

## 电动物流车爆发式增长，业绩增长有保障

### 投资要点

- 事件:**公司2016年实现营业收入6.8亿元，同比增长118.8%，实现扣非后归母净利润1.5亿元，同比增长116.4%。2017年一季度实现营业收入1.3亿元，同比增长56.7%；实现扣非后归母净利润3440.2万元，同比增长33.4%。
- 行业景气，营销服务体系升级:**公司业绩大幅增长主要是因为(1)物流车市场的爆发，公司电动汽车电机控制器业务实现5.5亿元收入，同比大增165.4%；(2)加入“沃特玛创新联盟”，升级优化营销服务体系。
- 新能源汽车阔步向前，行业景气度高:**17年新能源汽车销量呈现逐步攀升的局面：1月销售5423辆，2月销量约1.7万辆，3月销售约2.8万辆。三个月连续增长证明新能源汽车进入了爆发式增长的阶段，其中，纯电动车3月份销量达到2.3万辆，同比增长120%，插电式混合车销量1600台，同比增长-9%，形成了纯电动高增长和插电混动相对走弱，行业整体景气度高的状态。
- 物流车发展空间巨大:**我们认为物流车是新能源汽车结构中最具弹性的车型，理由有三：(1)按照正常的车辆类型比例计算，2015年我国物流车销量应在120万量之上，而实际销量仅为5万辆，渗透率极低；(2)电动物流车运营成本降低成为运营推广的重要驱动力；(3)17年专用车补贴标准的明确(按照专用车电量多少进行补贴，采用分段超额累退方式进行补贴，上限15万)。
- 沃特玛创新联盟核心成员，订单旺盛:**“沃特玛创新联盟”涵盖了新能源汽车动力电池、电机、电控、接插件、智能仪表、充电设备等600余家核心零部件企业。公司是沃特玛创新联盟核心成员，受益于电动物流车的迅速推广和租赁模式的创新，公司借助这一平台与众多物流车企建立了稳定的合作关系，斩获了丰厚的电动物流车电机控制器订单。
- 盈利预测与投资建议:**鉴于2016年业绩超预期，我们上调公司盈利预测，预计2017-2019年EPS分别为2.36元、3.24元、4.53元，17-19年归母净利润保持44.8%的复合增长率，公司在新能源汽车的电机电控、伺服驱动领域技术实力雄厚，客户优质，我们看好新能源汽车的行业发展，认可公司业务结构，给予35倍估值，对应目标价82元，维持“买入”评级。
- 风险提示:**产品价格下降的风险、电动物流车销量增速或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	677.86	979.29	1323.29	1801.69
增长率	118.79%	44.47%	35.13%	36.15%
归属母公司净利润(百万元)	155.27	245.13	336.81	471.42
增长率	118.88%	57.87%	37.40%	39.97%
每股收益EPS(元)	1.49	2.36	3.24	4.53
净资产收益率ROE	25.47%	28.68%	28.27%	28.35%
PE	47	30	22	16
PB	12.08	8.61	6.18	4.43

数据来源: Wind, 西南证券

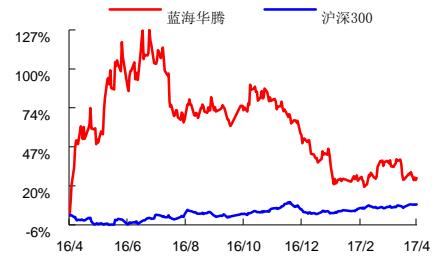
### 西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖  
执业证号: S1250513090001  
电话: 023-63786561  
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁  
电话: 010-57631196  
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹  
电话: 021-68415929  
邮箱: lzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	1.04
流通A股(亿股)	0.47
52周内股价区间(元)	67.49-225.0
总市值(亿元)	73.61
总资产(亿元)	9.84
每股净资产(元)	6.19

### 相关研究

1. 蓝海华腾(300484): 电动物流车发展强势，业绩高增速有保证 (2017-01-03)

### 关键假设：

假设 1：公司的电动物流车业务在经历了 16 年的迅猛发展后已较为成熟，我们预计 17 年起将与行业增速大致一致。

假设 2：公司的中低压变频器和伺服控制器因过去的营业收入基数较低，波动较大，但平均下来处于较为稳定的状态，我们假设 17-19 年这两项业务发展均处于稳中有进的状态。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>						
营业收入	204.73	309.82	677.86	979.29	1,323.29	1,801.69
yoy	-4.07%	51.33%	118.79%	44.47%	35.13%	36.15%
营业成本	105.39	165.47	374.52	517.73	708.78	962.77
毛利率	48.52%	46.59%	44.75%	47.13%	46.44%	46.56%
<b>电动汽车电机电控</b>						
收入	75.59	209.04	554.88	832.32	1,165.25	1,631.35
yoy	-12.29%	176.55%	165.44%	50.00%	40.00%	40.00%
成本	30.53	107.57	305.85	432.81	617.58	864.61
毛利率	59.61%	48.54%	44.88%	48.00%	47.00%	47.00%
<b>中低压变频器</b>						
收入	111.73	84.99	97.93	117.52	123.39	129.56
yoy	3%	-24%	15.23%	20.00%	5.00%	5.00%
成本	66.98	50.09	55.87	69.33	72.80	76.44
毛利率	40.05%	41.06%	42.95%	41.00%	41.00%	41.00%
<b>伺服驱动器</b>						
收入	14.79	9.55	12.09	13.90	15.99	18.39
yoy	-14.42%	-35.40%	26.57%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	6.85	4.27	4.69	6.26	7.20	8.27
毛利率	53.70%	55.31%	61.24%	55.00%	55.00%	55.00%
<b>其他</b>						
收入	2.62	6.24	12.96	15.55	18.66	22.40
yoy	-	162.09%	107.62%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	1.03	3.53	8.11	9.33	11.20	13.44
毛利率	60.65%	43.39%	37.46%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	677.86	979.29	1323.29	1801.69	净利润	155.27	245.13	336.81	471.42
营业成本	374.52	517.73	708.78	962.77	折旧与摊销	1.99	3.38	4.09	4.55
营业税金及附加	5.68	7.83	10.59	14.41	财务费用	-0.67	0.23	0.33	0.45
销售费用	48.91	68.55	86.01	117.11	资产减值损失	31.61	6.00	6.00	6.00
管理费用	66.75	117.52	145.56	180.17	经营营运资本变动	-95.52	-296.58	-174.94	-250.61
财务费用	-0.67	0.23	0.33	0.45	其他	-46.81	-6.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	31.61	6.00	6.00	6.00	经营活动现金流净额	45.88	-47.85	166.29	225.81
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-19.61	-16.50	-8.40	-4.20
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	8.23	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.38	-16.50	-8.40	-4.20
<b>营业利润</b>	<b>151.07</b>	<b>261.44</b>	<b>366.03</b>	<b>520.78</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	28.61	20.97	22.19	22.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>179.68</b>	<b>282.40</b>	<b>388.21</b>	<b>543.63</b>	股权融资	213.81	0.00	0.00	0.00
所得税	24.40	37.28	51.40	72.22	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>155.27</b>	<b>245.13</b>	<b>336.81</b>	<b>471.42</b>	其他	-15.00	-0.23	-0.33	-0.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	198.81	-0.23	-0.33	-0.45
归属母公司股东净利润	155.27	245.13	336.81	471.42	<b>现金流量净额</b>	233.31	-64.58	157.56	221.16
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
货币资金	261.72	197.14	354.70	575.87	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	537.76	831.35	1123.95	1513.47	销售收入增长率	118.79%	44.47%	35.13%	36.15%
存货	147.50	203.91	279.15	379.19	营业利润增长率	121.37%	73.06%	40.01%	42.28%
其他流动资产	0.29	0.42	0.57	0.78	净利润增长率	118.88%	57.87%	37.40%	39.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	121.36%	73.92%	39.77%	41.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	38.97	52.58	57.38	57.52	毛利率	44.75%	47.13%	46.44%	46.56%
无形资产和开发支出	3.72	3.37	3.02	2.66	三费率	16.96%	19.02%	17.52%	16.52%
其他非流动资产	11.19	11.06	10.92	10.79	净利润率	22.91%	25.03%	25.45%	26.17%
<b>资产总计</b>	<b>1001.17</b>	<b>1299.84</b>	<b>1829.70</b>	<b>2540.27</b>	ROE	25.47%	28.68%	28.27%	28.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.51%	18.86%	18.41%	18.56%
应付和预收款项	372.25	418.40	601.59	827.62	ROIC	39.39%	39.44%	37.28%	40.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.48%	27.06%	27.99%	29.18%
其他负债	19.34	26.74	36.60	49.72	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>391.59</b>	<b>445.14</b>	<b>638.19</b>	<b>877.34</b>	总资产周转率	0.99	0.85	0.85	0.82
股本	104.00	104.00	104.00	104.00	固定资产周转率	32.61	22.19	25.37	32.39
资本公积	186.33	186.33	186.33	186.33	应收账款周转率	3.06	2.76	2.55	2.59
留存收益	319.25	564.37	901.18	1372.60	存货周转率	3.44	2.95	2.93	2.92
归属母公司股东权益	609.58	854.70	1191.51	1662.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	34.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>609.58</b>	<b>854.70</b>	<b>1191.51</b>	<b>1662.93</b>	资产负债率	39.11%	34.25%	34.88%	34.54%
负债和股东权益合计	1001.17	1299.84	1829.70	2540.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	流动比率	2.42	2.77	2.76	2.81
EBITDA	152.39	265.04	370.45	525.79	速动比率	2.04	2.31	2.32	2.38
PE	47.41	30.03	21.86	15.61	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	12.08	8.61	6.18	4.43	<b>每股指标</b>				
PS	10.86	7.52	5.56	4.09	每股收益	1.49	2.36	3.24	4.53
EV/EBITDA	46.52	26.99	18.89	12.89	每股净资产	5.86	8.22	11.46	15.99
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.44	-0.46	1.60	2.17
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn