

大洋电机（002249）点评报告

空调电机和旋转电机回暖

新能源车业绩进入上升期

买入（首次）

2017 年 03 月 19 日

投资要点：

- 公司 2016 年营收 68.05 亿元，同比增长 38.54%，归母净利润 5.09 亿元，同比增长 49.29%，业绩增长中既有传统空调风机和旋转电机业务的回暖，也有收购的电驱动并表等因素。公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 68.05 亿元，同比增长 38.54%；实现归属母公司净利润 5.09 亿元，同比增长 49.29%，对应 EPS 为 0.22 元。其中 4 季度实现营业收入 20.88 亿元，同比增长 52.88%，环比增长 21.42%；实现归属母公司净利润 2.10 亿元，同比增长 69.65%，环比增长 108.64%。4 季度对应 EPS 为 0.09 元。16 年公司已形成家电及家居电器电机（16 年归母净利润 2.5 亿）、新能源汽车动力总成系统（1.5 亿）、车辆旋转电器（1 亿）、新能源汽车运营平台四大业务板块。
- 公司年报给出 17 年业绩指引，营收 81.7 亿元，净利润 6.51 亿元，并有远期规划 2024 年营收达到 60 亿美金的宏伟蓝图。公司在年报中披露预计 2017 年公司营业收入将保持稳定增长，计划完成 81.70 亿元，同比增长 20.06%，预计经营总成本 62.47 亿元，同比增长 20.27%；计划完成净利润 6.51 亿元，同比增长 18.68%。公司规划在 2024 年实现公司总营业收入 60 亿美元，其中家电及家居电器电机与车辆旋转电器的销售收入各 10 亿美元，新能源汽车动力总成系统与新能源汽车运营平台实现营业收入各 20 亿美元，达成家电及家居电器电机、新能源汽车动力总成系统、车辆旋转电器与新能源汽车运营平台四轮驱动的总体目标。
- 新能源汽车驱动电机业务主要来自于上海电驱动并表，受政策影响距离业绩对赌略有差距。新能源车电机驱动业务整体营收 13.01 亿元，毛利从 15 年的 24% 提升至 30%。2015 年收购的上海电驱动从 16 年 1 月 4 日并表，全年贡献净利润 1.18 亿元，营收 9.47 亿元，收购的业绩对赌为 2015-2018 年度经审计的净利润分别不低 9,400/13,800/18,900/27,700 万元，略有差距；大洋电机本部驱动电机业务营收在 4 个亿左右，贡献利润在 3000-4000 万元。行业中 2016 年我国新能源汽车销量达 50.7 万辆，比 2015 年增长 53%。报告期内，公司在新能源汽车动力总成系统产品的市场占有率约 30%，为国内新能源汽车动力总成系统规模最大的独立供应商。新能源车动力总成系统 2015 年销量 38699 台（商用车：乘用车=1:3），16 年销售 98309 台（商用车：乘用车=1:4），同比增长 154%。

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

021-60199798

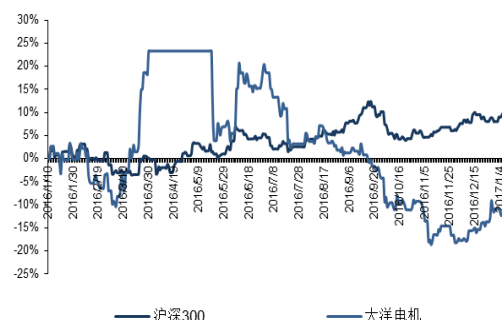
zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 汪林森

010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	8.44
一年最低/最高价	8.97/7.61
市净率（倍）	2.3331
流通市值（百万元）	11461.70

基础数据

每股净资产（元）	3.60
资本负债率（%）	34.53%
总股本（百万股）	2,367.7473
流通 A 股（百万股）	1,358.0210

相关研究

无

- **空调电机业务受益于消费升级和房地产回暖滞后效应超预期增长。**2016年初，受过去一年高库存影响，国内家电市场需求仍处于低迷的状态，但随着产业结构调整和产品结构的升级、前期房地产销售回暖滞后带动效应显现及空调去库存逐步取得成效，行业增速逐季改善。2016年中国空调市场销售4,779万台，同比上涨9.1%，零售额1,606亿，同比上涨9.7%。公司空调用电机整体营收25.17亿元，增速高达32%，毛利率与去年持平保持在19%，按照10%的净利率计算，净利润在2.5个亿。产品销量上看15年销售3160万台，16年销售4212万台，同比增长33.30%。
- **车载旋转电器受益于传统乘用车销量大涨，出货量和营收均有 10% 的增长。**受益于购置税政策刺激，2016 年中国汽车产销分别完成 2,811.9 万辆和 2,802.8 万辆，比上年同期分别增长 14.5%和 13.7%，高于上年同期 11.2 和 9.0 个百分点。公司整体营收 19.44 亿元，增长 11%，毛利率与去年持平在 23%，净利润在 1 个亿左右。销量上 15 年销售 394 万台，16 年销售 434 万台，同比增长 10%。其中北京佩特来（控股 78%），16 年营收 8.56 亿，净利润 0.66 亿。芜湖杰诺瑞，16 年营收 6 亿，净利润 0.55 亿。
- **新能源运营平台 16 年共计超过 6000 台车，已经开始贡献营收，17-18 年复制中山模式，计划运营 8000 辆。**2015 年初开始拓展新能源汽车运营平台业务，报告期内，公司先后控股了坚信运输、中山利澳、上海顺祥等多家客运企业，并在中山、广州、上海、北京、武汉等地设立运营公司，迅速扩张运营平台规模。截止 2016 年底，公司新能源汽车运营平台运营车辆超过 6,000 台，车型涵盖公交车、出租车、物流车、通勤车、网约车等；建成充电桩超过 2,700 个。随着“中山模式”日趋成熟，公司将陆续将其推广到北京、武汉、深圳等全国各大城市。17-18 年复制中山模式，计划运营 8000 辆。

图表 1：分业务收入及毛利率情况

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
总体营收	收入（亿元）	44.43	49.12	68.05	80.99	91.83	101.96	111.42
	增长率		11%	39%	19%	13%	11%	9%
	毛利率	22%	22%	24%	24%	23%	23%	23%
风机负载类电机	收入（亿元）	22.37	19.00	25.17	28.95	31.84	33.43	35.10
	增长率	4%		32%	15%	10%	5%	5%
	毛利率	20%	19%	19%	19%	19%	18%	18%
起动机与发电机	收入（亿元）	12.35	17.49	19.44	21.38	23.52	25.40	26.67
	增长率	348%		11%	10%	10%	8%	5%
	毛利率	27%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
新能源车辆动力总成系统	收入（亿元）	0.99	4.30	13.01	18.86	23.58	29.48	35.37
	增长率	#DIV/0!	333%	202%	45%	25%	25%	20%
	毛利率	25%	24%	30%	29%	27%	27%	26%
磁性材料	收入（亿元）	1.47	1.23	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
	增长率	2%	-16%	-9%	0%	0%	0%	0%
	毛利率	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
汽车租赁	收入（亿元）	-	-	0.50	0.75	0.98	1.27	1.40
	增长率	0%	0%	100%	50%	30%	30%	10%
	毛利率	0%	0%	20%	20%	20%	20%	20%
其他类电机产品	收入（亿元）	6.14	6.27	7.45	8.57	9.42	9.89	10.39
	增长率	-1%	2%	19%	15%	10%	5%	5%
	毛利率	22%	27%	26%	26%	26%	26%	26%
其他业务	收入（亿元）	1.11	0.84	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37
	增长率	28%	-25%	63%	0%	0%	0%	0%
	毛利率	22%	29%	54%	54%	54%	54%	54%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

- **燃料电池方面，成功参股巴拉德，成为单一第一大股东。**2016 年 7 月，公司参股巴拉德，成为其单一第一大股东，成功进入氢燃料电池这一战略新兴行业。2017 年初，公司与巴拉德达成燃料电池模组组装授权协议，将进一步加快氢燃料电池项目在国内的实施。公司将充分发挥巴拉德在氢燃料电池设计、开发及专利服务等方面的优势，结合公司在新能源汽车动力总成系统上的技术及市场优势，共同推进车用氢燃料电池系统相关产品在中国市场的推广应用。公司目前拥有完整的新能源汽车动力总成系统及其自主知识产权（整车控制系统、电驱动系统、电池系统），包括串联式增程式混合动力系统等，通过与巴拉德的战略合作，公司将增加一套全新的新能源汽车动力能源供给及控制方案。
- **公司推出 2017 年股票期权激励计划，包括管理层 6 人和中层核心人员 785 人。**公司推出 2017 年股票期权激励计划，范围覆盖广，行权业绩要求增速高，更好的绑定了公司与员工的利益，为资本市场提供了信心。本激励计划拟向激励对象授予的股票期权数量为 4034.2 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 236885.1824 万股的 1.70%，其中首次授予 3374.2 万份，预留 660 万份。首次授予的股票期权的行权价格为 8.51 元/股，预留部分股票期权在每次授予前，须召开董事会审议通过相关议案。公司为本次股权激励计划设定了 2017-2019 年营业收入增长率分别不低于 15%、35%、50%的业绩考核目标。
- **公开发行可转换公司债券，募集资金 34 亿投向新能源动力总成产线、商用车燃料电池产线和新能源车运营平台。**本次发行的可转债的期限为自发行之日起 6 年。本次可转债募集资金总额不超过人民币 340,000.00 万元。本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价。

图表 2：可转债募投项目

序号	项目名称	项目总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
1	中山大洋电机股份有限公司年产新能源汽车动力总成系统 11 万台套项目	117,400.00	90,000.00
2	武汉大洋电机新动力科技有限公司年产 1.7 万套商用车氢燃料电池系统建设项目	134,143.00	55,000.00
3	中山大洋电机股份有限公司广东中山翠亨新区氢燃料电池技术研究院项目	20,011.00	16,000.00
4	中山大洋电机股份有限公司运营管理信息系统升级改造投资项目	21,720.00	19,000.00
5	大洋电机新能源（中山）投资有限公司新能源汽车运营平台投资项目	259,300.00	160,000.00
合计		552,574.00	340,000.00

资料来源：Wind，东吴证券研究所

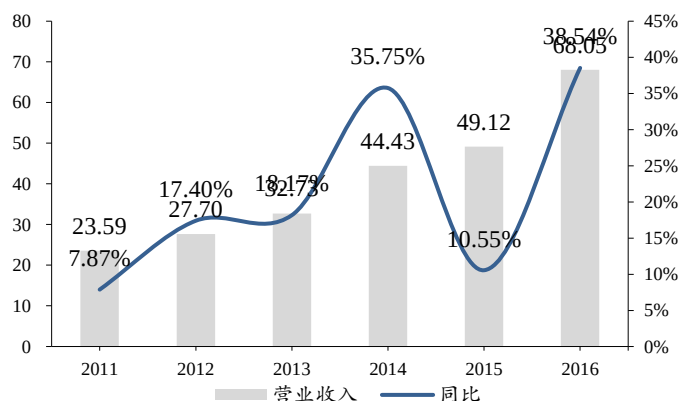
- **三大费用率略有攀升，应收账款和存货受并表影响大幅增长，经营**

现金流大幅改善。2016年公司销售费用为3.27亿元，同比增长44.2%，销售费用率4.80%，去年同期为4.61%；发生管理费用为6.61亿，同比增长49.2%，管理费用率9.71%，去年同期为9.01%；财务费用-0.43亿，费用提升主要系上海电驱动并表所致，同时财务费用主要受益于汇兑损益。资产减值损失0.37亿元，同比基本持平。2016年公司预收账款为0.26亿元，较16年年初增长220%；应收账款18.29亿元，较年初增加8.03亿元；存货13.71亿元，较年初增加3.54亿元。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为5.37亿元，去年同期为2.64，由于上海电驱动的并表大幅改善。

■ **盈利预测与估值：**公司目前已经形成了非常成熟的产业化能力，目前四大板块的布局 and 未来发展均向好，各个板块中都已经做到了龙头的地位，属于难得的高增速白马，符合目前龙头溢价的市场风格。因此我们预计2017-2019年归母净利润为6.09/7.27/8.48亿元，EPS为0.257/0.307/0.358元，同比增长20%/19%/17%，给予2017年40倍PE，目标价10.3元，首次给予买入评级。

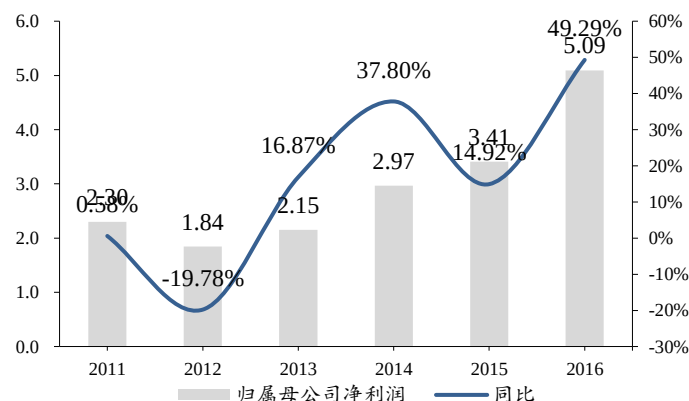
■ **风险提示：**空调下游增速放缓；传统车下游增速放缓；新能源车增长低于预期。

图表 3：营业收入



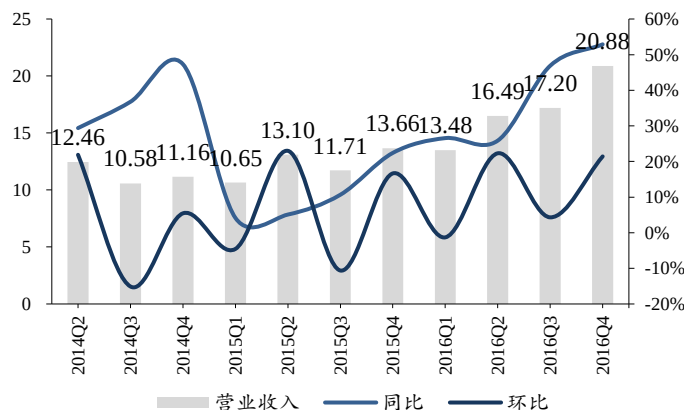
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：归母净利润



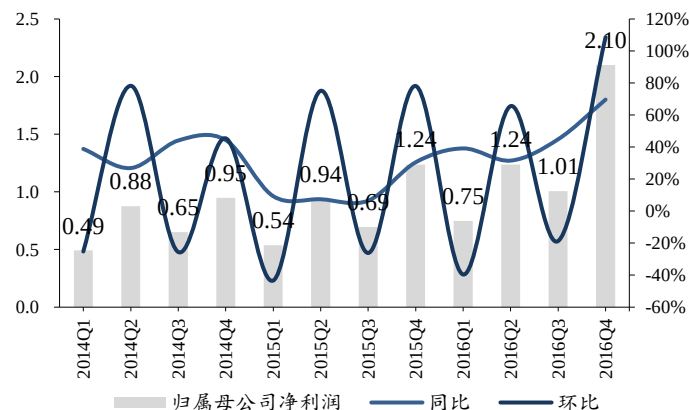
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：营收按季度



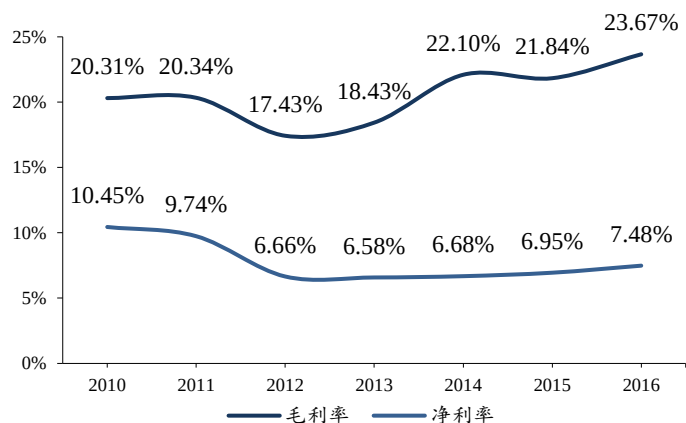
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 6：归母净利润按季度



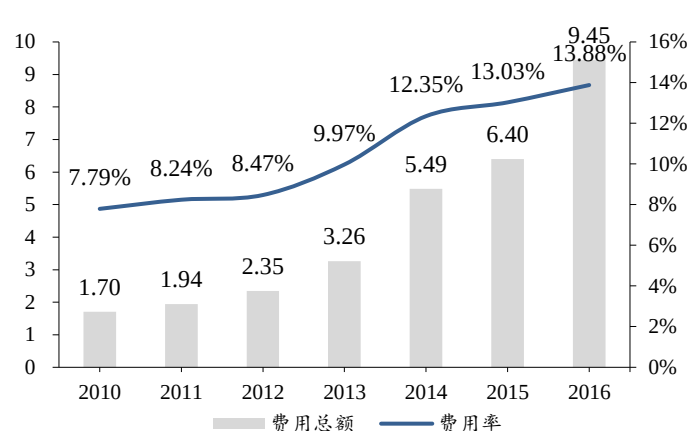
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 7：毛利率和净利率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 8：费用率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 9：公司运营情况

大洋电机	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	3.45%	5.24%	-0.90%	7.79%	20.31%	10.45%	60.76	47.22	0.67
2011	3.32%	6.02%	-1.10%	8.24%	20.34%	9.74%	95.23	58.90	1.27
2012	3.62%	6.61%	-1.76%	8.47%	17.43%	6.66%	90.21	56.79	3.33
2013	3.20%	7.99%	-1.23%	9.97%	18.43%	6.58%	80.76	52.97	4.69
2014	4.15%	8.80%	-0.60%	12.35%	22.10%	6.68%	87.50	52.24	5.41
2015	4.61%	9.01%	-0.59%	13.03%	21.84%	6.95%	95.43	67.14	2.64
2016	4.80%	9.71%	-0.63%	13.88%	23.67%	7.48%	82.75	75.49	5.37
2015H1	4.77%	8.62%	-0.79%	12.59%	21.84%	6.95%	95.43	67.14	2.64

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 10：公司分季度经营情况

大洋电机	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	同比	环比
营业收入	10.65	13.10	11.71	13.66	13.48	16.49	17.20	20.88	52.88%	21.42%
毛利率	20.09%	18.64%	20.90%	27.06%	24.80%	22.21%	22.75%	24.85%	-2.21%	2.10%
毛利润	2.14	2.44	2.45	3.70	3.34	3.66	3.91	5.19	40.39%	32.65%
期间费用率	12.76%	12.35%	12.70%	14.17%	16.51%	13.00%	15.80%	11.30%	-2.87%	-4.50%
销售费用	0.49	0.61	0.60	0.57	0.72	0.74	0.85	0.96	66.12%	12.04%
管理费用	0.94	1.07	1.04	1.37	1.42	1.61	1.85	1.72	25.42%	-7.25%
财务费用	-0.07	-0.06	-0.15	-0.01	0.08	-0.20	0.01	-0.31	2749.41%	-3174.53%
期间费用	1.36	1.62	1.49	1.94	2.23	2.14	2.72	2.36	21.95%	-13.14%
资产减值损失	-0.02	-0.03	0.10	0.31	0.06	0.04	0.05	0.23	-26.33%	333.03%
营业利润	0.68	0.75	0.82	1.48	0.94	1.48	1.09	2.38	60.56%	117.13%

营业外收入	0.06	0.42	0.10	0.09	0.09	0.12	0.23	0.29	207.85%	27.74%
利润总额	0.74	1.16	0.92	1.53	1.02	1.57	1.29	2.64	72.21%	104.23%
所得税	0.13	0.15	0.15	0.20	0.18	0.28	0.22	0.35	79.59%	60.37%
归属于母公司净利润	0.54	0.94	0.69	1.24	0.75	1.24	1.01	2.10	69.65%	108.64%
净利率	5.04%	7.18%	5.93%	9.06%	5.55%	7.51%	5.85%	10.06%	0.99%	4.21%
存货	10.81	11.23	10.82	10.17	13.61	12.99	13.03	13.71	34.83%	5.24%
股本	23.68	23.68	23.68	23.68	23.68	23.68	23.68	23.68		
EPS	0.02	0.04	0.03	0.05	0.03	0.05	0.04	0.09	69.65%	108.64%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 1：三大财务预测表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,443	4,912	6,805	8,099	9,183	10,196	货币资金	778	1,407	1,494	1,306	1,058	1,795
增长率	35.75%	10.6%	38.5%	19.0%	13.4%	11.0%	应收账款	1,354	1,847	2,987	3,164	3,509	3,817
营业成本	-3,461	-3,840	-5,195	-6,194	-7,057	-7,837	存货	1,019	1,017	1,371	1,442	1,585	1,718
% 销售收入	77.9%	78.2%	76.3%	76.5%	76.9%	76.9%	其他流动资产	925	222	919	989	1,028	1,078
毛利	982	1,073	1,611	1,906	2,125	2,359	流动资产	4,076	4,493	6,772	6,901	7,180	8,408
% 销售收入	22.1%	21.8%	23.7%	23.5%	23.1%	23.1%	% 总资产	64.7%	59.1%	46.7%	46.1%	45.9%	49.0%
营业税金及附加	-23	-26	-48	-57	-63	-69	长期投资	39	282	764	764	764	764
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,097	1,662	2,465	2,881	3,331	3,616
营业费用	-184	-227	-327	-364	-386	-408	% 总资产	17.4%	21.9%	17.0%	19.3%	21.3%	21.1%
% 销售收入	4.1%	4.6%	4.8%	4.5%	4.2%	4.0%	无形资产	970	1,025	4,352	4,252	4,215	4,198
管理费用	-391	-443	-661	-769	-845	-918	非流动资产	2,219	3,113	7,741	8,057	8,469	8,738
% 销售收入	8.8%	9.0%	9.7%	9.5%	9.2%	9.0%	% 总资产	35.3%	40.9%	53.3%	53.9%	54.1%	51.0%
息税前利润（EBIT）	384	378	576	715	831	964	资产总计	6,295	7,606	14,512	14,958	15,650	17,146
% 销售收入	8.6%	7.7%	8.5%	8.8%	9.1%	9.5%	短期借款	296	1,063	1,082	746	0	0
财务费用	27	29	43	13	32	42	应付款项	1,741	2,098	3,380	3,483	3,897	4,248
% 销售收入	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	185	233	333	356	401	441
资产减值损失	-35	-36	-37	-22	-14	-12	流动负债	2,222	3,394	4,795	4,585	4,297	4,689
公允价值变动收益	-5	-1	4	0	0	0	长期贷款	4	4	244	244	244	244
投资收益	-5	3	5	5	5	5	其他长期负债	161	250	300	316	516	716
% 税前利润	—	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	负债	2,387	3,648	5,339	5,145	5,057	5,649
营业利润	365	372	590	711	855	999	普通股股东权益	3,592	3,724	8,693	9,304	10,031	10,880
营业利润率	8.2%	7.6%	8.7%	8.8%	9.3%	9.8%	少数股东权益	241	266	329	375	427	483
营业外收支	38	62	62	60	60	60	负债股东权益合计	6,221	7,639	14,360	14,823	15,515	17,012
税前利润	404	434	652	771	915	1,059	比率分析						
利润率	9.1%	8.8%	9.6%	9.5%	10.0%	10.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-66	-62	-104	-116	-135	-155	每股指标						
所得税率	16.3%	14.3%	15.9%	15.0%	14.8%	14.6%	每股收益(元)	0.349	0.198	0.215	0.257	0.307	0.358
净利润	338	372	548	655	779	904	每股净资产(元)	4.221	2.162	3.671	3.929	4.236	4.595
少数股东损益	41	31	39	46	52	56	每股经营现金净流(元)	0.635	0.153	0.227	0.299	0.419	0.484
归属于母公司的净利润	297	341	509	609	727	848	每股股利(元)	0.000	0.000	0.080	0.000	0.000	0.000
净利率	6.7%	6.9%	7.5%	7.5%	7.9%	8.3%	回报率						
			49.29%	19.56%	19.39%	16.67%	净资产收益率	8.26%	9.16%	5.86%	6.55%	7.25%	7.80%
现金流量表（人民币百万元）							总资产收益率	4.77%	4.47%	3.55%	4.11%	4.69%	4.99%
净利润	338	372	548	655	779	904	投入资本收益率	9.67%	9.53%	5.94%	7.02%	7.75%	8.65%
少数股东损益	0	0	0	46	52	56	增长率						
非现金支出	175	216	314	325	382	444	营业总收入增长率	35.75%	10.55%	38.54%	19.02%	13.37%	11.04%
非经营收益	13	-18	64	-64	-96	-93	EBIT 增长率	75.20%	-1.65%	52.47%	24.24%	16.25%	15.94%
营运资金变动	15	-306	-389	-208	-84	-110	净利润增长率	37.80%	14.92%	49.29%	19.56%	19.39%	16.67%
经营活动现金净流	541	264	537	755	1,044	1,202	总资产增长率	38.32%	22.80%	87.99%	3.07%	4.62%	9.56%
资本开支	293	417	812	559	720	641	资产管理能力						
投资	-827	-314	-1,181	0	0	0	应收账款周转天数	53.0	68.1	76.9	84.0	82.0	80.0
其他	-708	736	-225	5	5	5	存货周转天数	88.7	96.8	84.3	85.0	82.0	80.0
投资活动现金净流	-1,829	6	-2,218	-554	-715	-636	应付账款周转天数	86.9	114.1	121.4	120.0	120.0	120.0
股权募资	1,082	75	2,048	0	0	0	固定资产周转天数	69.7	93.3	98.8	101.5	98.8	95.0
债权募资	-195	731	16	-336	-546	200	偿债能力						
其他	-550	-468	-313	-6	21	28	净负债/股东权益	-12.43%	-8.53%	-1.90%	-3.31%	-5.90%	-10.16%
筹资活动现金净流	336	338	1,750	-342	-525	228	EBIT 利息保障倍数	-14.4	-12.9	-13.5	-54.8	-25.6	-22.9
现金净流量	-952	608	69	-142	-197	794	资产负债率	38.38%	47.76%	37.18%	34.71%	32.60%	33.21%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>