

电控龙头地位稳固，产品客户拓展不断

——英搏尔（300681）调研简报

2017 年 12 月 08 日

推荐/首次

英搏尔

调研简报

报告摘要：

公司是电动车电控领域龙头企业，技术底蕴深厚、客户资源丰富、产品体系强大，公司逐步延伸到电机、集成化系统领域，新型产品明年将逐步投放市场，未来竞争力将持续提升。

- ◆ **围绕电控打造优质产品体系，辅助零部件加实力。**公司在 2016 年已经实现中低速电动车电控 36.54 万台销量，市占率达到 60.9%，行业绝对龙头，2017 年市占率维持。同时公司车载充电器、DC-DC 转换器、电子油门踏板极大的丰富了产品体系，后续扩产将提升市占率。公司进一步深入布局了电机、系统集成化产品，抓住了新能源车动力总成发展趋势。
- ◆ **技术底蕴深厚，行业标杆地位显著。**公司建立了以自身专利“交流电机控制器总成”为核心的产品工艺，降低成本提升品质，同时针对大功率电控需求设计了基于 PCB 焊接的一体化层叠功率母排，与大电流薄膜电容模块结合实现突破，为 IGBT 单管的多管并联及均流提供保障。公司在模块化生产、电控扩容、降低成本、提升性能上实现了重要突破。
- ◆ **客户优质丰富，新旧加强后劲十足。**公司客户集中于新能源乘用车和中低速车行业。老客户包括吉利康迪、众泰的合作基础上，新客户包括陕西通家、青年汽车、北汽新能源、江淮、海马，并已经开始批量供货，同时参与到奇瑞、通用五菱、长城汽车、中兴汽车、东风汽车等项目的开发中，为后续业务拓展业绩提升打下坚实基础。

公司盈利预测及投资评级。公司作为国内中低速和 A00 级电动车电控领域龙头，业务不断升级，公司内在价值正在发生显著变化。产品从电控类逐步延伸至电机、系统集成，应用车型从低速车、A00 车逐步拓展到更高级乘用车。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.12/1.51/2.04 元，对应 PE 分别为 45/34/25 倍，给予公司“推荐”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期，低速车销量不及预期，产品价格下跌超预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	426.11	407.60	438.70	611.00	802.80
增长率（%）	125.52%	-4.34%	7.63%	39.28%	31.39%
净利润（百万元）	92.28	65.38	84.82	114.44	154.33
增长率（%）	221.82%	-29.16%	29.75%	34.91%	34.86%
净资产收益率（%）	45.78%	24.49%	6.80%	8.40%	10.18%
每股收益（元）	1.69	1.15	1.12	1.51	2.04
PE	30.16	44.32	45.43	33.67	24.97
PB	14.34	10.83	3.09	2.83	2.54

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

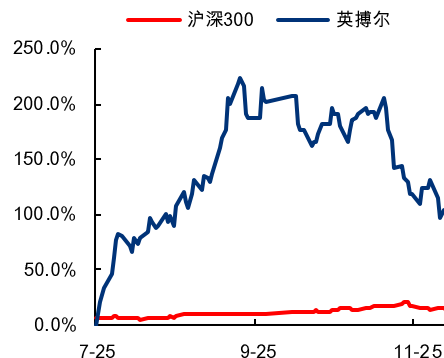
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	50.97-25.14
总市值（亿元）	38.53
流通市值（亿元）	9.63
总股本/流通 A 股（万股）	7560/1890
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	14.23

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. 公司电控产品丰富，业绩稳定增长	3
2. 低速电动车行业仍快速发展，A00 是新能源乘用车销量主力	4
3. 公司电控产品丰富，客户优质持续拓展	5
4. 盈利预测及估值	7
5. 风险提示	7

表格目录

表 1: 公司盈利预测表	8
--------------------	---

插图目录

图 1: 公司电动车控制系统产品布局	3
图 2: 公司电控产品应用领域	3
图 3: 公司 2014-2017 年营收及增速	3
图 4: 公司 2014-2017 年扣非归母净利润及增速	3
图 5: 公司 2014-2016 年营收构成	4
图 6: 公司 2014-2017 年期间费用率	4
图 7: 山东省低速电动车下半年销量持续攀升	5
图 8: 部分低速电动车企 2017 年 1-10 月累计销量	5
图 9: 2017 年低速电动车和新能源车销量相当	5
图 10: 国内主要 A00 车型	5
图 11: 公司重点布局中游	6
图 12: 公司客户丰富	6

1. 公司电控产品丰富，业绩稳定增长

公司专注于电动车电机控制系统领域，主营产品以电机控制器为主，车载充电器、DC-DC 转换器、电子油门踏板等产品为辅，下游客户主要是新能源车、中低速电动车、场地电动车等。在产品上，公司逐步在电机、减速器、系统集成方向也实现了快速突破。客户上，逐步在 A 级车领域打开市场。公司未来不仅仅是一家电控公司，而是拥有电机、集成化系统的新型企业。

图 1：公司电动车控制系统产品布局

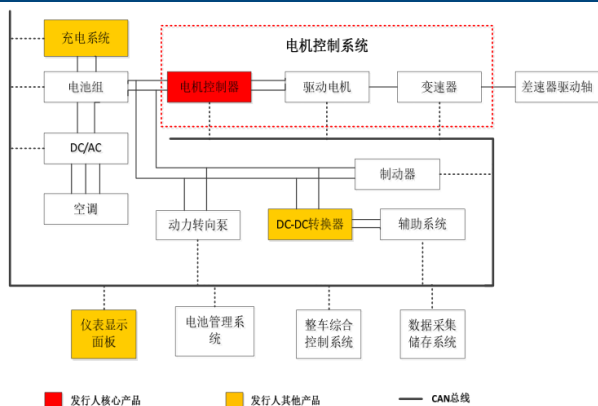


图 2：公司电控产品应用领域

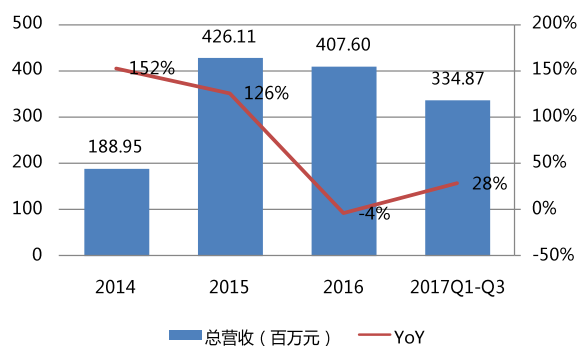


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

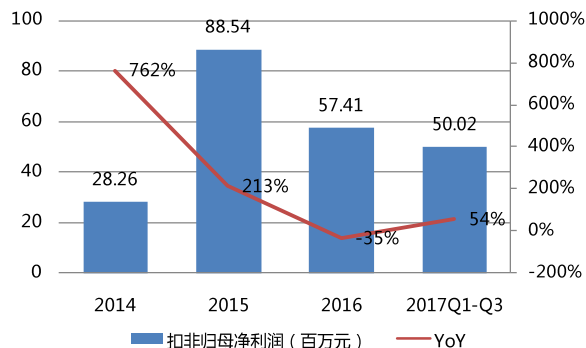
公司前三季度实现营收 3.35 亿元，同比增 27.7%，扣非后归母净利润为 5002 万元，同比增 53.98%。四季度订单情况良好，全年大概率完成业绩指引 8117.41 万元。

图 3：公司 2014-2017 年营收及增速



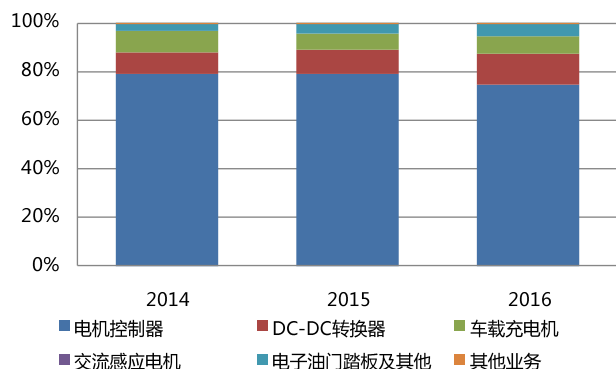
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：公司 2014-2017 年扣非归母净利润及增速



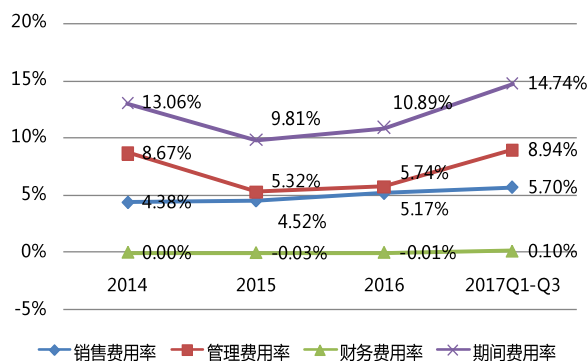
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 5: 公司 2014-2016 年营收构成



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司 2014-2017 年期间费用率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 低速电动车行业仍快速发展, A00 是新能源乘用车销量主力

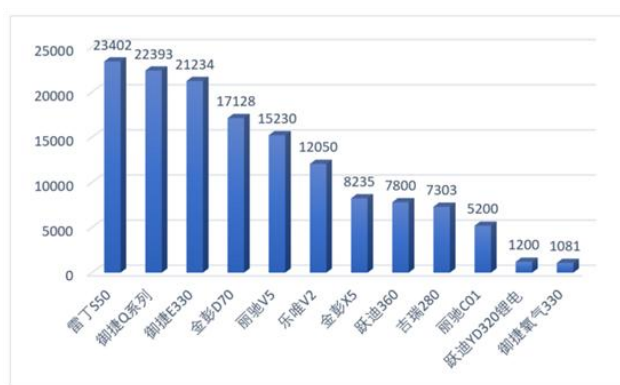
低速电动车行业按“升级一批、规范一批、淘汰一批”思路发展。低速电动车价格低廉, 使用成本低, 近年来在部分地区快速增长, 规模持续扩大。但是部分产品存在安全性能低、质量差, 驾驶人及车辆大多无证无照, 给道路交通安全带来挑战, 同时铅蓄电池也对环境造成污染。未来低速车市场将按照“升级一批、规范一批、淘汰一批”思路发展, “规范一批”就是制定相应产品技术标准, 明确低速电动车产品应该满足的安全技术性能, 建立健全低速电动车市场准入和监管制度, 以及相应的使用管理措施, “升级一批”是对于达到常规纯电动乘用车各项要求的低速电动车生产企业, 支持其升级为常规纯电动乘用车生产企业, “淘汰一批”就是依法依规坚决取缔和淘汰不符合要求的低速电动车生产企业和产品。

低速电动车今年销量超预期。低速电动车近年处于野蛮生长阶段, 即使缺少标准及合法身份, 由于价格亲民、使用方便、性价比高, 销量逐年攀升, 过去几年的年销量一直高于新能源车。2017 年 1-10 月, 山东低速电动车的总产量为 53.95 万辆, 产销持续火爆的原因在于消费升级。低速电动汽车厂商未来的发展在于渠道下沉, 对低端市场进行更广泛的覆盖。

草案调整标准, 锂电替代铅酸。9 月《四轮低速电动车技术条件》草案公布, 首先是草案对低速电动车的尺寸进行了明确定义, 和 16 年公布的《微型电动车技术条件》(2016 年版) 相比, 尺寸缩减明显。同时, 动力电池的标准规格为 GB/T31467 标准, 该标准是《电动汽车用锂离子电池动力蓄电池包和系统》标准, 草案完全放弃了铅酸电池, 明确提出了锂电池作为动力来源。

图 7：山东省低速电动车下半年销量持续攀升


资料来源：车质网，东兴证券研究所

图 8：部分低速电动车企 2017 年 1-10 月累计销量


资料来源：车质网，东兴证券研究所

全球电动化浪潮正式开启，A00 是国内新能源乘用车增长的主要力量。2017 年下半年，欧盟各国陆续提出禁售燃油车时间表，同时中国双积分政策长效机制落地，全球电动化浪潮全面开启。截止 2017 年 9 月，新能源乘用车累计销量达 30.91 万辆，同比增长 46%，其中 A00 级车销量达 15.34 万辆，同比增 161%，去除 A00 级车后，销量增速下降为 2.66%，今年 A00 仍是新能源乘用车增长的主要驱动力。

图 9：2017 年低速电动车和新能源车销量相当


资料来源：车质网，东兴证券研究所

图 10：国内主要 A00 车型

企业名称	车型	车身结构	续航里程	电池	终端价格	备注
北汽新能源	EC180	5 门 5 座	180	20.3	4.98	均为 A00 级车型，车型上市时间集中于 2015~2017 年
众泰	云 100	5 门 5 座	155	18	4.98	
众泰	E200	3 门 2 座	155	24.5	4.98	
东风	风神 E30	3 门 4 座	150	20.5	6.38	
吉利	全球鹰 K17	5 门 5 座	151	20	7.98	
吉利	知豆 D2	3 门 2 座	155	18	4.98	
江铃	E100	5 门 4 座	152	15	3.98	
奇瑞	eQ	5 门 4 座	200	22.3	5.98	
长安	奔奔	5 门 5 座	180	23.2	4.98	

资料来源：智电汽车，东兴证券研究所

3. 公司电控产品丰富，客户优质持续拓展

2009 年，公司切入场地电动车辆的直流电机控制器、分体式充电机、DC-DC 转换器、电子油门踏板等产品开发，并逐步在国内场地车领域取得了替代进口产品的地位。

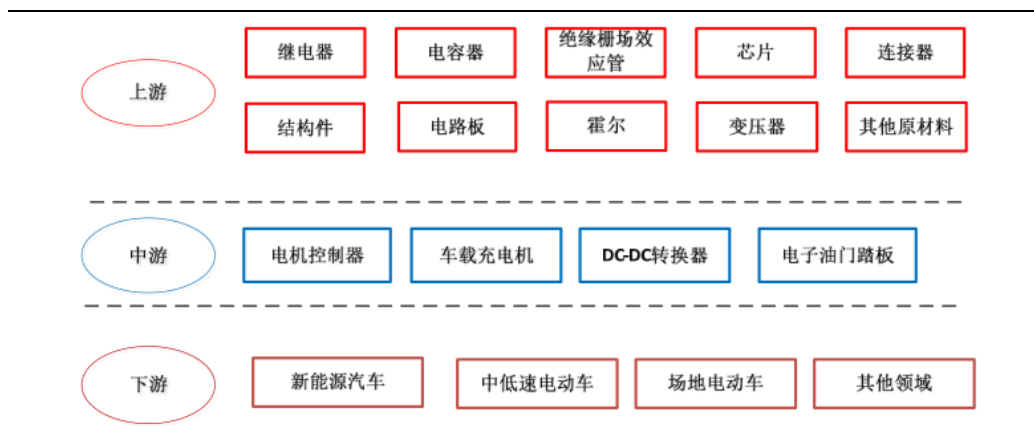
2009 年，公司开始为整车厂开发新能源纯电动乘用车电机控制器，实现产业化应用。

2013 年起，公司先后为吉利、长沙众泰、康迪等汽车整车厂批量提供符合“双 80”标准的纯电动乘用车电控等关键零部件；

2015 年起，公司向上述客户批量提供符合“双 100”标准的纯电动乘用车电控。公司已成为国内纯电动乘用车主流电机控制器供应商。客户开拓加速。

中低速车电控市占率第一，高功率电控产品持续突破。公司在中低速电动车电机控制器领域已经实现了1.5kw到30kw的全覆盖，能够有效满足中低速电动车厂商的要求。进一步，公司在高速纯电动乘用车电气系统及驱动系统领域集中研发，实现了60kw以下的电机控制器的批量化应用，同时对80kw电机控制器的研发工作也完成，进入试制阶段。在此基础上，公司目标指向更高额定功率电动车辆电机控制器的研发计划。2016年，公司销售中低速电动车电控36.54万台，市占率达到60.9%，行业绝对龙头。

图 11：公司重点布局中游



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

客户优质基础牢固，业务拓展后劲十足。在新能源车行业高速发展阶段，公司在保持与老客户吉利康迪、众泰的合作基础上，同时开发出多个新客户，如陕西通家、青年汽车、北汽新能源、江淮、海马都已经开始批量供货，并参与到奇瑞、通用五菱、长城汽车、中兴汽车、东风汽车等项目的开发中，为后续业务拓展打下坚实基础。

图 12：公司客户丰富



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

公司是电动车电控领域龙头企业，技术底蕴深厚、客户资源丰富、产品体系强大，公司逐步延伸到电机、集成化系统领域，新型产品明年将逐步投放市场，未来竞争力将持续提升。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.12/1.51/2.04 元，对应 PE 分别为 45/34/25 倍，给予公司“推荐”评级。

5. 风险提示

- （1）新能源车销量不及预期；
- （2）低速车销量不及预期；
- （3）产品价格下跌超预期。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表					单位: 百万元		利润表			单位: 百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	357	346	1361	1482	1685	营业收入	426	408	439	611	803	
货币资金	35	37	1040	1033	1099	营业成本	274	292	303	429	557	
应收账款	147	161	156	218	286	营业税金及附加	2	2	3	4	5	
其他应收款	2	3	3	4	6	营业费用	19	21	23	31	39	
预付款项	0	2	2	2	2	管理费用	23	23	24	32	40	
存货	133	135	141	200	260	财务费用	0	0	-5	-10	-10	
其他流动资产	0	1	1	1	1	资产减值损失	5.42	2.50	3.00	3.00	3.00	
非流动资产合计	61	122	111	173	194	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	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	48.67	52.86	83.75	148.26	170.98	营业利润	104	66	88	123	169	
无形资产	9	23	21	19	17	营业外收入	4.24	9.51	10.00	10.00	10.00	
其他非流动资产	0	3	3	3	3	营业外支出	0.20	0.15	0.00	0.00	0.00	
资产总计	418	468	1472	1656	1880	利润总额	108	76	98	133	179	
流动负债合计	213	164	187	256	327	所得税	15	10	13	18	25	
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	92	65	85	114	154	
应付账款	187	134	166	235	305	少数股东损益	0	0	0	0	0	
预收款项	3	11	11	11	11	归属母公司净利润	92	65	85	114	154	
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	114	93	94	131	178	
非流动负债合计	3	37	37	37	37	BPS (元)	1.69	1.15	1.12	1.51	2.04	
长期借款	0	32	32	32	32	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	216	201	224	293	364	成长能力						
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	125.52%	-4.34%	7.63%	39.28%	31.39%	
实收资本 (或股	57	57	76	76	76	营业利润增长	218.73%	-35.83%	32.99%	38.86%	37.71%	
资本公积	88	88	966	966	966	归属于母公司净利润	29.75%	34.91%	29.75%	34.91%	34.86%	
未分配利润	47	106	170	256	373	获利能力						
归属母公司股东	202	267	1248	1362	1516	毛利率 (%)	35.78%	28.40%	31.01%	29.78%	30.57%	
负债和所有者权	418	468	1472	1656	1880	净利率 (%)	21.66%	16.04%	19.34%	18.73%	19.22%	
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)	22.09%	13.98%	5.76%	6.91%	8.21%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	45.78%	24.49%	6.80%	8.40%	10.18%	
经营活动现金流	6	29	106	66	100	偿债能力						
净利润	92	65	85	114	154	资产负债率 (%)	52%	43%	15%	18%	19%	
折旧摊销	10.28	26.90	0.00	15.48	17.28	流动比率	1.67	2.11	7.27	5.78	5.16	
财务费用	0	0	-5	-10	-10	速动比率	1.05	1.29	6.52	5.00	4.36	
应收账款减少	0	0	5	-61	-68	营运能力						
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.50	0.92	0.45	0.39	0.45	
投资活动现金流	-49	-60	-3	-83	-43	应收账款周转率	4	3	3	3	3	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.06	2.54	2.93	3.05	2.97	
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.69	1.15	1.12	1.51	2.04	
筹资活动现金流	73	32	901	9	9	每股净现金流 (最新	0.53	0.03	13.28	-0.10	0.87	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.56	4.71	16.51	18.02	20.05	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	54	0	19	0	0	P/E	30.16	44.32	45.43	33.67	24.97	
资本公积增加	88	0	878	0	0	P/B	14.34	10.83	3.09	2.83	2.54	
现金净增加额	30	2	1004	-8	66	EV/EBITDA	25.12	30.94	30.21	21.86	15.65	

资料来源: 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。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。