

大浪淘金，电机龙头

——方正电机（002196）深度报告

2017 年 04 月 17 日

强烈推荐/首次

方正电机

深度报告

报告摘要：

当前各电机电控行业悄然发生了 3 大变化：

- ◆ **销量端：**竞争格局初步显现，新能源乘用车、物流车市场回暖，电机电控放量在即。
- ◆ **价格端：**电机电控价格下调幅度不大，毛利率维持刚性。其一，2017 年-2018 年补贴不退坡，新能源电机价格两年内保持平稳。其二，新能源电机价格接近低点，下探空间不大。其三，2019-2020 年进入新一轮补贴退坡周期，但是由于新能源汽车产销大幅提升，规模经济效应明显，电机电控毛利率不会下降。
- ◆ **估值端：**电机电控行业估值较低，更具投资价值。纵向比，电机行业估值降至历史低点。横向比，电机行业估值明显低于锂电池行业。

方正电机显著受益于新能源乘用车和物流车高增长，业绩弹性大。

新能源乘用车和物流车高增长。从新能源整车产销增速判断，2017 年-2018 年，新能源物流车 > 新能源乘用车 > 新能源客车。

方正电机重点布局新能源乘用车和新能源物流车，竞争格局占有明显优势，大浪淘金，方正电机有望成为龙头。电机供应量从 2016 年的 2.38 万套，有望达到 10 万套，增长 4 倍。

在乘用车领域，方正电机供应销量排名靠前的吉利、众泰、上汽通用五菱；在物流车领域供应销量排名靠前的东风汽车、国宏汽车；在新能源客车领域，方正电机 2017 年销量预计 4000 套，同比增 6 倍，宇通、中通、厦门金龙、厦门金旅供货。方正电机竞争格局优势明显，所供车型大概率产销两旺，方正电机业绩放量可期。

盈利预测与估值：2016-2018 年 EPS 预计为 0.41/0.7/0.88，对应 PE 为 53/31/24。给予 40 倍估值，2017 年目标价 26.8，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，产品未进入主流厂商

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万）	622.48	794.42	1,022.30	1,799.58	2,410.91
增长率（%）	27.76%	27.62%	28.69%	76.03%	33.97%
净利润（百万元）	10.19	57.25	109.30	186.06	232.24
增长率（%）	87.32%	462.02%	90.92%	70.22%	24.82%
净资产收益率	1.26%	2.67%	3.39%	5.59%	6.69%
每股收益（元）	0.07	0.33	0.41	0.70	0.88
PE	312.14	66.21	53.02	31.15	24.95
PB	4.63	2.62	1.80	1.74	1.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：孙浩然

010-66554045

sunhr@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116070027

联系人：王革

010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

联系人：林劼

010-66554034

linjie_@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	21.85-26.45
总市值（亿元）	57.95
流通市值（亿元）	32.56
总股本/流通 A 股（万股）	26524/14900
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.06

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 大浪淘金，方正电机有望成为电机龙头	3
2. 深入布局新能源电机电控	4
2.1 公司简介	4
2.2 汽车应用类业务几何式增长	5
3. 电机电控深度受益新能源乘用车、物流车放量	6
3.1 新能源汽车整体回暖，二季度放量在即	6
3.2 新能源汽车板块分化，乘用车，物流车高增长	7
3.3 新能源汽车电机价格趋稳，毛利率稳定	10
3.4 方正电机弹性最大，受益新能源乘用车、物流车高速增长	10
4. 风险提示	14
5. 盈利预测与估值	14

表格目录

表 1:2017 年新能源汽车各版块增速及预测	8
表 2:方正电机产销量预计（单位：辆）	11
表 3:2016 年热销纯电动车型，电机供应图	11
表 4:新能源物流车市场电机供应体系	12
表 5:纯电动客车及其电机电控供应商	13
表 6:插电式混合动力客车及其电机电控供应商	14
表 7 同类电机上市公司市盈率比较表	14
表 8: 公司盈利预测表	16

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司主要股东及控股子公司	5
图 4:2017 年新能源汽车市场逐渐回暖	6
图 5:2017 年已发布 3 批《新能源汽车推广应用车型目录》	6
图 6:新能源车辆各类目录申报流程	7
图 7:新能源客车发展面临天花板	8
图 8:北上广深推广新能源乘用车销量占前 10 大城市 40%	9
图 9:新能源物流车市场空间广阔	9
图 11:新能源乘用车产量前 10 大公司及其配套电机	11

1. 大浪淘金, 方正电机有望成为电机龙头

第一个问题: 为什么推荐新能源电机电控板块?

当前市场研究重点集中于锂电池为核心的新能源汽车产业链, 而较少将电机、电控行业纳入研究范畴, 市场对电机、电控普遍判断为:

- ◆ 电机、电控行业当前处于激烈的市场竞争中, 竞争格局混乱, 未有相关上市公司在其中脱颖而出;
- ◆ 电机电控行业存在激烈的市场竞争, 各厂商大打价格战以及新能源汽车补贴大幅退坡, 导致 2017 年新能源电机单价降幅明显, 新能源汽车电机电控行业毛利率较低, 且存在价格下探风险。

与市场上普遍看法不同, 我们认为当前各电机电控行业悄然发生了 3 大变化:

- ◆ **销量端: 市场竞争格局初步显现, 市场放量在即。**2015-2016 年电机电控行业竞争激烈, 通过市场竞争, 电机、电控厂商与下游的整车厂逐渐形成了稳定的供应链条, 新能源电机竞争格局初步显现。
- ◆ **价格端: 电机电控价格下调幅度不大, 毛利率维持刚性。**其一, 2017 年-2018 年补贴不再大幅退坡, 新能源电机行业价格端在两年内保持平稳。其二, 新能源电机价格接近低点, 下探空间不大。其三, 尽管 2019-2020 年新能源汽车补贴进入新一轮补贴下滑周期, 但是由于新能源汽车产销大幅提升, 规模经济效益明显, 电机电控毛利率不会下降。
- ◆ **估值端: 电机电控行业估值较低, 更具投资价值。**纵向比, 电机行业估值降至历史低点。横向比, 电机行业估值明显低于锂电池行业。

第二个问题: 为什么强烈推荐方正电机?

新能源乘用车和物流车高增长。从新能源整车产销增速判断, 2017 年-2018 年, 新能源物流车 > 新能源乘用车 > 新能源客车。其中, 新能源汽车乘用车预计全年产销量 50 万辆, 同比增长 56%。新能源客车全年产销量 13 万辆, 同比持平。新能源物流车产销 12 万辆。看好新能源乘用车和新能源物流车的发展。

方正电机布局新能源乘用车和新能源物流车, 竞争格局占有明显优势, 大浪淘金, 方正电机有望成为龙头。电机供应量从 2016 年的 2.38 万套, 有望达到 10 万套, 增长 4 倍。

在乘用车领域, 方正电机供应销量排名靠前的吉利 (2016 年销量第三)、众泰 (2016 年销量第四)、上汽通用五菱 (上汽集团 2016 年销量第五); 在物流车领域供应销量排名靠前的东风汽车 (2016 年销量第一)、国宏汽车; 在新能源客车领域, 方正电机 2016 年动力总成系统仅销售 600 辆, 2017 年有望销售 4000 辆, 同比增 6 倍, 为宇通、中通、厦门金龙、厦门金旅供货。方正电机竞争格局优势明显, 所供车型大概率

产销两旺且未来相关车企推出新车型更偏向于采购方正电机产品，方正电机业绩放量可期。

第三个问题：为什么我们选择这个时间点推荐方正电机？

4月1日，第三批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》发布意味着新能源汽车产销真正发力。（详见深度报告《刚需下的新能源物流车2季度或爆发》）

第一批、第二批新能源汽车应用推荐车型目录的发布并没有导致新能源汽车产销放量增长，究其原因：第一季度车企忙于平台与车型的检测，电池厂商忙于电池包的检测。

- ◆ 平台与车型的检测在北京理工大学完成，每个工作日开放 45 个预约号码，并且每月实际有效工作日只有 20 天。检测周期短则 20 天，长则数月。
- ◆ 电池包强检在在工信部认可的国家汽车质量监督检验中心（北京）、天津汽车检测中心、国家汽车质量监督检验中心（襄阳）、国家机动车质量监督检验中心（重庆），检测周期长达 50 天。

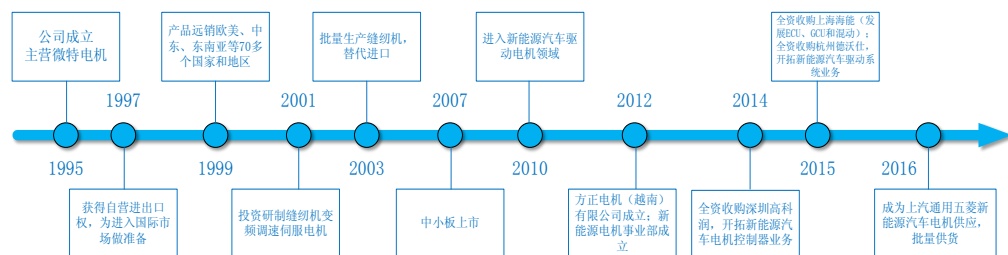
待检厂商百家，车型电池包上千款，检测周期长，且 4 月 1 日必须检测完成，否则相关车型将从《新能源汽车应用推荐车型目录》中撤出，无法拿到相关补贴。**4月1日，第三批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》发布，表明前三批入围车型均已完成检测，新能源汽车放量在即。**

2. 深入布局新能源电机电控

2.1 公司简介

方正电机成立于 1995 年，是微电机及控制器、节能与新能源汽车驱动总成、汽车控制系统的领军企业，目前有深圳高科润、上海海能、广西三立、杭州德沃仕、湖北方正、越南方正等 6 家子公司。目前实际控制人张敏持有公司 16.47% 的股份。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，网络资料，东兴证券研究所

2013 年之前，方正电机的主要业务是缝纫电机，全球市场占有率曾达到 45%。随着缝纫机电机市场需求及盈利能力的下滑，公司实施转型战略，布局新能源汽车电机电控。

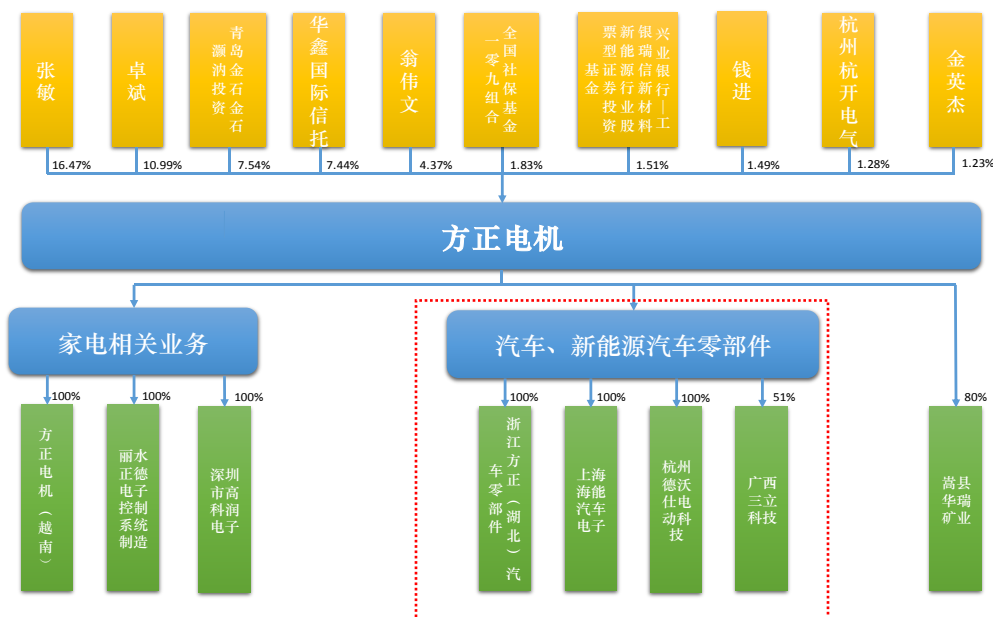
- ◆ 2014 年公司收购高科润、湖北钱潮汽车零部件公司，在智能控制器和汽车用特微

电机业务上实现开拓, 具有了新能源汽车车用电机控制器技术。

- ◆ 2015 年公司收购德沃仕, 致力于发展新能源汽车驱动系统业务, 并已拥有低速电动车、乘用车、物流车、商务车等新能源汽车驱动电机产品。
- ◆ 2015 年方正电机收购上海海能。上海海能的主要业务为柴油车及燃气商用车发动机控制器 (ECU 及 GCU), 其新能源车混动总成业务逐步打开市场。

当前方正电机汽车应用类业务由本部和德沃仕生产电机, 高科润提供电控, 上海海能形成动力总成, 湖北方正提供座椅、雨刷汽车微特电机。

图 2: 公司主要股东及控股子公司



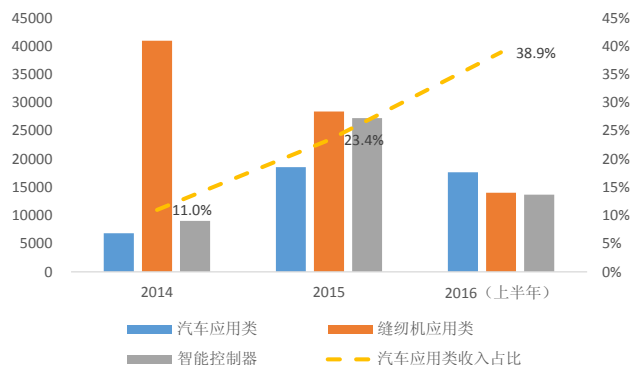
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 汽车应用类业务几何式增长

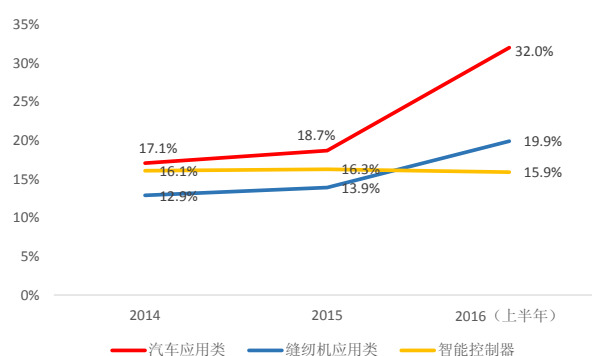
营业收入方面, 2015 年方正电机实现营收 7.94 亿元, 同比增长 27.62%。其中, 汽车应用类业务收入为 1.85 亿元, 同比实现 171% 增长, 占营业收入比重达到 23.38%。2016 年上半年, 汽车应用业务收入实现 1.76 亿元, 继续实现同比增长 229%, 在总收入中的占比大幅提升到 38.9%。毛利率方面, 汽车应用类业务的毛利率持续增长, 2016 年上半年上升到 32%。

图 8: 公司主营业务收入 (万元)

图 8: 公司主营业务毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

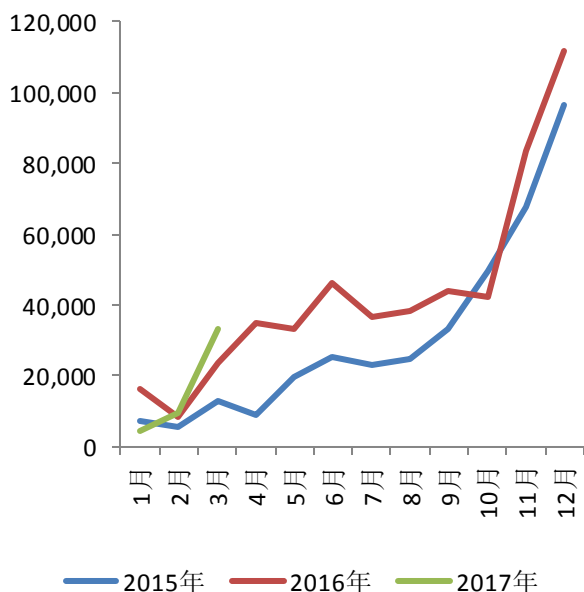


3. 电机电控深度受益新能源乘用车、物流车放量

3.1 新能源汽车整体回暖，二季度放量在即

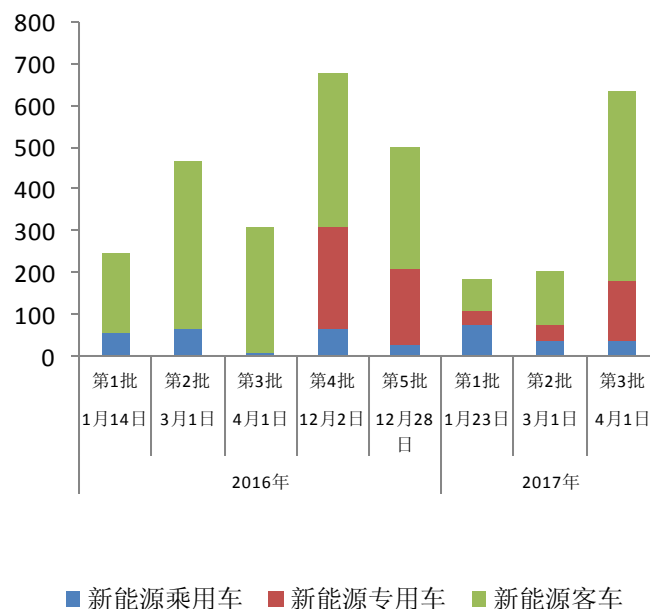
2017 年新能源汽车整体产销量预计 75 万辆，同比增长 50%。2017 年新能源汽车补贴政策的落地以及三批《新能源汽车推广应用车型目录》的颁布，新能源汽车产销量逐月回暖，3 月新能源汽车产量 3.3 万辆，同比增 39.58%。

图 3: 2017 年新能源汽车市场逐渐回暖



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4: 2017 年已发布 3 批《新能源汽车推广应用车型目录》



资料来源：工信部，东兴证券研究所

2017年4月1日，第三批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》发布意味着新能源汽车产销真正发力。（详见深度报告《刚需下的新能源物流车2季度或爆发》）

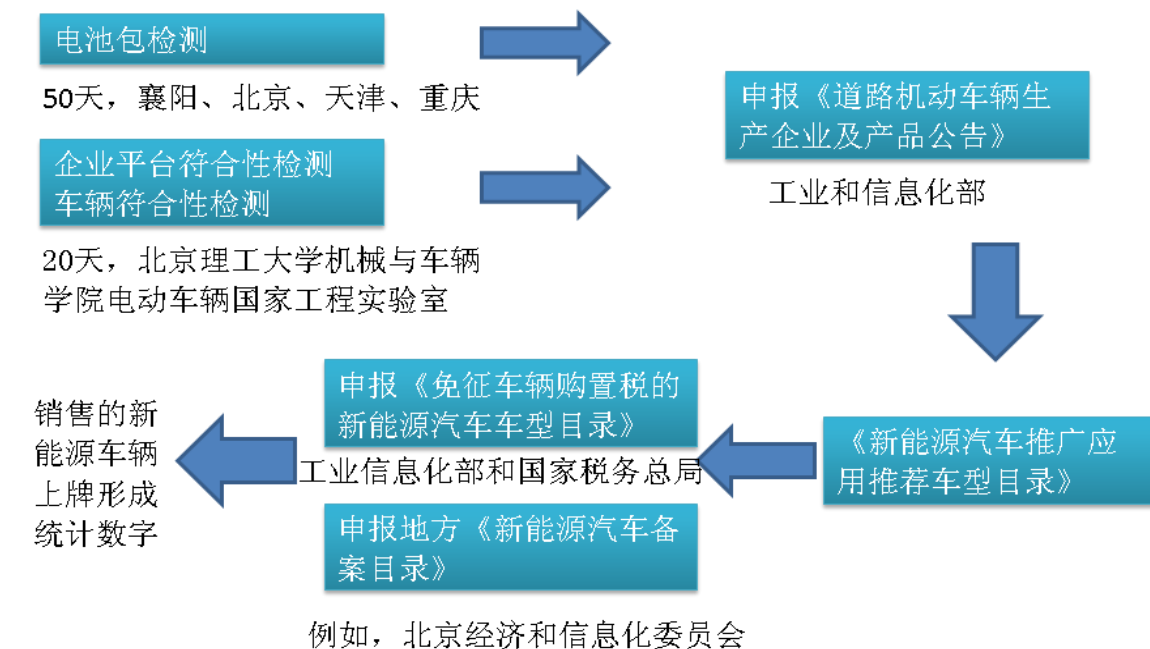
第一批、第二批新能源汽车应用推荐车型目录的发布并没有导致新能源汽车产销放量增长，究其原因：第一季度车企忙于平台与车型的检测，电池厂商忙于电池包的检测。

- ◆ 平台与车型的检测在北京理工大学完成，每个工作日开放45个预约号码，并且每月实际有效工作日只有20天。检测周期短则20天，长则数月。
- ◆ 电池包强检在工信部认可的国家汽车质量监督检验中心（北京）、天津汽车检测中心、国家汽车质量监督检验中心（襄阳）、国家机动车质量监督检验中心（重庆），检测周期长达50天。

待检厂商百家，车型电池包上千款，检测周期长，且两类检测必须于4月1日完成，否则相关车型将从《新能源汽车应用推荐车型目录》中撤出，无法拿到相关国家补贴。

4月1日，第三批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》发布，表明前三批入围车型均已完成检测，新能源汽车放量在即。

图 5:新能源车各类目录申报流程



资料来源：网络资料、东兴证券研究所

3.2 新能源汽车板块分化，乘用车，物流车高增长

新能源汽车各板块出现分化，按照产销增速判断，新能源物流车 > 新能源乘用车 > 新能源客车。相对看好新能源物流车和新能源乘用车板块。

表 1:2017 年新能源汽车各版块增速及预测

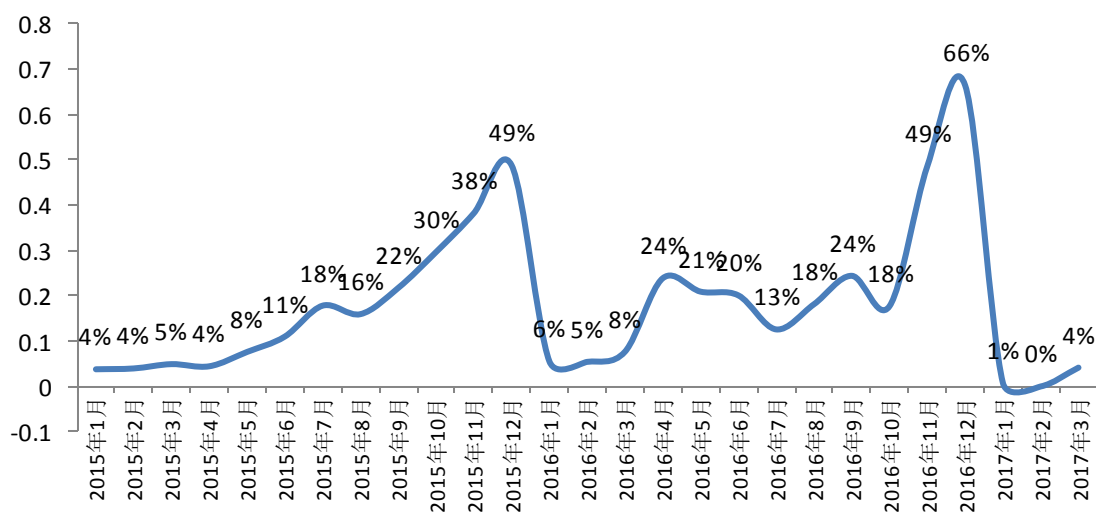
	2017 年预计产销量	2016 年产销量	同比增速
新能源乘用车	50 万辆	32.2 万辆	56%
新能源客车	13 万辆	13.52 万辆	0%
新能源货车	12 万辆	6 万辆	100%
总计	75 万辆	51 万辆	47%

资料来源：wind、东兴证券研究所

预计新能源客车全年产销 13 万辆左右，增速同比持平。原因有：

- ◆ 新能源客车行业天花板显现。2015 年、2016 年客车每年平均产销量 50 万辆，2016 年新能源客车产销量达到 13 万辆，渗透率已经达到 26%，行业天花板显现，难以延续高增长。近两年在政府补贴政策刺激下，新能源客车对燃油车不断进行替代，未来替代的空间有限、增幅下滑明显。
- ◆ 新能源客车不具有经济性。新能源客车补贴大幅退坡达到 50% 以上，新能源客车相比传统燃油客车不再具有经济性，民营企业采购新能源客车意愿大幅下降。但很多公交集团采购是政府意志，采购量不会大幅下降。

图 6:新能源客车发展面临天花板



资料来源：节能与新能源汽车网、wind、东兴证券研究所

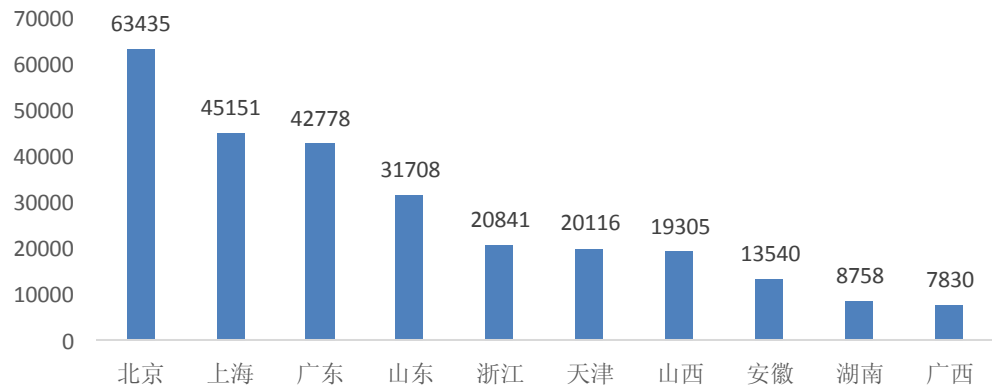
预计新能源乘用车产销 50 万辆，同比增速 50%。原因有：

- ◆ 乘用车产销量受补贴退坡政策影响小。
- ◆ 一线城市新能源牌照供需反转促进购买力释放。北上广深新能源汽车指标 15 万个，

占新能源汽车前十大城市 50%，由此可计算出一二线前十大城市大概 30 万辆，对新能源汽车需求形成强有力的支撑。但新能源汽车的指标也限制了乘用车电动化的发展。

- ◆ 三四线城市的 A00 微型电动车市场，由于价格便宜，扣除各种补贴，A00 级车型售价可以达到 5 万以内，A00 微型电动车可能出爆款，销量预估 20 万辆。

图 7:北上广深推广新能源乘用车销量占前 10 大城市 40%

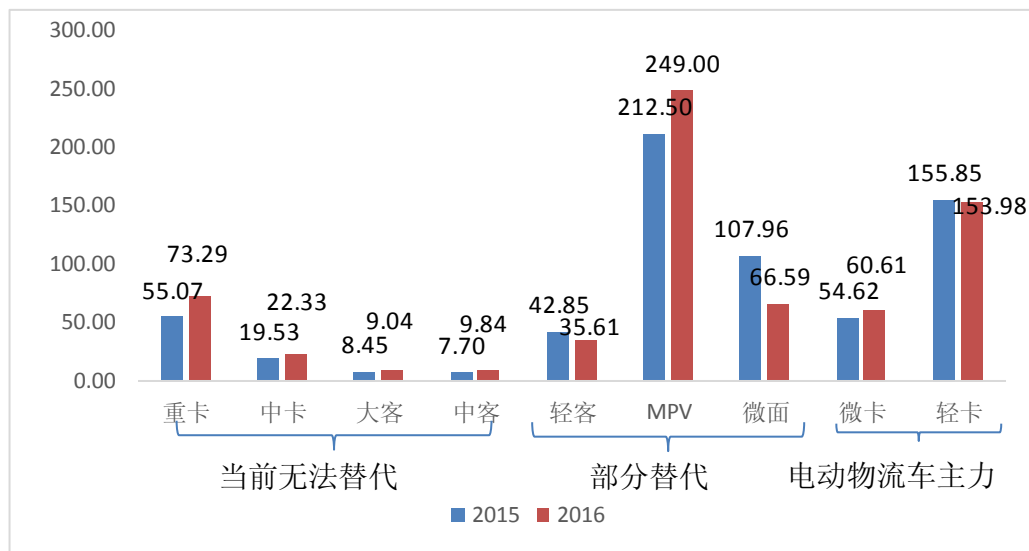


资料来源：网络资料整理、东兴证券研究所

预计新能源专用车市场，全年预计销量 12 万辆，同比 100% 的增长。原因有：

- ◆ 新能源物流车市场空间广阔达到 250 万辆，2016 年产销量仅有 6 万辆，渗透率仅有 2%；
- ◆ 新能源物流车市场是政府政策制造的刚需。多个一二线省会城市不允许普通燃油车白天进城，但是一二线城市又有运输蔬菜、货物、快递等需求，仅能采购电动物流车。新能源物流车拥有路权优势，不受限制，解决城市物流的不二之选。
- ◆ 百款新能源专用车入围第三批推荐车型目录，比前两批入围物流车的总和还要多。新能源专用车放量在即。

图 8:新能源物流车市场空间广阔



资料来源：wind、东兴证券研究所

3.3 新能源汽车电机价格趋稳，毛利率稳定

2017 年国家新能源汽车补贴大幅退坡，新能源整车厂转嫁压力，逼迫电池、电机、电控厂商降价。2017 年电机、电控价格相比 2016 年大幅降低 15% 左右。根据调研，2017 年起新能源汽车电机、电控价格趋于平稳，不再大幅降价，毛利率保持平稳。原因在于：

- ◆ 2017 年-2018 年新能源国家补贴不再大幅降价，电机、电控价格 2018 年的价格降幅在正常的 3% 以内。
- ◆ 而进入到 2019-2020 新一轮补贴退坡周期，由于此时的新能源汽车产销量放量，电机电控龙头企业已具备规模经济效应，毛利率并不会下滑。

3.4 方正电机弹性最大，受益新能源乘用车、物流车高速增长

2016 年新能源汽车驱动电机共生产 60 万台电机，同比增速 50% 左右。其中乘用车 34.19 万辆，占比 57%；商用车 25.34 万辆，占比 43%。

有实力的电机电控生产商主要有方正电机（002196）、大洋电机（002249）、正海磁材（300224）、精进电机（未上市）、大地和（831385.OC）。其中方正电机弹性最大，显著受益未来新能源乘用车、物流车高速增长。

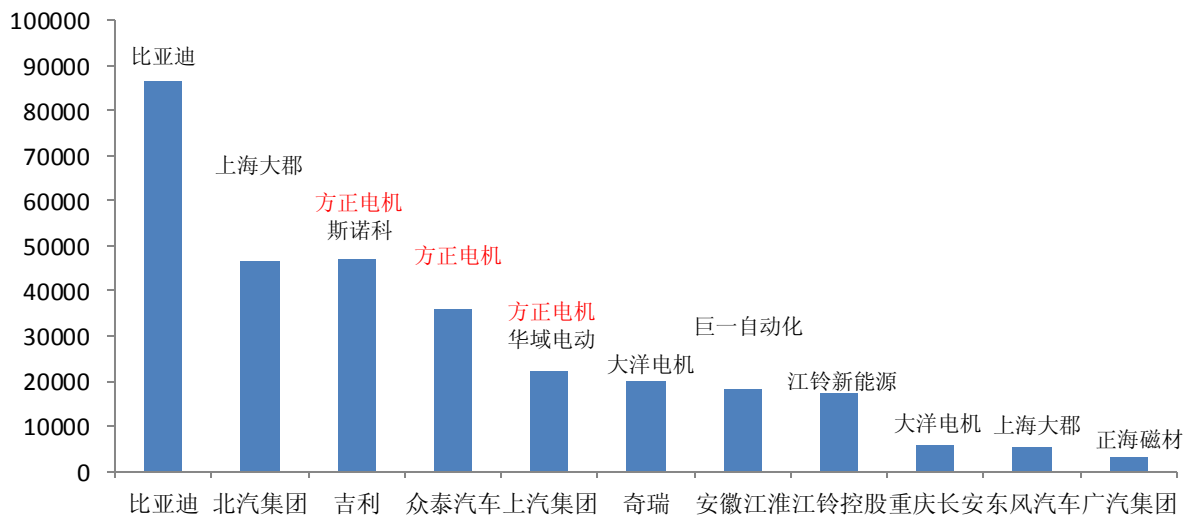
- ◆ 新能源乘用车电机市场竞争格局明朗，方正电机供应吉利（销量第三）、众泰（销量第四）、上汽（销量第五）。
- ◆ 新能源物流车电机市场竞争格局，方正电机占有重要一席，进入东风汽车（销量第一）和国宏汽车供应体系。
- ◆ 新能源客车增速同比持平，方正电机新能源客车领域市场占有率 10%。

表 2:方正电机产销量预计（单位：辆）

	2016 年	2017 年	2018 年	
新能源乘用车	2	7.5	15.2	吉利帝豪 EV、众泰 E200、众泰云 100、众泰芝麻、上汽通用五菱
新能源专用车	0.3	3	6	东风、国宏
新能源客车	800	4000	5500	宇通、中通、厦门金龙、厦门金旅

资料来源：东兴证券研究所

新能源乘用车电机市场竞争格局明朗，方正电机供应吉利、众泰、上汽。比亚迪乘用车销量领先，电机厂商主要由比亚迪自身供应；方正电机供应众泰、上汽通用五菱、吉利；正海磁材主要供应北汽和广汽；大洋电机供应奇瑞和长安。显然从竞争格局角度来看，方正电机打入新能源乘用车最有竞争力的几款车型众泰 E200、众泰云 100、众泰芝麻、吉利帝豪，并有望进入江铃新能源供应体系中，未来增长可期。

图 9:新能源乘用车产量前 10 大公司及其配套电机


资料来源：节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

表 3:2016 年热销纯电动车型，电机供应图

2016 年热销车型	2016 年销量	电机型号	电机厂商
比亚迪 E6	20605	BYD-TYC120A	比亚迪
北汽 EV 系列	18814	TZ20S02	北汽新能源、北京大郡（正海磁材）
北汽 EU 系列	18805	PM50W01	北汽新能源
吉利帝豪 EV	17181		未来将由方正电机（德沃仕）提供
众泰云 100	16417	ZT13527108	方正电机（德沃仕）
奇瑞 eQ 电动车	16017	2103AAL	大洋电机（上海电驱动）
比亚迪 e5	15639	BYD-2217TZXS-B	比亚迪

众泰 E200	13154	200TZ-XS60K	华域电动，方正电机（德沃仕）
知豆 D1	11201	DY-PMSM-144-15B; 190TYZ-XS54BF	德洋电子科技; 大洋电机（上海电驱动）
江淮 IEV4	10799	TZ210XJH1	巨一自动化
比亚迪秦 EV	10656	BYD-2217TZXS-B	比亚迪
江铃 E100	9569	JXMI10A0	江铃新能源
知豆 D2	9091	DY-PMSM-144-15B	德洋电子科技
吉利全球鹰 K17	6862	SCRMP18U2	永康市斯科若电器有限公司
江铃 E200	5976	JXMI15A4	江铃新能源
江淮 IEV5	4971	TZ200XSJH2	巨一自动化
长安逸动	4839	264TYZ-XS14BA	长安新能源
北汽 EX 系列	4534	TZ30S01	北汽新能源
北汽 EC 系列	4128	YS15H001	北汽新能源
众泰芝麻 E30	3471	DWS-YXQ-144-13.5B	方正电机（德沃仕）
吉利全球鹰 K10	3185	SCRMP18U2	永康市斯科若电器有限公司
江淮 IEV6S	2599	TZ200XSJH6	巨一自动化
比亚迪戴姆勒腾势	2287	2217TZ-XSA	比亚迪
东风日产启辰晨风	1916	EM57	NISSAN
吉利全球鹰 K12	1499	SCRMP18U2	永康市斯科若电器有限公司
上汽荣威 E50	1495	230TY28K	华域电动
东风风神 E30	680	A170010J-H02	正海磁材（上海大郡）
川汽野马 E70	576	LMA23R6	联腾动力
纯电动乘用车总计	248512		

资料来源：乘联会、节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

新能源物流车电机市场竞争格局，方正电机占有重要一席，进入东风物流车和国宏汽车供应体系。当前电动物物流车的市场竞争结构还未完全明朗。有实力的电机公司，主要是方正电机和大洋电机进行相关布局，其中方正电机打入了东风汽车和国宏汽车的供应体系，而大洋电机进入重庆瑞驰。方正电机在电动物物流车领域优势较明显。

表 4: 新能源物流车市场电机供应体系

2016 年热销车企（TOP20）	2016 年产量	电机厂商
东风汽车公司	13751	西安卡迈，方正电机（德沃仕），民富沃能
大运汽车股份有限公司	5680	南京越博
北京汽车股份有限公司	5146	北汽新能源
山西成功汽车制造有限公司	3757	新能微特利
上海汽车商用车有限公司	2937	众联能创动力
重庆瑞驰汽车实业有限公司	2582	大洋电机（上海电驱动）
陕西通家汽车股份有限公司	2554	兰德新能源

江苏陆地方舟新能源电动汽车有限公司	2366	深圳大地和，南车时代电动，南京越博
湖北新楚风汽车股份有限公司	1793	南车时代电动，北京德威利
河北长安汽车有限公司	1673	北京锋锐新源，成都雅骏，中车时代电动
重庆长安汽车股份有限公司	1527	北京锋锐新源，成都雅骏，中车时代电动
芜湖宝骐汽车制造有限公司	1373	深圳市大地和，迈尔世通(苏州)，杭州普拉格
国宏汽车有限公司	1102	正海磁材（上海大郡），方正电机
纯电动专用车总计	60662	

资料来源：节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

新能源客车增速同比持平，方正电机在新能源客车领域并不占优势，但是增速可观。2016 年动力总成销量 600 套，2017 年有望销量 4000 套，同比增 6 倍。方正电机在新能源客车市场同样进入了宇通、中通、珠海广通、厦门金旅、厦门金龙的供应体系，但市场占有率偏低大概 10%。但考虑到整个新能源客车市场增速的放缓，方正电机格局劣势可忽略不计。

表 5:纯电动客车及其电机电控供应商

2016 年热销车企（TOP20）	2016 年产量	电机厂商
郑州宇通客车股份有限公司	21428	创驱(上海)新能源科技有限公司，中车时代， 方正电机 ，汇川技术
比亚迪汽车工业有限公司	14040	比亚迪
中通客车控股股份有限公司	11747	中通客车，上海电驱动， 方正电机
南京金龙客车制造有限公司	7921	精进电动
北汽福田汽车股份有限公司	5188	中车时代，精进电动
珠海广通汽车有限公司	4933	珠海银隆，大洋电机（上海电驱动）， 方正电机 ，正海磁材（上海大郡），精进电动
厦门金龙旅行车有限公司	4686	方正电机（德沃仕） ，大洋电机（上海电驱动），上海大郡，精进电动
安徽安凯汽车股份有限公司	4329	安凯汽车，中车时代，正海磁材（上海大郡），精进电动
湖南南车时代电动汽车股份有限公司	3410	南车时代电动，正海磁材（上海大郡），蓝海华腾，深圳大地和
扬州亚星客车股份有限公司	2996	广州科密，正海磁材（上海大郡）
中国重汽集团济南豪沃客车有限公司	2696	深圳大地和，绿控传动
金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	2353	精进电动
东风汽车公司	2329	正海磁材（上海大郡），精进电动
厦门金龙联合汽车工业有限公司	1542	方正电机（德沃仕） ，大洋电机（上海电驱动），上海大郡，精进电动
上海申龙客车有限公司	1203	大洋电机（上海电驱动），正海磁材（上海大郡），南京越博
纯电动客车合计	115664	

资料来源：节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

表 6:插电式混合动力客车及其电机电控供应商

2016 年热销车企（TOP10）	2016 年产量	电机厂商
郑州宇通客车股份有限公司	5473	大洋电机（上海电驱动），方正电机，汇川技术，南车时代电动
中通客车控股股份有限公司	2369	中通客车
北汽福田汽车股份有限公司	2077	大洋电机（上海电驱动），精进电动
厦门金龙联合汽车工业有限公司	2069	精进电动
金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	1492	大洋电机（上海电驱动），蓝海华腾
湖南南车时代电动汽车股份有限公司	1349	南车时代电动，正海磁材（上海大郡），蓝海华腾，深圳大地和
厦门金龙旅行车有限公司	830	微宏动力系统(湖州)，正海磁材（上海大郡），方正电机
安徽安凯汽车股份有限公司	731	正海磁材（上海大郡），精进电动
扬州亚星客车股份有限公司	676	正海磁材（上海大郡）
丹东黄海汽车有限责任公司	619	大洋电机（上海电驱动），精进电动，南车时代电动
插电混动客车合计	19576	

资料来源：节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

4. 风险提示

新能源汽车产销量增长低于预期，新的技术变革，方正电机未能进入主流厂商竞争体系。

5. 盈利预测与估值

方正电机受益于新能源乘用车、物流车放量，方正电机电机电控产品将迅速增长，2016-2018 年 EPS 预计为 0.41 元、0.7 元、0.88 元，对应 PE 为 53 倍、31 倍、24 倍。我们选了 7 家可比公司，2017 年平均市盈率为 36 倍，考虑到新能源汽车景气度回升，方正电机可能成为电机业笼统，我们给予 40 倍估值，2017 年目标价 28，给予强烈推荐评级。

表 7 同类电机上市公司市盈率比较表

股票代码	股票简称	当前股价	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2016PE	2017PE	2018PE
002176.SZ	江特电机	10.6	0.14	0.28	0.35	75.9	37.3	30.2
002249.SZ	大洋电机	8.3	0.23	0.27	0.33	35.9	30.6	24.8
600580.SH	卧龙电气	8.5	0.26	0.36	0.48	32.6	23.3	17.6
002664.SZ	信质电机	25.4	0.58	0.72	0.88	43.8	35.2	28.9
300308.SZ	中际装备	34.9	0.42	0.61	0.86	83.	57.5	40.7
000559.SZ	万向钱潮	12.3	0.36	0.41	0.46	33.8	29.9	26.4
300224.SZ	正海磁材	18.96	0.38	0.47	0.62	73	40	30.7

平均值							36.25	28.47
002196.SZ	方正电机	21.9	0.41	0.7	0.88	53	31	24

资料来源：wind 一致预期、东兴证券研究所

表 8：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					单位: 百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产合计	746	1055	2262	2572	2919	营业收入	622	794	1022	1800	2411	
货币资金	221	246	1268	984	925	营业成本	522	650	809	1417	1907	
应收账款	186	299	308	542	661	营业税金及附加	3	3	4	7	10	
其他应收款	10	9	11	19	26	营业费用	17	16	20	34	43	
预付款项	14	18	18	18	18	管理费用	70	76	92	162	217	
存货	248	288	355	621	836	财务费用	8	2	-4	-11	-10	
其他流动资产	54	122	190	190	190	资产减值损失	3.71	-5.87	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	526	1706	1438	1466	1453	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5.58	6.69	7.00	7.00	7.00	
固定资产	280.85	321.73	336.09	375.65	373.41	营业利润	5	60	108	197	251	
无形资产	92	120	108	97	87	营业外收入	10.03	8.01	21.00	21.00	21.00	
其他非流动资产	2	1	1	1	1	营业外支出	2.29	1.15	1.50	1.50	1.50	
资产总计	1272	2761	3700	4038	4372	利润总额	12	67	127	216	270	
流动负债合计	436	449	383	609	804	所得税	2	10	18	30	38	
短期借款	150	114	0	0	0	净利润	10	57	109	186	232	
应付账款	192	213	244	408	548	少数股东损益	0	-2	0	0	0	
预收款项	7	5	5	5	5	归属母公司净利润	10	59	109	186	232	
一年内到期的非	0	9	9	9	9	EBITDA	127	208	149	237	293	
非流动负债合计	18	68	68	68	68	BPS (元)	0.07	0.33	0.41	0.70	0.88	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	455	518	451	677	872	成长能力						
少数股东权益	11	31	31	31	31	营业收入增长	27.76%	27.62%	28.69%	76.03%	33.97%	
实收资本 (或股	171	265	265	265	265	营业利润增长	-205.76%	1207.17%	77.92%	82.95%	27.28%	
资本公积	545	1878	2756	2756	2756	归属于母公司净利	85.15%	70.22%	85.15%	70.22%	24.82%	
未分配利润	69	109	131	169	215	获利能力						
归属母公司股东	806	2213	3220	3331	3471	毛利率 (%)	16.08%	18.23%	20.84%	21.23%	20.92%	
负债和所有者权	1272	2761	3700	4038	4372	净利率 (%)	1.64%	7.21%	10.69%	10.34%	9.63%	
现金流量表				单位: 百万元		总资产净利润 (%)	0.80%	2.14%	2.95%	4.61%	5.31%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	1.26%	2.67%	3.39%	5.59%	6.69%	
经营活动现金流	70	37	7	-148	57	偿债能力						
净利润	10	57	109	186	232	资产负债率 (%)	36%	19%	12%	17%	20%	
折旧摊销	114.64	146.24	0.00	40.44	42.24	流动比率	1.71	2.35	5.91	4.22	3.63	
财务费用	8	2	-4	-11	-10	速动比率	1.14	1.71	4.99	3.20	2.59	
应收账款减少	0	0	-9	-234	-118	营运能力						
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.39	0.32	0.47	0.57	
投资活动现金流	-94	-639	228	-73	-33	应收账款周转率	4	3	3	4	4	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.32	3.92	4.47	5.52	5.04	
长期股权投资减	0	0	9	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	6	7	7	7	7	每股收益 (最新摊	0.07	0.33	0.41	0.70	0.88	
筹资活动现金流	8	617	787	-63	-83	每股净现金流 (最新	-0.09	0.06	3.85	-1.07	-0.22	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.72	8.34	12.14	12.56	13.08	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	22	95	0	0	0	P/E	312.14	66.21	53.02	31.15	24.95	
资本公积增加	173	1333	878	0	0	P/B	4.63	2.62	1.80	1.74	1.67	
现金净增加额	-16	15	1022	-284	-59	EV/EBITDA	28.88	27.22	30.51	20.36	16.66	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人

孙浩然

中国人民大学金融研究生, 2016 年加入东兴证券, 主要覆盖汽车领域。

王革

中科院电气工程硕士, 4 年光伏电池研发和产业化经验, 1 年公司管理经验, 2016 年加入东兴证券研究所, 关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

林韵

清华大学工学硕士, 电力设备与新能源行业研究员, 2016 年加入东兴证券, 目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。