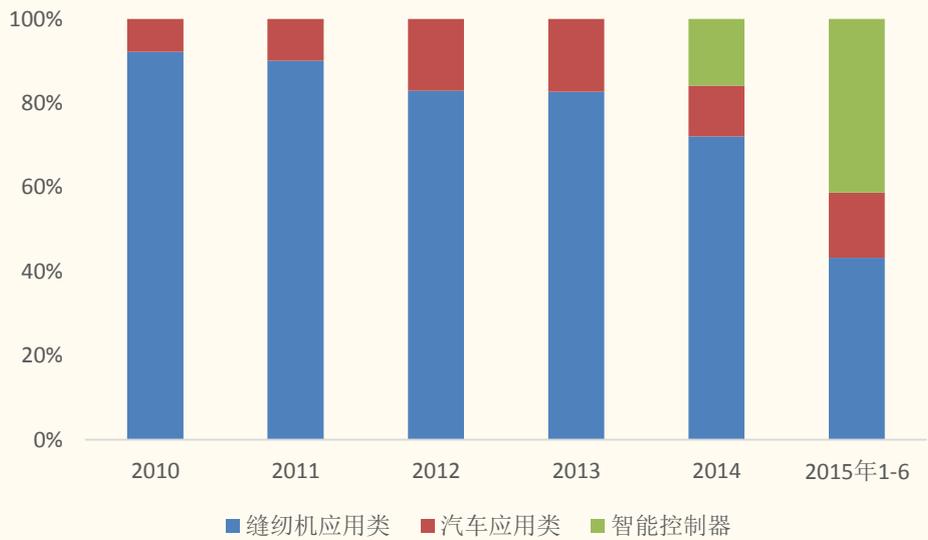
收购高科润，获取盈利支撑点。2010 年公司开始涉足新能源汽车电机业务，但整个新能源汽车产业发展的低于预期，公司新业务增长缓慢；2014 年公司收购了深圳高科润和湖北钱潮，拓展了智能控制器和汽车雨刮器总成等业务。这些新业务基本弥补了传统缝纫机业务的下滑，保证了公司整体收入基本稳定。

图表 3：方正电机营业收入（百万）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：公司主营业务结构图 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

公司通过并购获得智能控制器业务扮演着越来越重要的角色，2015年1至6月，智能控制器业务实现营业收入1.43亿元，是公司当期收入的41%，新业务增长十分亮眼，是公司新的盈利支撑点。

转型新能源汽车动力总成供应商：2015年公司以13.45亿元对价收购上海海能和德沃仕100%股权，转型新能源汽车动力总成供应商。并购完成后，公司形成四大业务模块，包括：缝纫机电机业务、汽车微特电机业务、智能控制器业务和新能源汽车动力总成业务。

上海海能：国内领先的汽车电子控制器供应商

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。

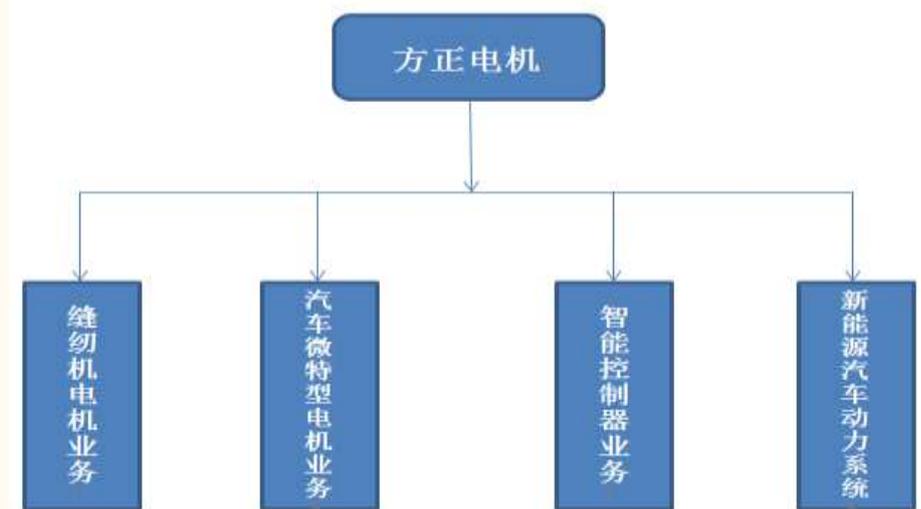
上海海能技术团队以国内汽车动力控制领域知名专家卓斌先生为核心，以上海交通大学毕业的博士及硕士为骨干力量，在内燃机尤其是柴油机电子控制领域及新能源汽车动力及整车控制领域具有显著的竞争优势，是我国汽车动力控制领域起步较早、系统设计和集成能力较为突出、自主创新能力较强的领军企业之一，也是我国自主品牌中ECU与商用车GCU市场占有率最大、国内少数实现AMT自动变速箱产业化及国内新能源汽车动力总成与整车控制系统市场份额领先的供应商

杭州德沃仕：新兴新能源汽车电机厂商

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。驱动电机系统是电动汽车的主要执行机构，将电池产生的电能转化为汽车行驶需要的动能，相当于传统燃油汽车的发动机。

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。同时，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、生产经历，目前正在开发50KW以上的大功率永磁同步电机。

图表 5：并购后公司业务模块图



来源：国金证券研究所

图表 6：公司主要产品

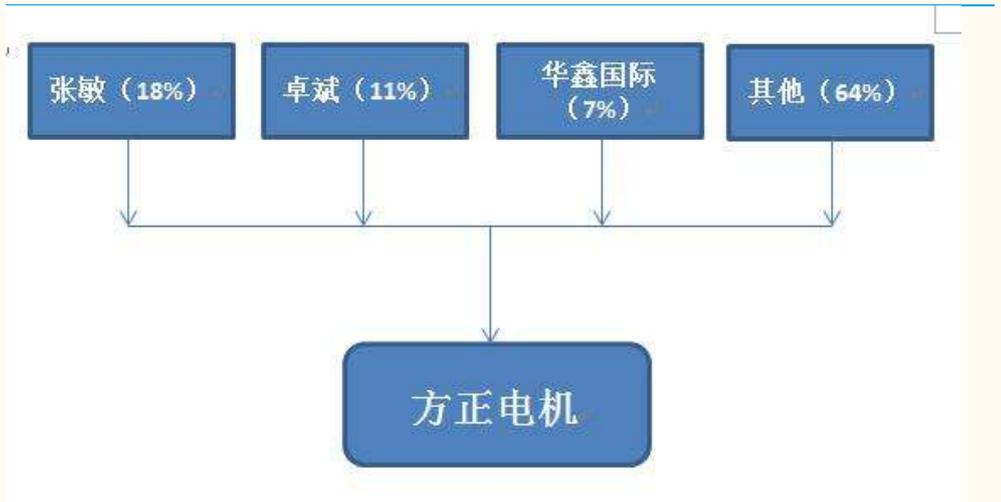


来源：公司网站、国金证券研究所

1.2、公司股权结构与子公司情况

单一控制模式发生改变：并购后公司总股本 2.65 亿股，其中流通 A 股 0.95 亿股，限售 A 股 1.7 亿股。公司的控股股东为张敏，持股比例为 18%；上海海能董事长卓斌持股 11%，成为公司第二大股东；华鑫国际持股比例达到 7%，是第三大股东。公司大股东所占股份不高，由单一控制模式转变为合伙控制，有利于公司未来的发展和决策。

图表 7：方正电机股权结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

公司目前拥有丽水方正东进机电有限公司和方正电机（越南）有限责任公司等多家子公司，同时设有上海研发中心、杭州研发中心和电控研究所。

图表 8：公司主要子公司情况

序号	参股控股公司	持股比例 (%)	主要产品或服务
1	丽水东方东进机电有限公司	100	电机、汽车零部件生产销售
2	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
3	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
4	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；经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零部件、原辅材料及技术的进口业务。
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	深圳市高润科电子有限公司	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）

来源：公司公告、国金证券研究所

2、新能源汽车行业保持高增长，上游产业链需求旺盛

公司收购上海海能和德沃仕后，转型为新能源汽车动力总成供应商。新能源汽车的快速发展将带动新能源汽车上游产业的需求。

2.1、新能源汽车进入高速增长期

在政府对新能源汽车的强力支持下，随着新能源技术的加速进步，新能源汽车已经从导入期进入高速增长期，从整体上看，近三年平均市场增速已经达到 200% 以上。2015 年 1-10 月新能源汽车销量达到 17.1 万辆，同比增长 280%，增长趋势仍在不断增强，预计 2015 年销售量将达 26 万辆。

图表 9：新能源汽车销量（千辆）

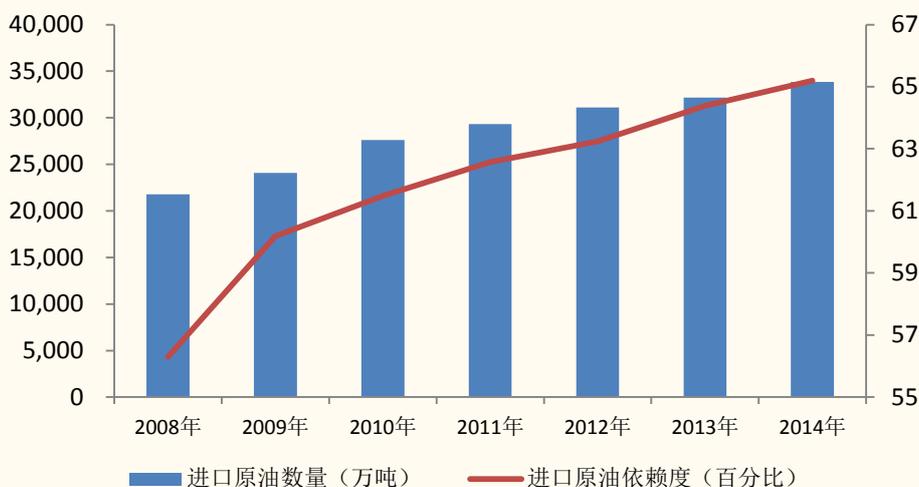


来源：中国汽车工业协会、国金证券研究所

2.2、政策力度持续加强，国家战略力保新能源汽车快速推广

发展新能源汽车有利于降低石油对外依存度：截至 2015 年 6 月，我国汽车保有量已达到 1.63 亿辆，且增长势头不减，使我国成为全球汽车第一大市场；汽车保有量的快速增长带来巨大的石油需求量，2015 年 1-9 月，国内原油进口量 2.72 亿吨，同比上涨 8%，石油对外依存度持续攀升。目前，我国是全球最大原油进口国，发展新能源产业是维持我国经济可持续发展的重要途径。

图表 10：原油对外依存度及原油进口量（万吨）



来源：Wind 资讯、国金证券研究所

政策密集出台，新能源发展进入实质性阶段：2012 年以后关于鼓励新能源汽车产业发展的政策密集出台，相较于之前的基础性政策更为明确和细致。目前，我国已在宏观政策、行业管理、推广应用、税收优惠、科技创新和基础设施建设等方面建立了新能源汽车政策推广体系，对于促进新能源汽车产业健康发展起到了较强的推动作用。

图表 11：鼓励新能源汽车产业发展相关政策

政策名称	发布时间	发布部门	内容摘要
节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）	2012 年 6 月 28 日	国务院	到 2015 年，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 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。
关于印发能源发展	2013 年 1 月	国务院	加强基础设施建设，到 2015 年形成 50 万辆电动汽车充电基础设施

政策名称	发布时间	发布部门	内容摘要
“十二五”规划的通 知	1 日		施体系。
关于调整部分新能源 汽车产品公告申报示 范运行区域要求的通 知	2014 年 5 月 21 日	工信部	调整了对属于发展期的新能源汽车产品的公告准入要求，不再要求注明示范运行区域、提供产品示范运行区域的批文。
新建纯电动乘用车企 业管理规定	2015 年 6 月 2 日	国家发改委、工信部	新建企业投资项目的投资总额和生产规模不受《汽车产业发展政策》有关最低要求限制，由投资主体自行决定。新建企业可生产纯电动乘用车，不能生产任何以内燃机为驱动动力的汽车产品。
关于加快新能源汽车 推广应用的指导意见	2014 年 7 月 14 日	国务院	加快充电设施建设、积极引导企业创新商业模式、推动公共服务领域率先推广应用、坚决破除地方保护、加强技术创新和产品质量监管。
关于 2016-2020 年 新能源汽车推广应用 财政支持政策的通知	2015 年 4 月 22 日	财政部、科技部、工信 部、发改委	从补助对象产品和标准、对企业和产品的要求、资金申报和下达等方面对新能源汽车发展做出了要求。
关于节约能源、使用 新能源车船车船税优 惠政策的通知	2015 年 5 月 7 日	财政部、税务总局、工 信部	节约能源车船，减半征收车船税；对使用新能源车船，免征车船税。
关于组织开展新能源 汽车产业技术创新工 程的通知	2012 年 9 月 20 日	财政部、科技部	奖励资金支持对象包括新能源汽车整车项目（包括纯电动、插电式混合动力、燃料电池汽车）和动力电池项目两大类。

来源：政府网站、国金证券研究所

2013 年和 2014 年，财政部、科技部、工信部、发改委陆续公布了两批新能源汽车推广应用城市名单，其中大部分城市在经济发达地区，显现出各地区对于新能源汽车产业发展的热情。

图表 12：新能源汽车推广应用城市

批次	发布时间	涉及地区
1	2013 年	北京市、天津市、太原市、晋城市、大连市、上海市、宁波市、合肥市、芜湖市、青岛市、郑州市、新乡市、武汉市、襄阳市、长株潭地区、广州市、深圳市、海口市、成都市、重庆市、昆明市、西安市、兰州市；河北省城市群〔石家庄（含辛集）、唐山、邯郸、保定（含定州）、邢台、廊坊、衡水、沧州、承德、张家口〕、浙江省城市群（杭州、金华、绍兴、湖州）、福建省城市群（福州、厦门、漳州、泉州、三明、莆田、南平、龙岩、宁德、平潭）、江西省城市群（南昌、九江、抚州、宜春、萍乡、上饶、赣州）、广东省城市群（佛山、东莞、中山、珠海、惠州、江门、肇庆）
2	2014 年	内蒙古自治区城市群（呼和浩特市、包头市）、辽宁省、吉林省、黑龙江省、江苏省城市群（南京市、常州市、苏州市、南通市、盐城市、扬州市）、淄博市、临沂市潍坊市、聊城市、四川省、贵州省城市群（贵阳市、遵义市、毕节市、安顺市、六盘水市、黔东南州）、云南省城市群（昆明市、丽江市、玉溪市、大理市）

来源：财政部、国金证券研究所

2.3、新能源汽车新品研发加速，产品丰富程度不断提升：

2008 年以来，我国开始提倡发展新能源汽车，但当时新能源汽车技术还处于起步阶段，技术成熟度不高，生产出的产品可靠性较低，因此在新能源汽车市场上的反应并不强烈。通过多年的政府鼓励和企业的大力投入，在技术上和经验上不断积累，我国新能源汽车在产品可靠性和性能方面有了显著提升，新能源汽车产量不断提高和产品投放速度加快。2015 年 11 月，工信部发布《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》（第 75 批），此次目录共有 251 款节能与新能源汽车入选。

图表 13：市面上主要的新能源汽车品牌

领域	企业	2014 年产量（千辆）	2014 年占比（%）	代表车型
纯电动乘用车	吉利	13.1	33.7	康迪小电跑、熊猫 EV
	众泰	10.6	27.2	众泰 M300EV、知豆 301、众泰云 100、V10EV、SKIO E20

北汽新能源	5.3	13.6	E150EV、EV200
江淮汽车	2.7	6.9	IEV 4
比亚迪	2.5	6.4	E6、腾势
东风有限	1.3	3.3	启辰晨风 e30
奇瑞	1	2.6	瑞麟 M1 EV、eQ
上汽集团	0.6	1.5	荣威 E50
东南汽车	0.4	1.0	V3 菱悦 EV
华晨宝马	0.3	0.8	之诺 1E
其他	0.9	3	
比亚迪	13.1	79	秦
上汽集团	2.8	17	荣威 550PHEV
一汽集团	0.4	2	奔腾 PHEV
广汽乘用车	0.2	1	传祺 PHEV
其他	0.1	1	

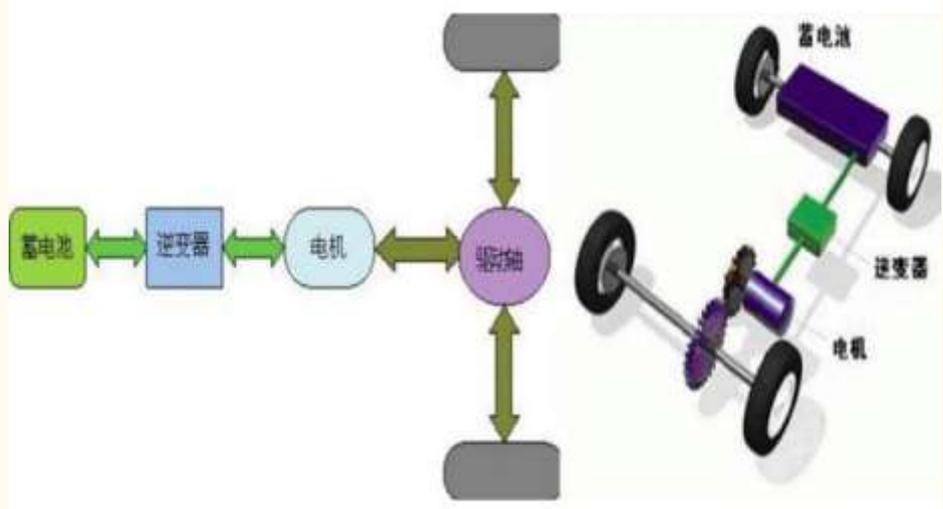
来源：新能源汽车蓝皮书、国金证券研究所

3、电驱电控一体化，业务协同效应明显

3.1、电池、电机和电控是电动汽车的核心部件

纯电动汽车是指仅由电力驱动的车辆。电动汽车主要由底盘、车身、蓄电池、电动机、控制器和辅助设施蓄电池六部分组成，工作原理可以简要表达为：蓄电池→电流→电力调节器→电动机→动力传动系统→驱动汽车行驶。电力驱动及控制系统是电动汽车的核心，也是区别于内燃机汽车的最大不同点。电力驱动及控制系统由电源、驱动电动机和电动机的调速控制装置等组成。

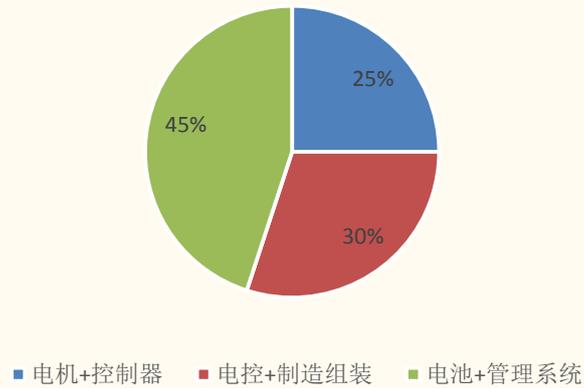
图表 14：电动汽车示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

电池、电机和电控是电动汽车的主要成本。电机、电池和电控系统作为整个新能源汽车产业链当中最核心的部分，占据了整个新能源汽车的大部分成本，其中，电池和管理系统占比达 45%。

图表 15：电动车成本比例



来源：赛迪资讯、国金证券研究所

能源汽车动力电池。电池是车载能量的存储部件，同时作为能量源向动力转向系统、空调系统、照明及信号系统、刮水器和喷淋器、车载娱乐和通信设备等部件提供电能。

我国新能源汽车主要采用的是锂电池，而我国锂电池产能则相对过剩，2012 年底中国动力锂电池企业家数达到 105 家，而 2008 年的时候仅有 10 家动力锂电池企业，行业竞争十分激烈。锂电池行业企业分化加剧，掌握优质客户资源的大厂产能利用率大幅上升，部分动力电池企业的产能出现不足，开始扩充产能。而其他公司只能寄希望于低端的电动自行车市场来维持收入。

电机+电控=动力总成：动力总成系统主要由驱动电机和电机控制器两部分构成。新能源汽车驱动电机类型及其发展驱动电机是电动汽车的关键部位，直接影响整车的动力性和经济性。驱动电机主要包括直流电机和交流电机。目前纯电动汽车广泛使用交流电机。主要包括：异步电机、开关磁阻电机和永磁电机（包括无刷直流电机和永磁同步电机）。

新能源汽车电机发展趋势：

电机本体永磁化，永磁电机具有高转矩密度、高功率密度、高效率、高可靠性的特点。我国具有世界最为丰富的稀土资源，因此高性能永磁电机是我国车用驱动电机的重要发展方向；

电机控制数字化、专用芯片及数字信号处理器的出现，促进了电机控制器的数字化，提高了电机系统的控制精度；电机系统集成化，通过机电集成和控制器集成，有利于减小驱动系统的重量和体积，降低制造成本。

图表 16：驱动电机系统示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 17：车用驱动电机类别

电机类型	优势	劣势	应用情况
直流电机	结构简单、电磁转矩控制特性差	易引起电磁干扰、维护困难、体积重量大	面临逐步淘汰
交流感应电机	效率高、能量密度大、控制器简单	成本高	应用规模逐步扩大、是未来发展方向
交流感应电机	价格低、易维护、体积小	控制装置复杂	在交流驱动上有广泛应用
开关磁阻电机	可靠性高、可调范围宽、效率高、控制灵活	转矩波动大、噪声大、非线性特性	应用范围受限

来源：国金证券研究所

3.2、整合电机业务，加速占领新能源零部件市场

2010 年方正电机开始研发电动车电机，目前主要以低速车市场为主；2015 年收购杭州德沃仕，电机产品已经可以覆盖 7.5KW 至 45KW 等多种功率，配套产品覆盖面广。

方正本部：低速电机先行

公司 2010 年进入电动车电机领域，经公司自主研发的 20-45KW 系列电机，已经申请并授权五项实用新型专利，公司自主研发的驱动电机产品在功率密度、效率、成本方面已全面达到产业规划、工信部产业关键共性技术发展指南等的要求；2012 年底，方正与山东宝雅新能源汽车股份有限公司和河北御捷车业有限公司分别签署《战略合作协议》；2013 年初，公司在原开发平台基础上，开展 5-15KW 低速乘用车的汽车驱动电机系统研发，开拓山东、河北低速车市场。

公司目前与比利时 CVT 企业 Punch 合作，开发混合动力汽车驱动电机，采用“CVT+电机+电控+电池”的驱动模式，预计未来两年内将会批量生产，将对公司在海外市场的拓张起到一定作用，是公司未来的盈利支撑点之一。

图表 18: 方正本部电机产品



➤ 匹配车型：PUNCH混合动力汽车。

来源：公司网站、国金证券研究所

德沃仕：积极进取的高成长公司

公司以 2.45 亿元的对价收购了杭州德沃仕公司。杭州德沃仕是典型的创业型公司。2012 年刚成立，至 2014 年仅 800 万净收入，但到 2015 年业绩开始爆发。收购时的 2015-2017 年的业绩承诺为 1700 万，2400 万和 3500 万。

我们认为公司未来的业绩仍有非常大的弹性。虽然业绩承诺的增速已经高达 40%，但预计很有可能超预期。公司业务刚刚开始展开，且现有客户都是行业内领先企业，未来几年内高增长问题不大。公司未来的成长性，一方面来自于现有客户的增长，另外，也会不断有新的客户进来。

德沃仕的主要产品：目前新能源汽车用的各种功率的电机产品已经覆盖 7.5KW 至 45KW 等多种功率，下游应用涵盖微型电动乘用车、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。

同时，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、生产经历，目前正在开发 50KW 以上的大功率永磁同步电机。

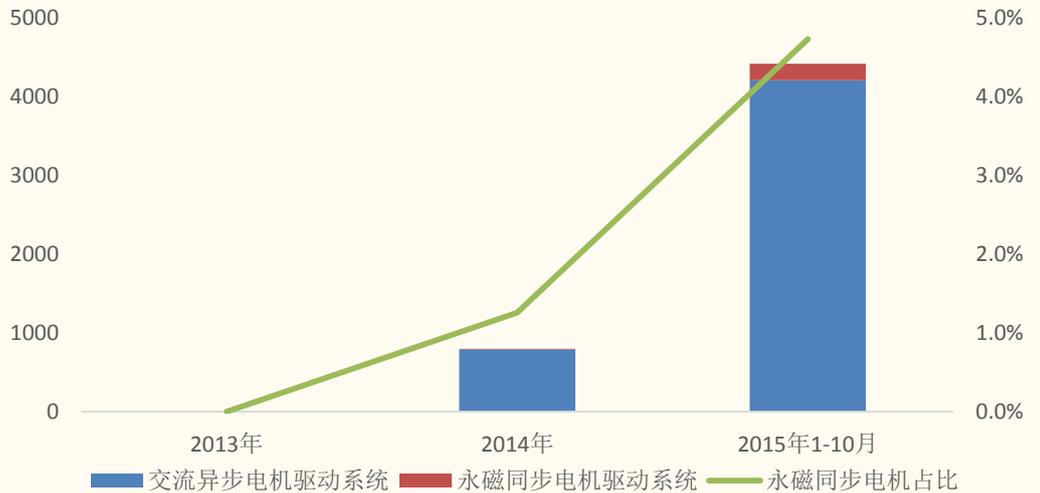
图表 19: 德沃仕主要产品

产品名称	主要配套车型
7.5KW 交流异步电机	雷丁 D60
9KW 交流异步驱动电机	众泰 E20
10KW 交流异步驱动电机	众泰云 100
13.5KW 交流异步驱动电机	众泰云 100、芝麻 E30
30KW 永磁同步电机	众泰 V10
35KW 永磁同步轮边电机	宇通客车

来源：公司网站、国金证券研究所

目前，众泰云 100 选择了更加稳定可靠的 10KW 交流异步电机作为配套电机，今年年底，13.5KW 交流异步电机将替代 10KW 交流异步电机，成为众泰云 100 和即将上市的芝麻 E20 的配套电机。公司的业务收入中，异步电机收入仅占 2014 年收入的 1%左右，2015 年 1-10 月永磁同步电机销售收入占总收入的 4.74%。随着众泰 V10 的放量生产以及未来永磁电机技术的逐步成熟，永磁电机将逐步提高在公司业务中的占比，是新能源汽车电机的发展方向。

图表 20：德沃仕产品销售收入（万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

抓紧众泰、宇通，积极开拓新客户

目前公司的主要客户是众泰汽车，从 2014 年开始向众泰云 100 提供配套电机，是公司收入的主要来源。众泰汽车是国内新能源乘用车的龙头企业之一，2015 年上半年，我国新能源乘用车汽车累计生产约 5.67 万辆，其中众泰汽车累计生产约 0.96 万辆，占比约 17%。

众泰云 100 是一款 A00 级纯电动汽车。该车型采用两厢车设计，使用镍钴锰锂三元电池，电量存储高达 216AH。动力总成方面搭载一台 10KW 的感应异步驱动电机，最高时速可达每小时 85 公里，续航里程大于 150 公里，满足日常代步使用。补贴后最终消费者需要支付的价格在 5 万元左右，是当今世界上性价比最高的电动汽车之一。

云 100 能够热卖，主要是因为此车型定位独特。云 100 最高时速 85 公里，续航里程 150 公里，刚刚好超过区分“非主流”的低速电动车纯电动汽车的“双 80 标准”。即最高时速 80 公里以上，续航里程 80 公里以上的乘用车才算是纯电动新能源汽车，否则，只能称为低速电动车。只有达到纯电动汽车的标准，才能上正式的乘用车牌照，获得国家新能源汽车的补贴。

尽管云 100 在各项技术指标上远落后于比亚迪的 E6、北汽新能源的 EV 系列等主流电动车，但在获得国家补贴后，云 100 的售价仅需 5 万元，且最高时速和续航里程足以满足日常生活所需，因此在三四线城市销售非常火爆，甚至出现一车难求的情况。从销售数量上看，远领先于其他品牌。

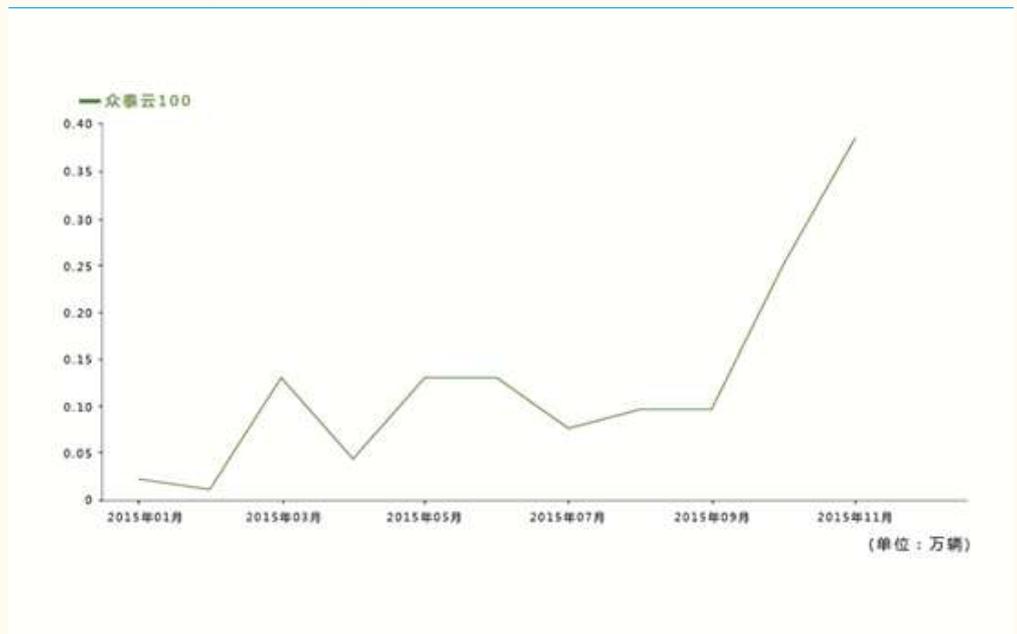
图表 21: 众泰云 100



来源: 搜狐汽车、国金证券研究所

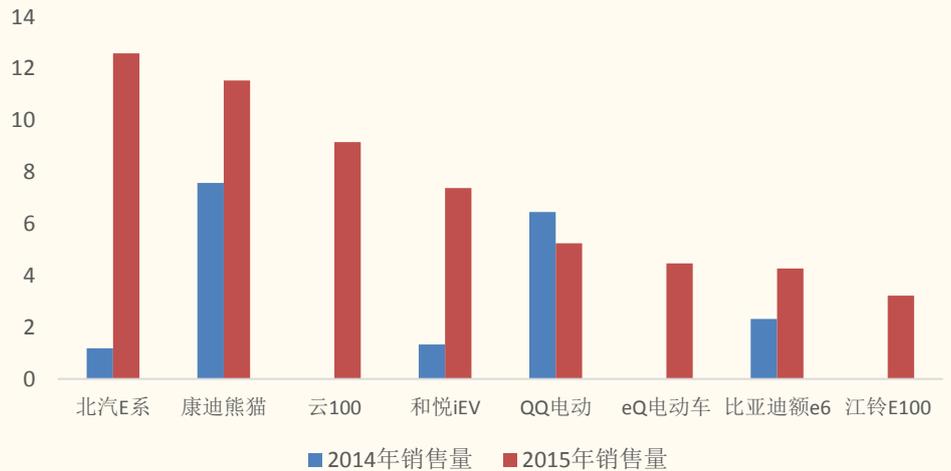
众泰云 100 车型 2015 年 1-10 月份销售 9155 辆, 位于纯电动汽车销售榜的第三名, 全国纯电动乘用车销量 11.3 万辆, 云 100 占整个纯电动汽车市场的 8%。众泰云 100 在 11 月销售量达到 3730 辆, 同比增长 5306%, 环比增长 59%, 众泰云 100 到 11 月份累计销量高达 12885 辆。

图表 22: 2015 年 1-11 月众泰云 100 销量



来源: 乘联会、国金证券研究所

图表 23: 各车型销售量对比 (千辆)



来源: 乘联会、国金证券研究所

除了稳定合作的众泰汽车外, 公司积极开拓优质客户, 公司已经与国内客车行业龙头企业宇通客车签署新能源汽车轮边电机的排他性合作协议, 目前项目已经处于路试阶段; 同时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, 此外, 公司正在积极开发北京新能源汽车股份有限公司、北汽银翔汽车有限公司、上海汽车集团股份有限公司等整车客户。

公司在开拓客户的同时, 继续挖掘现有客户需求, 包括东风汽车、杭州新时空电动汽车、杭州泓源电动汽车等。

图表 24: 德沃仕销售预测 (台)

主机厂客户	2015E	2016E	2017E
众泰	20,000	44,000	70,000
宇通	-	6,000	15,000
其他	3,000	6,000	13,000
合计	23,000	56,000	98,000
增速	-	143%	75%

来源: 国金证券研究所

单个客户增长较快, 不断开发新客户。我们预计 2015-2017 年众泰汽车的产销量会呈爆发式上升。2016 年公司开始配套众泰芝麻 E30, 预计产能在 2 万辆以上; 同时宇通汽车开始放量生产, 不仅单个客户增长速度较快, 而且公司不断的开发新客户, 2015-2017 年的实际平均增速能够达到 70% 以上。

3.3、收购上海海能, 布局电控产业链

上海海能: 公司进军新能源汽车行的基石

公司于 2015 年 11 月, 通过定向增发的方式以 11 亿元的对价收购了上海海能 100% 股权。

上海海能是一家高科技公司, 成立于 2002 年。公司核心产品为发动机控制器, 主要包括传统燃油、燃气汽车发动机控制器与系统、商用车 AMT 变速箱以及新能源汽车动力总成系统。2014 年公司实现营收为 2 亿元, 净利润超 8000 万元, 净利率 35% 以上。从净利率也可以判断出公司产品技术壁垒高, 竞争不激烈。新能源汽车控制系统等, 是公司本次收购的最重要的资产。

公司 2015-17 年的业绩承诺为 7600 万元、8000 万元与 8400 万元, 年增长不足 10%。我们认为公司主要客户是玉柴, 未来需求存在一定的不确定性, 但是新能源汽车控制器以及天然气汽车控制器有可能超预期。

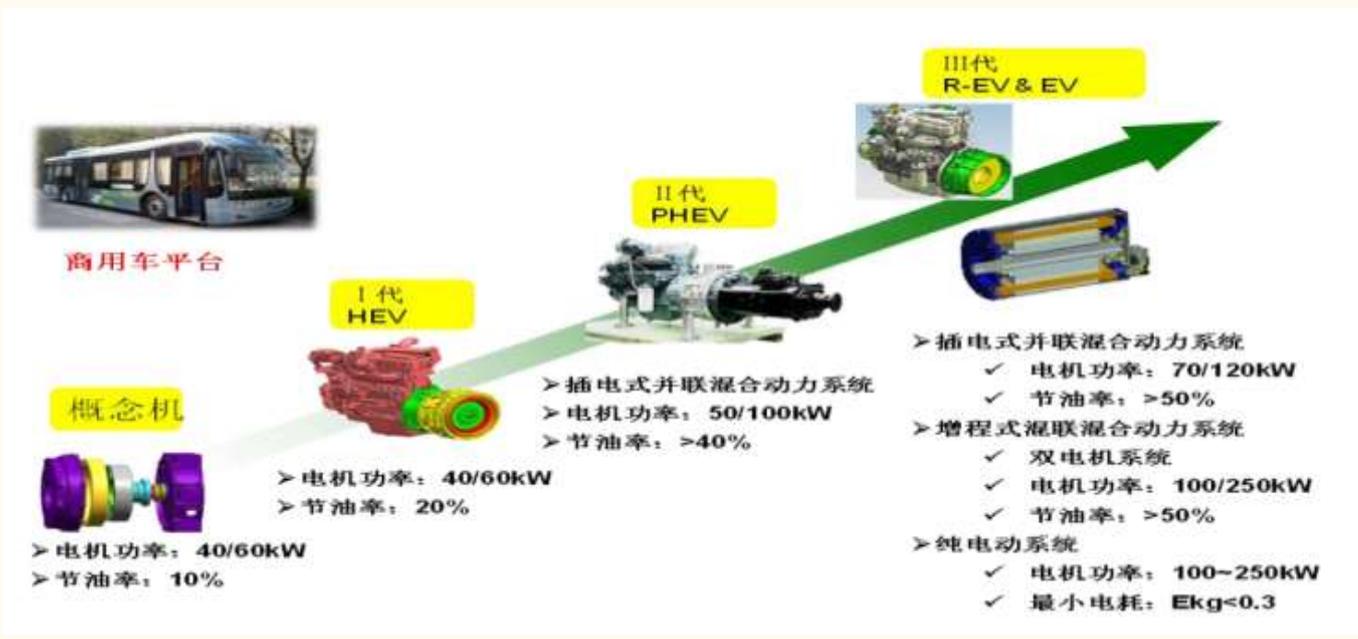
图表 25: 上海海能主要产品



来源: 公司网站、国金证券研究所

新能源汽车核心的部件包括电池、电机及电控，上海海能基于强大的电控基础，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，是国内较少具备新能源汽车动力总成集成能力的第三方供应商之一，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 26: 新能源汽车控制类产品



来源: 公司公告、国金证券研究所

借道德沃仕，纯电动电控渠道畅通

尽管上海海能主要客户是玉柴，主要产品也是柴油发动机控制器，但上海海能在新能源汽车控制器领域早有布局，在新能源控制器方面的已经有成熟产品。油电混合动力汽车的的控制器被视为公司之前的主要发展方向，2013 年公司混合动力汽车控制器已经实现了营业收入 3177 万元。

方正电机并购上海海能和德沃仕后，上海海能一方面加大了纯电动系统控制器的研发力度，目前也已经有成熟产品；同时也借助德沃仕优质的客户资源，整合公司在电机和电控上的产品和技术，进行电控、电驱一体化的销售，快速进入了众泰等厂商的配套体系。

由于已经进入了众泰的配套体系，我们预计 2017 年将是公司新能源控制器产品业绩放量的一年，并长期看好公司新能源控制器的发展，是公司未来发展的重要基石之一。即使只考虑目前德沃仕已经获得的客户配套需求，预测 2015、2016 和 2017 年新能源控制器类产品实现营业收入都能达到 1200 万、2000 万和 5000 万元，同比增长率达 52%、67%和 150%。

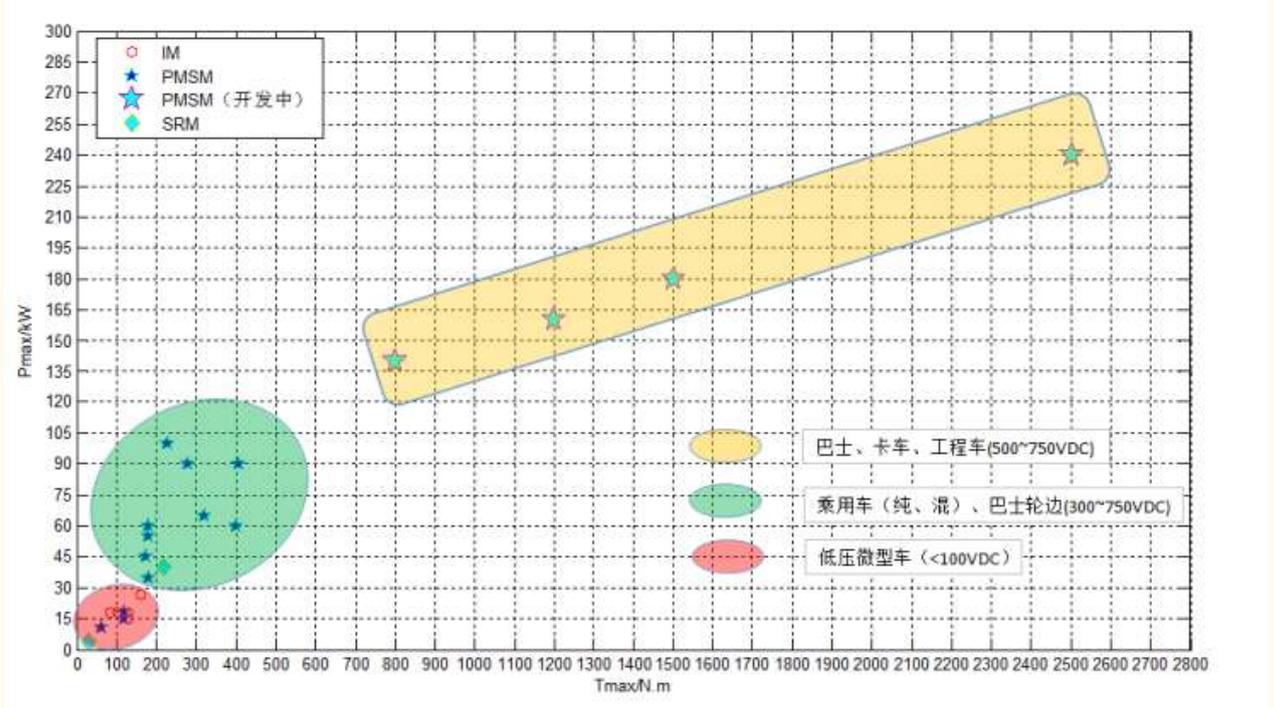
3.4、新业务相辅相成，协同效应明显

加快推进公司向新能源汽车核心零部件供应商转型

收购两家公司前，公司以配套汽车执行方面的零部件为主，产品结构完善程度相对不足，综合附加值水平一般。完成本次收购后，借助上海海能在新能源汽车领域的动力总成集成及控制能力、德沃仕完善的产品结构及优质的客户资源，方正电机将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。

同时，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压电动车、乘用车、中巴、大巴及工程车等全系列、全类型的车型，从而完善公司的新能源汽车驱动系统产品结构，提高公司的产品竞争力盈利能力。

图表 27：方正电机驱动电机系统图谱



来源：公司公告、国金证券研究所

发挥协同效应，提高公司盈利水平

公司整合汽车零配件行业的产业链，从研发、生产、采购和销售各个方面都产生了较强的协同效应。在研发端将共享客户需求参数，共享研发成果、设备、

人才资源，根据各自优势来确定研发方案，高效推进产品研发；在采购端可实现集中采购，提高议价能力，降低采购成本；在生产端可根据产品产销情况，内部合理配置生产资源，提高盈利能力；在销售端共享客户与渠道资源，建立客户信息共享及产品结构完善的销售平台，提高公司销售能力。

区分功能定位，发挥各自优势。

发挥协同优势的同时，可将公司的功能性进行区分，发挥各公司的优势，提高公司整体运营效率。

将方正电机作为电机生产的主要基地，方正电机经营 20 年微型电机业务，能够提供新能源电机优良的生产条件和产量，发挥公司本部的生产经验，有利于提高产品质量；

将上海海能作为公司的研发生产基地，发挥其在汽车电子研究上的优势。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显著的竞争优势。

将杭州德沃仕作为新能源电机研发和销售的主要基地，德沃仕团队源于比亚迪，拥有扎实的技术基础，利用公司销售团队在新能源汽车行业里的优势，不断开拓新客户。

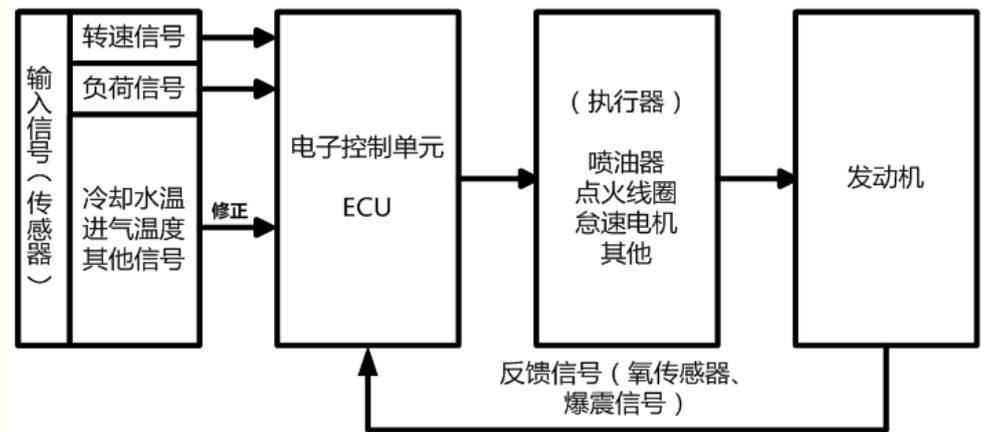
4、传统车:ECU 稳步增长,GCU 超预期发展

公司收购的上海海能是国内汽车电子的龙头企业，ECU、GCU 是公司的传统业务，其产品具有高技术壁垒，主要配套玉柴集团生产的汽车。预计未来在玉柴内部的配套比例将得到提升，公司的业绩有望再度爆发。

4.1、发动机控制系统是发动机的大脑

发动机控制系统简称 ECU (Electronic Control Unit)。原理是通过众多的传感器，将车辆运行过程中的各种状态，如速度、载荷、温度等数据输送到 ECU 中，ECU 根据已经编制好的规则，发出指令，控制发动机的各种参数，以达到发动机的最佳工作状态。

图表 28：发动机控制系统原理



来源：国金证券研究所

ECU 的核心技术在于软件，主要是“编制好的规则”，即控制策略。硬件基本上为通用设备，差别不大，但在成本和可靠性上也会有明显的区别。由于汽车在运动过程中的状态非常复杂，所以根据输入信号制定发动机合理的执行策略就变得非常困难。

图表 29：国内主要的独立 ECU 企业

国别	企业名称	主要市场	备注
德系	上海联合汽车电子	主欧系车。包括宝马奔驰等高端车	数家中国企业和德

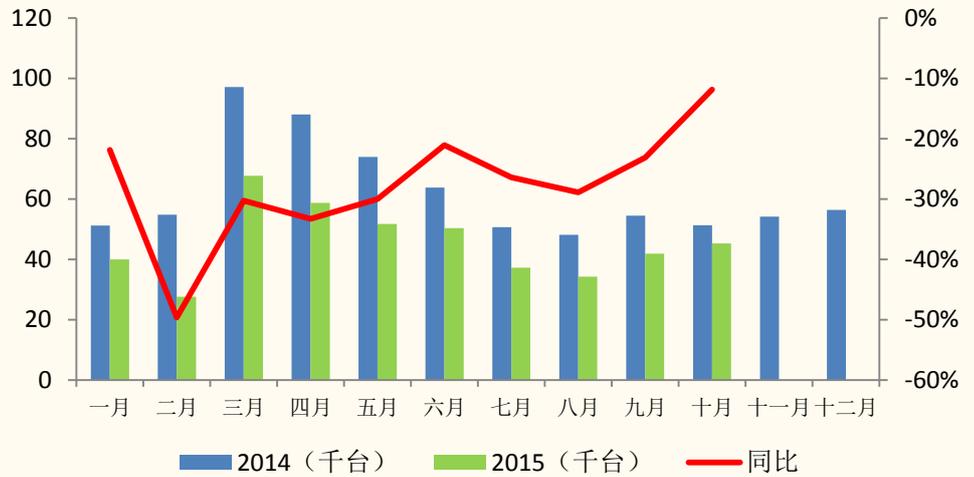
	大陆	型, 以及部分中国上汽等自主品牌客户比较综合	国博世的合资企业
美系	德尔福	美系车	原通用汽车旗下企业, 后独立
	伟世通(美)	长安汽车	在中国与长安汽车有合资公司
日系	电装	主要配套日系车, 柴油机等	世界汽车零部件及系统巨头
	日立	东风等与日系有合作的中国主机厂	

来源: 国金证券研究所

4.2、重卡行业低迷, 节能减排促公司传统业务发展

进入 2015 年以来重卡行业一直发展低迷。据中国汽车协会数据统计, 2015 年 1-10 月重卡累计销量 45.4 万台, 比 2014 年累计同比下降 28%, 较 1-6 月降幅度有所缩减。

图表 30: 重卡月度销量 (台)



来源: 国金证券研究所

重卡需求下滑我们可以从新增需求下滑和更新需求下滑去分析:

新增需求下滑: 重卡新增需求主要和投资、消费增速有关, 尤其是重卡的直接下游行业相关。目前固定资产投资, 房地产新开工面积, 基建, 公路货物周转量等重卡直接下游行业的增速投资和消费的增速要么为负增长, 要么增速不如去年, 这就意味着重卡新增需求是下滑的。

图表 31: 重卡下游行业增速

项目	14 年 1-10 月增速	15 年 1-10 月增速
固定资产投资	15.9%	10.2%
房屋新开工面积	-5.5%	-13.9%
公路建设投资	14.7%	7.0%
公路货运周转量	9.7%	5.9%

来源: Wind

更新需求下滑: 重卡的更新需求则跟客户更新周期变化、未来市场景气度、政策法规有很大关系。重卡更换周期一般为 3-5 年, 但遇到市场经济不景气, 政策法规影响, 客户可能会延长重卡更换期。2015 年 1 月国 IV 开始在全国实行, 很多要换车的客户集中在 14 年底提前购买了执行国 IV 标准的重卡, 造成 2015 年上半年重卡需求被提前消耗。

节能减排政策利于传统业务发展

目前，我国越来越关注大气污染治理问题，汽车尾气是大气污染治理的关键环节。2015年1月1日起全国开始强制实行柴油机国IV标准，北京地区实行国V标准，预计到2017年全国普及国V标准。

上海海能的ECU控制器已经普遍开始实行国V标准，然而目前，大部分采用机械控制的柴油发动机已无法满足日益严格的环保标准，未来将有一批柴油发动机选用上海海能的ECU控制器。

4.3、ECU传统强势业务：稳步发展前提下有所提升

发动机控制系统市场空间大，利润水平高

中国企业在ECU市场上很难有竞争力，是由ECU行业以下几个特点决定的：

经验和数据的积累。由于汽车运动非常复杂，ECU的开发需要长期数据的积累和经验的反馈，才能做出最好的策略，这就使ECU技术的突破非常困难。目前，中国汽车产业的ECU，大多掌握在外资品牌手里，国产的极少，且质量有较大的差距。

大规模生产的规模效应。不同的发动机和不同的车型会对应不同的ECU，而ECU的开发成本很高，如果某一型号的ECU无法大规模生产，则平均成本就会提高。国际巨头往往能够获得较大的市场，产销量远大于国内企业，价格也会更有竞争力。

品牌效应明显。由于中国汽车市场，合资品牌占据半壁江山，ECU也倾向于用国际品牌。一般欧系车倾向于欧系的ECU，日系车倾向于日系ECU，使国产ECU发展更加困难。

综上所述，发动机控制系统技术壁垒很高，商业壁垒也很高，目前中国很少有独立的控制器生产企业。反过来讲，一旦能够进入某个主机厂的配套体系，形成规模化的稳定的配套关系，也很难被其他企业取代。

因此，我们认为：上海海能已经进入了玉柴，成为其核心控制系统的供货企业，配套体系较稳定。由于控制器技术壁垒很高，海能较高的毛利率水平能够维持。

图表 32：上海海能控制器产能情况

控制器	2015年1-3月	2014年	2013年
产能	50,000	200,000	200,000
产量	42,145	91,212	41,495
销量	40,769	86,799	27,832
产能利用率	84.29%	45.61%	41.50%
产销率	96.74%	95.14%	67.07%

来源：公司公告

对玉柴的依赖是行业特征

公司主要客户为玉柴，95%以上的收入来自于玉柴，存在一定的客户依赖风险。但是这也是由于行业特殊情况决定。

柴油发动机行业本身集中度就很高。前十家柴油机厂占据全国产销量的80%以上，其中玉柴、潍柴、全柴和中国一汽前四名市场份额达到50%以上，是行业内的第一集团。

图表 33：上海海能前五名客户销售占比

年度	客户名称	销售收入	占当期营业收入比例 (%)
2015年一季度	玉柴集团	3751.44	96.72
	十堰福瑞德科工贸有限公司	20.73	0.54
	重庆恒通电动客车动力总成有限公司	18.29	0.47
	杭州前进齿轮箱集团股份有限公司	12.99	0.33
	杭州固卓汽车配件有限公司	10.53	0.27
	合计	3813.98	98.33
2014年	玉柴集团	18676.68	93.28

	广州汽车集团客车有限公司	319.44	1.59
	上海电驱动股份有限公司	93.77	0.47
	上海万象汽车制造有限公司	73.5	0.37
	重庆两江公共交通有限公司	35.5	0.18
	合计	19198.91	95.89
	玉柴集团	17364.64	89.19
2013 年	广州汽车集团客车有限公司	214.99	1.1
	上海亚新科依波尔汽车电子有限公司	212.5	1.09
	金华青年汽车制造有限公司	147.68	0.76
	郑州市华龙汽车修理有限公司	49.89	0.26
	合计	17989.7	92.4

来源：公司公告、国金证券研究所

成本优势导致 ECU 未来销量稳步提升。我们通过分析上海海能的第一大客户玉柴集团的供应链体系，可以得到其发动机控制器 80%来自博世，上海海能仅占 20%。作为内资龙头企业，海能产品性能已接近博世等外资品牌，且价格优势明显，为外资品牌的 70-80%。在成本因素考虑下，玉柴集团将逐步提高其控制器内资品牌的供货比例，可以预计未来上海海能控制器在玉柴集团占比将提高到 30%-35%。在此前提下，可以保证上海海能传统业务 ECU 未来销量稳步提升。

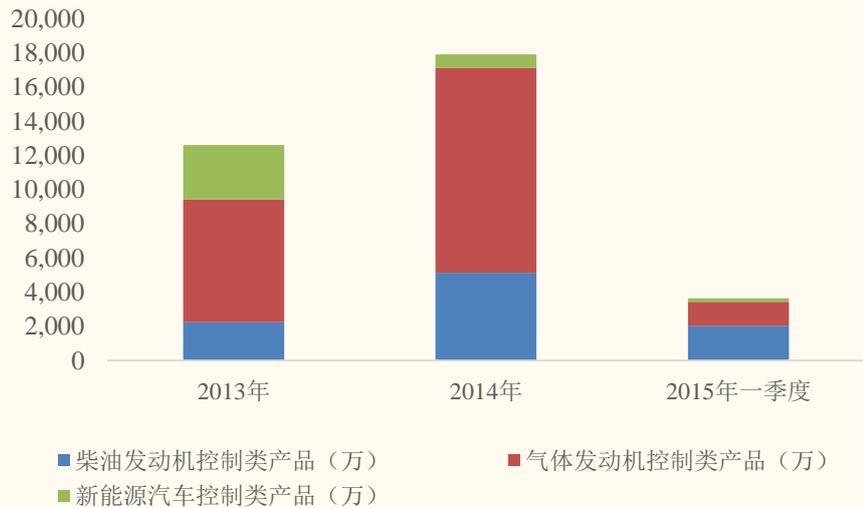
4.4、天然气价格超预期下调，GCU 恢复增长预期明显

GCU 是天然气发动机控制器，公司 GCU 主要配套的是 LNG 重卡。目前我国 LNG 重卡的渗透率还比较低，市场空间很大。2014 年底我国重卡保有量约 300 万辆，销量约 74 万辆，2015 年由于宏观经济下滑，重卡销量回落至约 60 万辆。我国 LNG 重卡保有量约 17 万辆，2014 年销量 4 万辆，2015 年由于油价下跌及 LNG 价格保持在高位，销量回落至不足 2 万辆。目前保有量渗透率达到 5.6%、而今年的销量渗透率仅为 2%左右。

上海海能的气体发动机控制类产品也主要是随着玉柴的气体发动机一起成长，2014 年实现收入 1.2 亿元，曾是公司主要的收入来源。受困于国际油价的大幅下跌，使天然气重卡行业大幅下滑，公司 2015 年第一季度收入仅 1400 万元，全年销量不足 5000 万元，比 2014 年同比下滑一半还多。

2015 年 11 月 20 日，天然气门站价格下调，天然气重卡经济性修复，此次下调幅度和下调时间均超预期，对天然下游应用行业有重大利好。LNG 终端价格与柴油的价差基本能够回到 2012-2013 年的水平。我们预计明年重卡整体销量小幅下滑，销售量达到 55 万辆左右，但天然气重卡的渗透率将恢复至 2014 年 5%的水平，预计天然气重卡销售量将超过 2.5 万辆，同比增幅超过 150%。行业的大幅回升将带动公司天然气控制器类产品业绩恢复 2014 年水平，成为公司成长的超预期点。

图表 34：上海海能收入构成（万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

4.4、产品、技术储备成熟，公司呈现高成长性

新产品的放量

公司是技术型公司，除了现有产品未来能够继续保持优势之外，还储备一些新的产品。其中船用柴油机控制器和军车用高压共轨柴油机控制器已经初步产业化，未来将会逐渐投入市场。

图表 35：海能产品分类

成熟产品	天然气发动机电控燃气系统 SCR 后处理控制气 船用 8 缸发动机控制器
已有产品	军车用 8 缸高压共轨柴油机控制器 DE 电子分配泵控制器
技术储备	天然气发动机电控燃气系统 SCR 后处理控制气

来源：国金证券研究所

公司发动机控制系统产能大约为 20 万套，玉柴的发动机产量在 50-60 万台左右，推算公司给玉柴的配套比例大约为 20%，未来很有可能继续提高配套比例，实现进口替代。

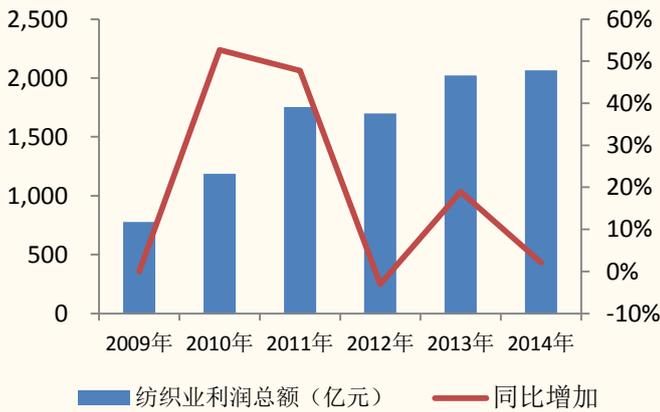
5、公司传统业务业绩稳步提升

缝纫机电机和汽车微特型电机是公司的传统业务，近年纺织行业增速回落，对工业缝纫机的销售产生较大影响，家用缝纫机的需求基本保持稳定，公司汽车微特电机业务在业内得到认可，公司在逐步提高产能，预计传统业务的整体业绩将稳步提升。

5.1、缝纫机应用类未来持续下滑

下游行业用户的景气程度下滑：缝制机械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。近年我国纺织工业基本保持了平稳发展态势，但是增速普遍回落。2014 年纺织企业出口交货总额达 3,948 亿元，同比下滑 2%，增速下降 8 个百分点；实现利润总额 2,065 亿元，同比增长 2%，增速下降 17 个百分点。

图表 36: 纺织企业利润总额



图表 37: 纺织工业出口交货额



来源: 国家统计局、国金证券研究所

来源: 国家统计局、国金证券研究所

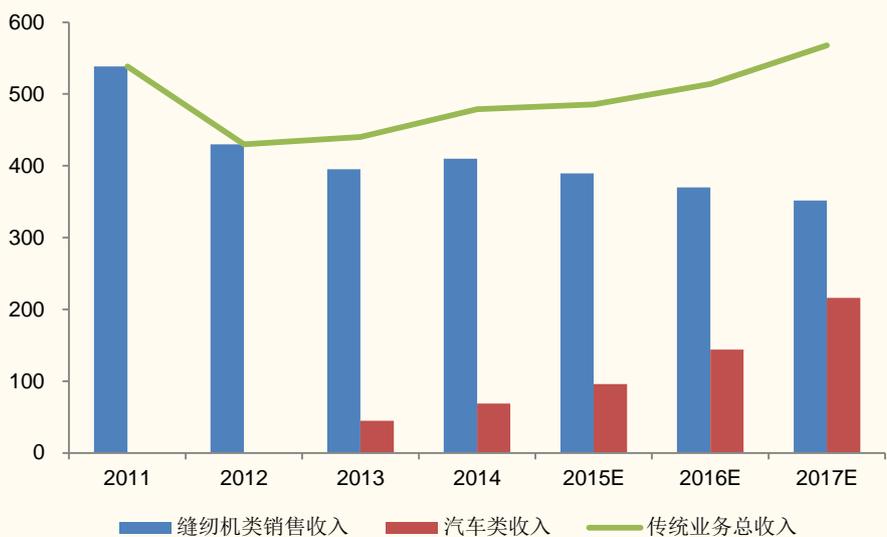
目前, 纺织行业面临的发展形势仍较为复杂, 棉价走势不确定性增强、市场需求增长放缓、综合成本持续上升等因素的影响突出, 行业继续保持平稳运行面临较大的压力。但从长远来看, 随着世界人口的不断增长和生活水平的提高, 对纺织服装的需求依旧会提高, 世界纺织服装等行业的发展空间仍然广阔。

缝纫机业务行业龙头: 缝纫机应用类主要业务为家用缝纫机电机、电脑高速自动平缝机。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。

公司全资子公司方正电机(越南)有限责任公司通过客户产品验证, 正式批量生产, 家用缝纫机电机业务上的产品利润率得到了进一步提升, 在家用缝纫机市场需求变动不大的情况下, 预计公司的家用缝纫机销售收入将保持平稳。

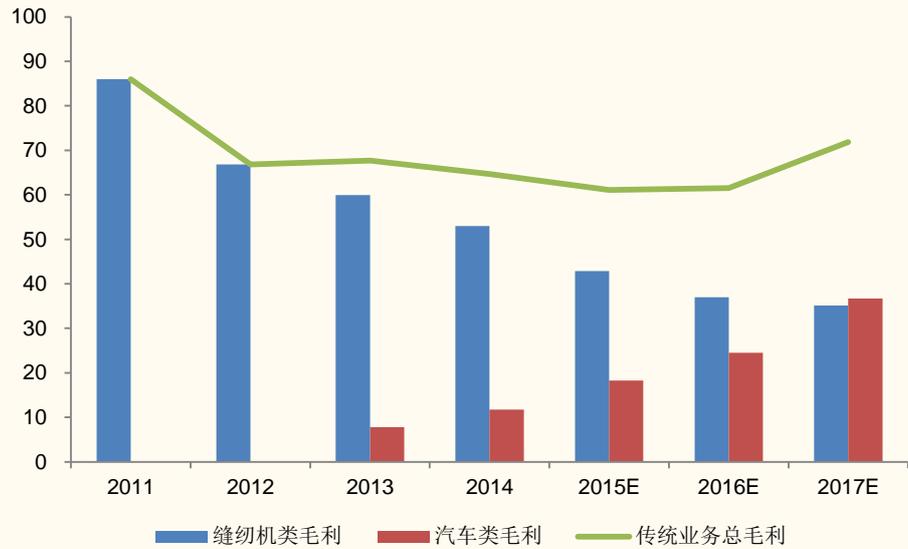
同时, 公司加强与兄弟机械(西安)有限公司的合作, 在工业缝纫机需求不断下滑的趋势下, 降低生产成本, 有利于提高毛利率, 减缓利润下滑趋势。预计2015-2017年, 缝纫机应用类业绩增长比例为-15%、-5%、-3%。

图表 38: 方正电机传统业务收入预测 (百万元)



来源: 国金证券研究所

图表 39：方正电机传统业务毛利预测（百万元）



来源：国金证券研究所

5.2、汽车应用类：传统业务中的超预期因素

汽车应用类主要产品为汽车座椅马达，年产量 180 万套。车用电机主要客户为上海延锋江森座椅有限公司，汽车座椅后提升电机实现规模化供货，公司重点开展汽车座椅前提升、水平及调角电机的开发，该项目产品主要配置丰田凯美瑞、荣威、别克凯越等中高端轿车。

2014 年末收购了湖北钱潮汽车零部件有限公司，新增了汽车雨刮器总成、汽车制动阀系列产品，开拓商用车零部件市场，丰富汽车电机的应用范围。

2014 年收购高科润，高科润主营业务为智能控制器的研发、生产与销售，是国内较早进行智能控制器独立设计、开发和生产的高新技术企业。将高科润的智能控制器同公司的汽车微特电机整体销售，有利于提高产品可靠度，同时可提高产品毛利水平，是公司提高传统业务业绩的超预期点。

2014 年公司产量 2,002,430 台，销量 2,011,635 台，产销比达到 100% 以上，我们预测 2016、2017 年公司可销售汽车微特电机 300 万、600 万台，按照每台设备 40 元计算，可获得销售收入 1.2、2.4 亿元。

6、高科润：公司稳定的盈利支撑点

公司在 2014 年收购了高科润。高科润主营业务为智能控制器的研发、生产与销售，是国内较早进行智能控制器独立设计、开发和生产的高新技术企业。智能控制器是以自动控制技术和计算机技术为核心，集成诸多技术门类而形成的高科技产品。

根据下游应用领域的不同，高科润的产品包括家用电器智能控制器、工业设备及电动工具智能控制器、智能建筑与安防智能控制器、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%，下游家电客户的增长水平是影响高科润收入增长规模的最重要因素之一。

图表 40：高科润产品应用领域

序号	下游应用领域	主要产品
1	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
2	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
3	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
4	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

序号	下游应用领域	主要产品
		制器

来源：公司公告、国金证券研究所

家电电器智能控制器的需求分析：

国内整机厂商配套：目前国内家电有一大部分仍在采用技术落后的机械控制器，随着家电产品的升级换代，预计智能控制器的渗透率将达到 60%以上，家电厂商对智能控制器的需求有所提升，给厂商带来更大的市场空间。

国外整机厂商配套：海外家电龙头往往通过全球化采购体系向第三方采购智能控制器产品，国际家电巨头对智能控制器采购量超过 100 亿人民币，国内智能控制器厂商在拥有成熟技术的同时成本相对较低，因此在全球市场上有较大的替代空间。

家电行业的发展将增加对上游智能控制器产品的需求，为高科润的业绩增长奠定了良好的行业基础，使高润科成为方正电机稳定的盈利支撑点。

7、最纯正的电动汽车动力总成标的

7.1 新能源业务占比最高、业绩弹性最大

由于看好新能源汽车的未来发展，一大批传统公司纷纷参与并购或参股新能源汽车电机或者电驱动相关方面的公司，转型进入新能源汽车总成系统供应商，包括：大洋电机、信质电机、正海磁材、万向钱潮等。

图表 41：转型新能源汽车动力总成公司一览

公司	主业	产业动作
方正电机	缝纫机电机	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
大洋电机	家用电机	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
信质电机	汽车电机定转子	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
正海磁材	钕铁硼永磁材料	上海大郡出资 600 万元与卧龙电气、绍兴奥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%
万向钱潮	汽车零部件	以 10% 的股权参股天津松正，天津松正主营研发、生产新能源汽车驱动电机系统(电机+控制器)和动力总成系统，是国内领先的混合动力客车系统总成提供商

来源：公司公告、国金证券研究所

公司收购德沃仕和上海海能已于近日完成资产交割，新业务在公司中的占比是最大的。预测公司 2016 年新能源汽车业务营收将达到 39.25%，高于大洋电机的 26%和信质电机的 5%；

业绩弹性在相关的几家公司也是最高的，预期公司新业务在 2016 年将实现超预期增长，且公司新业务净利占比最大，预计 2016 年方正电机净利增长率为 243.26%，高于大洋电机 78%和信质电机的 40%。

电机电控公司估值对比：对比五家公司的估值数据可发现方正电机的估值水平处于五家中的中游，未来估值仍有提高空间。

图表 42：电机电控公司估值对比

股票名称	股价		EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)
	12月08日	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	
方正电机	30.34	0.03	0.13	0.66	564.43	232.61	46.06	6.56	
大洋电机*	12.15	0.35	0.19	0.29	35.58	65.04	43.42	6.33	
信质电机*	27.70	0.93	0.55	0.77	29.62	49.63	35.56	7.69	

正海磁材*	22.61	0.47	0.39	0.59	51.14	61.44	40.96	5.85
万向钱潮*	21.48	0.37	0.38	0.42	59.64	58.8	52.03	12.72

备注：标*公司EPS为WIND一致预测值。来源：WIND、国金证券研究所

7.2 盈利预测与投资建议

关键假设

- 1) 新能源汽车发展进入爆发期，产业规模迅速扩大，配套基础设施逐步完善，新能源汽车的大众认可度不断提高，未来五年新能源汽车年复合增长率有望超50%；
- 2) 公司收购德沃仕和上海海能，转型成为新能源汽车动力总成供应商，通过整合公司资源，市场份额不断提升，双方可以在技术研发和客户上实现互补；
- 3) 毛利率方面，公司的产品通过不断整合，提高产品技术含量和整体性，随着新能源汽车市场的火热态势，未来公司综合毛利率将成微幅上涨趋势；
- 4) 公司的费用结构不会发生明显变化，预计公司未来可通过整合资源降低管理费用率。

盈利预测

根据以上假设，我们预测公司 2015-2017 年的营业收入分别为 7.86 亿、14.45 亿、20.57 亿，分别同比增长 26.2%、83.9%、42.4%；归属母公司净利润分别为 0.23 亿、1.74 亿、2.75 亿，分别同比增长 404.18%、648.81%、57.91%；对应 EPS 为 0.13、0.66 和 1.04 元。

图表 43：分业务盈利预测模型

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
方正电机本部					
销售收入 (百万元)	487.21	622.48	785.57	870.92	1,109.96
增长率 (YOY)	2.57%	27.76%	26.20%	10.86%	27.45%
毛利率	16.43%	16.08%	14.66%	14.93%	15.37%
销售成本 (百万元)	407.16	522.39	670.41	740.85	939.39
增长率 (YOY)	6.99%	28.30%	28.34%	10.51%	26.80%
毛利 (百万元)	80.05	100.09	115.16	130.07	170.57
增长率 (YOY)	-15.23%	25.04%	15.05%	12.95%	31.14%
占总销售额比重	99.96%	99.97%	90.88%	60.29%	53.97%
占主营业务利润比重	99.93%	99.94%	75.85%	33.72%	29.44%
上海海能					
销售收入 (百万元)	194.69	200.22	222.00	317.00	465.00
增长率 (YOY)		2.84%	10.88%	42.79%	46.69%
毛利率	66.02%	61.49%	54.89%	53.00%	50.25%
销售成本 (百万元)	66.16	77.10	100.14	149.00	231.35
增长率 (YOY)		16.55%	29.88%	48.79%	55.27%
毛利 (百万元)	128.53	123.12	121.86	168.00	233.65
增长率 (YOY)		-4.22%	-1.02%	37.86%	39.08%
占总销售额比重	28.55%	24.10%	19.74%	21.38%	22.61%
占主营业务利润比重	61.61%	54.62%	44.98%	42.91%	40.33%
德沃仕					
销售收入 (百万元)	0.05	8.02	93.00	256.60	481.60
增长率 (YOY)		15940.00%	1059.60%	175.91%	87.69%
毛利率	27.30%	27.32%	32.00%	34.18%	36.36%
销售成本 (百万元)	0.04	5.83	63.24	168.89	306.49
增长率 (YOY)		15935.59%	984.93%	167.06%	81.47%
毛利 (百万元)	0.01	2.19	29.76	87.71	175.11
增长率 (YOY)		15951.75%	1258.24%	194.73%	99.64%

项 目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
占总销售额比重	0.01%	0.97%	8.30%	17.31%	23.42%
占主营业务利润比重	0.01%	0.97%	11.03%	22.41%	30.23%

来源：国金证券研究所 备注：2015 年未完成并表，当年业绩预测仅为备考。

7.3、估值及投资建议

方正电机以缝纫机电机制造起家，通过内生发展和外延并购，转型为新能源动力总成和柴油机电控系统汽车核心部件供应商。新能源电机系统业务技术已经成熟，被并购公司和本部互补协同效应明显，产品覆盖面广，客户资源优质，预计公司在新能源电机系统的市场份额持续提高。

公司柴油机、天然气电控系统方面拥有较高技术壁垒，在排放标准持续升级和天然气价格超预期的下调的情况下，我们认为公司 ECU 和 GCU 将实现超预期增长。

公司当前股价对应 2015-2017 年的 PE 分别为 231 倍、46 倍、29 倍。2016 年的估值已经不低，但是公司目前已经绑定众泰等核心客户，未来业绩兑现的确定性强。高估值也反应了市场对公司业绩确定性的认可。

公司未来股价继续向上的驱动力来自于业绩的不断兑现，以及开拓新客户带来的新的预期。

考虑到新能源汽车市场的火爆预期以及公司产品的持续整合，我们看好公司在新能源汽车动力总成市场的发展潜力，公司应享有高于行业平均的估值水平，且公司当前市值较小，我们认为公司市值至少达到 120 亿，对应的合理价值为 45 元，建议“买入”。

8、风险提示

收购标的公司盈利能力波动的风险、收购整合不达预期的风险、宏观经济下滑的风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	476	487	622	786	1,445	2,057	货币资金	47	238	221	110	121	153
增长率		2.4%	27.8%	26.2%	83.9%	42.4%	应收款项	144	122	208	285	528	752
主营业务成本	-392	-407	-522	-670	-1,059	-1,477	存货	176	191	248	312	516	708
%销售收入	82.5%	83.6%	83.9%	85.3%	73.3%	71.8%	其他流动资产	31	24	69	277	317	349
毛利	83	80	100	115	386	579	流动资产	399	574	746	984	1,482	1,963
%销售收入	17.5%	16.4%	16.1%	14.7%	26.7%	28.2%	%总资产	59.2%	63.6%	58.6%	36.2%	46.1%	53.2%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-6	-9	长期投资	0	2	55	65	74	84
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	230	286	294	314	300	285
营业费用	-10	-11	-17	-20	-39	-60	%总资产	34.1%	31.6%	23.2%	11.6%	9.3%	7.7%
%销售收入	2.0%	2.3%	2.8%	2.6%	2.7%	2.9%	无形资产	36	36	169	1,344	1,346	1,348
管理费用	-44	-56	-70	-82	-144	-195	非流动资产	275	329	526	1,734	1,731	1,728
%销售收入	9.2%	11.5%	11.2%	10.5%	10.0%	9.5%	%总资产	40.8%	36.4%	41.4%	63.8%	53.9%	46.8%
息税前利润 (EBIT)	29	11	10	9	196	316	资产总计	674	903	1,272	2,718	3,213	3,691
%销售收入	6.0%	2.2%	1.6%	1.2%	13.6%	15.3%	短期借款	230	111	150	119	210	206
财务费用	-13	-13	-8	-1	-4	-5	应付款项	124	151	265	375	598	835
%销售收入	2.7%	2.6%	1.2%	0.1%	0.3%	0.3%	其他流动负债	4	9	21	46	107	150
资产减值损失	-1	-3	-4	-2	-2	-2	流动负债	358	271	436	540	915	1,191
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	8	5	5	其他长期负债	16	15	18	17	17	17
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	29.6%	2.4%	1.5%	负债	374	286	455	556	932	1,209
营业利润	15	-6	-1	14	195	313	普通股股东权益	299	617	806	2,151	2,271	2,471
营业利润率	3.2%	n.a	n.a	1.8%	13.5%	15.2%	少数股东权益	0	0	11	11	11	11
营业外收支	9	10	8	13	10	10	负债股东权益合计	674	903	1,272	2,718	3,213	3,691
税前利润	24	4	7	27	205	323	比率分析						
利润率	5.1%	0.9%	1.1%	3.4%	14.2%	15.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-4	0	-2	-4	-31	-49	每股指标						
所得税率	16.0%	5.0%	32.1%	14.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.175	0.028	0.027	0.130	0.656	1.036
净利润	20	4	5	23	174	275	每股净资产	2.587	4.132	4.721	8.358	8.825	9.603
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.387	0.518	0.409	-0.771	-0.169	0.437
归属于母公司的净利润	20	4	5	23	174	275	每股股利	0.150	0.100	0.100	0.060	0.210	0.290
净利率	4.3%	0.9%	0.7%	3.0%	12.1%	13.4%	回报率						
							净资产收益率	6.78%	0.68%	0.57%	2.10%	7.62%	11.02%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.01%	0.47%	0.36%	1.65%	5.39%	7.44%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	4.55%	1.38%	0.72%	1.33%	6.65%	9.89%
净利润	20	5	10	23	174	275	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-17.76%	2.43%	27.76%	26.20%	83.88%	42.37%
非现金支出	18	23	29	31	31	32	EBIT 增长率	-41.44%	-63.19%	-2.73%	-8.26%	#####	60.85%
非经营收益	14	9	4	-18	-6	-3	净利润增长率	-48.63%	-79.21%	9.30%	404.18%	648.81%	57.91%
营运资金变动	-8	40	27	-234	-243	-191	总资产增长率	-2.55%	34.05%	40.80%	180.49%	17.23%	14.06%
经营活动现金净流	45	77	70	-198	-43	113	资产管理能力						
资本开支	-57	-60	-34	-1,209	-6	-7	应收账款周转天数	101.5	91.5	87.6	110.0	110.0	110.0
投资	-14	0	-70	-9	-10	-10	存货周转天数	173.6	164.1	153.2	170.0	178.0	175.0
其他	0	3	10	8	5	5	应付账款周转天数	95.5	76.4	100.8	130.0	130.0	130.0
投资活动现金净流	-71	-57	-94	-1,210	-11	-12	固定资产周转天数	151.1	209.4	164.7	120.1	61.3	40.0
股权募资	0	330	0	1,336	0	0	偿债能力						
债权募资	8	-120	39	-32	91	-3	净负债/股东权益	61.10%	-20.62%	-8.72%	0.75%	3.34%	1.17%
其他	-21	-39	-32	-7	-25	-66	EBIT 利息保障倍数	2.2	0.8	1.4	35.1	44.3	58.4
筹资活动现金净流	-13	172	7	1,297	66	-68	资产负债率	55.56%	31.70%	35.75%	20.89%	28.85%	32.24%
现金净流量	-39	192	-17	-112	11	32							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD