

# 大洋电机(002249)

公司研究/深度报告

## 动力总成业务高速增长，燃料电池及新能源汽车运营空间广阔

深度研究报告/电力设备与新能源行业

2017年5月3日

### 报告摘要：

#### ● 电机行业优势企业，业绩稳定增长

公司是集家电及家居电器电机、新能源汽车动力总成系统以及车辆旋转电器为一体的高新技术集团企业，并着力打造新能源汽车运营平台业务。公司在新能源汽车动力总成及运营领域布局完善，在新能源汽车行业整体发展的推动下，未来三年业绩将呈持续增长趋势，净利润年化复合增长率有望保持在25%以上。公司毛利率主要受不同产品结构影响，公司新能源车辆动力总成系统收入占比有望逐步提高，综合毛利率有望呈稳步提高的趋势。

#### ● 传统电机业务回暖，车辆旋转电器需求提升

在消费升级及供给侧结构性改革的推动下，2017年家电的零售端新增中高端需求将会被极大带动，有望对家电企业的毛利率产生积极影响。公司家电及家居电器电机业务将受下游行业推动，业务收入规模及毛利率有望同步提升。在新能源汽车及智能汽车的带动下，汽车行业景气度提升，公司有望发挥佩特来在技术、品牌、市场渠道等方面的优势，结合芜湖杰诺瑞在成本控制方面的经验，实施优势互补，共同丰富产品系列，协同促进车辆旋转电器产业的整合与发展。

#### ● 动力总成业务高增长，布局燃料电池、新能源汽车运营

公司并购上海电驱动，提升了新能源汽车动力总成业务的竞争力。在爆款产品与协同效应的推动下，我们看好上海电驱动未来两年能够超额实现2017年、2018年的归母净利润不低于1.89亿元、2.77亿元的业绩承诺，公司新能源汽车动力总成业务有望保持高速增长。公司投资燃料电池企业巴拉德，在国内燃料电池汽车业务中抢占先机，完成了新能源车辆三大重要部件“电机、电控、电池”的战略布局。通过设立融资租赁公司，参股泰坦能源、中新汽、小猪巴适，投资并购多家汽车运营公司、保险代理公司等系列动作，逐步构建起全产业链新能源汽车运营平台。

#### ● 合理借助资本市场，提升企业竞争力

公司拟公开发行可转债加强新能源汽车运营及动力总成业务发展，有望进一步扩大公司的资产规模，调整优化财务结构。募投项目的建成达产，有助于强化公司内部产业关联性，进一步加强公司持续盈利能力。股权激励及员工持股计划，有望提升公司管理层及核心员工的工作热情，催化公司营业收入规模增长及盈利能力提高。另外，行权价格及持股价与现价倒挂，建议市场关注。

#### 盈利预测与投资建议：

预计公司17-19年EPS分别为0.27、0.34和0.42元，对应PE分别为31X、25X和20X，维持“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

1) 新能源汽车产业发展不达预期；2) 下游空调行业发展不达预期。

#### 盈利预测与财务指标

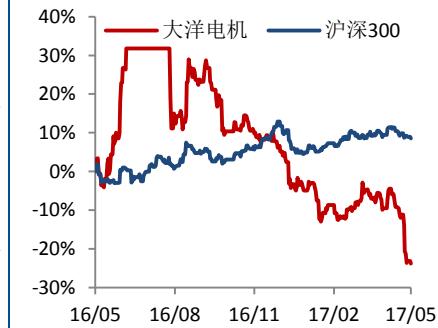
项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	6,805	8,386	10,073	12,033
增长率（%）	38.5%	23.2%	20.1%	19.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	509	639	800	993
增长率（%）	49.3%	25.5%	25.2%	24.0%
每股收益（元）	0.22	0.27	0.34	0.42
PE（现价）	39.2	31.3	25.0	20.1
PB	2.7	2.6	2.6	2.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**强烈推荐** 维持评级

合理估值区间：	10-12元
<b>交易数据</b>	
收盘价（元）	6.92
近12个月最高/最低	12.31/6.7
总股本（百万股）	2367.75
流通股本（百万股）	1358.02
流通股比例（%）	57.35
总市值（亿元）	163.85
流通市值（亿元）	93.98

#### 该股与沪深300走势比较



**分析师：黄彤**

执业证书编号：S0100513080003

电话：(021) 60876721

Email：[huangtong@mszq.com](mailto:huangtong@mszq.com)

**研究助理：杨睿**

执业证书编号：S0100115080001

电话：(010) 85127957

Email：[yangrui\\_yjy@mszq.com](mailto:yangrui_yjy@mszq.com)

**研究助理：张文鹏**

执业证书编号：S0100115090050

电话：(010) 85127957

Email：[zhangwenpeng@mszq.com](mailto:zhangwenpeng@mszq.com)

#### 相关研究

1、大洋电机(002249)简评报告：《四板块业绩稳定增长，有望受益于新能源汽车产业发展》2017.3.20

2、大洋电机(002249)简评报告：《动力总成系统促业绩增长，新能源车运营平台空间广阔》2016.3.20

## 目 录

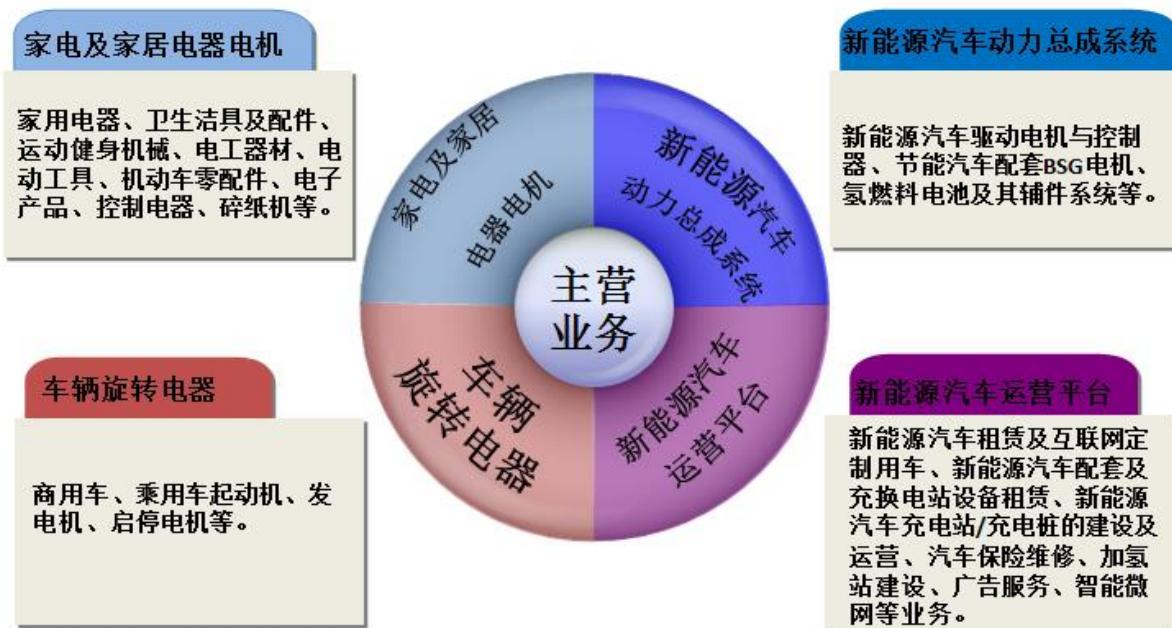
<b>一、电机行业优势企业，业绩稳定增长 .....</b>	<b>3</b>
1、电机行业优势企业，四大板块布局完善 .....	3
2、业绩稳定增长，毛利率提升 .....	4
<b>二、传统电机业务回暖，车辆旋转电器需求提升 .....</b>	<b>6</b>
1、受产业升级提振，家电及家居电器电机业绩回暖 .....	6
2、国内汽车行业景气提升，车辆旋转电器业务有望保持增长 .....	7
<b>三、动力总成业务高增长，布局燃料电池、新能源汽车运营 .....</b>	<b>8</b>
1、并购上海电驱，提升新能源汽车动力总成市场竞争力 .....	8
2、入股巴拉德，布局燃料电池汽车领域 .....	10
3、整合优势资源，打造新能源汽车运营平台 .....	12
<b>四、合理借助资本市场，提升企业竞争力 .....</b>	<b>13</b>
1、拟发行可转债，提升业务能力 .....	13
2、推动股权激励及员工持股，提升员工工作热情 .....	13
<b>五、盈利预测 .....</b>	<b>14</b>
<b>六、风险提示 .....</b>	<b>15</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>17</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>17</b>

## 一、电机行业优势企业，业绩稳定增长

### 1、电机行业优势企业，四大板块布局完善

公司坐落于粤港澳大湾区的广东省中山市，创办于 2000 年，是集家电及家居电器电机、新能源汽车动力总成系统以及车辆旋转电器自主“研发、生产制造、营销”为一体的国际化高新技术集团企业，并着力拓展新能源汽车运营平台业务。拥有每年约 6000 万台套家电及家居电器电机、超过 30 万台套新能源汽车动力总成系统及 500 万台车辆旋转电器的生产能力，同时在多个城市累计运营超过 6000 台的新能源汽车及相应配套的充电设施。

图 1：公司主营业务示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

从收入结构上看，家电及家居电器电机、车辆旋转电器以及新能源汽车动力总成系统是公司收入占比比较高的业务：

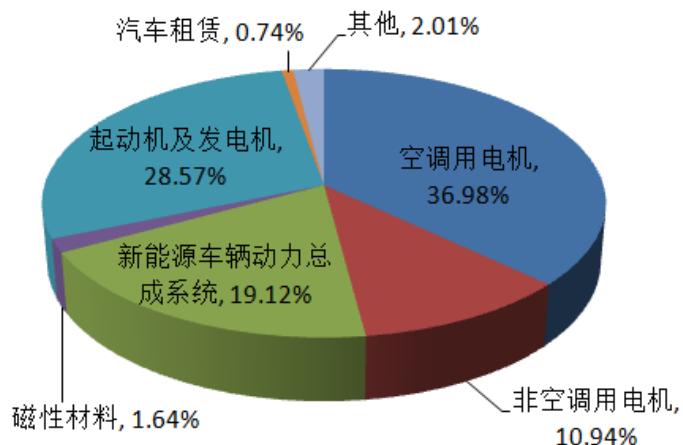
2016 年包括空调用电机及非空调用电机在内的传统主业家电及家居电器电机产品收入约占公司总收入的 47.92%。

2011 年公司收购芜湖杰诺瑞，开始涉足车辆旋转电器业务，并先后收购了北京佩特来 77.77% 的股权和美国佩特来 100% 的股权，2016 年车辆旋转电器业务收入占比为 28.57%。

公司自 2009 年起开展新能源汽车动力总成系统业务，2016 年，公司完成对上海电驱动的并购，收购完成后，公司发挥协同效应及规模效应，提升了在新能源汽车动力总成领域的研发和生产实力，新能源汽车动力总成系统业务营业收入占比达到 19.12%。

新能源汽车运营平台方面，公司于 2015 年初开始拓展新能源汽车运营平台业务，先后并购多家车辆运营企业及一家保险代理公司，完善公司运营平台产业布局，积极探索和推动新能源汽车相关基础设施的建设和新能源汽车的推广，运营区域及运营车辆数量快速增加，运营公交、客运、物流、出租等车辆超过 6000 台，未来新能源汽车运营业务有望成为新的增长点。

图 2：2016 年公司收入结构情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 2、业绩稳定增长，毛利率提升

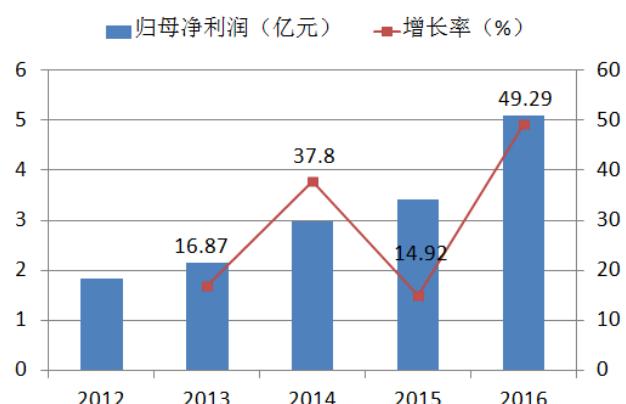
近年来，随着业务范围的不断扩大、业务能力的不断提高，公司营业收入及净利润呈增长的趋势。2012 年 2016 年营业收入复合增长率为 25.20%，归母净利润复合增长率为 28.93%。我们认为，公司在新能源汽车动力总成及运营领域布局完善，在新能源汽车行业整体发展的推动下，未来三年业绩将呈持续增长趋势，净利润年化复合增长率有望保持在 25% 以上。

图 3：2012 年以来公司营业收入情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

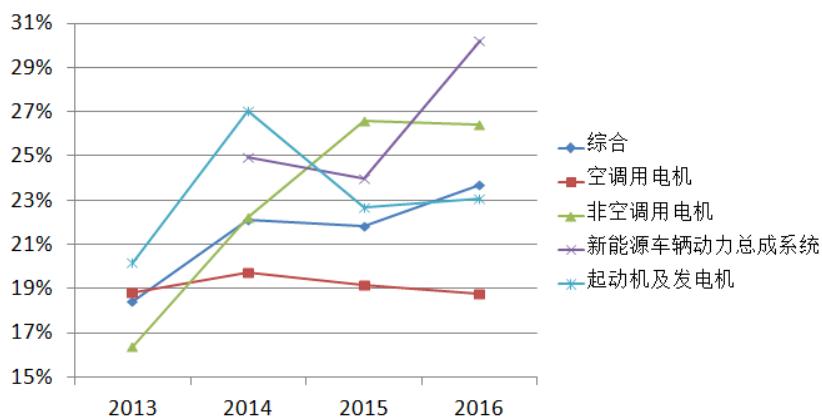
图 4：2012 年以来公司净利润情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

毛利率方面，近年来公司销售毛利率整体呈增长趋势，由2013年的18.43%提升到2016年的23.67%。家电及家居电器电机业务中空调用电机产品毛利率较低，近年来相对稳定；而非空调用电机产品毛利率提升较为明显。2016年，对上海电驱动的并购大幅提升了公司新能源车辆动力总成业务毛利率。我们认为，公司毛利率主要受不同产品结构影响，而公司新能源车辆动力总成系统收入占比有望逐步提高，因此综合毛利率有望呈稳步提高的趋势。

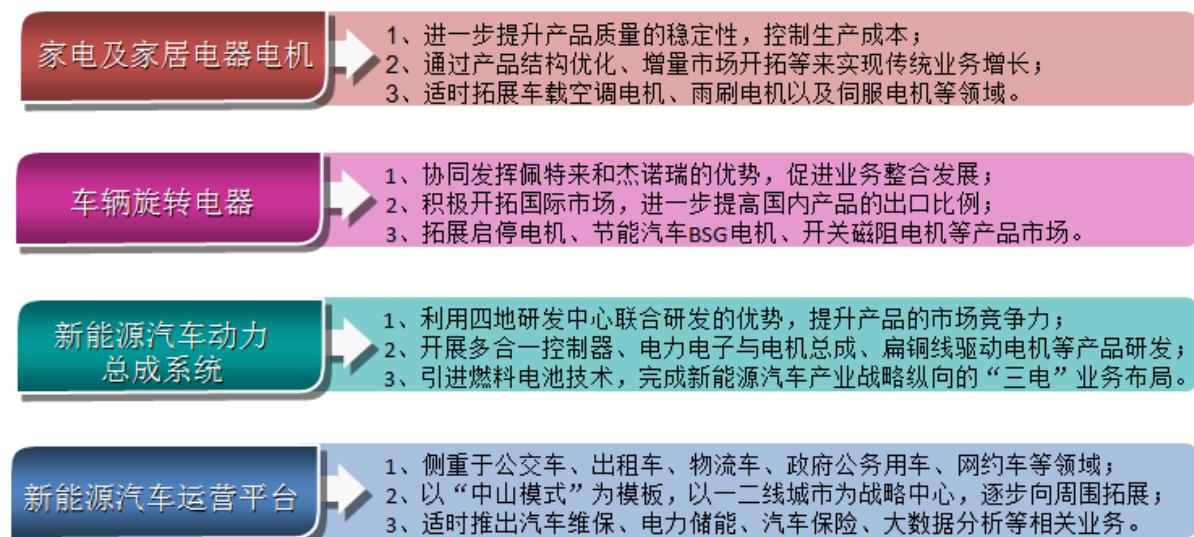
图5：公司近年来毛利率情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司未来将继续专注于电机及其相关配套应用领域，实施自主创新提高产品附加值，坚持国内外市场均衡发展，通过内涵式与外延式相结合的多元化发展模式逐步实现集团产业的转型升级。在实现业绩逐年稳步增长的基础上，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。

图6：公司发展战略示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 二、传统电机业务回暖，车辆旋转电器需求提升

### 1、受产业升级提振，家电及家居电器电机业绩回暖

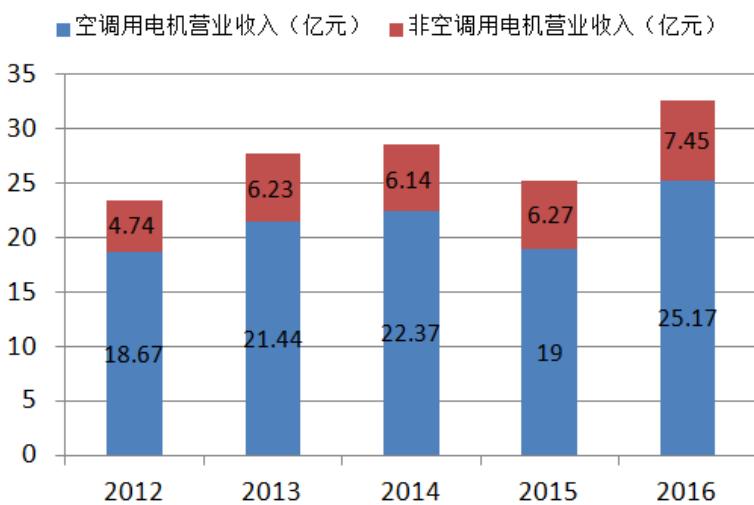
公司自成立以来，一直从事家电及家居电器电机的研发、生产及销售，经过 20 多年的发展，“大洋电机”系列电机在同行业内已成为知名品牌，在国内和国际市场上享有一定的知名度，特别是在对北美市场出口方面，“大洋电机”系列电机占据 60% 的市场份额。

2016 年，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，下游空调行业增速逐季改善。据奥维云网显示，2016 年中国空调市场销售 4779 万台，同比上涨 9.1%，零售额 1606 亿，同比上涨 9.7%。

由于能效方面要求，空调行业产品呈现出从三级能耗向一、二级能耗转移的趋势；变频产品比重日益增加的趋势；非智能机逐渐向智能机转移的趋势。产业产品结构调整趋势推动行业价格整体上涨。

受产业升级提振，公司 2016 年家电及家居电器电机业务回暖，实现营业收入 32.62 亿元，同比增长 29.11%。

图 7：2012 年以来公司家电及家居电器电机业务营业收入情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

我们认为，由于外流人口规模下降，城镇化趋势中农村人口向城镇聚拢，三四线城市消费主体规模正在扩张。在服务业和基础设施建设等重点领域发展的带动下，三四线居民收入水平正在提高，消费能力渐强。三四线城市地产销售增速明显回升，家电家居电器消费需求将受到地产销售提振。

我们预计，在消费升级及供给侧结构性改革的推动下，2017 年家电的零售端新增中高端需求将会被极大带动，有望对家电企业的毛利率产生积极影响。公司家电及家居电器电机业务将受下游行业推动，业务收入规模及毛利率有望同步提升。

## 2、国内汽车行业景气提升，车辆旋转电器业务有望保持增长

2011 年公司收购芜湖杰诺瑞，开始涉足车辆旋转电器业务，并先后收购了北京佩特来 77.77% 的股权和美国佩特来 100% 的股权，获得了百年国际品牌“佩特来”的永久免费使用权，全面进入车辆旋转电器领域。

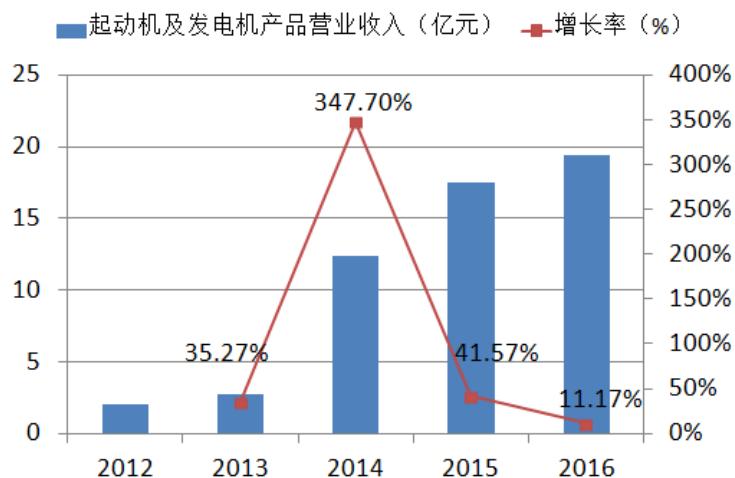
芜湖杰诺瑞汽车电器系统有限公司是集研发、制造和销售汽车起动机、发电机和新能源驱动电机一体的国家高新技术企业，具备年产 2 万台新能源电动汽车驱动电机、150 万台汽车发电机和 150 万台起动机的生产能力，是奇瑞、吉利、上汽、江淮、众泰、广汽、云内动力、北汽福田、小康新能源等优质企业的供应商。

北京佩特来电器有限公司是以生产汽车发电机、起动机为主的现代化企业。公司产品广泛应用于大中型柴油机、大中型客车、轻中重型卡车、中高档工程机械及船机、发电机组等，具备年产发电机 200 万台、起动机 100 万台的产能。目前，北京佩特来在国内的北京、潍坊、武汉、芜湖设有 5 个工厂及分公司，并在印度和俄罗斯设立分公司。美国佩特来成立于 1908 年，在全球的主要客户涵盖了戴姆勒、卡特彼勒、康明斯、大众、福特、沃尔沃、Navistar、MAN 等众多世界著名汽车厂商。

按照战略规划布局，北京佩特来逐步将生产线迁往潍坊佩特来，进一步降低生产成本，本部则更加侧重于提升研发能力。印度佩特来已实现销售，俄罗斯佩特来已开始运营，国内各地子公司也已陆续投产或开展销售，业务规模有望逐步扩大。美国佩特来在业务整合上将更多地关注产品的研发及品牌的重塑。

凭借佩特来及杰诺瑞在业内的良好业绩及口碑，公司在车辆旋转电器行业处于行业的第一梯队。近年来，随着业务能力的不断提升，公司车辆旋转电器业务营业收入呈高速增长的趋势，2012 年 2016 年业务收入复合增长率为 75.71%。

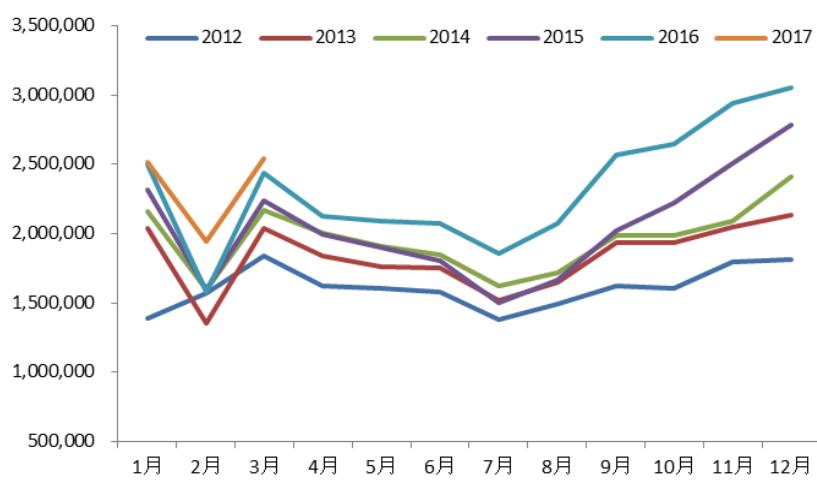
图 8：2012 年以来公司起动机及发电机产品营业收入情况



资料来源：公司公告、民生证券研究院

据中汽协数据显示，2016年中国汽车产销呈现较快增长，产销总量再创历史新高。2016年中国汽车产销分别完成2811.9万辆和2802.8万辆，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。伴随汽车行业的蓬勃发展，汽车起动机和发电机市场已经保持了近14年的高速增长，年复合增长20%以上。

图9：2012年以来我国汽车月度销量情况（辆）



资料来源：中汽协、民生证券研究院

我们认为，在新能源汽车及智能汽车的带动下，汽车行业景气度提升，公司有望发挥佩特来在技术、品牌、市场渠道、售后服务等方面的优势，结合芜湖杰诺瑞在成本控制方面的经验，实施优势互补，共同丰富产品系列，拓展新兴市场，协同促进车辆旋转电器产业的整合与发展。

### 三、动力总成业务高增长，布局燃料电池、新能源汽车运营

#### 1、并购上海电驱，提升新能源汽车动力总成市场竞争力

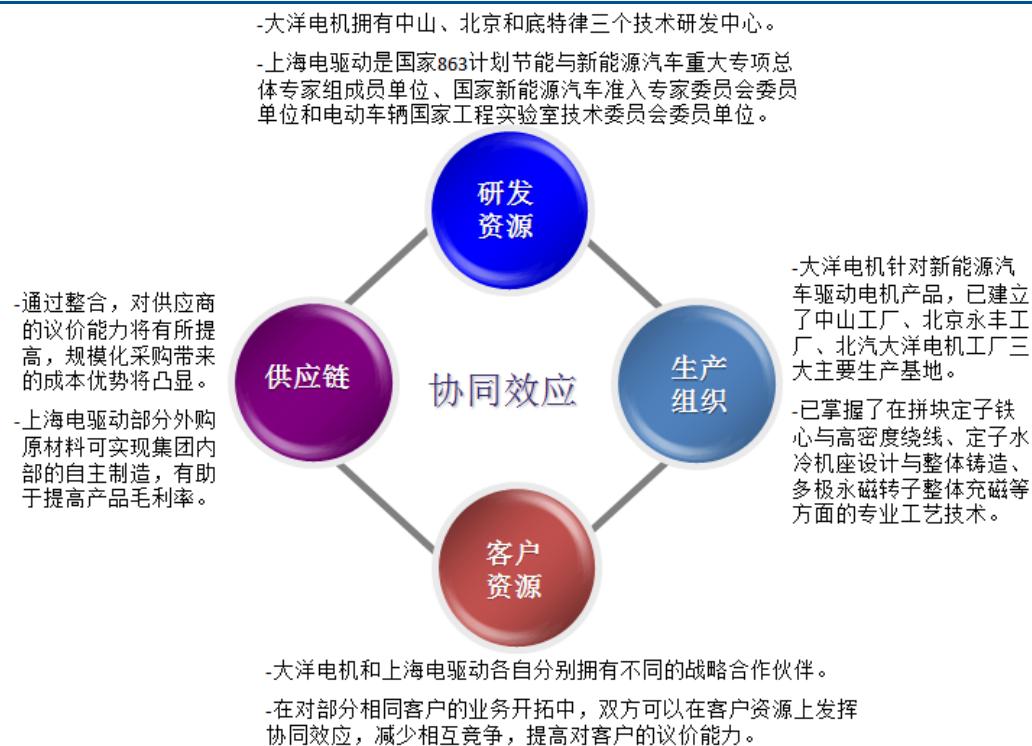
2016年1月，公司完成了对上海电驱动的并购。上海电驱动是我国新能源汽车驱动电机系统领域起步较早、具有较强研发设计、产品制造和集成能力的领军企业之一。目前公司已形成了适用于混合动力与插电式客车、燃料电池与纯电动轿车、混合动力与插电式轿车、小型纯电动轿车等产品研发平台，产品覆盖了3kW-200kW功率范围，为国内外整车企业配套开发电驱动系统产品200多个品种。在市场应用方面，公司产品分别在一汽、奇瑞、长安、上汽、东风、吉利、江淮、华晨、长城、中华、广汽、中通、恒通、宇通、申沃、苏州金龙等国内整车中得到成功应用，市场占有率达到30%。

近年来，受益于行业成长提速，上海电驱动业绩呈高速增长的趋势，2014年至2016年归母净利润复合增长率为31.38%。公司承诺2017年、2018年的归属于母净利润不低于1.89亿元、2.77亿元，未来两年复合增长率有望达55%以上。

大洋电机、上海电驱动作为我国新能源汽车驱动电机系统行业的领先企业，各自在研发及技术积累、生产组织、客户资源、品牌质量等方面具有独特的优势和特点。并购完成后，

公司有望发挥两家公司在新能源汽车驱动电机系统领域的优势互补和协同效应，迅速提高公司在新能源汽车驱动电机系统的综合能力，提升研发实力，丰富产品结构，拓展产品市场，市场占有率有望达到30%，成为国内新能源汽车动力总成系统规模最大的公司，未来一两年内有望成为公司第一大收入来源。

图 10：并购上海电驱动的协同效应示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

图 11：大洋电机新能源汽车板块与上海电驱动主要客户协同示意图

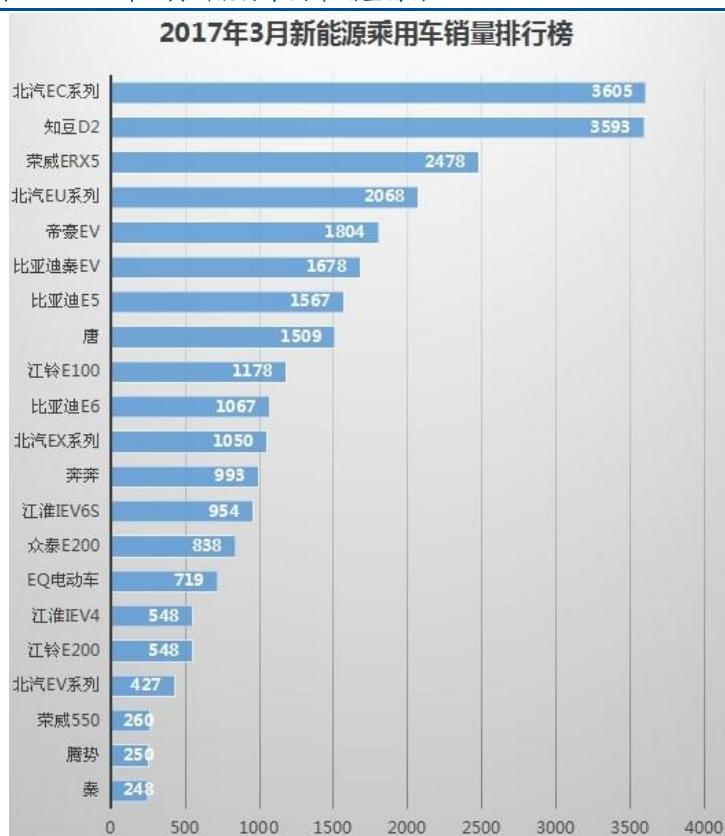


资料来源：公司公告、民生证券研究院

我们认为，由于过去两年新能源商用车在政策的支持下增速较高，未来新能源乘用车和专用车将成为主要的增量部分。4月11日，全国乘用车市场信息联席会公布了3月份乘用车市场分析数据。数据显示，新能源乘用车销量达到2.75万，环比2月增长67%，同比增速76%。相比1月份0.65万辆以及2月份1.65万辆，3月份的2.75万辆销量有所回升。随着核查骗补落地，推广目录常态化出台，后续新能源乘用车销量有望保持环比增长趋势。

根据乘联会统计，2017年前三个月，在新能源乘用车销量领域，北汽新能源EC系列和吉利汽车知豆D2累计销量分别达到7129辆和5799辆，领先全国。

**图 12：2017 年 3 月新能源乘用车销量排行**



资料来源：乘联会、电动汽车资源网、民生证券研究院

上海电驱动是吉利知豆品牌的电机电控供应商，知豆销量大增将对公司新能源汽车动力总成业务起到拉动作用。在爆款产品与协同效应的推动下，我们看好上海电驱动未来两年能够超额实现业绩承诺，公司新能源汽车动力总成业务有望保持高速增长。

## 2、入股巴拉德，布局燃料电池汽车领域

2016年7月，公司成功参股巴拉德9.9%股权，成为巴拉德的最大单一股东，建立战略合作关系，并于2017年初与巴拉德达成燃料电池模组组装授权协议，再次完善了公司新能源业务板块产业布局，加快氢燃料电池项目在国内的实施。

巴拉德是一家成立于1979年的加拿大公司，从1983年开始研发燃料电池。目前巴拉德

的主要业务是质子交换膜燃料电池产品(包括燃料电池堆、模块和系统)的设计、开发、制造和服务，专注于商用市场(电信备用电源、物料搬运和工程服务)和开发阶段市场(公车、分布式发电和连续电源等)，是质子交换膜燃料电池技术领域中的领导者。

近年来，燃料电池汽车技术的发展，日益引起国家对燃料电池技术的重视。《中国制造2025》提出燃料电池汽车的三步发展规划，到2020年，生产1000辆燃料电池汽车并进行示范运行；到2025年，制氢、加氢等配套基础设施基本完善，燃料电池汽车实现区域小规模运行。《能源技术革命创新行动计划（2016年-2030年）》明确将氢能与燃料电池技术创新作为15项重点任务之一，并在《能源技术创新路线图》中提出，到2030建立完备的产业链，实现大规模推广应用。一系列文件的发布，为我国燃料电池汽车产业的发展做出指引，也彰显高层对燃料电池产业的扶持。

**表1. 燃料电池产业政策**

政策名称	颁发部门	时间	内容
《中国制造2025》	国务院	2015年5月	燃料电池汽车步发展规模。
《能源技术革命创新行动计划（2016年-2030年）》	发改委、能源局	2016年6月	将氢能与燃料电池技术创新作为15项重点任务之一。
《能源技术创新路线图》	发改委、能源局	2016年6月	到2030建立完备的燃料电池材料、部件、系统的制备与生产产业链，实现燃料电池和氢能的大规模推广应用。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	2016年11月	系统推进燃料电池汽车研发与产业化。到2020年，实现燃料电池汽车批量生产和规模化示范应用。
《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	财政部、科技部、工业和信息化部、发改委	2016年11月	燃料电池补贴延续至2020年不退坡的政策，对于燃料电池乘用车，给予20万元/辆补贴；对于燃料电池小型货车、客车，给予30万元/辆补贴；对于燃料电池大中型客车，中重型货车，给予50万元/辆补贴。

资料来源：国务院、国家发改委、国家能源局、民生证券研究院

公司投资燃料电池企业巴拉德，符合国家产业政策及战略发展方向，有利于引进先进的燃料电池技术，加快燃料电池汽车在国内的推广。公司有望加快提升巴拉德氢能技术在中国工程化的能力的及其推广应用，在国内燃料电池汽车业务中抢占先机。

布局燃料电池后，公司完成了新能源车辆三大重要部件“电机、电控、电池”的战略布局。氢燃料电池核心技术在新能源车辆动力电池系统及储能和后备电源系统的应用，将进一步丰富和完善公司在新能源汽车全产业链上的布局，为后续抢占市场打下坚实基础。

### 3、整合优势资源，打造新能源汽车运营平台

近年来，公司响应国家新能源产业战略，以新能源汽车运营为核心，通过设立融资租赁公司，参股泰坦能源、中新汽、小猪巴适，投资并购多家汽车运营公司、保险代理公司，与物流园区合作开展电动物流车的运营等系列动作，搭建车联网、桩联网等网络信息化平台，并有望陆续引入汽修、微电网、储能等相关业务，逐步构建起完善的新能源汽车运营生态链，承载国内各城市新能源汽车推广运营的各个业务环节，着力打造以产、技、研、用为一体的全产业链新能源汽车运营平台。

图 13：公司在新能源汽车运营领域布局示意图



资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司运营平台目前拥有新能源汽车超过 6000 台，配套建设并投入使用的固定充电桩超过 2400 个，在中山、广州、上海均开展运营业务，后续有望在深圳、武汉、北京等地开展相关业务。

伴随新能源汽车的进一步推广，新能源汽车运营的发展空间将逐步打开，并未来有望成为公司新的利润增长点，提供稳的现金流，提升公司品牌价值。同时，公司运用创新、开放的新能源汽车运营平台模式，为公司新能源汽车动力总成系统业务的发展创造优势，进一步促进公司新能源汽车动力总成系统业务的发展。

## 四、合理借助资本市场，提升企业竞争力

### 1、拟发行可转债，提升业务能力

为进一步巩固和提升公司核心竞争力，增强公司持续盈利能力，公司拟公开发行可转债加强新能源汽车运营及动力总成业务发展。

表 2. 公司发行可转债募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资金额 (亿元)	募集资金拟 投入金额 (亿元)	项目情况
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	11.74	9	建设期为 22 个月
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	13.4143	5.5	建设期为 24 个月，业务涵盖氢燃料电池模块组装以及供氧、供氢、冷却等辅助系统的制造。
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	2.0011	1.6	建设期为 45 个月，将形成公司单班年产氢燃料电池双极板 500 套、氢燃料电池电堆封装 500 套、氢燃料电池系统新产品 100 套的小批量及中试规模。
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	2.172	1.9	建设期为 33 个月，将统一公司的信息安全管理、应用系统、运营平台管理、财务管理系统以及 OA 办公平台等，提升数据处理和存储系统能力。
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	25.93	16	建设期为 34 个月，公司将扩展新能源汽车运营平台业务，拟购置新能源汽车 13400 辆投入运营，配套建设交流充电桩 9900 个、直流充电桩 800 个、直流充电站 21 座及 4 个车辆维修保养中心。

资料来源：公司公告、民生证券研究院

可转债的发行有望进一步扩大公司的资产规模，随着可转债逐渐实现转股，公司的资产负债率将逐步降低，净资产逐步提高，财务结构进一步调整。募投项目的建成达产，将有利于公司巩固市场占有率，提升公司市场综合竞争力，有助于强化公司内部产业关联性，进一步加强公司持续盈利能力。

### 2、推动股权激励及员工持股，提升员工工作热情

近期，公司公告了《中山大洋电机股份有限公司 2017 年股票期权激励计划》，拟向公司高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员等 791 名激励对象授予的股票期权 4034.2 万份，约占公司总股本的 1.70%。首次授予的股票期权的行权价格为 8.51 元/股，业绩考核目标为以 2016 年营业收入为基数，2017 年、2018 年、2019 年营业收入增长率不低于 15%、35%、50%。

另外，公司推动了《“合伙人计划”暨核心管理团队持股计划》，提升管理团队的凝聚力。截至 2017 年 3 月 29 日，公司合伙人计划暨核心管理团队持股计划第一期已通过“国信证券-大洋电机 2017 年第一期员工持股定向资产管理计划”在二级市场以集中竞价的方式购入公司

股票 917,932 股，占公司总股本的 0.04%，成交均价 8.48 元/股，锁定期为一年。

我们认为股权激励及员工持股计划，有望提升公司管理层及核心员工的工作热情，催化公司营收规模增长及盈利能力提高。另外，行权价格及持股价格与现价倒挂，建议市场关注。

## 五、盈利预测

预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.27、0.34 和 0.42 元，对应 PE 分别为 31X、25X 和 20X，维持“强烈推荐”评级。

表 3. 公司各项业务收入预测表

		2016A	2017E	2018E	2019E
空调用电机	营业收入(百万元)	2517	2895	3184	3407
	增长率	38.54%	15%	10%	7%
	毛利率	18.76%	19.50%	19.30%	19.20%
非空调用电机	营业收入(百万元)	745	864	951	1017
	增长率	18.84%	16%	10%	7%
	毛利率	26.40%	27.00%	26.40%	26.35%
新能源车辆动力总成系统	营业收入(百万元)	1301	2017	3025	4386
	增长率	202.21%	55%	50%	45%
	毛利率	30.19%	28.00%	28.00%	27.85%
磁性材料	营业收入(百万元)	112	129	143	153
	增长率	-9.31%	15%	11%	7%
	毛利率	17.66%	17.60%	17.60%	17.60%
起动机及发电机	营业收入(百万元)	1944	2236	2459	2680
	增长率	11.17%	15%	10%	9%
	毛利率	23.07%	23.00%	22.80%	22.70%
汽车租赁	营业收入(百万元)	50	80.0	120.0	180.0
	增长率		60%	50%	50%
	毛利率	36.48%	36.50%	37.00%	45.00%
其他业务收入	营业收入(百万元)	137	166	191	208
	增长率	63.42%	21%	15%	9%
	毛利率	45.70%	45%	45%	45%
合计	营业收入(百万元)	6805	8386	10073	12033
	增长率	38.54%	23.23%	20.12%	19.45%
	毛利率	23.67%	23.89%	24.11%	24.55%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要逻辑：

1) 公司在新能源汽车动力总成及运营领域布局完善，在新能源汽车行业整体发展的推动下，未来三年业绩将呈持续增长趋势，净利润年化复合增长率有望保持在 25% 以上。公司毛利率主要受不同产品结构影响，公司新能源车辆动力总成系统收入占比有望逐步提高，综合毛利率有望呈稳步提高的趋势。

2) 在消费升级及供给侧结构性改革的推动下，2017 年家电的零售端新增中高端需求将被极大带动，有望对家电企业的毛利率产生积极影响。公司家电及家居电器电机业务将受下游行业推动，业务收入规模及毛利率有望同步提升。

3) 在新能源汽车及智能汽车的带动下，汽车行业景气度提升，公司有望发挥佩特来在技术、品牌、市场渠道、售后服务等方面的优势，结合芜湖杰诺瑞在成本控制方面的经验，

实施优势互补，共同丰富产品系列，拓展新兴市场，协同促进车辆旋转电器产业的整合与发展。

4) 上海电驱动承诺 2017 年、2018 年的归属于母净利润不低于 1.89 亿元、2.77 亿元，未来两年复合增长率有望达 55% 以上。在爆款产品与协同效应的推动下，我们看好上海电驱动未来两年能够超额实现业绩承诺，公司新能源汽车动力总成业务有望保持高速增长。公司在燃料电池及新能源汽车运营领域布局领先，有望享受新能源汽车行业长期收益。

5) 股权激励及员工持股计划，有望提升公司管理层及核心员工的工作热情，催化公司营业收入规模增长及盈利能力提高。另外，行权价格及持股价与现价倒挂，建议市场关注。

## 六、风险提示

1) 新能源汽车产业发展不达预期；2) 下游空调行业发展不达预期。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	6,805	8,386	10,073	12,033	货币资金	957	741	615	1,043
减：营业成本	5,195	6,383	7,645	9,079	应收票据	1,123	1,118	1,632	1,639
营业税金及附加	48	59	71	84	应收账款	1,829	1,734	2,487	2,568
销售费用	327	407	494	596	预付账款	413	244	543	392
管理费用	661	826	992	1,185	其他应收款	36	119	67	155
财务费用	(43)	(59)	(98)	(120)	存货	1,371	1,563	1,951	2,222
资产减值损失	37	36	36	36	其他流动资产	501	501	501	501
加：投资收益	9	10	12	14	<b>流动资产合计</b>	<b>6,233</b>	<b>6,023</b>	<b>7,799</b>	<b>8,523</b>
二、营业利润	590	744	946	1,186	长期股权投资	269	279	291	305
加：营业外收支净额	62	54	54	54	固定资产	2,145	1,953	1,762	1,570
三、利润总额	652	799	1,000	1,241	在建工程	320	320	320	320
减：所得税费用	104	110	138	172	无形资产	598	643	600	557
四、净利润	548	688	862	1,069	其他非流动资产	18	18	18	18
归属于母公司的利润	509	639	800	993	<b>非流动资产合计</b>	<b>7,598</b>	<b>6,938</b>	<b>6,703</b>	<b>6,483</b>
<b>五、基本每股收益 (元)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.27</b>	<b>0.34</b>	<b>0.42</b>	<b>资产总计</b>	<b>13,832</b>	<b>12,961</b>	<b>14,503</b>	<b>15,006</b>
<b>主要财务指标</b>									
项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	短期借款	1,082	0	0	0
<b>EV/EBITDA</b>	<b>21.35</b>	<b>19.34</b>	<b>16.66</b>	<b>13.80</b>	应付票据	1,116	1,138	1,505	1,611
<b>成长能力:</b>									
营业收入同比	38.54%	23.23%	20.12%	19.45%	应付账款	2,070	2,054	2,942	3,014
营业利润同比	53.7%	29.2%	27.2%	25.5%	预收账款	26	16	35	26
净利润同比	47.4%	25.5%	25.2%	24.0%	其他应付款	168	168	168	168
<b>营运能力:</b>									
应收账款周转率	2.31	2.94	2.45	2.86	其他流动负债	22	22	22	22
存货周转率	3.79	4.08	3.92	4.09	<b>流动负债合计</b>	<b>4,484</b>	<b>3,399</b>	<b>4,672</b>	<b>4,841</b>
总资产周转率	0.49	0.65	0.69	0.80	长期借款	1	1	1	1
<b>盈利能力与收益质量:</b>									
毛利率	23.7%	23.9%	24.1%	24.6%	其他非流动负债	0	0	0	0
净利率	8.1%	8.2%	8.6%	8.9%	<b>非流动负债合计</b>	<b>454</b>	<b>454</b>	<b>454</b>	<b>454</b>
总资产净利率 ROA	4.9%	6.3%	6.9%	8.2%	<b>负债合计</b>	<b>4,938</b>	<b>3,852</b>	<b>5,126</b>	<b>5,295</b>
净资产收益率 ROE	5.9%	7.3%	9.0%	10.8%	股本	2,368	2,368	2,368	2,368
<b>资本结构与偿债能力:</b>									
流动比率	1.39	1.77	1.67	1.76	资本公积	5,142	5,142	5,142	5,142
资产负债率	35.7%	29.7%	35.3%	35.3%	留存收益	1,055	1,221	1,428	1,686
长期借款/总负债	26.9%	6.3%	4.8%	4.6%	少数股东权益	329	378	439	515
<b>每股指标(最新摊薄):</b>									
每股收益	0.22	0.27	0.34	0.42	<b>所有者权益合计</b>	<b>8,894</b>	<b>9,109</b>	<b>9,377</b>	<b>9,711</b>
每股经营现金流量	0.20	0.38	0.18	0.47	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>13,832</b>	<b>12,961</b>	<b>14,503</b>	<b>15,006</b>
每股净资产	3.62	3.69	3.78	3.88					

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 插图目录

图 1: 公司主营业务示意图 .....	3
图 2: 2016 年公司收入结构情况 .....	4
图 3: 2012 年以来公司营业收入情况 .....	4
图 4: 2012 年以来公司净利润情况 .....	4
图 5: 公司近年来毛利率情况 .....	5
图 6: 公司发展战略示意图 .....	5
图 7: 2012 年以来公司家电及家居电器电机业务营业收入情况 .....	6
图 8: 2012 年以来公司起动机及发电机产品营业收入情况 .....	7
图 9: 2012 年以来我国汽车月度销量情况 (辆) .....	8
图 10: 并购上海电驱动的协同效应示意图 .....	9
图 11: 大洋电机新能源汽车板块与上海电驱动主要客户协同示意图 .....	9
图 12: 2017 年 3 月新能源乘用车销量排行 .....	10
图 13: 公司在新能源汽车运营领域布局示意图 .....	12

## 表格目录

表 1. 燃料电池产业政策 .....	11
表 2. 公司发行可转债募投项目情况 .....	13
表 3. 公司各项业务收入预测表 .....	14

## 分析师与研究助理简介

**黄彤** 复旦大学金融学硕士, 2011年加入民生证券, 电力设备与新能源行业研究团队负责人, 2012年新财富团队成员。

**杨睿** 华北电力大学硕士, 曾就职于第一财经研究院, 专注能源领域研究, 2015年加入民生证券。

**张文鹏** 清华大学电机系硕士, 两年电网公司调度运行经验, 2015年加入民生证券, 从事电力设备与新能源行业研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院:

**北京:** 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

**上海:** 上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101; 200122

**深圳:** 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层; 518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。