

方正电机 (002196)

强烈推荐

行业：电机

新能源汽车产业布局初成

通过收购上海海能和杭州德沃仕，公司由传统燃油汽车零部件业务延伸至汽车动力总成电子控制领域，成为国内稀缺的整车动力总成系统集成商。公司的驱动电机系统技术储备完善，已经覆盖包括低速电动车、轻卡、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，并与众泰汽车、玉柴机器、上海通用五菱、厦门金旅、宇通客车等优质客户展开深度合作，第三方新能源汽车动力总成领军企业在逐步崛起。

投资要点：

◇ **缝纫机马达：深挖存量市场。**公司缝纫机马达市占率达到70%以上，整体市场增长在放缓。考虑到东南亚国家的成本优势，公司今年将把相关产能向越南进行转移，提升整体经营效益（越南毛利率估计高于国内5%；越南享受所得税五免四减半）。同时，公司正和客户积极研发节能性和稳定性等技术表现更好的一体化无刷电机，未来有望受益于欧盟日益严苛的家用电器节能标准。

◇ **汽车零部件：进口替代进行时。**2015年公司销售约180万套座椅马达，数十万套雨刮器马达，规划未来三年做到600-800万套。公司技术实力已经位居国际前列，受益于乘用车结构升级和进口替代，预期业绩将维持稳定增长态势。客户方面，今年预计会进入奔驰和宝马产业链；同时，公司正和延锋江森开发带控制器的无刷电机，单位价值有望提升。

◇ **高科润：新能源汽车电机控制器成为增长点。**中国工程院院士杨裕生表示，低速电动车标准的制定工作目前已经交给工信部，各项流程已经开始，低速车在产品质量和运行方面的空白有望被填补，市场规范化即将成行。高科润的低速车控制器产品已经成熟，目前已经为河北御捷等主要客户进行配套调试，静待市场爆发。

◇ **新能源汽车动力总成：优势互补，各有侧重，协同发展。**通过收购上海海能和杭州德沃仕，公司驱动系统已经覆盖包括低速电动车、轻卡、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。在未来发展上，上海海能将更多专注在商用车市场并负责控制器研发和系统集成，杭州德沃仕的侧重点在乘用车和物流车，公司本部更多精力放在电机的研发、生产方面。公司客户开发进展顺利，与众泰汽车、玉柴机器等优质客户实现深度合作，其中混合动力商用车的动力总成主要和玉柴合作，纯电动商用车客户为厦门金旅、广西源正等，相关客户样车已经进入路试阶段。销量方面，2016年规划销售乘用车驱动电机4万台，物流车驱动电机1-2万台，商用车驱动电机5000-10000台。另外公司和宇通在合作开发轮边电机，宇通的技术路线已经确立，正在解决差速等技术问题，轮边电机有望成为未来业绩增长的贡献点。德沃仕目前主要为众泰云100供交流异步驱动系统（约占营收的75%）以及物流车永磁同步

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

参与人：阮巧燕

S0960115080018

0755-88323284

ruanqiaoyan@china-invs.cn

6-12个月目标价：35

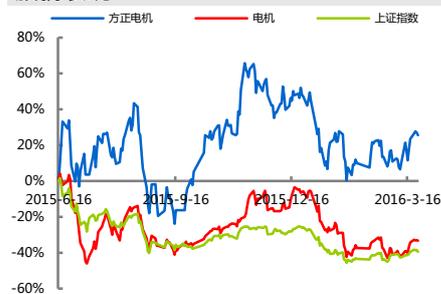
当前股价：26.35

评级调整：首次

基本资料

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 265 |
| 流通股本(百万股) | 98 |
| 总市值(亿元) | 70 |
| 流通市值(亿元) | 26 |
| 成交量(百万股) | 4.73 |
| 成交额(百万元) | 124.62 |

股价表现



相关报告

电机驱动系统（约占营收的 25%）。

◇ **动力电池：参股方正新能。**方正新能规划建设年产值 7 亿的 18650 电芯 pack 生产线，产品第一步将面向物流车市场，第二步开发乘用车市场。方正新能的技术团队（占 35% 股份）由具备日韩传统数码电池生产制造、新能源整车厂系统研发以及动力电池生产制造等背景的人员构成。

◇ **“强烈推荐”评级。**预测公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.22/0.68/0.89 元，考虑到公司在新能源汽车动力总成领域的布局初步完善，有望受益今明两年的新能源汽车爆发式增长机遇，给予公司未来 6 - 12 个月目标价 35 元，对应 2016-2018 年 PE 分别为 51/39/30 倍，强烈推荐评级。

◇ **风险提示：**新品获批速度不达预期，估值过高的风险

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 794 | 1108 | 1574 | 1900 |
| 收入同比(%) | 28% | 39% | 42% | 21% |
| 归属母公司净利润 | 59 | 179 | 235 | 303 |
| 净利润同比(%) | 480% | 204% | 31% | 29% |
| 毛利率(%) | 18.2% | 29.0% | 29.6% | 31.1% |
| ROE(%) | 2.7% | 7.3% | 8.8% | 10.3% |
| 每股收益(元) | 0.22 | 0.68 | 0.89 | 1.14 |
| P/E | 117.78 | 38.76 | 29.60 | 22.96 |
| P/B | 3.14 | 2.83 | 2.61 | 2.37 |
| EV/EBITDA | 72 | 28 | 19 | 14 |

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1055 | 1356 | 1550 | 1801 |
| 现金 | 246 | 426 | 241 | 240 |
| 应收账款 | 299 | 408 | 584 | 703 |
| 其它应收款 | 9 | 12 | 17 | 21 |
| 预付账款 | 18 | 22 | 30 | 36 |
| 存货 | 288 | 349 | 491 | 580 |
| 其他 | 195 | 140 | 187 | 221 |
| 非流动资产 | 1706 | 1878 | 2136 | 2375 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 322 | 464 | 654 | 856 |
| 无形资产 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 其他 | 1264 | 1294 | 1362 | 1399 |
| 资产总计 | 2761 | 3234 | 3686 | 4176 |
| 流动负债 | 449 | 692 | 901 | 976 |
| 短期借款 | 114 | 300 | 363 | 348 |
| 应付账款 | 213 | 259 | 364 | 430 |
| 其他 | 122 | 134 | 174 | 199 |
| 非流动负债 | 68 | 52 | 58 | 155 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 100 |
| 其他 | 68 | 52 | 58 | 55 |
| 负债合计 | 518 | 744 | 959 | 1132 |
| 少数股东权益 | 31 | 36 | 65 | 105 |
| 股本 | 265 | 265 | 265 | 265 |
| 资本公积 | 1878 | 1878 | 1878 | 1878 |
| 留存收益 | 133 | 311 | 520 | 796 |
| 归属母公司股东权益 | 2213 | 2455 | 2663 | 2940 |
| 负债和股东权益 | 2761 | 3234 | 3686 | 4176 |

现金流量表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 37 | 139 | 79 | 238 |
| 净利润 | 57 | 184 | 264 | 343 |
| 折旧摊销 | 32 | 31 | 47 | 66 |
| 财务费用 | 2 | 2 | 5 | 7 |
| 投资损失 | -7 | -8 | -10 | -15 |
| 营运资金变动 | -42 | -74 | -249 | -176 |
| 其它 | -6 | 3 | 22 | 12 |
| 投资活动现金流 | -639 | -196 | -295 | -290 |
| 资本支出 | 72 | 200 | 300 | 300 |
| 长期投资 | -9 | 4 | 5 | 5 |
| 其他 | -576 | 8 | 10 | 15 |
| 筹资活动现金流 | 617 | 237 | 31 | 51 |
| 短期借款 | -36 | 186 | 63 | -15 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 100 |
| 普通股增加 | 95 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1333 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -774 | 51 | -32 | -34 |
| 现金净增加额 | 19 | 180 | -185 | -1 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 794 | 1108 | 1574 | 1900 |
| 营业成本 | 650 | 787 | 1108 | 1310 |
| 营业税金及附加 | 3 | 5 | 7 | 8 |
| 营业费用 | 16 | 25 | 36 | 44 |
| 管理费用 | 76 | 89 | 126 | 152 |
| 财务费用 | 2 | 2 | 5 | 7 |
| 资产减值损失 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 7 | 8 | 10 | 15 |
| 营业利润 | 60 | 208 | 302 | 394 |
| 营业外收入 | 8 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 67 | 217 | 311 | 403 |
| 所得税 | 10 | 33 | 47 | 61 |
| 净利润 | 57 | 184 | 264 | 343 |
| 少数股东损益 | -2 | 5 | 29 | 40 |
| 归属母公司净利润 | 59 | 179 | 235 | 303 |
| EBITDA | 94 | 241 | 354 | 468 |
| EPS (元) | 0.22 | 0.68 | 0.89 | 1.14 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 27.6% | 39.5% | 42.0% | 20.7% |
| 营业利润 | ##### | 243.8% | 45.0% | 30.8% |
| 归属于母公司净利润 | 479.5% | 203.9% | 31.0% | 28.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 18.2% | 29.0% | 29.6% | 31.1% |
| 净利率 | 7.4% | 16.2% | 14.9% | 15.9% |
| ROE | 2.7% | 7.3% | 8.8% | 10.3% |
| ROIC | 2.5% | 7.7% | 9.2% | 10.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 18.8% | 23.0% | 26.0% | 27.1% |
| 净负债比率 | 23.80% | 40.33% | 37.84% | 39.54% |
| 流动比率 | 2.35 | 1.96 | 1.72 | 1.84 |
| 速动比率 | 1.70 | 1.45 | 1.17 | 1.24 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.37 | 0.45 | 0.48 |
| 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 应付账款周转率 | 3.21 | 3.34 | 3.56 | 3.30 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.22 | 0.68 | 0.89 | 1.14 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.14 | 0.52 | 0.30 | 0.90 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.34 | 9.25 | 10.04 | 11.08 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 117.78 | 38.76 | 29.60 | 22.96 |
| P/B | 3.14 | 2.83 | 2.61 | 2.37 |
| EV/EBITDA | 72 | 28 | 19 | 14 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

- 张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。
阮巧燕,中国中投证券研究所电力设备与新能源行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

| 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|--|---|---|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939 | 上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434 |