

证券研究报告—动态报告/公司快评
电气设备新能源
电气设备
大洋电机（002249）
重大事件快评
增持

（维持评级）

2017 年 08 月 13 日

燃料电池拓展迅速，期待下半年业绩

证券分析师： 杨敬梅

021-60933160

yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511030001

事项：与中通客车合资成立氢燃料电池子公司

公司与中通客车、聊城经济技术开发区管理委员会指定的投资公司将合资设立子公司，其中公司出资 4.4 亿，持合资公司 88% 的股权。合资公司主营业务为氢燃料电池系统、氢燃料动力总成系统及新能源汽车运营平台等项目，总投资预计 26 亿元，项目分两期投资，其中首期投资 10 亿元。

评论：

■ 战略转型，新能源汽车产业链布局完成

公司已经完成新能源汽车“电机、电控、电池”战略布局，协同发展新能源汽车运营平台，形成产业链闭环：（1）2016 年 1 月收购上海电驱动，公司与上海电驱动在研发、供应链管理、客户资源等多个方面产生协同效应，强强联合占领驱动总成 30% 市场，龙头地位初现。（2）2016 年 7 月参股巴拉德，成为其第一大股东，强势进军氢燃料电池战略新兴行业，2017 年初，公司与巴拉德达成燃料电池模组组装及 30KW 和 85KW 燃料电池发动机达成授权协议，目前公司氢燃料电池项目发展迅速。（3）公司于 2015 年初开始拓展新能源汽车运营平台业务，目前平台运营车辆超 6000 台，建成充电桩超 2700 个，以新能源汽车动力总成系统制造为产业基础，形成领域内最完整的产业生态链，在新能源汽车运营行业中占据领先地位。

■ 燃料电池技术全球领先，积极寻求战略合作

巴拉德从 1983 年开始研发燃料电池，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）的生产服务，氢燃料电池的出货量超过 150MW，是质子交换膜燃料电池技术领域中公认为的全球领导者。

公司作为巴拉德第一大股东积极寻求国内企业战略合作：此次与中通客车设立合资子公司计划在聊城及山东开展新能源汽车运营，获得了聊城市政府从路权、制氢站配套建设等政策方面积极响应与支持，也是公司协同聊城经济技术开发区将聊城建设发展成为“燃料电池之城”的重要举措。

聊城经济技术开发区位于冀鲁豫三省交界处，公司在聊城经济技术开发区设立合作公司，将充分利用聊城的区位优势，有助于公司、新能源汽车业务推广至聊城及山东省，更好地覆盖北方城市，提高市场占有率。

2016 年 7 月，子公司巴拉德与国鸿氢能签订战略合作协议，以成立合资公司形式生产燃料电池（巴拉德控股 10%，国鸿氢能控股 90%），合资公司主营巴拉德燃料电池堆的生产和组装，且巴拉德为官方唯一膜电极供应商，2017 - 2021 每年最低采购价值 1.5 亿美金，预计今年可出货佛山飞驰 1000 套用于巴士的氢燃料电池系统，各方战略合作意愿均已达成共识。

■ 驱动总成业务或将于下半年好转

公司发布 2017 年半年度业绩快报。快报显示，上半年公司实现营业收入 40.08 亿元（同比增长 33.72%），归属上市公司股东净利润 1.43 亿元（同比下降 27.91%），下降幅度相较一季度有所收窄。家用电机业务受上半年家电市场需求旺盛

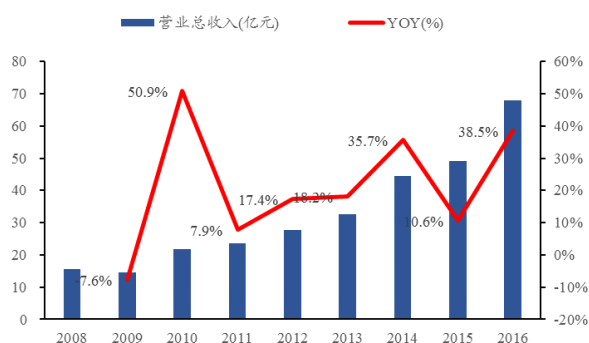
影响，销售收入同比增长 30%以上；子公司佩特来与杰诺瑞在国际、国内市场拓展收益显著，车辆旋转电器业务收入同比增长 10%左右；上半年新能源汽车产销量不及预期，公司新能源车动力总成系统业务收益下降显著，同时新能源汽车运营平台在运营初期的折旧及推广费用增速较快，拖累公司业绩利润。

展望下半年，驱动总成或将迎来爆发。上半年新能源汽车产销量不及预期，目前推广目录和政策得到有效的缓冲适应，产业链议价均确定稳定，我们预计下半年车市触底反弹，全年 70 万台销量目标将大概率完成，且“三万公里”政策存在调整预期，多方调整利好下，公司下半年公司动力总成业务有望集中发力，预计公司 30 万套动力总成产能将有效释放。

■ 给予“增持”评级

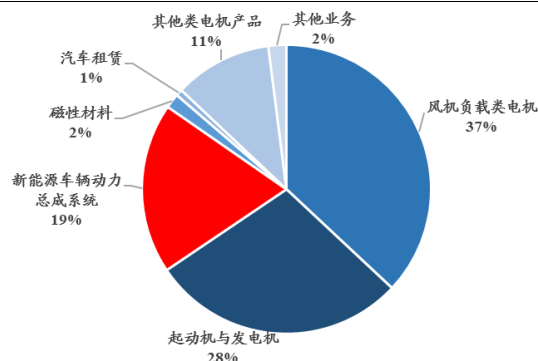
公司传统业务稳定，新能源汽车业务发展迅速。公司三大业务主要为风机负载类电机、起动机与发电机以及新能源车辆动力总成系统，2016 年业务占比分别为 37%、28%以及 19%。公司产品风机负载类电机主要包括家用电器电机（空调机）及微特电机（无刷电机、直线电动机）；起动机与发电机包括车辆旋转电器，车辆动力辅助系统等；新能源业务方面主要包括车辆动力总成系统，新能源汽车运营平台（充电桩及汽车租赁）等。近年来，随着新能源汽车发展，公司驱动总成业务已成为强劲业绩增长点；传统业务随着下游需求稳定及公司市占率提高，收入稳定增长，持续贡献公司业绩。

图 1：公司今年营业收入增长迅速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

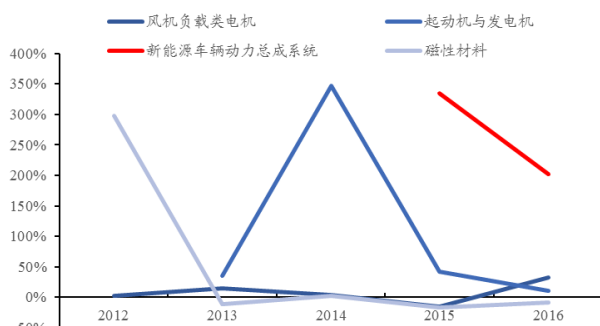
图 2：2016 年主营业务占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

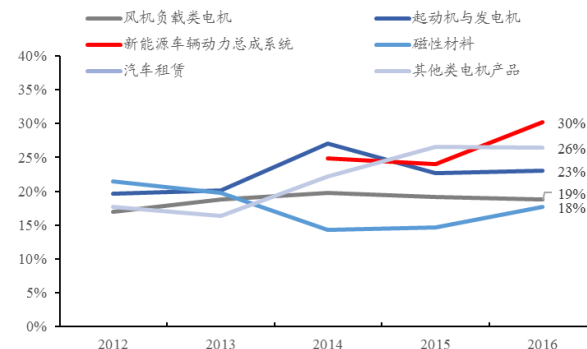
各业务全年增长可期。2017 年家电的零售端新增需求将会被极大带动，将对家用电器的毛利率产生积极影响，2017 年 H1 收入有 30%以上增长，预计全年仍将维持 20-30%左右的快速增长；起动机与发电机方面，子公司佩特来与杰诺瑞在国际、国内市场拓展收益显著，车辆旋转电器业务收入同比增长 10%左右；新能源车动力总成系统 2015 年实现 332% 高增长，2016 年仍然维持 200%左右增速，2017 上半年新能源汽车产销量不及预期，市场处于适应调整期，致公司动力总成业务受一定影响。今年二季度末，车市触底反弹，新能源汽车行情开启，我们预计公司动力总成业务已开始逐步回暖，预计下半年产销将持续复苏。

图 3：历年各业务板块营收增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：历年各业务板块毛利率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

下游广泛且黏性高，各业务客户资源实现共享。国内市场主要销往珠江三角洲区域、长江三角洲区域以及环渤海湾区域，国际主要销往美国、欧洲、中东以及亚洲等 40 个国家和地区。公司联合上海电驱动、北京佩特来、芜湖杰诺瑞，实现客户资源共享，客户基本覆盖国内的主流整车厂，并与其建立了良好的合作关系，配合研发新车型所需的动力总成系统，在客户开发及市场开拓方面取得了新的进展。

预计 17/18/19 年 EPS 为 0.27/0.33/0.41，同比增长 24%/24%/23%，对应 PE 为 46x/37x/30x。公司新能源汽车产业链闭环研发投入有望给公司带来持续的估值溢价，维持中长期“增持”评级。

表 1：公司各主营业务均处于行业领先地位

业务方向	行业地位	主要客户
家电及家居电器电机产品	北美市场出口方面占据 60% 市场份额，“大洋电机牌”是广东省著名商标和出口品牌	Dakin/Goodman、Carrier、Trane、Samsung、LG、ITT、格力、美的、海尔、TCL、海信/科龙等
新能源汽车动力总成	2016 年 1 月收购上海电驱动巩固该块业务，2016 年相应产品市场占有率为 30%，是国内最大的新能源汽车动力总成系统规模最大的独立供应商。	乘用车：北汽（E 系列）、长安（逸动）、上汽、众泰（2017 年开始）等，商用车：中通、北汽福田、中通等
车辆旋转电器	2011 年收购芜湖杰诺瑞涉足车辆选择电器业务，后期持续收购背景佩特来 77.77% 股权和美国佩特来 100% 股权，获得国际品牌“佩特来”永久免费使用权。公司在该块业务属于行业第一梯队。	沃尔沃、康明斯、卡特彼勒、戴姆勒、吉利汽车、长丰猎豹、众泰、潍柴动力、宇通汽车、玉柴、东风康明斯、苏州金龙、厦门金龙、奇瑞汽车、通用五菱、江淮汽车

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1494	1494	1494	1494
应收款项	2987	3754	4574	5715
存货净额	1371	1730	2097	2632
其他流动资产	916	1283	1563	1953
流动资产合计	6772	8264	9732	11800
固定资产	2465	3057	3594	4076
无形资产及其他	598	574	550	526
投资性房地产	4408	4408	4408	4408
长期股权投资	269	390	510	631
资产总计	14512	16693	18795	21442
短期借款及交易性金融负债	1082	1503	1996	2471
应付款项	3186	4326	5242	6581
其他流动负债	527	658	799	1001
流动负债合计	4795	6487	8036	10053
长期借款及应付债券	244	244	244	244
其他长期负债	580	800	1019	1239
长期负债合计	824	1044	1263	1483
负债合计	5618	7530	9300	11536
少数股东权益	329	348	371	401
股东权益	8565	8815	9124	9505
负债和股东权益总计	14512	16693	18795	21442

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.22	0.27	0.33	0.41
每股红利	0.13	0.16	0.20	0.25
每股净资产	3.62	3.72	3.85	4.01
ROIC	0.07	0.07	0.08	0.09
ROE	0.06	0.07	0.09	0.10
毛利率	0.24	0.24	0.24	0.24
EBIT Margin	0.08	0.10	0.10	0.10
EBITDA Margin	0.12	0.13	0.13	0.13
收入增长	0.39	0.26	0.22	0.25
净利润增长率	0.49	0.24	0.24	0.23
资产负债率	0.41	0.47	0.51	0.56
息率	0.01	0.01	0.02	0.02
P/E	57.41	46.22	37.38	30.29
P/B	3.41	3.32	3.21	3.08
EV/EBITDA	41.81	33.72	28.29	24.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6805	8552	10422	13022
营业成本	5195	6509	7894	9887
营业税金及附加	48	60	73	91
销售费用	327	402	500	612
管理费用	661	768	931	1152
财务费用	(43)	34	54	76
投资收益	5	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(34)	(37)	(36)	(36)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	590	747	939	1173
营业外净收支	62	62	62	62
利润总额	652	810	1001	1236
所得税费用	104	129	159	196
少数股东损益	39	49	60	74
归属于母公司净利润	509	633	782	965

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	509	633	782	965
资产减值准备	2	13	7	8
折旧摊销	258	277	338	394
公允价值变动损失	34	37	36	36
财务费用	(43)	34	54	76
营运资本变动	(3985)	12	(184)	(297)
其它	14	6	16	21
经营活动现金流	(3169)	978	996	1126
资本开支	(989)	(895)	(895)	(895)
其它投资现金流	1	0	0	(2)
投资活动现金流	(1109)	(1016)	(1016)	(1018)
权益性融资	2048	0	0	0
负债净变化	240	0	0	0
支付股利、利息	(308)	(383)	(474)	(584)
其它融资现金流	2454	421	493	476
融资活动现金流	4365	38	19	(109)
现金净变动	87	0	(0)	(0)
货币资金的期初余额	1407	1494	1494	1494
货币资金的期末余额	1494	1494	1494	1494
企业自由现金流	(4232)	78	121	278
权益自由现金流	(1538)	470	568	690

相关研究报告

《大洋电机-002249-布局新能源汽车电机及控制系统》——2010-12-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。