

信质电机 (002664.SZ)

深度分析

受益于特斯拉国产化的核心供应商

投资要点

- ◆ **特斯拉国产化带来的巨大机会。** 特斯拉汽车国产日益临近，国内与之配套的核心零部件供应商将迎来巨大商机。与台湾富田电机联姻成立合资企业上海鑫永电机，为公司定转子等业务进入特斯拉驱动电机供应商提供了优先机会；未来不排除特斯拉驱动电机国产并落户上海鑫永，将为公司带来较大的业绩弹性！
- ◆ **新能源汽车驱动电机产业链布局最完整，竞争优势明显。** 公司为国内最大的电机定子、转子供应商，近年通过控股或参股拥有了上海鑫永、苏州艾麦和苏州和鑫，完成了核心零部件（定子、转子）、电机（交流感应式电机+直流永磁同步电机）和电机控制系统的全产业链布局，是国内业务最齐全的新能源汽车驱动电机龙头企业。完整的电机产业链、交流感应电机的最先布局，将为公司未来的发展赢得竞争优势！
- ◆ **新能源汽车和智能汽车的高速增长持续，将为公司未来盈利带来高速增长提供保证。** 近几年，在消费者需求驱动和国家政策扶持的共同作用下，新能源汽车产销量出现了远超传统汽车的高增长。今年前4月我国新能源汽车销量同比增长131.1%，特斯拉Model 3车型（预计2017年底上市）预订量超37万辆，均显示未来新能源汽车高速增长将会持续，并且潜力巨大。智能汽车的发展也逐步启动，未来的发展空间巨大。新能源和智能汽车行业的高速持续增长，将为电机核心零部件供应商带来巨大的发展机会。
- ◆ **投资建议：** 我们公司预测2016年至2018年每股收益分别为0.64、0.82和1.25元。净资产收益率分别为15.2%、16.7%和20.8%，给予买入-A建议，6个月目标价为38.00元，相当于2016年60倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：** 汽车销量增长乏力；特斯拉国产化延期；原材料价格大幅上涨。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,553.6	1,508.3	1,606.3	1,897.5	2,412.3
同比增长(%)	17.2%	-2.9%	6.5%	18.1%	27.1%
营业利润(百万元)	212.2	235.5	294.9	382.1	582.9
同比增长(%)	35.0%	10.9%	25.3%	29.6%	52.6%
净利润(百万元)	185.9	202.2	258.0	329.0	500.5
同比增长(%)	29.0%	8.8%	27.6%	27.5%	52.1%
每股收益(元)	0.46	0.51	0.64	0.82	1.25
PE	69.1	63.5	49.8	39.0	25.7
PB	9.7	8.6	7.6	6.5	5.3

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

38.00元

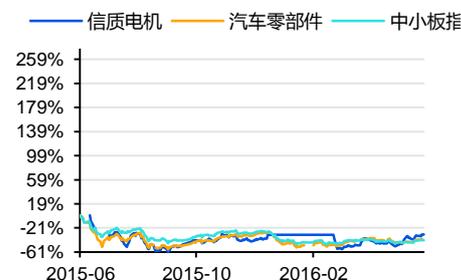
股价(2016-06-13)

32.10元

交易数据

总市值(百万元)	12,844.64
流通市值(百万元)	11,862.79
总股本(百万股)	400.02
流通股本(百万股)	369.44
12个月价格区间	18.36/47.25元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	34.4	28.01	15.34
绝对收益	40.35	38.9	-27.89

分析师

林帆
SAC 执业证书编号：S0910516040001
linfan@huajinsc.cn

相关报告

内容目录

一、特斯拉国产后的最大受益者	4
(一) 与台湾富田电机联姻切入特斯拉产业链	4
1、上海鑫永电机	4
2、电机的特殊性及其核心专利提供了“护城河”	5
(二) 特斯拉已具有“苹果”气质	7
(三) 特斯拉国产化展望	8
(四) 新能源和智能汽车发展展望	9
二、公司的基本情况和竞争优势	13
(一) 公司的主营业务	13
(二) 公司的股权结构	14
(三) 公司与竞争对手业务比较	14
(四) 公司与竞争对手财务比较	17
(五) 公司未来发展展望	17
三、盈利预测及投资建议	18
(一) 对 4 大业务板块分别预测假设	18
(二) 基于以上预测给予投资建议	21
四、风险提示	21
(一) 汽车行业增长乏力	21
(二) 特斯拉国产化延迟	21
(三) 原材料价格大幅上涨	21

图表目录

图 1：富田电机——特斯拉电机供应商	4
图 2：上海鑫永股权结构变化	5
图 3：特斯拉驱动电机（三相异步感应电机）	5
图 4：宝马 i3 驱动电机（永磁同步电机）	5
图 5：特斯拉驱动电机铜转子专利图（US20130069476）	6
图 6：特斯拉驱动电机铜转子成品图	6
图 7：苹果公司手机销量	7
图 8：特斯拉车型及销量	8
图 9：特斯拉中国区销量占全球比例	8
图 10：特斯拉车型进口成本增加	8
图 11：特斯拉中国充电设施分布	9
图 12：我国新能源汽车销量	10
图 13：百度无人驾驶汽车	11
图 14：长安无人驾驶汽车	11
图 15：主要企业自动驾驶汽车上市时间	11
图 16：智能汽车中长期销量预测	11
图 17：中国智能汽车中长期规划	12
图 18：特斯拉自动驾驶传感器	12
图 19：公司主营业务	13
图 20：2015 年主营业务收入及增速	13

图 21 : 2015 年主营业务占比	13
图 22 : 公司股权结构	14
图 23 : 公司业务布局	14
图 24 : 与竞争对手公司规模及成长能力比较	17
图 25 : 与竞争对手盈利能力比较	17
图 26 : 无人驾驶汽车微特电机的使用	18
图 27 : 使用电机驱动的自动停车场 AGV	18
图 28 : 汽车零部件板块营收及增长率	19
图 29 : 汽车零部件板块营业利润及增长率	19
图 30 : 电动车零部件营收及增长率	19
图 31 : 电动车零部件营业利润及增长率	19
图 32 : 冰压机零部件营收及增长率	20
图 33 : 冰压机零部件营业利润及增长率	20
图 34 : 其他电机及配件业务营收及增长率	20
图 35 : 其他电机及配件营业利润及增长率	20
表 1 : 主流电动车电机参数对比	6
表 2 : 2015 年全球新能源汽车销量	10
表 3 : 主要业务和客户对比	15
表 4 : 公司财务预测	18
表 5 : 公司财务预测	21

一、特斯拉国产后的最大受益者

(一) 与台湾富田电机联姻切入特斯拉产业链

1、上海鑫永电机

上海鑫永电机科技有限公司是特斯拉驱动电机供应商台湾富田电机集团在 2006 年 04 月 07 日于上海正式设立，主要代理销售和制造富田已有的电机产品，主打大陆地区市场。2014 年，信质电机拟收购台湾富田 20%股份被台湾当局否决后，通过与富田电机股份有限公司部分股东签署股权转让协议，收购富田电机在大陆的子公司上海鑫永电机，目前占有 75%股权，是公司的控股股东。同时，公司与台湾富田签订合作协议，包括未来富田电机于中国大陆地区从事电动车业务以及在中国大陆地区与美国 Tesla 从事业务合作等内容，在公司所生产产品品质达到富田电机（包括中国大陆业务合作公司或上海鑫永电机）要求，且生产成本低于富田电机原先配套厂商时，富田电机同意优先购买公司所生产的电机定转子（包括供应给美国 Tesla 用电机）。

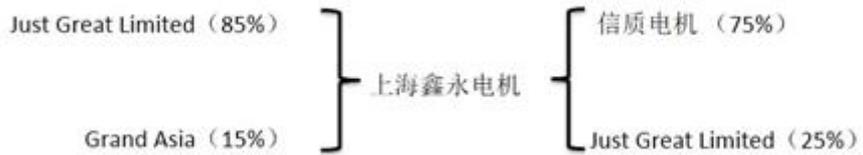
台湾富田电机创建于 1988 年，位于台湾省台中市，目前员工 200 多人，主要产品为工业用伺服电机、电动车用驱动电机和发电机等。自特斯拉的第一款车型 Roadster 诞生起，台湾富田电机（Fukuta）就与其保持良好的合作关系，目前富田电机仍为特斯拉驱动电机独家供应商。2013 年共向特斯拉供应驱动电机 2.6 万台（主要为 Model S 车型），实现营业收入新台币 9.1 亿元，净利润约新台币 1.1 亿元。

图 1：富田电机——特斯拉电机供应商



资料来源：新能源汽车网、华金证券研究所

图 2：上海鑫永股权结构变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

与富田业务合作后，给公司带来的好处：1.特斯拉驱动电机大陆地区的专利权属于上海鑫永，未来特斯拉国产后公司有望为其供应电机定子、转子甚至电机；2.在满足协议约定条件的情况下，通过给台湾富田供货间接成为特斯拉供应商，为现有定子转子业务提供新的业务增长点；3.公司从原来的电机零部件供应商，升级成能为驱动电机的系统集成供应商，并完成交流感应电机的提前布局，赢得竞争优势！

2、电机的特殊性及其核心专利提供了“护城河”

电机是新能源汽车的三大核心部件之一，电机的性能和成本控制一直是整车企业非常看重的因素。与全球其它主流电动车企业普遍采用永磁同步直流电机不同，特斯拉一开始选用的就是三相异步交流感应电机。

从综合因素来说，相较于永磁同步直流电机，三相异步交流感应电机具有以下优点：1.适用的温度范围广，而温度变化对永磁同步电机的损害较大；2.输出扭矩可以在大范围内调整，可省去第二套或第三套传动机构，可使得动力系统结构简单、重量较轻，也可节省成本；3.产品种类多，技术成熟度高，性能可靠性高。因此，只要解决好转速控制和铜耗等问题，三相异步交流感应电机是用于电动汽车最理想的驱动电机。

目前，全球主要电机厂商博世、三菱、安川提供的新能源汽车用驱动电机主要是直流永磁电机，国内的上海电驱动、上海大郡、北京精进等提供的车用驱动电机也基本上都是直流永磁电机，能提供交流感应电机作为车用驱动电机的几乎只有台湾富田电机一家。

图 3：特斯拉驱动电机（三相异步感应电机）



资料来源：百度，华金证券研究所

图 4：宝马 i3 驱动电机（永磁同步电机）



资料来源：汽车之家，华金证券研究所

表 1：主流电动车电机参数对比

	秦 (比亚迪)	I3 (宝马)	Model S (特斯拉)
最大功率 (kw)	110	125	310
最大扭矩 (N.m)	250	250	600
最大转速 (r/m)	12000	11400	8600
电压 (V)	501	360	375
电机型式	直流永磁同步	直流永磁同步	三相异步交流
质量 (kg)	28	65	52
功率密度 (kw/kg)	3.9	1.9	6
纯电最高车速 (km/h)	150	150	210

资料来源：汽车之家，华金证券研究所

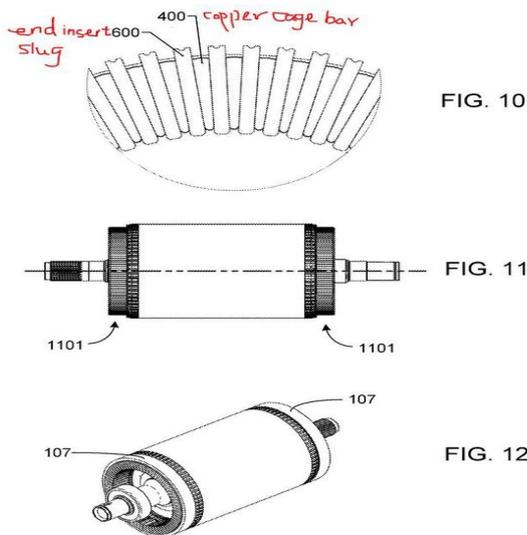
交流感应电机用于新能源汽车驱动电机，技术难点在于小型化和高功率，即功率密度的提升。特斯拉驱动电机通过使用高频绕组定子和铜质转子，很好的解决了该难题。虽然目前特斯拉面向全球免费开放了所有专利，但是其产品的生产工艺等关键技术不会对外开放，足够形成较强的技术壁垒阻止竞争对手的崛起。

根据公司与富田电机合作协议的约定，其电机在大陆地区的专利权属于上海鑫永，故未来公司通过上海鑫永给特斯拉国产化车型供应电机定子、转子的概率非常大，由此带来的业绩增长空间也将非常大。

电机的特殊性和核心专利的保护将为信质电机提供强大的“护城河”，阻碍竞争对手的进入。

目前，特斯拉现有车型 Model S、Model X 标配全轮驱动双电机使用的均是富田电机生产的三相交流感应电机。据特斯拉官方消息，将于 2017 年底上市的新车型 Model 3 目前订单已经超过 30 万辆，也将采用富田驱动电机。

图 5：特斯拉驱动电机铜转子专利图（US20130069476）



资料来源：USPTO，华金证券研究所

图 6：特斯拉驱动电机铜转子成品图



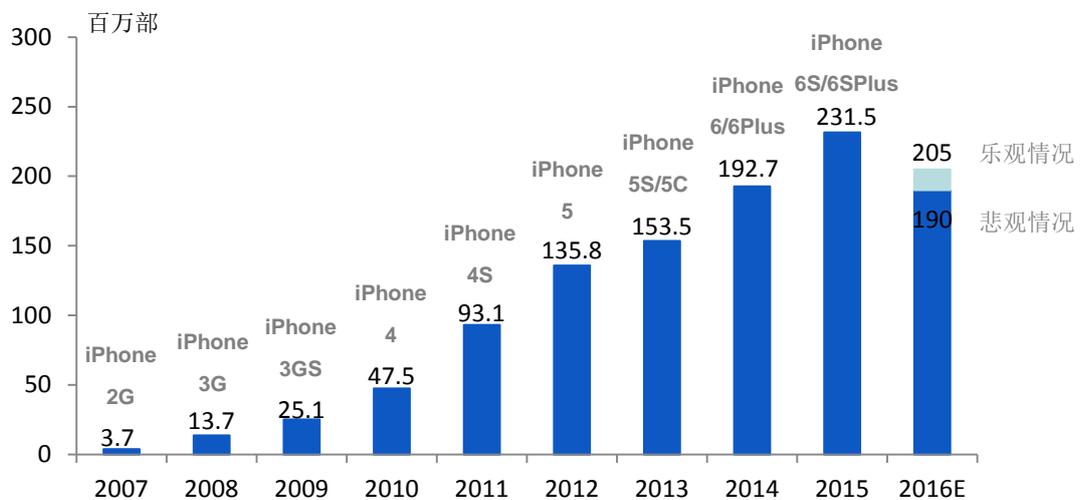
资料来源：《电机技术》，华金证券研究所

近几年来,富田电机持续向特斯拉供应三相感应交流电机,供货数量随着特斯拉的销售量增长呈大幅上升趋势。从历史数据来看,2013 年富田电机共向美国 Tesla 销售 2.6 万台。2014 年至目前为止,美国 Tesla 已向富田电机下订单采购 4.2 万台。根据特斯拉公布累计 2015 年销量为 50580 辆,假设每台车配备两个电机,我们估计特斯拉 2015 年向富田电机采购约 10 万台三相交流电机。而在 2016 年,特斯拉计划交付 80000 到 90000 辆 Model S 和 Model X 新车,这意味着特斯拉对富田三相感应交流电机的需求将达到 17 万台左右。2017 年,根据特斯拉目前 Model 3 的订单销量来看,富田及信质电机的子公司上海鑫永向特斯拉销售电机预计可达 10 万台以上。

(二) 特斯拉已具有“苹果”气质

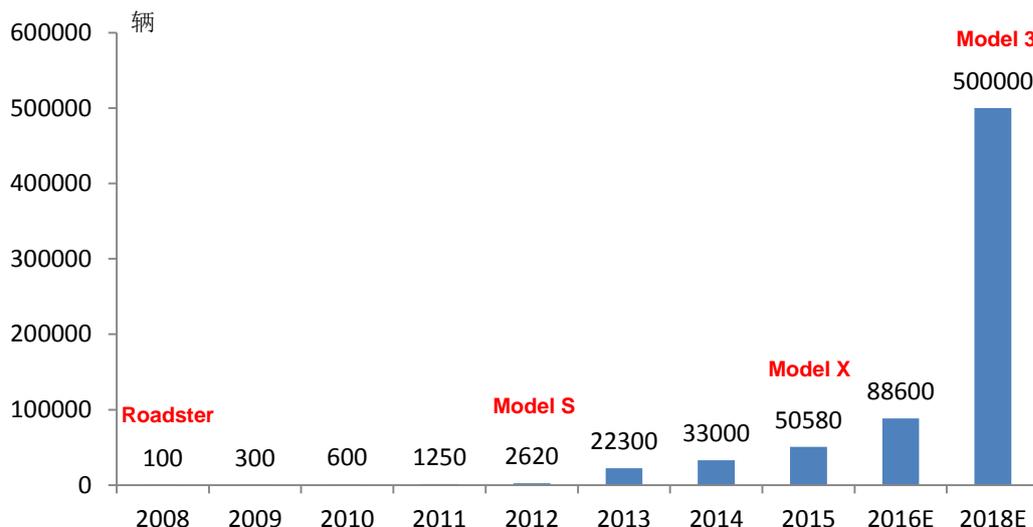
自 2008 年第一款车型 Roadster 上市以来,特斯拉每年的销量呈现快速的增长,特别是 2012 年 Model S 上市后,受到全球消费者的追捧。美国时间 2016 年 3 月 31 日,特斯拉旗下针对大众市场的 Model 3 车型发布后,目前订单已经超过 40 万辆(预计将于 2017 年底交付用户),大超市场预期。我们认为,在全球汽车电动化趋势已经明朗的大背景下,特斯拉销量增长曲线有望与苹果智能手机销量增长曲线高度重合,已经具有“苹果”气质,其将作为旗手引领全球汽车行业复制当年苹果公司对手机进行智能化的路径!

图 7: 苹果公司手机销量



资料来源:公司公告,华金证券研究所

图 8：特斯拉车型及销量



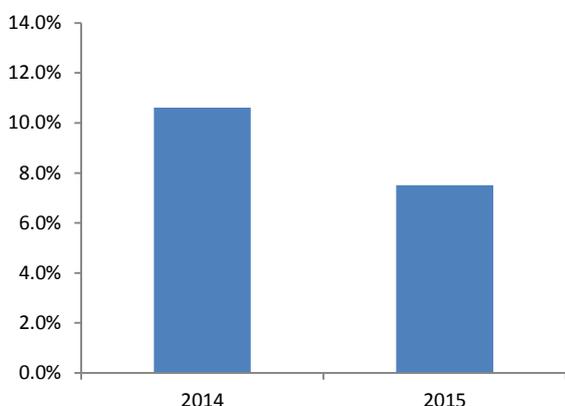
资料来源：公司公告，华金证券研究所

(三) 特斯拉国产化展望

在 Model 3 车型发布后，特斯拉 CEO 埃隆·马斯克 (Elon Musk) 在不同场合均表示，将尽快在中国建设工厂并生产特斯拉车型。

根据前两年销量来看，特斯拉在中国市场的表现并不算很好，其增长速度远低于全球水平。我们分析，除了受限于补贴、限牌等政策，其高于美国市场的售价也削弱了产品的竞争力。根据我们的测算，特斯拉国产后消费者购买 Model S 的成本可节省 26% 左右（不考虑购置税，可享受补贴 5.5 万元），Model 3 的成本可节省 30% 左右，能较大的提高产品的竞争力，改善销量不佳的窘境。

图 9：特斯拉中国区销量占全球比例



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 10：特斯拉车型进口成本增加

下面是人民币 734,000 元定价的计算公式：

81,070 美元 (在美国的价格)

3,600 美元 (运输与装卸)

19,000 美元 (关税和其他税)

17,700 美元 (增值税)

734,000 元 (汇率为 6.05 元 / 美元)

资料来源：特斯拉中国，华金证券研究所

根据官方和其它新闻媒体的报道,特斯拉进入中国市场的第一款国产车型可能会是面向于大众市场的 Model 3 车型,国产化合作伙伴的选择和厂址的确定可能会在 2016 年年中。参考特斯拉在美国建厂及其它整车企业新厂建设的经验,其在中国新产能的建设周期约为 20 个月;假设国产第一款车型的下线时间与美国同步(2017 年底),或者晚于美国时间约一个季度(开发和生产所需费用最经济),我们倒推出特斯拉国产化工作的确定应在今年 6-7 月份。

参考特斯拉官方公布的产能规划(2018 年 50 万辆,2020 年 100 万辆)和汽车行业规模化生产的经验,效益最佳的新厂建设产能约为 10-15 万辆/年,我们估计特斯拉在中国新建厂的第一期产能可能为这个数。

根据目前已有车型 Model S 在中国的消费者分布来看,北京、上海等一线城市和浙江、江苏等经济发达省份占比较大。如果再综合参考特斯拉和 Model 3 车型的定位、充电站等基础设施建成情况,我们判断其在长三角地区建厂的概率较大。

图 21：特斯拉中国充电设施分布



资料来源：特斯拉（中国），华金证券研究所

（四）新能源和智能汽车发展展望

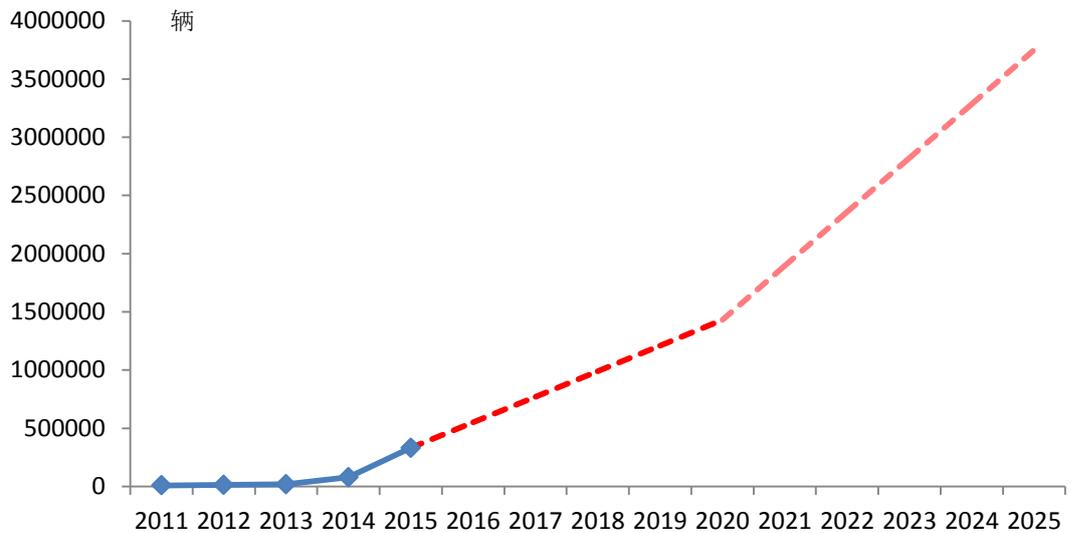
放眼全球,汽车行业正经历着两大技术巨变:一是基于环保、能源节约等原因,新能源动力系统对传统动力系统进行替代;二是基于安全、提高交通效率等原因,无人驾驶对有人驾驶汽车进行替代。汽车的新能源化和智能化将会带来行业的巨大冲击,而在产业新格局的形成过程中,整车企业和上游的零部件企业均将迎来新一轮的洗牌。

在新能源汽车产销量上,2015 年我国分别达 340471 辆和 331092 辆,同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍,已经成为全球最大的单一市场。《中国制造 2025》规划为未来十年的发展定调,确定了我国汽车产业未来“由大转强”的突破口,将以新能源汽车为契机,培育整个产业链的创新发展。根据国际能源署统计,2020 年全球新能源电动汽车总销量将接近 600 万辆,保有量将达到 2000

万辆；其中我国规划至 2020 年时,实现自主品牌新能源汽车年销量 100 万辆，占比 70%以上，至 2025 年实现自主品牌新能源汽车年销量 300 万辆，占比 80%以上。新能源汽车未来的增长前景非常可观,特别是以美国特斯拉为代表的的新生势力的进入,将提升新能源汽车的推广普及速度,提升产业的技术发展水平。

受益于需求的快速增长，国内新能源整车和零部件企业也飞速发展。截至 2015 年，比亚迪等新能源整车企业产品种类和销量已经处于全球的前列，上海电驱动（大洋电机收购）、信质电机（与富田电机股东合资建厂）、均胜电子（控股德国普瑞）、国轩高科等零部件企业已经在电机、电控和电池等新能源汽车核心零部件领域取得较大的优势。

图 11：我国新能源汽车销量



资料来源：CAAM，华金证券研究所

表 2：2015 年全球新能源汽车销量

排名	品牌	总销量 (辆)	市场占比
1	比亚迪	61722	11%
2	特斯拉	50574	9%
3	三菱	48204	9%
4	日产	47671	9%
5	大众	40148	8%
6	宝马	33412	6%
7	康迪	28055	5%
8	雷诺	27282	5%
9	众泰	24516	4%
10	福特	21326	4%

资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

在汽车的智能化方面，2016 年被认为是智能汽车发展的元年。继谷歌、苹果、百度等 IT 巨头相继宣布进军无人驾驶汽车领域后，福特、通用、克莱斯勒等传统汽车巨头或自主研发，或与 IT 企业联合纷纷试水无人驾驶汽车。今年 4 月的北京国际车展前夕，长安汽车出品的自动驾驶汽车作为“中国首辆无人驾驶汽车”，赚足眼球，完成了为期 6 天共计 2000 公里从重庆到北京的

自动驾驶行程，并在高速公路行驶成功，这预示着无人驾驶已具备了步入日常生活的条件，不再是电影中才出现的“黑科技”。

图 12：百度无人驾驶汽车



资料来源：百度，华金证券研究所

图 13：长安无人驾驶汽车



资料来源：长安汽车官网，华金证券研究所

根据各公司官方消息，从 2017 年开始，将会有半自动和全自动驾驶的汽车上市销售，汽车的智能化时代离我们越来越近。IHS 等权威机构对智能汽车发展也做了中长期预测，至 2035 年左右，全球每年的智能汽车（自动驾驶和无人驾驶）销量可能会达到 1200 万辆，占每年新车销量的 15%以上，年复合增长率要远高于传统汽车和新能源汽车销量！

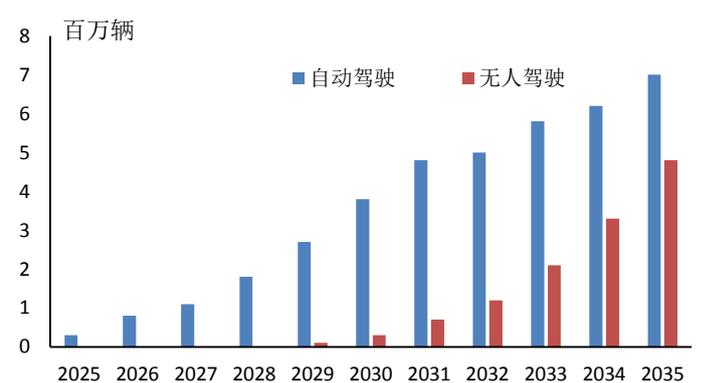
2015 年 9 月，继《中国制造 2025》后，国家战略咨询委员会发布《〈中国制造 2025〉重点领域技术路线图》，首次从国家战略层面提出“智能网联汽车”概念。根据国家战略层面的顶层设计，中国将按照智能汽车的发展水平、自主化率、门槛标准等分 4 个阶段进行了规划，为我国的智能汽车发展制定了大的框架。

图 14：主要企业自动驾驶汽车上市时间



资料来源：盖世汽车网，华金证券研究所

图 15：智能汽车中长期销量预测



资料来源：IHS，华金证券研究所

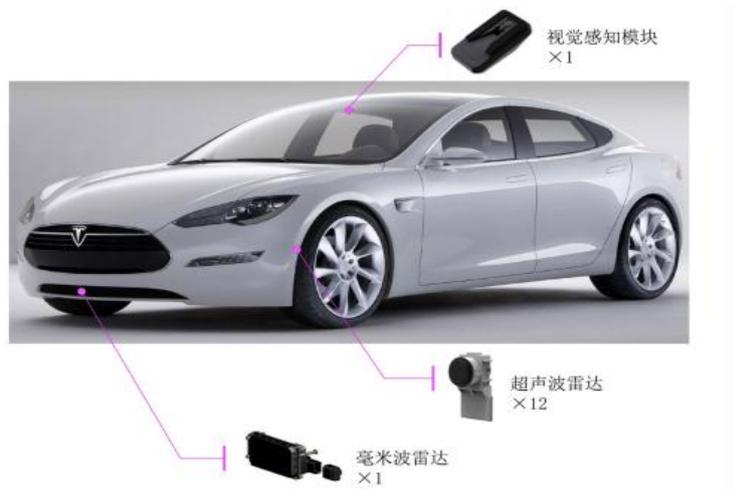
图 36：中国智能汽车中长期规划



资料来源：工信部，华金证券研究所

智能汽车的无人驾驶技术通过 ADAS 系统以及车联网实现。ADAS 系统包括雷达、20 到 80 GHz 电磁波、摄像头等传感器，也包括驱动程序、操作系统、实时处理传感器数据的算法等软件技术。据统计，国内 ADAS 系统在 2012 年和 2013 年的市场规模分别为 50.4 亿元、60.2 亿元，复合增速在 20%左右，车企龙头及互联网巨头近几年纷纷布局这一未来万亿级市场。车联网是通过将 ADAS 系统记载的数据接入汽车移动物联网，实现信息互联互通，从而对车、人、物、路、位置等进行有效的智能监控、调度、管理的网络系统。2015 年，车联网渗透率 7.74%，市场规模约 130 亿，预计至 2020 年将保持 30-50%的年增长率。

图 17：特斯拉自动驾驶传感器



资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

自动驾驶特别是无人驾驶汽车快速发展的过程中，基础设施、法律法规、技术三大因素尚形成部分制约，但我们相信这些不利因素均将在发展的过程中快速得到解决。

我们相信由新能源化和智能化带来的汽车行业巨变已经到来，全产业链的企业将会经受巨大影响，也将诞生更多的机会。

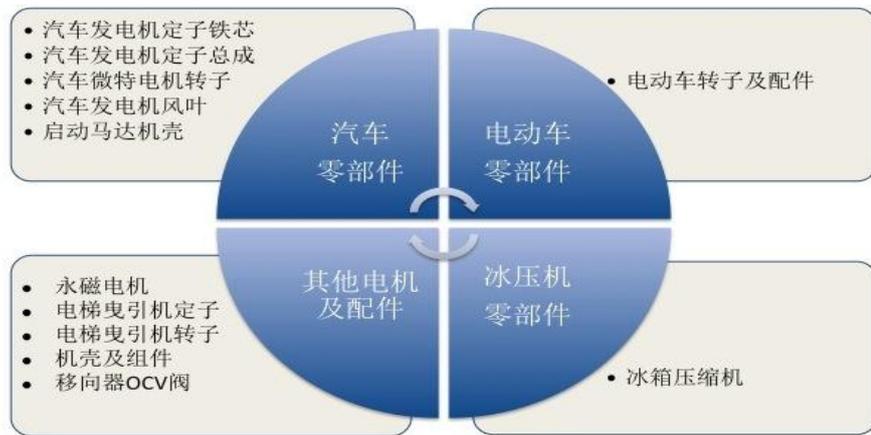
二、公司的基本情况和竞争优势

(一) 公司的主营业务

公司成立于 1990 年 7 月，于 2011 年在深圳交易所上市，以汽车、电动自行车电机定子为主，电梯、家电、电动工具等为辅，从事各种电机定子、转子等核心零部件的研发、制造和销售。目前主要产品有汽车发电机定子及总成、微特电机转子、电动自行车电机定子及总成、电梯曳引机定子、汽车发动机用 VVT 等。

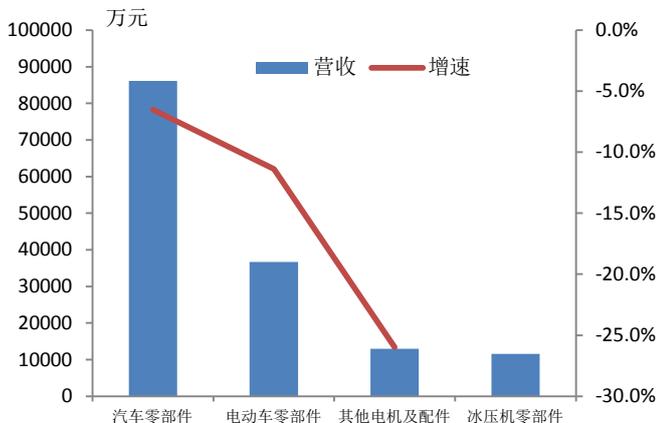
公司是全球最大的汽车发电机定子铁芯供应商，拥有稳固的战略客户优势，主要客户有德国博世集团、法国法雷奥集团、美国雷米等国内外知名企业，具备优秀的模具配套开发能力和前端服务能力以及严谨的质量保障体系。

图 18：公司主营业务



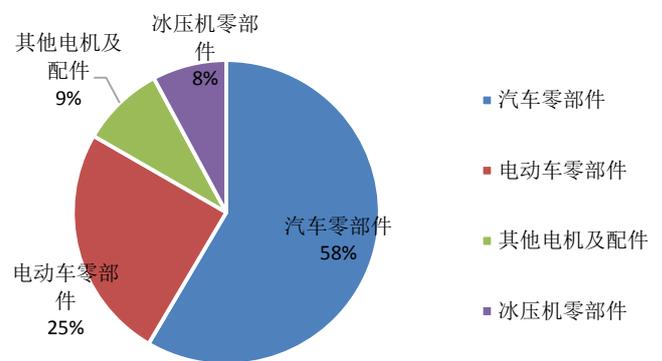
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 19：2015 年主营业务收入及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 20：2015 年主营业务占比

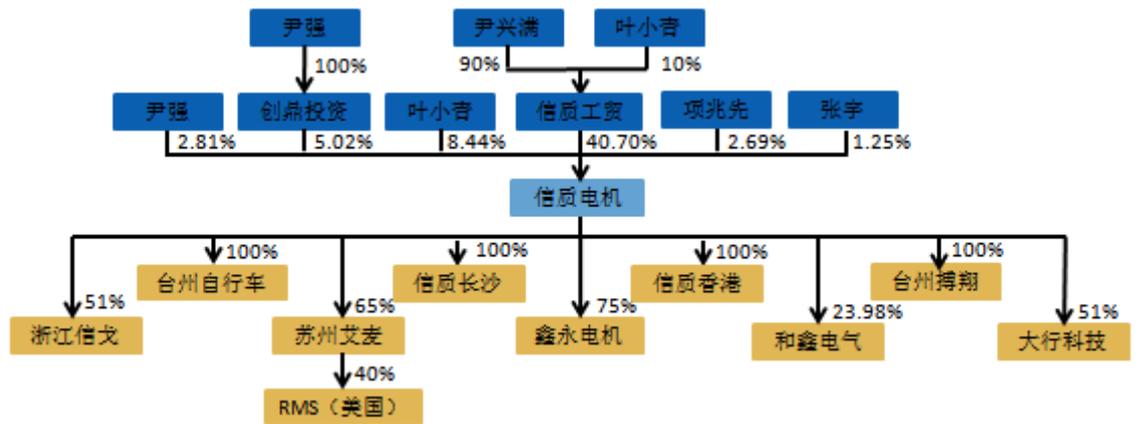


资料来源：公司公告，华金证券研究所

(二) 公司的股权结构

控股股东为信质工贸，持有公司 40.7%的股权，尹兴满和叶小青分别持有信质工贸 90%和 10%的股份。尹兴满是公司的实际控制人。

图 41：公司股权结构



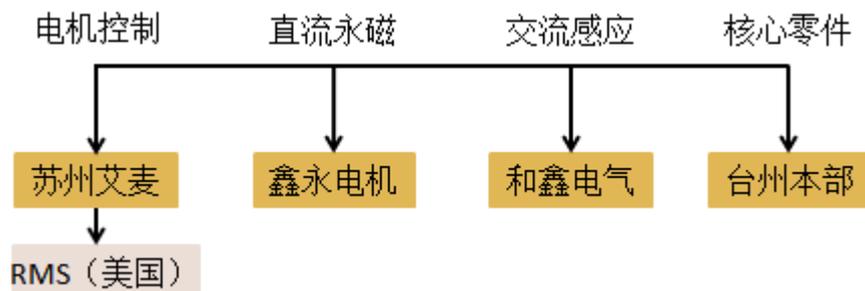
资料来源：公司公告，华金证券研究所

(三) 公司与竞争对手业务比较

公司的主营业务为汽车零部件、电动车零部件、冰压机零部件等，根据业务性质，我们选取了其它三家同类型公司—大洋电机、江特电机、正海磁材和方正电机作对比。

主要优势：1.新能源汽车驱动电机产业链布局完整：电机（上海鑫永-交流感应式电机，苏州和鑫电气-直流永磁同步电机）、电控（苏州艾麦电子）和电机核心零部件（台州本部）；2.优秀的客户资源，已经成为世界电机巨头法雷奥、博世、雷米的直接供应商，并有望成为特斯拉的供应商。

图 5：公司业务布局



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 3：主要业务和客户对比

	信质电机	大洋电机	江特电机	正海磁材	方正电机
主营业务	汽车零部件 电动车零部件 冰压机零部件 其他电机及配件	动力总成系统	机电产业、矿产业、 锂电材料产业、 电动汽车产业	高性能钕铁硼永磁材 料、 新能源汽车电机驱动 系统	新能源汽车电机驱动 家电智能控制器
主要客户	法雷奥、博世、电装 等	北汽新能源、中通 客车、苏州金龙、 江淮汽车等	奥的斯、上海大郡等	北汽、广汽、东风、 上汽等	宇通客车、广汽吉奥、 厦门金旅、众泰汽车等
产业外延	鑫永电机、和鑫电气	上海电驱动	米格电机、九龙汽车	上海大郡	上海海能、德沃仕

资料来源：各公司公告，华金证券研究所

➤ 信质电机

● 产业外延

基于公司汽车电机零部件业务，积极延伸产品产业链，并加强结构转型升级。2014 年 8 月与台湾富田电机联姻，收购上海鑫永电机 75% 股权，转型升级至新能源汽车电机供应商，并间接切入特斯拉产业链；2014 年 11 月收购苏州和鑫电气 23.98% 的股份，进入直流永磁同步驱动电机业务，并成功进入宇通客车的供应体系；2015 年，设立子公司苏州艾麦电子（控股 65%），并成功参股美国 Rinehart Motion Systems（RMS）公司，获得 40% 股权，步入高端电机控制系统行业。

● 主营业务经营

公司具有 20 余年汽车定子的经营经验，是全球最大的汽车发电机定子铁芯供应商，形成了稳固的战略客户优势，目前主要客户为法雷奥、博世、电装等国内外知名电机企业。公司的主营业务分为四大类：汽车零部件、电动车零部件、冰压机零部件及其他电机及配件，汽车零部件和冰压机零部件是未来业务增量的主要来源。

➤ 大洋电机

● 产业外延

近三年来公司积极寻求产业转型与扩张，2016 年初完成上海电驱动 100% 的股权收购，成为国内新能源汽车驱动电机龙头。上海电驱动的主营业务是新能源汽车动力总成系统，目前的市场占有率约为 30%。2014 年及 2015 年公司先后收购北京佩特来 77.77% 股权和美国佩特来 100% 股权，全面介入车辆旋转电器领域。佩特来这一百年国际品牌，具有良好的客户关系及技术优势，为沃尔沃、康明斯等国际客户提供的技术支持和服务。未来佩特来将为大洋电机带来领先的质量管理与营销渠道，同时实现中山、北京、上海、美国四地研发。另外，佩特来有望在新能源汽车领域，与上海电驱动优势互补形成协同效应。

● 主营业务经营

2016 年公司预计将实现 30 万台动力总成系统的产能，并不断加快新能源汽车动力总成系统的市场开拓。根据规划，大洋电机已经布局新能源汽车的充电站运营、新能源汽车租赁等业务。

主要客户有北汽新能源、中通客车、北汽福田、苏州金龙、江淮汽车等。

➤ 江特电机

● 产业外延

目前,公司产业优化转型效益明显,先后并购米格电机与九龙汽车。米格电机是国内最大的伺服电机制造商,其起重电机市场占有率约为 70%,目前在迅速发展新能源汽车电机业务,新能源汽车电机将向智能、节能、高效电机产品转型。在整车方面,九龙汽车是国内坚持自主研发的民族品牌,江特电机借助九龙汽车成熟的制造经验,同时引进日本、欧洲等国外先进的造车技术,形成国内领先的整车生产基地。除此之外,随着碳酸锂材料价格快速成倍增长,市场需求旺盛,江特电机的锂材料业务也将获得新的突破,预计在 2016 年上半年实现大幅降低生产成本、提升产量。

● 主营业务经营

江特电机围绕“加快电机产品升级,做强做精电机产业,快速发展锂电新能源产业”的战略发展。是国内少数几家研发出三相异步电机的公司。公司的主营业务有:机电产业、矿产业、锂电材料产业、电动汽车产业。

➤ 正海磁材

● 产业外延

2015 年,公司完成对上海大郡 81%股权的收购,实现新能源汽车电机驱动系统领域的布局。目前的市场份额约 10%,仅次于比亚迪和上海电驱动的市场份额,拥有良好的市场前景。根据中汽协提供的数据,2015 年,我国新能源汽车销量 331092 辆,同比增长 3.4 倍。上海大郡共销售新能源汽车电机驱动 20950 套,同比增长 3.65 倍。上海大郡为整车厂商提供覆盖全国的售后技术支持网络,为整车厂商提供个性化的服务和快速响应的本地服务能力。上海大郡是国内专业从事新能源汽车驱动电机及电控系统的高科技公司,为北汽、广汽、东风、上汽等国内主要汽车生产企业配套。

● 主营业务经营

正海磁材全力打造“高性能钕铁硼永磁材料+新能源汽车电机驱动系统”的双主业发展模式。高性能钕铁硼永磁材料业务在产品结构优化和市场开拓力度方面取得飞速进步,2015 年产品销量较往年有较大增长。

➤ 方正电机

● 产业外延

公司通过对上海海能汽车电子有限公司 100%和杭州德沃仕电动科技公司 100%股权收购,完善新能源汽车产业链,业务整合协同发展,目前已成为国内少数的整车动力总成等系统集成商之一。上海海能一直专注于汽车动力总成电子控制产品的研发,产品已经覆盖纯电动汽车、混合动力汽车等新能源车型。德沃仕主要从事新能源汽车电机的研发和生产,提供 7.5kw-45kw 多种功率电机,可应用于微型电动乘用车、小型电动车电动乘用车,中小型商用车和电动大巴等新能

源汽车车型。新能源汽车市场的高增长将推动公司电控与电机模块的业绩。除收购的方式拓展新能源汽车产业链，公司积极发展自有新能源电驱动系统的开发与推广。

● 主营业务经营

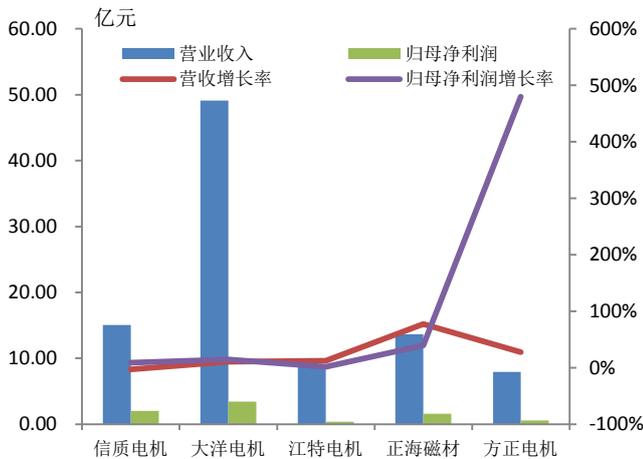
公司以“立足于微型特种电机业务，稳步发展全系列缝纫机产品，积极开拓汽车电机领域，力争成为产品结构完善并具备多项竞争优势的知名电机企业”为经营理念。逐步提升产品的自动化水平，建设自动化生产线。主营业务有：缝纫机应用类、汽车应用类、智能控制器类。

(四) 公司与竞争对手财务比较

公司 2015 年营收 15.08 亿元，同比下降 2.92%，归母净利润 2.02 亿元，同比增长 8.77%，营收和净利润规模仅次于大洋电机的 49.12 亿元和 3.41 亿元，在同类公司中排名第二。而其营收增速低于竞争对手，净利润增速也仅高于江特电机，主要是因为大洋电机收购上海电驱动和正海磁材收购大郡电机并表所致。

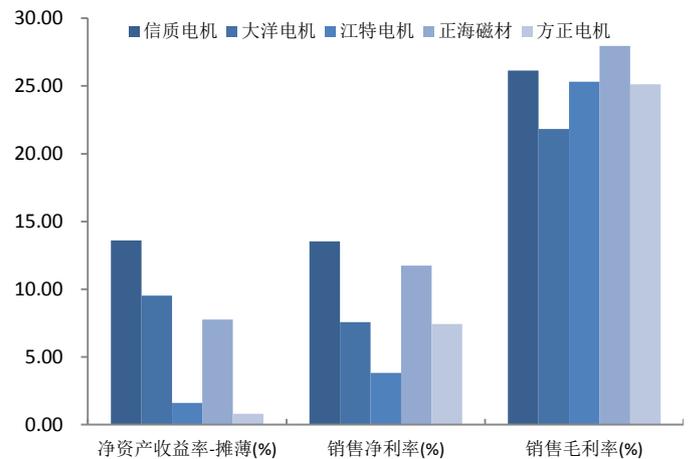
从盈利能力来对比，公司的销售毛利率、净利润率和 ROE 均明显高于竞争对手，显示出良好的竞争能力。

图 6：与竞争对手公司规模及成长能力比较



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：与竞争对手盈利能力比较



资料来源：公司公告，华金证券研究所

(五) 公司未来发展展望

特斯拉的国产化，无疑将会给子公司上海鑫永电机和信质电机带来较大的弹性空间。随着新能源汽车的快速发展，驱动系统的电机化占比也将越来越高，为更多的新能源汽车用驱动电机供货是公司未来的重点战略方向。

智能汽车发展的起步，道路、停车等交通辅助设施的自动化和智能化，给小电机特别是微特电机带来巨大的发展空间。公司目前的传统汽车用电机定转子的市场占比超约 30%，为国内目前最大，但是给微特电机供货的定转子市场占比仅为 1.5%左右（截至 2015 年底），提升空间很大。

图 8：无人驾驶汽车微特电机的使用



资料来源：百度，华金证券研究所

图 26：使用电机驱动的自动停车场 AGV



资料来源：百度，华金证券研究所

三、盈利预测及投资建议

(一) 对 4 大业务板块分别预测假设

基于公司 2013-2015 年公司营业收入和营业利润，及我们对行业发展态势的判断，分别对公司未来几年汽车零部件、电动车零部件、冰压机零部件和其他电机及配件四大业务板块进行盈利预测和假设。

◇ 汽车零部件业务。公司在传统汽车用电机定子、转子业务方面已经很成熟，市场占有率也超过 30%，未来几年能够实现比较稳健的增长。全球汽车行业受经济不景气的影响，新车销量增速有所放缓，但仍能够实现每年正增长。公司产品成本相较于其它发达国家仍有 20%左右的优势，未来对其它竞争对手的替代尚有一些的空间。另外，公司如果在车用微特电机上有新的突破，受益于智能汽车的发展，此块业务的营收增速有望超我们的预期。我们假设 2016 年-2019 年公司汽车零部件业务板块的营收分别为 9.48 亿元、10.42 亿元、11.26 亿元和 12.16 亿元，增速分别为 10%、10%、8%和 8%；营业利润分别为 3.32 亿元、3.34 亿元、3.38 亿元和 3.65 亿元，增速分别为 28.09%、0.57%、1.25%和 8.00%。

图 9：汽车零部件板块营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

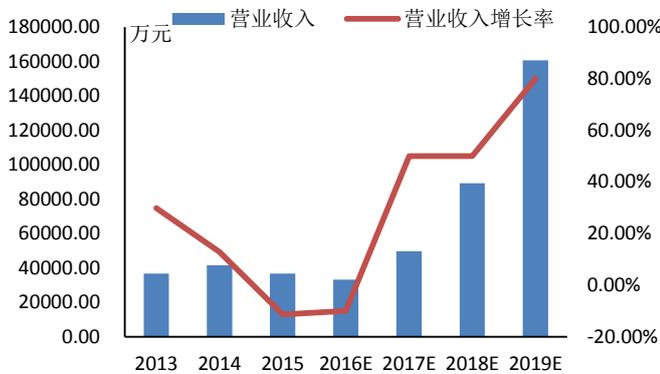
图 10：汽车零部件板块营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

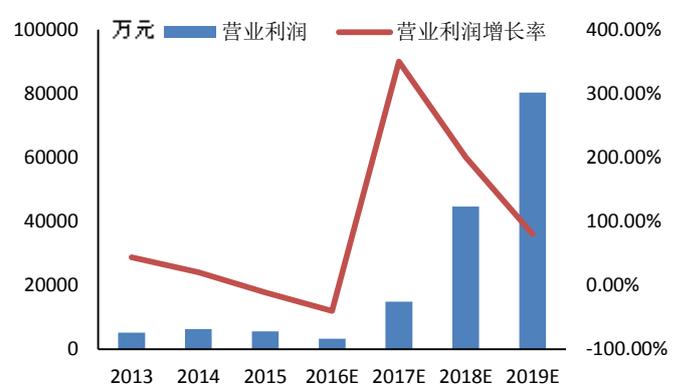
- ◇ 电动车零部件业务。目前此块业务主要集中于电动自行车和摩托车用电机零部件，我们假设未来特斯拉国产后上海鑫永能给特斯拉配套，年均 10 万台驱动电机配套量，从 2017 年下半年开始逐步供货。另外，部分考虑其它厂家采购上海鑫永的交流异步感应电机用于其新能源汽车。我们假设 2016 年-2019 年公司电动车零部件业务板块的营收分别为 3.30 亿元、4.96 亿元、8.92 亿元和 16.06 亿元，增速分别为-10%、50%、80%和 80%；营业利润分别为 0.33 亿元、1.49 亿元、4.46 亿元和 8.03 亿元，增速分别为-40.21%、350.00%、200.00%和 80.00%。

图 11：电动车零部件营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

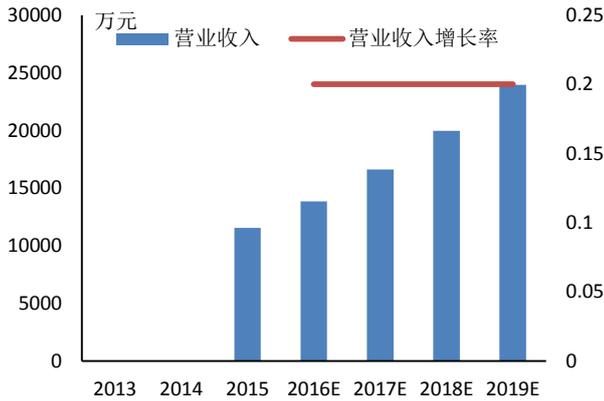
图 12：电动车零部件营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

- ◇ 冰压机零部件业务。公司因为原材料采购有规模和成本优势，能获得比其它家电零部件企业生产销售冰压机更高的利润，但是鉴于白电行业的竞争激烈，市场饱和度高，我们认为此块业务能够实现比较平稳的增长。我们假设 2016 年-2019 年公司冰压机业务板块的营收分别为 1.39 亿元、1.66 亿元、2.00 亿元和 2.39 亿元，增速分别为 20%、20%、20%和 20%；营业利润分别为 0.27 亿元、0.33 亿元、0.39 亿元和 0.48 亿元，增速分别为 20.87%、20.00%、20.00%和 20.00%。

图 131：冰压机零部件营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 32：冰压机零部件营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

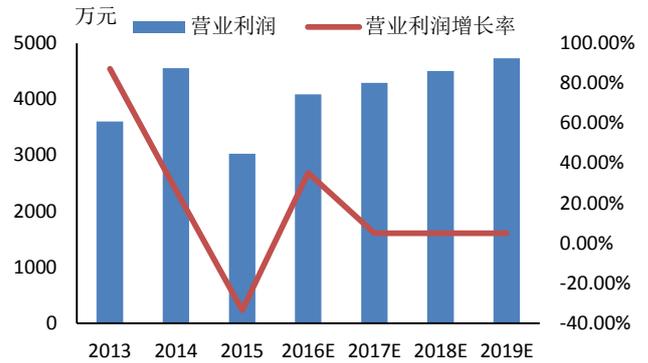
◇ 其他电机及配件业务。主要为电梯用和工具用电机零部件等业务，与房地产行业相关度高，根据对未来房地产行业的基本判断，我们预计将实现较低的业务增长。我们假设2016年-2019年公司其他电机及配件业务板块的营收分别为1.69亿元、2.19亿元、2.85亿元和3.70亿元，增速分别为5%、5%、5%和5%；营业利润分别为0.41亿元、0.43亿元、0.45亿元和0.47亿元，增速分别为35.09%、5.00%、5.00%和5.00%。

图 14：其他电机及配件业务营收及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 15：其他电机及配件营业利润及增长率



资料来源：WIND，华金证券研究所

综上 我们预测公司2016年-2019年营收分别为15.91亿元,18.89亿元,24.14亿元,32.69亿元；增速分别为5.47%,18.75%,27.76%,35.46%；营业利润分别为2.77亿元,3.71亿元,6.26亿元,9.39亿元,增速分别为17.57%,33.99%,68.70%,49.99%。

表 4：公司财务预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	155362.51	150832.49	159079.04	188909.33	241359.27	326940.97
增速	17.22%	-2.92%	5.47%	18.75%	27.76%	35.46%
毛利率	23.81%	26.13%	27.24%	29.56%	36.00%	38.63%
净利润率	11.96%	13.40%	15.23%	16.91%	22.25%	24.75%
销售费用率	2.12%	2.55%	2.31%	2.33%	2.40%	2.34%
管理费用率	6.80%	6.76%	6.81%	6.79%	6.79%	6.80%
财务费用率	0.80%	-0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ROE	14.06%	13.61%	15.18%	16.66%	20.84%	23.71%

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
EPS	0.46	0.51	0.64	0.82	1.25	1.78

资料来源：WIND，华金证券研究所

(二) 基于以上预测给予投资建议

公司为国内目前最大的汽车电机核心零部件定转子供应商，未来将受益于新能源汽车和智能汽车的高速发展，业绩成长性高。与同类型上市公司比较，公司的估值为 39.7 倍，处于较低的水平；且特斯拉国产化后，公司将成为最受益者。首次覆盖，我们给与“买入-A”的投资评级。

表 5：公司财务预测

公司名称	证券代码	收盘价 (2016.6.7)	EPS				PE			
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
信质电机	002664	30.63	0.64	0.82	1.25	1.78	63.5	49.8	39.0	25.7
大洋电机	002249	12.06	0.20	0.25	0.32	0.40	60.3	48.2	37.7	30.2
江特电机	002176	15.05	0.03	0.32	0.47	0.53	501.7	47.0	32.0	28.4
正海磁材	300224	24.94	0.31	0.49	0.68	0.87	80.5	50.9	36.7	28.7
方正电机	002196	33.37	0.22	0.69	0.96	1.24	151.7	48.4	34.8	26.9
PE 平均值							171.54	48.86	36.04	27.98

资料来源：WIND，华金证券研究所

四、风险提示

(一) 汽车行业增长乏力

近 3 年，受国内经济增长下台阶的影响，汽车销量增幅逐步下行，2013 年-2015 年新车销量增长分别为 13.9%、6.9%和 4.7%。未来经济增长“L 型”趋势的概率较大，对汽车消费形成不利影响。行业增长放缓将会影响公司主业的增长。

(二) 特斯拉国产化延迟

虽然特斯拉国产化生产将于今年年中落定的概率较大，但是因为影响因素较多，存在一定的不确定性。如果特斯拉国产化进程推迟，将对公司业绩弹性带来一定负面影响。

(三) 原材料价格大幅上涨

今年一季度以来，国际大宗商品出现了较大幅度的上涨，带来国内钢铁和铜等上游原材料出现一定幅度的涨价。原材料价格的上涨可能侵蚀公司年度业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,553.6	1,508.3	1,606.3	1,897.5	2,412.3	年增长率					
减:营业成本	1,183.7	1,114.2	1,153.4	1,327.0	1,586.5	营业收入增长率	17.2%	-2.9%	6.5%	18.1%	27.1%
营业税费	10.3	12.9	11.1	14.0	18.4	营业利润增长率	35.0%	10.9%	25.3%	29.6%	52.6%
销售费用	33.0	38.5	37.1	44.2	57.8	净利润增长率	29.0%	8.8%	27.6%	27.5%	52.1%
管理费用	105.6	102.0	109.4	128.9	163.8	EBITDA 增长率	33.3%	5.5%	20.1%	26.2%	47.8%
财务费用	12.5	-1.6	-	-	-	EBIT 增长率	37.2%	4.0%	26.1%	29.6%	52.6%
资产减值损失	3.3	8.7	4.5	5.5	6.2	NOPLAT 增长率	38.9%	4.3%	24.7%	29.6%	52.6%
加:公允价值变动收益	0.1	0.1	0.1	-0.0	-0.0	投资资本增长率	29.2%	2.2%	0.8%	13.3%	7.5%
投资和汇兑收益	7.0	1.7	4.0	4.2	3.3	净资产增长率	13.3%	14.4%	13.6%	15.7%	21.1%
营业利润	212.2	235.5	294.9	382.1	582.9	盈利能力					
加:营业外净收支	2.3	1.9	2.3	2.1	2.1	毛利率	23.8%	26.1%	28.2%	30.1%	34.2%
利润总额	214.5	237.3	297.2	384.2	585.0	营业利润率	13.7%	15.6%	18.4%	20.1%	24.2%
减:所得税	30.5	33.2	44.6	57.6	87.8	净利润率	12.0%	13.4%	16.1%	17.3%	20.7%
净利润	185.9	202.2	258.0	329.0	500.5	EBITDA/营业收入	16.9%	18.4%	20.7%	22.1%	25.7%
						EBIT/营业收入	14.5%	15.5%	18.4%	20.1%	24.2%
						偿债能力					
						资产负债率	28.2%	44.2%	16.3%	25.9%	19.4%
						负债权益比	39.3%	79.1%	19.5%	35.0%	24.0%
						流动比率	2.48	1.71	4.24	3.01	4.20
						速动比率	1.93	1.51	3.22	2.58	3.40
						利息保障倍数	17.99	-141.91			
						营运能力					
						固定资产周转天数	75	91	93	72	51
						流动营业资本周转天数	103	108	96	103	104
						流动资产周转天数	286	402	393	337	341
						应收帐款周转天数	78	89	81	82	84
						存货周转天数	67	62	65	61	57
						总资产周转天数	402	550	540	455	428
						投资资本周转天数	211	248	236	214	185
						费用率					
						销售费用率	2.1%	2.6%	2.3%	2.3%	2.4%
						管理费用率	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
						财务费用率	0.8%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	9.7%	9.2%	9.1%	9.1%	9.2%
						投资回报率					
						ROE	14.1%	13.6%	15.2%	16.7%	20.8%
						ROA	9.9%	7.4%	12.2%	12.0%	16.5%
						ROIC	24.3%	19.6%	23.9%	30.7%	41.4%
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.05	0.11	0.13	0.18
						分红比率	21.5%	10.1%	17.3%	16.3%	14.6%
						股息收益率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
						资产负债表					
						货币资金	345.1	1,100.4	646.7	780.5	1,115.9
						交易性金融资产	-	-	-	-	-
						应收帐款	360.4	385.3	335.4	533.9	592.8
						应收票据	129.3	169.5	47.1	239.6	149.7
						预付帐款	105.6	177.7	38.1	230.0	110.3
						存货	287.9	232.3	345.5	297.9	470.4
						其他流动资产	71.3	0.5	25.9	32.6	19.6
						可供出售金融资产	-	-	-	-	-
						持有至到期投资	-	-	-	-	-
						长期股权投资	71.5	99.9	99.9	99.9	99.9
						投资性房地产	-	-	-	-	-
						固定资产	328.9	432.3	396.8	361.4	325.9
						在建工程	42.7	18.0	18.0	18.0	18.0
						无形资产	71.4	77.8	75.4	73.0	70.7
						其他非流动资产	50.2	47.7	49.7	48.8	48.6
						资产总额	1,864.2	2,741.5	2,078.5	2,715.5	3,021.8
						短期债务	68.7	651.4	-	-	-
						应付帐款	127.6	148.2	73.6	199.8	141.8
						应付票据	292.2	369.3	225.1	465.9	395.9
						其他流动负债	35.8	41.9	40.3	37.2	47.3
						长期借款	-	-	-	-	-
						其他非流动负债	1.5	-	0.5	0.7	0.4
						负债总额	525.8	1,210.8	339.6	703.6	585.4
						少数股东权益	16.1	44.9	39.8	37.4	34.3
						股本	200.0	400.0	400.0	400.0	400.0
						留存收益	1,122.3	1,085.8	1,299.1	1,574.5	2,002.0
						股东权益	1,338.4	1,530.7	1,738.9	2,011.9	2,436.3
						现金流量表					
						净利润	184.0	204.1	258.0	329.0	500.5
						加:折旧和摊销	38.2	43.7	37.8	37.8	37.8
						资产减值准备	3.3	8.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.1	-0.1	0.1	-0.0	-0.0
						财务费用	3.6	-2.4	-	-	-
						投资损失	-7.0	-1.7	-4.0	-4.2	-3.3
						少数股东损益	-1.9	1.9	-5.4	-2.4	-3.2
						营运资金的变动	-110.2	72.9	-48.6	-177.0	-126.8
						经营活动产生现金流量	165.4	251.9	238.0	183.2	405.0
						投资活动产生现金流量	-223.2	-53.3	4.0	4.2	3.3
						融资活动产生现金流量	-48.0	389.9	-695.8	-53.6	-72.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.46	0.51	0.64	0.82	1.25
						BVPS(元)	3.31	3.71	4.25	4.94	6.00
						PE(X)	69.1	63.5	49.8	39.0	25.7
						PB(X)	9.7	8.6	7.6	6.5	5.3
						P/FCF	-291.5	16.8	-32.0	68.0	31.2
						P/S	8.3	8.5	8.0	6.8	5.3
						EV/EBITDA	23.3	44.8	36.7	28.7	18.9
						CAGR(%)	21.1%	34.6%	23.1%	21.1%	34.6%
						PEG	3.3	1.8	2.2	1.9	0.7
						ROIC/WACC	2.3	1.9	2.3	2.9	3.9

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn