

增持

——新增

日期：2017年06月08日

行业：汽车



分析师：邵锐
Tel: 021-53686137
E-mail: shaorui@shzq.com
SAC 证书编号：S0870513050001
研究助理：黄涵虚
Tel: 021-53686177
E-mail: huanghanxu@shzq.co
SAC 证书编号：S0870116030006

证券研究报告/公司研究/公司调研

客户开拓顺利，驱动电机业务高速增长

——方正电机（002196）研究报告

■ 主要观点

整合高科润、海能、德沃仕资源，驱动电机业务高速增长

公司传统业务为缝纫机电机和汽车微电机的生产制造，并购高科润、海能、德沃仕等三家公司后新能源汽车驱动电机业务进展顺利，目前产品已覆盖低速电动车、物流车、乘用车、大巴等各类车型，并开拓上汽通用五菱、上汽、吉利、北汽昌河、众泰、东风、南京环绿、广西源正、玉柴股份、宇通等优质客户。2016年及2017年一季度公司实现营业收入10.49亿元、2.52亿元，同比增长32.09%、7.98%；实现归母净利润1.18亿元、0.22亿元，同比增长81.95%、20.33%。

下游客户开拓顺利，乘用车、物流车驱动电机增量显著

公司快速开拓驱动电机整车客户，乘用车方面，公司向吉利、众泰两大新能源汽车销量领先的自主车企供货，配套吉利帝豪EV和众泰云100、芝麻等畅销车型，并成功进入上汽通用五菱供应链，为五菱首款新能源车型宝骏E100提供驱动电机。物流车方面，公司客户为北汽昌河、东风等，随着下游客户车型陆续列入推广目录，下半年物流车电机有望快速放量，释放去年以来市场需求。

国五排放标准逐步实施，柴油机 ECU、DCU 需求向好

海能ECU、DCU产品在国内自主厂商中占有率领先，供货我国最大的内燃机生产基地玉柴集团。国五排放标准中柴油机氮氧化物和颗粒物浓度的排放限值分别降低28%和82%，ECU、DCU成为必要配置，国五标准的实施将推动相关产品需求的提升。

座椅电机配套汽车座椅龙头延锋江森，供应份额或将持续上升

公司汽车座椅电机产品向国内汽车座椅龙头延锋江森供货，2016年同步开展的系列汽车座椅完成验证，出货量由2015年的180万套大幅度增加至280万套，国内汽车座椅电机市场国外品牌市场占有率高，公司将有望持续替代外资厂商，增加在延锋江森的供应份额。

■ 投资建议

我们预计，公司2017年至2019年营业收入为15.19亿元、18.66亿元、22.15亿元，同比增长44.71%、22.89%、18.68%；归属于母公司股东的净利润1.84亿元、2.12亿元、2.36亿元，同比增长55.39%、15.29%、11.14%；按照公司目前总股本数265.24万股计算，对应EPS为0.69元、0.80元、0.89元；参考公司2017年6月7日收盘价18.38元，对应PE为26.52倍、23.00倍、20.70倍，给予“增持”评级。

基本数据（最新）

报告日股价（元）	18.38
12mth A 股价格区间（元）	17.80/38.16
总股本（百万股）	265.24
无限售 A 股/总股本	57.53%
流通市值（亿元）	28.04
每股净资产（元）	8.91
PBR（X）	2.06

主要股东（2017Q1）

张敏	16.47%
卓斌	9.48%
青岛金石灏润投资有限公司	7.54%

收入结构（2016）

汽车应用类	47.13%
智能控制器	26.22%
缝纫机应用类	22.71%

报告编号：QCDYBG-5

首次报告日期：2017年6月7日

相关报告：

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,049.33	1,518.50	1,866.15	2,214.74
年增长率	32.09%	44.71%	22.89%	18.68%
归属于母公司股东的净利润	118.29	183.81	211.92	235.52
年增长率	100.36%	55.39%	15.29%	11.14%
每股收益 (元)	0.45	0.69	0.80	0.89
PE	41.21	26.52	23.00	20.70

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

注: 有关指标按最新股本摊薄, 股价截止 2017 年 6 月 7 日

目 录

一、公司概况	5
1.1 历史沿革.....	5
1.2 股权结构.....	5
1.3 业绩表现.....	6
二、新能源汽车驱动电机业务客户拓展顺利，有望实现高增长	8
2.1 整合海能、德沃仕、高科润资源，业务进展顺利.....	8
2.2 成功进入吉利、上汽通用五菱等优质客户供应体系.....	9
三、ECU、DCU 等产品供应玉柴集团，受益排放标准提高	11
四、汽车微电机、家用电器微电机等业务环比改善	13
4.1 座椅电机：新品完成客户验证，出货量大增.....	13
4.2 雨刮器电机：多重因素推动重卡市场火爆，销售受益..	14
4.3 缝纫机电机：越南方正生产线建成，毛利率大幅提高..	14
4.4 白色家电智能控制器：配套威技、伊莱克斯等企业.....	15
五、盈利预测	16
5.1 预测假设.....	16
5.2 盈利预测.....	16
六、风险提示	17
七、附表	18

图

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司业务布局.....	5
图 3 2014 年~2016 年主营业务收入构成 (百万元)	6
图 4 2012 年~2017 年主营业务收入占比 (%)	6
图 5 2012 年~2017 年营业总收入 (百万元)	7
图 6 2012 年~2017 年归属母公司股东净利润 (百万元)	7
图 7 2012 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)	7
图 8 2014 年~2016 年分业务毛利率 (%)	7
图 9 2012 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)	7
图 10 2012 年~2017 年期间费用率 (%)	7
图 11 公司新能源汽车驱动电机型谱	8
图 12 公司新能源汽车电机驱动器产品	8
图 13 2017 年 1 月~4 月新能源车企累计销量 (辆)	9
图 14 2017 年 1 月~4 月新能源车型累计销量 (辆)	9
图 15 2016 年各企业车用柴油机总销量 (台)	12
图 16 2017 年 1 月~4 月各企业车用柴油机总销量 (台)	12
图 15 柴油车国四、国五标准排放限值 (g/km)	12
图 16 国五标准实施进程	12
图 17 具备电动座椅调节功能车型比例 (按厂商)	13
图 18 具备电动座椅调节功能车型比例 (按价格)	13
图 19 公司座椅电机产品图示	14
图 20 公司向上海延锋江森历年销售金额 (万元)	14
图 21 2015 年~2017 年重卡月销量 (辆)	14
图 22 2017 年 1 月~4 月各厂商重卡市场份额 (%)	14
图 23 2013 年~2016 年公司缝纫机电机产销量 (台)	15
图 24 2014 年~2016 年公司缝纫机应用类毛利率 (%)	15
图 25 高科润发展历程	15
图 26 高科润客户情况	15

表

表 1 公司股权结构 (2017Q1)	5
表 2 公司新能源汽车业务布局	8
表 3 公司新能源乘用车客户已有车型情况	9
表 4 电动物流车相关地方政策	10
表 5 近期电动物流车相关行业动态	11
表 4 海能柴油发动机、汽油发动机控制类产品	11
表 6 盈利预测结果	16
表 6 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)	18

一、公司概況

1.1 歷史沿革

公司前身麗水方正電機製造有限公司成立於1995年，傳統業務為縫紉機電機和汽車微電機的生​​產製造。2012年​​公司成立​​新​​能​​源​​電​​機​​事​​業​​部​​拓​​展​​新​​能​​源​​汽​​車​​驅​​動​​電​​機​​業​​務​​，​​並​​於​​2014​​年​​至​​2015​​年​​並​​購​​深​​圳​​高​​科​​潤​​、​​上​​海​​海​​能​​和​​杭​​州​​德​​沃​​仕​​等​​三​​家​​公​​司​​，​​業​​務​​整​​合​​後​​分​​別​​負​​責​​智​​能​​控​​制​​器​​、​​乘​​用​​車​​/​​物​​流​​車​​電​​機​​、​​商​​用​​車​​動​​力​​總​​成​​等​​業​​務​​。​​目​​前​​公​​司​​新​​能​​源​​汽​​車​​驅​​動​​電​​機​​產​​品​​已​​覆​​蓋​​低​​速​​電​​動​​車​​、​​物​​流​​車​​、​​乘​​用​​車​​、​​大​​巴​​等​​各​​類​​車​​型​​，​​進​​入​​上​​汽​​通​​用​​五​​菱​​、​​吉​​利​​、​​眾​​泰​​、​​東​​風​​、​​玉​​柴​​、​​宇​​通​​、​​河​​北​​御​​捷​​等​​廠​​商​​產​​品​​體​​系​​。

圖 1 公司發展歷程



數據來源：公司網站 上海證券研究所

圖 2 公司業務佈局



數據來源：公司網站 上海證券研究所

1.2 股​​權​​結​​構

公司董事長張敏為公司第一大股東、實際控制人，持股數量為4368.42萬股，持股比例為16.47%。

表 1 公司股​​權​​結​​構 (2017Q1)

股東名稱	持股數量 (股)	持股比例 (%)
1 張敏	43,684,216	16.47
2 卓斌	25,151,079	9.48
3 青島金石灝洩投資有限公司	20,007,498	7.54
4 翁偉文	11,583,307	4.37
5 錢進	4,000,000	1.51
6 中國人壽保險股份有限公司-分紅-個人分	3,840,128	1.45

红-005L-FH002 深			
7	杭州杭开电气有限公司	3,383,864	1.28
8	金英杰	3,267,391	1.23
9	徐正敏	1,979,138	0.75
10	胡宏	1,974,334	0.74
合 计		118,870,955	44.82

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

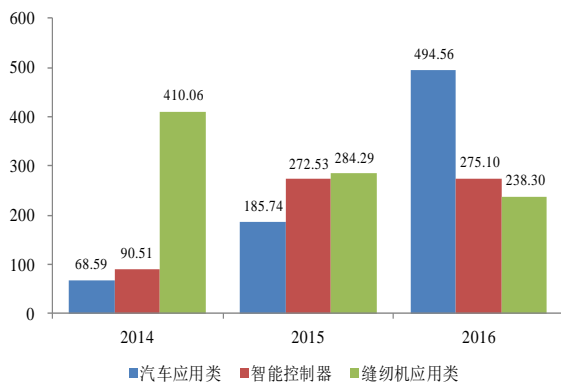
1.3 业绩表现

2016 年及 2017 年一季度公司分别实现营业收入 10.49 亿元和 2.52 亿元, 同比增长 32.09% 和 7.98%; 实现归属于母公司股东的净利润 1.18 亿元和 0.22 亿元, 同比增长 81.95% 和 20.33%。2016 年公司汽车应用类、智能控制器、缝纫机应用类业务收入分别为 4.95 亿元、2.75 亿元、2.38 亿元, 分别占当年营收的 47.13%、26.22% 和 22.71%。

2016 年及 2017 年一季度公司销售毛利率分别为 25.23% 和 22.07%, 相比 2015 年毛利率上升 7.15 个百分点和 3.48 个百分点; 销售净利率为 11.32% 和 8.65%, 相比 2015 年净利率上升 4.11 个百分点和 1.44 个百分点。分业务来看, 汽车应用类和缝纫机应用类毛利率由 18.70% 和 13.92% 大幅度上升至 26.70% 和 24.24%, 智能控制器毛利率由 16.29% 下降至 15.61%。

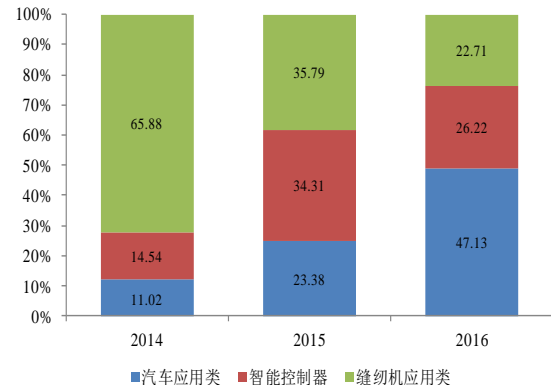
期间费用方面, 公司 2016 年和 2017 年一季度期间费用率分别是 12.94% 和 13.97%, 相比 2015 年期间费用率 11.78% 上升 1.16 个百分点和 2.19 个百分点。其中销售费用率分别为 2.15% 和 1.57%, 2015 年为 2.04%; 管理费用率为 10.66% 和 11.33%, 2015 年为 9.53%; 财务费用率为 0.13% 和 1.07%, 2015 年为 0.22%。

图 3 2014 年~2016 年主营业务收入构成 (百万元)



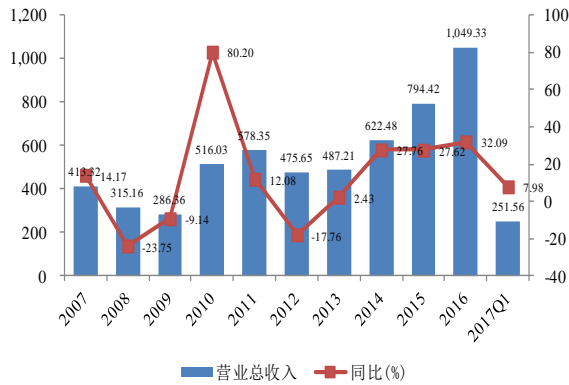
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 4 2012 年~2017 年主营业务收入占比 (%)



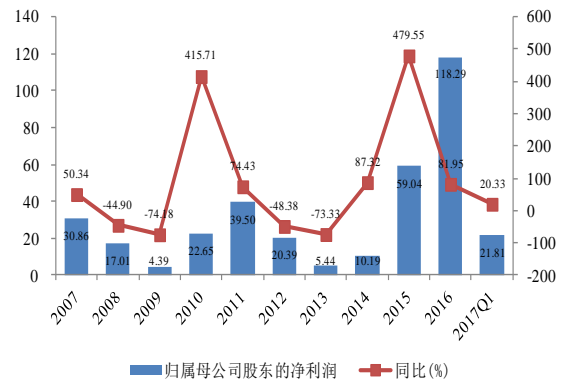
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 5 2012 年~2017 年营业总收入 (百万元)



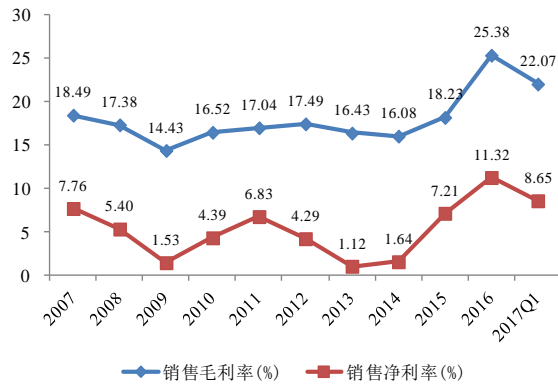
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 6 2012 年~2017 年归属母公司股东净利润 (百万元)



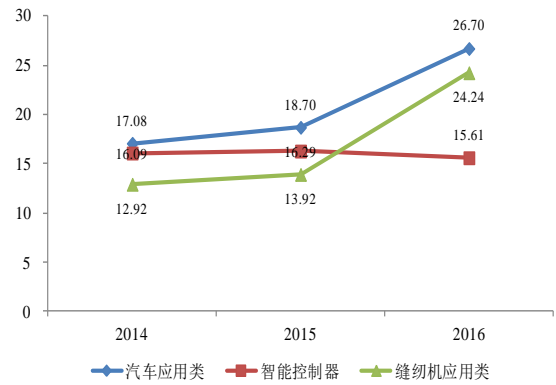
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 2012 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)



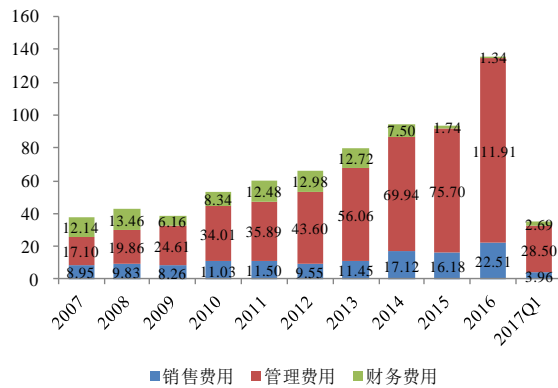
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 8 2014 年~2016 年分业务毛利率 (%)



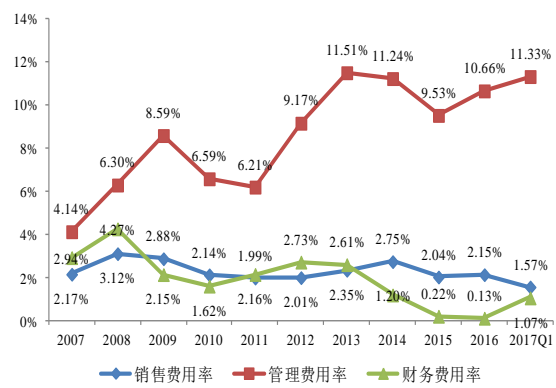
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 9 2012 年~2017 年销售毛利率、销售净利率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 10 2012 年~2017 年期间费用率 (%)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、新能源汽车驱动电机业务客户拓展顺利，有望实现高增长

2.1 整合海能、德沃仕、高科润资源，业务进展顺利

2014 年至 2015 年公司先后收购深圳高科润电子有限公司、上海海能汽车电子有限公司、杭州德沃仕电动科技有限公司三家公司，分别定位于智能控制器、商用车动力总成、乘用车/物流车电机的生产制造，公司整合三家公司资源后新能源汽车驱动电机业务实现快速发展。目前公司新能源汽车驱动电机产品功率范围已经覆盖 5KW-200KW，应用于低速电动车、乘用车、物流车、商用车等各类车型，并拥有插电式混合动力和纯电动汽车动力总成产品。产能方面，公司 10 万台汽车驱动电机自动化生产线于 5 月正式投产，将有效提高公司驱动电机业务产能和生产效率。控制器方面，高科润已经研发完成新能源汽车用 5kw/48v-72v 系统和 8.5-13kw/72v-96v 系统电机控制器，为主要客户进行配套调试。

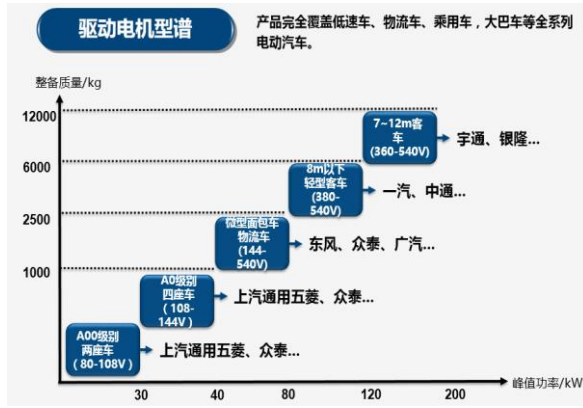
表 2 公司新能源汽车业务布局

公司名称	收购时间	产品类型	业务定位
高科润	2014 年	工业及电动车控制器、商用设备控制器、家用电器控制器、安防和消防系统、医疗和保健产品控制器	智能控制器
海能	2015 年	新能源汽车动力系统、柴油机控制器、天然气发动机电控系统、自动机械变速器、后处理控制器、汽车诊断仪、汽车检测设备	商用车动力总成
德沃仕	2015 年	永磁同步电机、异步电机	乘用车/物流车电机

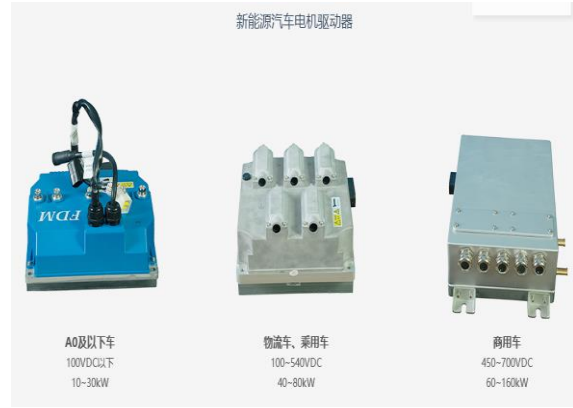
数据来源：相关公司网站 上海证券研究所

图 11 公司新能源汽车驱动电机型谱

图 12 公司新能源汽车电机驱动器产品



数据来源：公司网站 上海证券研究所



数据来源：公司网站 上海证券研究所

2.2 成功进入吉利、上汽通用五菱等优质客户供应体系

公司已成功开拓上汽通用五菱、上汽、吉利、北汽昌河、众泰、东风、南京环绿、广西源正、玉柴股份、宇通等优质客户，在新能源乘用车和物流车方面具有优势。

公司新能源乘用车客户包括吉利、众泰、上汽通用五菱等，为吉利帝豪EV和众泰云100、芝麻等车型提供配套。吉利、众泰在国内新能源汽车市场销量领先，而上汽通用五菱首款新能源车型宝骏E100年内也将上市。宝骏E100为纯电动微型车，纯电动续航里程为155km，已列入4月27日工信部发布的《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》（第十批）。

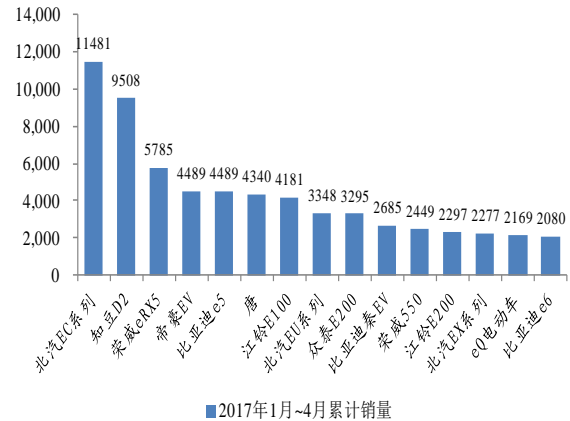
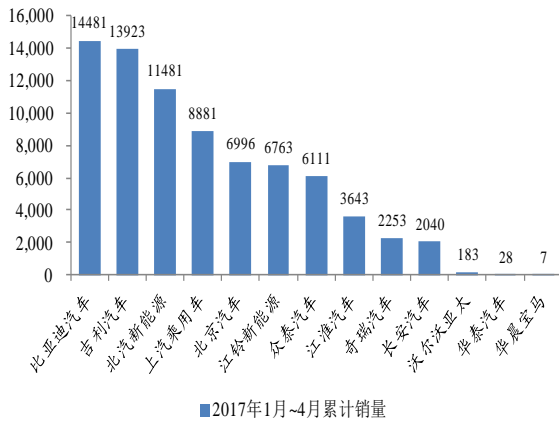
表 3 公司新能源乘用车客户已有车型情况

车企名称	新能源车型	级别	上市时间
吉利	知豆 (D1/D2)	A00级	2012年10月
	全球鹰 (K10/K12/K17)	A00级	2015年5月
	帝豪EV (帝豪EV/帝豪EV300)	A级	2015年11月
	远景EV mini	SUV	年内上市
众泰	E200	A00级	2016年4月
	芝麻 (芝麻E30/大迈芝麻)	A00级	2015年12月
	云 (100/100S/100 plus)	A00级	2014年10月
	Z500EV	B级	2016年8月
上汽通用五菱	T700	SUV	2017年5月
	宝骏E100	A00级	年内上市

数据来源：公开信息 上海证券研究所

图 13 2017年1月~4月新能源车企业累计销量 (辆)

图 14 2017年1月~4月新能源车型累计销量 (辆)



数据来源：搜狐汽车 上海证券研究所

数据来源：乘联会 上海证券研究所

物流车方面，2016 年销量受影响较大，电动物流车相比传统燃油车运营成本降低幅度较大，替代需求将支撑市场恢复增长，公司拥有北汽昌河、东风等客户，驱动电机销量有望显著提升。

表 4 电动物流车相关地方政策

文件名称	文件内容
《广东省人民政府办公厅关于加快新能源汽车推广应用的实施意见》	以纯电动出租车、轻型纯电动环卫车、纯电动物流车为突破口，加大公共服务领域新能源汽车推广应用力度。实行物流车辆限行措施的城市要允许外观符合一定规格要求、载重量不超过 1.5 吨的纯电动物流车辆在城市道路行驶。
《重庆市人民政府办公厅关于加快新能源汽车推广应用的实施意见》	通过碳排放权交易等措施，引导主城区公交车、出租车、网约车、物流车、旅游巴士等公共服务领域车辆主动使用新能源汽车。在主城区范围，设计总质量不超过 2.5 吨的新能源货车（含专用车）给予通行便利。
《陕西省政府办公厅关于加快新能源汽车推广应用的实施意见》	在公交车、出租车等城市客运以及环卫、物流、邮政、机场通勤、公安巡逻等领域加大新能源汽车推广应用力度，制定机动车新增和更新计划，不断提高新能源汽车运营比重。对从事城市配送的新能源物流车和环卫车给予通行便利。
《浙江省新能源汽车产业“十三五”发展规划》	“十三五”期间累计推广应用新能源汽车 23 万辆以上，私家车购买比例大幅提升，公交、环卫、物流、商业租赁等公共领域新能源汽车应用比例不低于 30%，新增公务用车采购中新能源汽车占比不低于 50%。
《河北省新能源汽车产业“十三五”发展规划(2016-2020 年)》	推动新能源专用车向技术含量高、专用功能强、特色品种多的方向发展。到 2020 年，全省新能源专用车生产规模超过 10 万辆，形成 2-3 家年产 3 万辆以上新能源专用车的生产企业。
《北京市电动汽车推广应用行动计划(2014-2017 年)》	在邮政快递、电子商务末端物流等领域推广应用电动物流车。在用车环节，积极研究差异化停车费、电动物流车优先配置货车通行证等政策。

数据来源：第一电动网 公开信息 上海证券研究所

表 5 近期电动物物流车相关行业动态

公司名称	事件内容
京东	已列装一百多辆电动货车，未来的 5 年里数万辆货车全部替换成电动物物流车。
菜鸟网络	发布未来绿色智慧物流汽车计划，未来 5 年将联合上汽、东风、瑞驰等车企投放 100 万辆新能源智慧物流汽车。
中通客车	深圳新沃运力汽车有限公司拟分批采购 4.5 吨蓝牌(EMT)物流车，合同总金额为 31.45 亿元。
江淮汽车	一微新能源计划采购 5000 台新能源纯电动物流车。
江特电机	广通汽车拟采购九龙汽车生产的纯电动艾菲汽车和 4.9 米艾菲厢式物流车，采购金额合计为 26.55 亿元。

数据来源：公开信息 上海证券研究所

三、ECU、DCU 等产品供应玉柴集团，受益排放标准提高

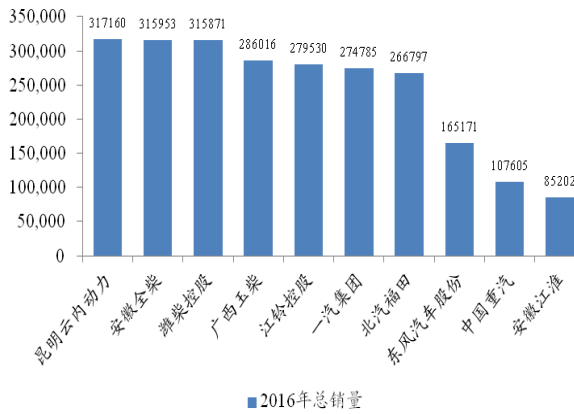
上海海能内燃机电气控制产品包括柴油机喷射控制器、尾气后处理控制器、气体发动机喷射控制系统等，是国内最大的柴油机 ECU 自主品牌供应商，生产的 ECU 产品达到国际先进企业同类产品的功能水平，能够匹配单体泵及高压共轨两种主流类型的柴油机。相关产品主要客户为玉柴集团。玉柴集团是我国最大的内燃机生产基地，2016 年和 2017 年前 4 个月柴油机总销量达到 28.6 万台和 19.98 万辆，在行业内处于领先地位。

表 6 海能柴油发动机、汽油发动机控制类产品

产品类别	具体产品	工作原理	行业地位
柴油发动机控制类产品	柴油机喷射控制器 (ECU)	根据发动机的不同工况，向其提供最佳空燃比的混合气和最佳点火时间，促进燃油或天然气的充分燃烧，使发动机的性能达到最佳，降低 PM 等有害物质排放，从而达到节能减排的效果。	自主品牌中市场占有率第一
	尾气后处理控制器 (DCU)	柴油机需依靠 SCR 尾气后处理系统处理氮氧化物，DCU 系 SCR 的重要组成部分，发挥控制功能，包括数据的存储、接收、计算、以及发送相关指令。	已实现大批量生产供应
气体发动机控制类产品	气体发动机喷射控制系统 (GCU)	气体发动机控制器的功能及原理类似于柴油发动机控制器，主要用于天然气喷射的控制。	自主品牌中市场占有率第一

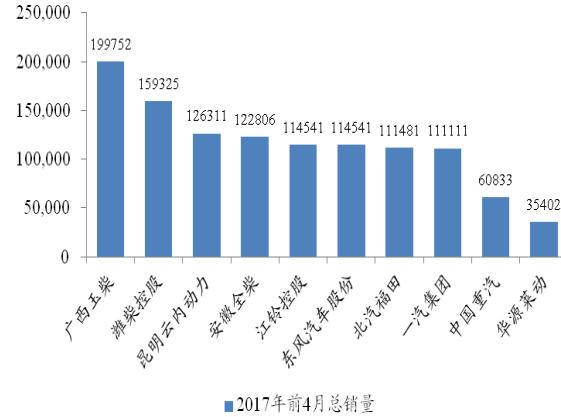
数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 15 2016 年各企业车用柴油机总销量 (台)



数据来源: 中汽协 上海证券研究所

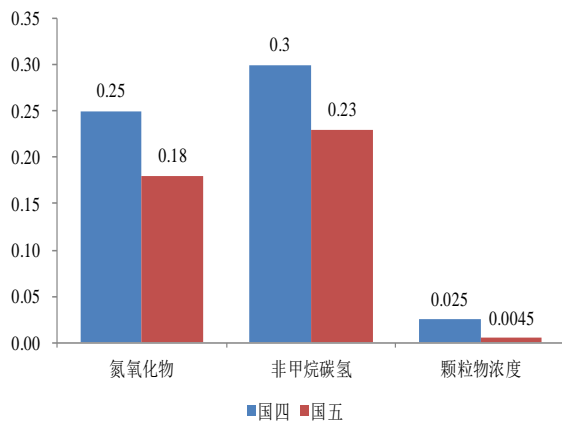
图 16 2017 年 1 月~4 月各企业车用柴油机总销量 (台)



数据来源: 中汽协 上海证券研究所

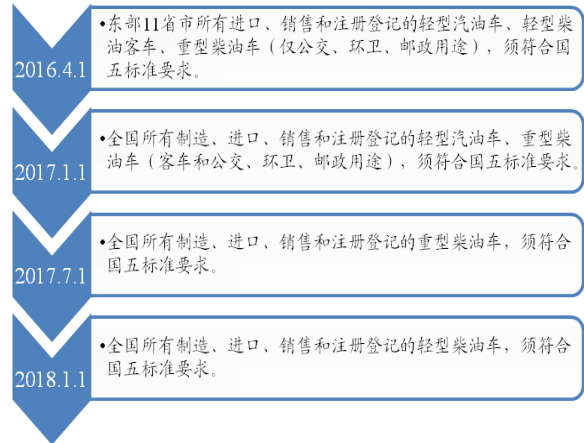
柴油机排放物中氮氧化物和 PM 有害排放物的含量显著高于汽油机、气体发动机, 通过 ECU 对柴油机进行喷射的合理控制及 DCU 对柴油机进行尾气后处理可减少有害物质排放, 理论上一台柴油发动机需要配置一套 ECU 及 DCU。对比国四标准, 国五标准中氮氧化物和颗粒物浓度的排放限值分别降低 28% 和 82%, 排放标准的提高将有利于 ECU、DCU 等关键的节能减排控制器销量增长。同时, 博世等跨国公司在国内柴油发动机 ECU 市场份额超过 90%, 国内市场进口替代空间较大。

图 17 柴油车国四、国五标准排放限值 (g/km)



数据来源: 中国商用汽车网 上海证券研究所

图 18 国五标准实施进程



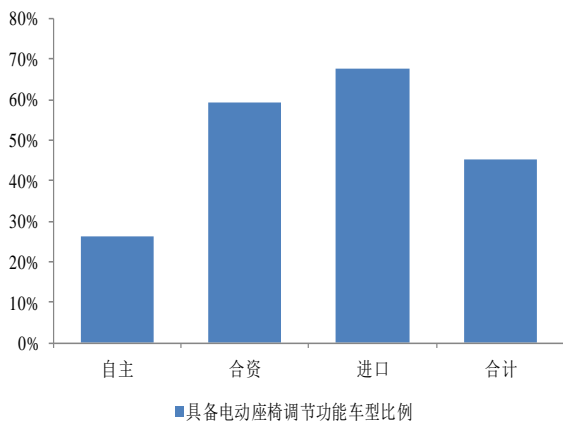
数据来源: 中国商用汽车网 上海证券研究所

四、汽车微电机、家用电器微电机等业务环比改善

4.1 座椅电机：新品完成客户验证，出货量大增

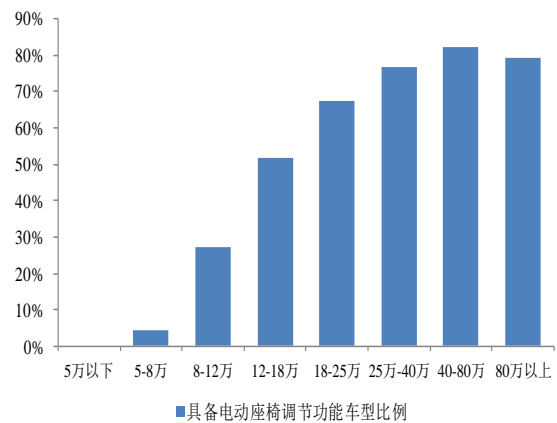
汽车电动座椅由双向电动机、传动装置、座椅调节器等部件组成，一般可完成座椅的纵向调整、高度调整、靠背的倾斜调整等功能。随着消费者对汽车舒适性的要求提高，电动座椅调节在乘用车领域逐步替代传统的手动调节。按易车网车型配置数据统计，国内乘用车市场上具备电动座椅调节功能的车型占比为 45%，在中高档车型中的渗透率在 70% 以上，但在中低档车型中仍然有较大的向下渗透空间。

图 19 具备电动座椅调节功能车型比例（按厂商）



数据来源：易车网 上海证券研究所

图 20 具备电动座椅调节功能车型比例（按价格）



数据来源：易车网 上海证券研究所

国内整车厂汽车座椅多数来自于安道拓、李尔、弗吉亚、丰田纺织、马格纳等跨国公司在国内的合资公司，少数来自于整车厂自行配套。据立木信息咨询，国内汽车座椅市场上安道拓的占有率约为 40%，市场优势明显。安道拓在国内的合资公司包括延锋安道拓、长春富维安道拓等，其中延锋安道拓是上汽通用、上海大众、上汽通用五菱、长安福特、长安马自达、长安铃木、东风日产、东风悦达企业、江淮等厂商的供应商，而长春富维安道拓为一汽大众、一汽丰越、一汽轿车、一汽解放、一汽吉林、北京戴姆勒奔驰、济南重汽等厂商的供应商。

公司汽车座椅电机产品向延锋安道拓（原延锋江森）供货，2016 年同步开展的系列汽车座椅完成验证，出货量由 2015 年的 180 万套大幅度增加至 280 万套，产品应用于荣威、通用五菱、丰

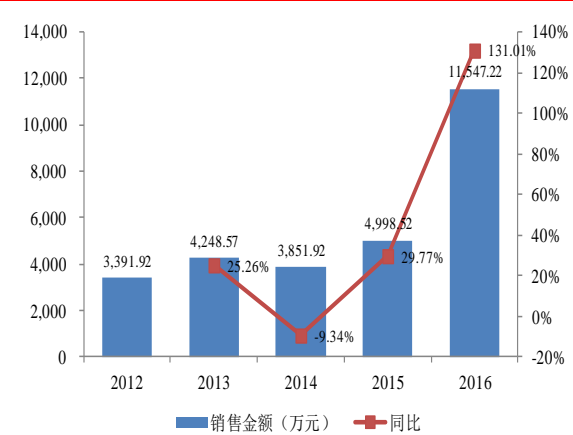
田、福特、沃尔沃、奔驰、宝马等车型。

图 21 公司座椅电机产品图示



数据来源：公司网站 上海证券研究所

图 22 公司向上海延锋江森历年销售金额（万元）

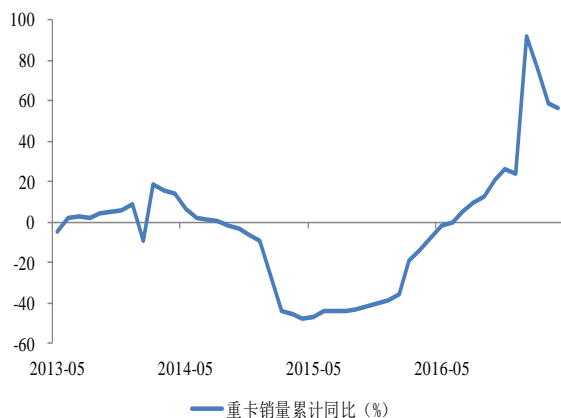


数据来源：公司公告 上海证券研究所

4.2 雨刮器电机：多重因素推动重卡市场火爆，销售受益

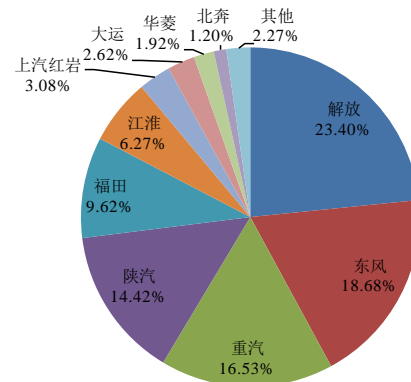
公司雨刮器电机的主要客户包括东风商用、济南重卡和上汽红岩等，均为国内重卡销量领先的车企。去年下半年以来，受到汽车排放标准提高和超载整治的影响，重卡需求提升显著，销量增速保持高位，公司雨刮器电机业务将从中受益。

图 23 2015 年~2017 年重卡月销量（辆）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

图 24 2017 年 1 月~4 月各厂商重卡市场份额 (%)

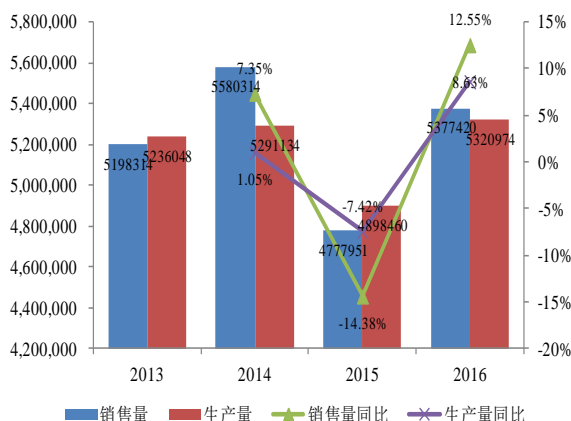


数据来源：卡车之家 上海证券研究所

4.3 缝纫机电机：越南方正生产线建成，毛利率大幅提高

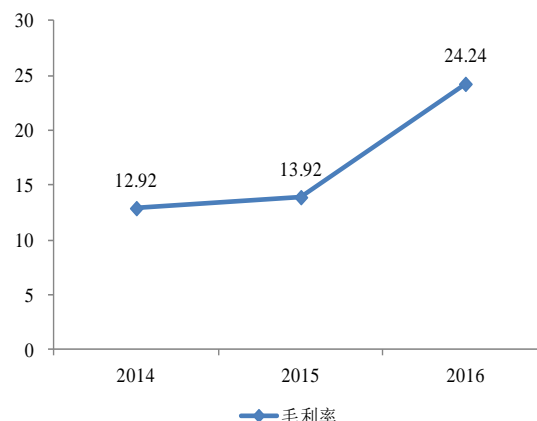
缝纫机电机业务是公司传统业务，目前生产线已逐步转移至子公司越南方正，有效压缩成本，缝纫机应用类业务毛利率由 2015 年的 13.92% 大幅度提高至 2016 年的 24.24%。

图 25 2013 年~2016 年公司縫紉机电机产销量 (台)



数据来源: 公司公告 上海證券研究所

图 26 2014 年~2016 年公司縫紉机应用类毛利率 (%)

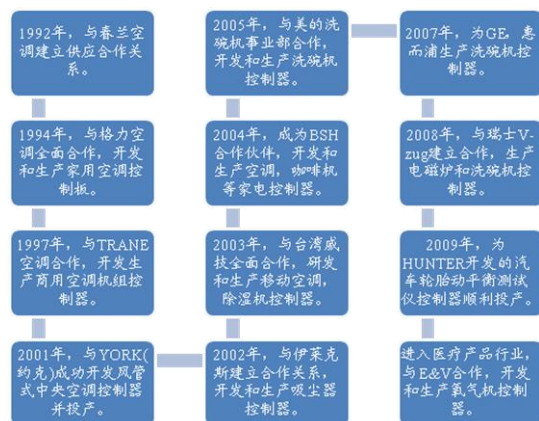


数据来源: 公司公告 上海證券研究所

4.4 白色家电智能控制器: 配套威技、伊莱克斯等企业

高科润传统主业为白色家电智能控制器, 合作客户包括 Electrolux、BSH、GE、NWT、Ingersoll Rand、Johnson Control、Carrie, Hunter、V-Zug 等, 并与格力、美的、万和、莱克电器等企业建立长期的供应合作关系。目前高科润家电控制器核心客户为威技、伊莱克斯等, 业务将保持稳定发展。

图 27 高科润发展历程



数据来源: 高科润网站 上海證券研究所

图 28 高科润客户情况



数据来源: 高科润网站 上海證券研究所

五、盈利预测

5.1 预测假设

公司主要业务业绩预测假设如下：

(1) 新能源汽车驱动电机：随着上汽通用五菱等新能源乘用车新客户订单放量、电动物流车需求释放，预计公司驱动电机产品销量实现大幅度增长。毛利率方面，驱动电机降价空间有限，预计价格和毛利率逐年小幅度下降。

(2) 其他汽车应用：汽车座椅电机方面，外资厂商在国内市场占有率高，公司在延锋江森的供应份额仍有较大提升空间。雨刮器方面，公司产品主要应用于重卡，将受益于去年下半年至今年的重卡销量大增。海能柴油机、汽油机控制器方面，排放标准的提高有利于 ECU、DCU、GCU 等产品需求。以上产品市场成熟，预计毛利率水平保持稳定。

(3) 缝纫机电机：缝纫机市场需求较弱，但公司生产线的转移将持续提升毛利率水平。

5.2 盈利预测

根据以上假设，我们预计，公司 2017 年至 2019 年营业收入为 15.19 亿元、18.66 亿元、22.15 亿元，同比增长 44.71%、22.89%、18.68%；归属于母公司股东的净利润 1.84 亿元、2.12 亿元、2.36 亿元，同比增长 55.39%、15.29%、11.14%；按照公司目前总股本数 265.24 万股计算，对应 EPS 为 0.69 元、0.80 元、0.89 元；参考公司 2017 年 6 月 7 日收盘价 18.38 元，对应 PE 为 25.62 倍、22.10 倍、19.87 倍，给予“增持”评级。

表 7 盈利预测结果

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	794.42	1,049.33	1,518.50	1,866.15	2,214.74
年增长率（%）	27.62%	32.09%	44.71%	22.89%	18.68%
归属于母公司股东的净利润（百万元）	59.04	118.29	183.81	211.92	235.52
年增长率（%）	479.39%	100.36%	55.39%	15.29%	11.14%
每股收益（元）	0.32	0.45	0.69	0.80	0.89
PE	82.57	41.21	26.52	23.00	20.70

数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

注：有关指标按最新股本摊薄，股价截止 2017 年 6 月 7 日

六、风险提示

行业竞争加剧的风险；公司产品销量不及预期的风险；应收账款无法及时回收的风险等。

七、附表

表 8 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	794.42	1,049.33	1,518.50	1,866.15	2,214.74
二、营业总成本	740.63	941.71	1,347.45	1,672.88	2,004.75
营业成本	649.62	782.96	1,117.73	1,390.57	1,669.71
营业税金及附加	3.26	5.41	7.83	9.62	11.42
销售费用	16.18	22.51	32.57	40.03	47.51
管理费用	75.70	111.91	161.95	199.02	236.20
财务费用	1.74	1.34	1.94	2.38	2.83
资产减值损失	-5.87	17.57	25.43	31.25	37.08
三、其他经营收益	6.69	19.23	27.83	34.20	40.59
四、营业利润	60.48	126.86	198.88	227.47	250.57
加: 营业外收入	8.01	17.50	25.32	31.12	36.94
减: 营业外支出	1.15	0.79	1.13	1.40	1.68
五、利润总额	67.34	143.56	223.07	257.19	285.83
减: 所得税	10.08	24.73	38.43	44.30	49.24
六、净利润	57.25	118.83	184.65	212.89	236.59
减: 少数股东损益	-1.79	0.54	0.84	0.97	1.08
归属于母公司所有者的净利润	59.04	118.29	183.81	211.92	235.52
七、摊薄每股收益 (元)	0.32	0.45	0.69	0.80	0.89

资料来源: Wind 资讯 上海证券研究所

注: 有关指标按最新股本摊薄

分析师承诺

邵锐、黄涵虚

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。