

## 毛利水平快速提升, 产能充足迎接年底放量

### 投资要点

- **事件:** 上半年公司实现营业收入 4.7 亿元, 同比增长 27.2%; 其中归属于上市公司股东的净利润为 4906 万元, 同比增长 434%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4375 万元, 同比增长 938%。主营业务毛利率水平为 23.4%, 比去年同期提高 10.8 个百分点, 每股收益 0.19 元。
- **主营产品毛利率水平提升明显, 未来有望继续提升。** 缝纫机应用类毛利率 19.9%, 提升 9.2 个百分点, 主要是越南子公司产能逐步提升, 同时公司主动加强生产过程的精益化管理, 降低制造费用, 显著提升毛利率水平。汽车应用类毛利率 32%, 提升 21 个百分点, 主要是合并上海海能、杭州德沃仕的规模效应展现。家用智能控制器毛利率为 15.9%, 提升 0.8 个百分点。
- **受国家政策影响, 上半年新能源汽车业务表现不及预期; 产能充足迎接四季度订单爆发。** 由于受国家“查骗补”事件、电池规范目录调整、新能源专用车推荐目录迟迟未能出台等国家政策影响, 公司新能源汽车业务虽然同比仍保持较高增速, 但增速不及预期。我们预计相关政策将会在 9 月份出台, 在明年补贴退坡情况下, 四季度再次迎来新能源汽车热销情形, 产能充足的厂商将会脱颖而出。公司已经加快推进“10 万台驱动电机项目”及“1 万台商用车驱动电机项目”的项目建设, 积极完善相应供应链环节, 迅速提升公司产能应对能力, 预计公司新能源汽车业务四季度将得到明显改善。
- **产品系列齐全, 明年电驱动系统销量翻倍。** 公司驱动系统产品涵盖低压电动车、乘用车、客车及专用车等, 今年主要客户包括众泰、宇通、泓源、恒通、百路佳, 我们预计全年销售乘用车、物流车和客车电驱动系统分别为 2.2 万套、1.5 万套和 1500 套, 合计 3.85 万套。明年新增上汽通用五菱、北汽、中通、银隆、扬子江、东风等主力客户, 我们预计明年国内新能源汽车发展不会受到政策过多干扰, 公司明年销售电驱动系统将达 7-8 万套。
- **盈利预测与投资建议。** 由于受国家“查骗补”事件、电池规范目录调整、新能源专用车推荐目录等影响, 公司新能源汽车业务表现不及预期, 我们调整公司业绩预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.63 元、0.89 元和 1.09 元, 未来两年归母净利润将保持 32% 的复合增长率, 2017 年给予 45 倍 PE, 目标价 35.6 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车政策调整落地时间不及预期; 收购标的资源整合进度或不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	794.42	1231.69	1646.84	1979.58
增长率	27.62%	55.04%	33.71%	20.20%
归属母公司净利润(百万元)	59.04	166.48	237.13	290.07
增长率	479.55%	182.00%	42.43%	22.33%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.63	0.89	1.09
净资产收益率 ROE	2.55%	7.01%	10.26%	13.35%
PE	134	47	33	27
PB	3.52	3.43	3.53	3.75

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高翔  
执业证号: S1250515030001  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaiox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先  
电话: 0755-23617478  
邮箱: zyx@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.65
流通 A 股(亿股)	1.25
52 周内股价区间(元)	16.13-38.05
总市值(亿元)	79.01
总资产(亿元)	27.73
每股净资产(元)	8.49

### 相关研究

1. 方正电机(002196): 主业架构搭建完毕, 汽车业务盈利突出 (2016-03-15)
2. 方正电机(002196): 海能+德沃仕盈利强, 电机系统如虎添翼 (2016-02-24)
3. 方正电机(002196): 新能源汽车动力总成业绩超预期 (2015-11-05)
4. 方正电机(002196): 收购即将完成, 业绩持续高增长 (2015-10-21)
5. 方正电机(002196): 向新能源汽车核心零部件供应商转型 (2015-09-08)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	794.42	1231.69	1646.84	1979.58	净利润	57.25	161.45	229.96	281.30
营业成本	649.62	903.71	1172.44	1393.78	折旧与摊销	31.96	56.93	56.93	56.93
营业税金及附加	3.26	4.76	6.77	8.16	财务费用	1.74	5.34	8.28	13.63
销售费用	16.18	28.16	38.80	46.67	资产减值损失	-5.87	0.47	0.43	-0.31
管理费用	75.70	117.37	167.87	205.85	经营营运资本变动	-251.65	-215.50	-241.55	-198.91
财务费用	1.74	5.34	8.28	13.63	其他	203.12	-5.62	-6.46	-5.55
资产减值损失	-5.87	0.47	0.43	-0.31	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>36.55</b>	<b>3.06</b>	<b>47.60</b>	<b>147.08</b>
投资收益	6.69	5.43	5.89	5.88	资本支出	-1173.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	535.48	28.84	-4.89	-4.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-638.50</b>	<b>28.84</b>	<b>-4.89</b>	<b>-4.11</b>
<b>营业利润</b>	<b>60.48</b>	<b>177.32</b>	<b>258.14</b>	<b>317.69</b>	短期借款	-36.16	36.24	168.20	286.97
其他非经营损益	6.86	7.46	7.17	7.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>67.34</b>	<b>184.78</b>	<b>265.31</b>	<b>324.90</b>	股权融资	1427.56	-0.06	0.00	0.00
所得税	10.08	23.33	35.35	43.61	支付股利	-17.83	-103.35	-291.45	-415.12
净利润	57.25	161.45	229.96	281.30	其他	-756.52	12.19	21.86	18.45
少数股东损益	-1.79	-5.03	-7.17	-8.77	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>617.05</b>	<b>-54.99</b>	<b>-101.39</b>	<b>-109.70</b>
归属母公司股东净利润	59.04	166.48	237.13	290.07	<b>现金流量净额</b>	<b>19.23</b>	<b>-23.09</b>	<b>-58.68</b>	<b>33.27</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	246.45	223.37	164.68	197.96	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	399.18	555.28	761.92	919.40	销售收入增长率	27.62%	55.04%	33.71%	20.20%
存货	288.15	400.58	519.92	618.08	营业利润增长率	1207.17%	193.21%	45.57%	23.07%
其他流动资产	121.54	188.44	251.96	302.87	净利润增长率	462.02%	182.00%	42.43%	22.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	151.94%	154.42%	34.96%	20.07%
投资性房地产	65.76	36.98	41.12	44.17	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	369.33	326.71	284.09	241.47	毛利率	18.23%	26.63%	28.81%	29.59%
无形资产和开发支出	1232.04	1218.89	1205.73	1192.57	三费率	11.78%	12.25%	13.05%	13.44%
其他非流动资产	38.39	42.61	48.09	53.87	净利率	7.21%	13.11%	13.96%	14.21%
<b>资产总计</b>	<b>2760.85</b>	<b>2992.86</b>	<b>3277.52</b>	<b>3570.40</b>	ROE	2.55%	7.01%	10.26%	13.35%
短期借款	113.76	150.00	318.20	605.16	ROA	2.07%	5.39%	7.02%	7.88%
应付和预收款项	321.53	439.89	585.75	691.81	ROIC	3.71%	7.27%	9.69%	11.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.85%	19.45%	19.63%	19.61%
其他负债	82.45	100.77	132.86	166.54	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>517.74</b>	<b>690.66</b>	<b>1036.81</b>	<b>1463.52</b>	总资产周转率	0.39	0.43	0.53	0.58
股本	265.30	265.24	265.24	265.24	固定资产周转率	2.64	4.10	6.39	9.20
资本公积	1878.29	1878.29	1878.29	1878.29	应收账款周转率	3.28	3.51	3.43	3.21
留存收益	132.92	196.05	141.73	16.68	存货周转率	2.42	2.62	2.55	2.45
归属母公司股东权益	2212.51	2276.62	2222.30	2097.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.92%	—	—	—
少数股东权益	30.61	25.57	18.40	9.63	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2243.11</b>	<b>2302.19</b>	<b>2240.70</b>	<b>2106.88</b>	资产负债率	18.75%	23.08%	31.63%	40.99%
负债和股东权益合计	2760.85	2992.86	3277.52	3570.40	带息债务/总负债	21.97%	21.72%	30.69%	41.35%
					流动比率	2.35	2.29	1.86	1.56
					速动比率	1.71	1.62	1.29	1.09
					股利支付率	30.21%	62.08%	122.91%	143.11%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	94.17	239.60	323.35	388.25	每股收益	0.22	0.63	0.89	1.09
PE	133.84	47.46	33.32	27.24	每股净资产	8.46	8.68	8.45	7.94
PB	3.52	3.43	3.53	3.75	每股经营现金	0.14	0.01	0.18	0.55
PS	9.95	6.42	4.80	3.99	每股股利	0.07	0.39	1.10	1.57
EV/EBITDA	80.23	32.07	24.41	20.94					
股息率	0.23%	1.31%	3.69%	5.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn