

募投项目价值升级，前期积累增厚实力

——方正电机（002196）事件点评

2018年03月29日

强烈推荐/维持

方正电机 事件点评

事件：

2018年3月28日，公司发布《非公开发行股票申请文件反馈意见之回复报告》。

主要观点：

1. 前募投项目为公司竞争实力提升打下基础，客户与产品兼具

公司于2013年非公开募集资金投入“年产10万台纯电动车驱动系统项目”和“年产6000台伺服控制特种缝制机械项目”。

(1) 公司“年产6000台伺服控制特种缝制机械项目”由于缝制机械行业萎缩、国内相关产业低迷，同时公司将战略聚焦在成为节能与新能源汽车领域一流核心零部件供应商，于是终止了该项目，改为“年产1万台新能源商用车驱动电机项目”，覆盖产品有150KW、200KW主驱电机及60KW混动电机。公司从2017年12月开始少量供货，暂未盈利。但从中长期看，新能源商用车补贴政策已经出台，政策不确定性消除，公司该项目发展将逐步改善。

(2) 公司“年产10万台纯电动车驱动系统项目”实施后，在客户广度与质量上均有大幅提高，比如拓展出五菱、吉利等代表性客户。同时公司在产品品类上完成了功率从27KW到120KW主驱电机的覆盖，产品性价比做到了较强的竞争优势。在吉利供应链中，公司目前主要供应帝豪EV用电机，进入吉利已经标志公司产品品质向上走了一个台阶，而且吉利后续还有紧凑型SUV、紧凑型轿车的纯电版本。在五菱供应链中，公司是五菱E100的独家供应商，今年由于五菱E100将从柳州走向全国，销量预计将大幅提升。公司该项目2017年实现43859台销量，净利润570.74万元，没有满产影响到毛利率，同时补贴退坡、原材料成本上涨也是导致净利润相对较低的原因。但从长期看，随着新能源车市场季节波动性减小、行业每年保持较高速增长、政策促进高续航里程车型的发展、优质客户爆款车型的放量、原材料价格趋于稳定，公司该项目的产能利用率将会逐步提升，盈利能力将逐步改善。

2. 现募投项目价值升级，扁线电机和系统集成代表未来趋势

公司本次非公开募资计划用于“年产35万台新能源汽车电机及电

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

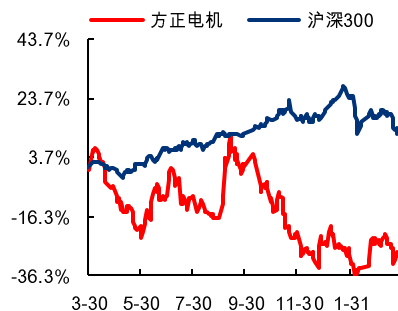
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

| | |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间(元) | 8.84-22.04 |
| 总市值(亿元) | 39.86 |
| 流通市值(亿元) | 25.68 |
| 总股本/流通A股(万股) | 45090/29047 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 2.43 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《方正电机（002196）：补助将至，新趋势新价值得到认可》2018-03-27
- 《方正电机（002196）：业绩符合预期，看好客户潜力与产品布局》2018-02-28
- 《方正电机（002196）：吉利入股戴勒姆引爆供应链》2018-02-26
- 《方正电机（002196）：供货吉利证明实力，业内地位显著提升》2018-01-30

驱动集成系统项目”、“新能源汽车电驱动系统与节能电机研究院项目”。其中，公司拟实施的“年产 35 万台新能源汽车驱动电机及电驱动集成系统项目”，又分为“年产 20 万台的高功率密度驱动电机”和“年产 15 万台的电驱动集成系统”两个项目，计划分别生产扁线电机与集成系统产品。

1) 扁线电机的先进性：可以提高电机槽满率 15%-20%，绕组端部长度降低 15%，使相同输出转矩电机体积缩小近 30%，最终达到电机功率密度大幅提高的效果，产品的性价比提升。扁线电机的海外应用车型有丰田普锐斯，采用的是日本电装的扁线电机，通用 Volt，采用的是博格华纳的扁线电机。

合作及客户：公司合作对象为上汽，对应的平台是上汽 EDU 电驱动变速箱平台，开发的车型覆盖了荣威所有乘用车品牌，比如荣威 e950、e550、eRX5、ei6 等，公司已经给上汽集团提供了扁线电机的 A 样用于测试与验证。除了和上汽合作外，未来目标客户还包括吉利与长城。

2) 集成系统的先进性：驱动电机与减速箱一体化集成设计，电机轴与减速箱轴之间的花键、轴承及密封圈等部件取消，实现成本的有效降低。

合作及客户：公司合作对象为上汽通用五菱，应用车型为宝骏 E100 和 E200。目前产品性能等各方面均已符合上汽通用五菱要求，双方在正式供货合同部分商务条款协商一致之后，可开始供货。除了上汽通用五菱外，公司目标客户包括奇瑞、知豆及长安汽车等。

结论：

我们看好高功率密度扁线电机与集成系统两大行业趋势。在扁线电机方面，公司的合作对象是实力雄厚的车企巨头上汽，应用端对应爆款车型。在系统集成方面，公司的合作对象是上汽通用五菱，对应车型宝骏 E100，今年在全国铺开销售后将带来非常可观的销量。我们预计公司 2017 年-2019 年的营业收入分别为 13.14 亿元、18.19 亿元和 25.98 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.37、1.59、2.36 亿元，每股收益分别为 0.3、0.35、0.52 元，对应 PE 分别为 29.1x、25.1x、16.9x。维持“**强烈推荐**”评级。

风险提示：

(1) 新能源车行业发展不及预期 (2) 驱动系统产品价格下跌超预期 (3) 公司新产品投产不达预期。

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 | 1055 | 1088 | 1473 | 1722 | 2402 | 营业收入 | 794 | 1049 | 1314 | 1819 | 2598 |
| 货币资金 | 246 | 135 | 370 | 234 | 334 | 营业成本 | 650 | 783 | 1019 | 1415 | 1990 |
| 应收账款 | 299 | 377 | 468 | 648 | 925 | 营业税金及附加 | 3 | 5 | 7 | 9 | 13 |
| 其他应收款 | 9 | 6 | 8 | 11 | 16 | 营业费用 | 16 | 23 | 28 | 39 | 56 |
| 预付款项 | 18 | 14 | 14 | 14 | 14 | 管理费用 | 76 | 112 | 131 | 193 | 275 |
| 存货 | 288 | 320 | 391 | 543 | 763 | 财务费用 | 2 | 1 | 1 | -3 | 5 |
| 其他流动资产 | 122 | 81 | 81 | 81 | 81 | 资产减值损失 | -5.87 | 17.57 | 5.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 1706 | 1817 | 1749 | 1768 | 1746 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 16.74 | 17.10 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0 | 3 | 3 | 3 | 3 | 投资净收益 | 6.69 | 2.50 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |
| 固定资产 | 321.73 | 363.37 | ##### | 459.61 | 448.15 | 营业利润 | 60 | 127 | 146 | 173 | 266 |
| 无形资产 | 120 | 117 | 105 | 95 | 85 | 营业外收入 | 8.01 | 17.50 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 其他非流动资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 营业外支出 | 1.15 | 0.79 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 资产总计 | 2761 | 2904 | 3223 | 3490 | 4148 | 利润总额 | 67 | 144 | 165 | 192 | 285 |
| 流动负债合计 | 449 | 496 | 488 | 647 | 1143 | 所得税 | 10 | 25 | 29 | 33 | 49 |
| 短期借款 | 114 | 109 | 0 | 0 | 257 | 净利润 | 57 | 119 | 137 | 159 | 236 |
| 应付账款 | 213 | 245 | 321 | 446 | 627 | 少数股东损益 | -2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 5 | 3 | 3 | 3 | 3 | 归属母公司净利润 | 59 | 118 | 137 | 159 | 236 |
| 一年内到期的非 | 9 | 15 | 15 | 15 | 15 | EBITDA | 208 | 275 | 201 | 230 | 332 |
| 非流动负债合计 | 68 | 56 | 50 | 50 | 50 | BPS (元) | 0.33 | 0.46 | 0.30 | 0.35 | 0.52 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债合计 | 518 | 552 | 538 | 697 | 1193 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 31 | 10 | 10 | 10 | 10 | 营业收入增长 | 27.62% | 32.09% | 25.19% | 38.44% | 42.87% |
| 实收资本(或股 | 265 | 265 | 451 | 451 | 451 | 营业利润增长 | 1207.17% | 109.76% | 15.48% | 17.92% | 53.91% |
| 资本公积 | 1878 | 1882 | 1882 | 1882 | 1882 | 归属于母公司净利 | 15.80% | 15.86% | 15.80% | 15.86% | 48.57% |
| 未分配利润 | 109 | 213 | 271 | 338 | 437 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 2213 | 2342 | 2671 | 2780 | 2942 | 毛利率(%) | 18.23% | 25.38% | 22.42% | 22.21% | 23.41% |
| 负债和所有者权 | 2761 | 2904 | 3223 | 3490 | 4148 | 净利率(%) | 7.21% | 11.32% | 10.43% | 8.73% | 9.08% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| | 单位:百万元 | | | | | ROE(%) | | | | | |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 2.14% | 4.07% | 4.25% | 4.55% | 5.68% | |
| 经营活动现金流 | 37 | 36 | 119 | -16 | -46 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 57 | 119 | 137 | 159 | 236 | 资产负债率(%) | 19% | 19% | 17% | 20% | 29% |
| 折旧摊销 | 146.24 | 146.45 | 0.00 | 49.65 | 51.45 | 流动比率 | 2.35 | 2.19 | 3.02 | 2.66 | 2.10 |
| 财务费用 | 2 | 1 | 1 | -3 | 5 | 速动比率 | 1.71 | 1.55 | 2.22 | 1.82 | 1.43 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -90 | -180 | -278 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.39 | 0.37 | 0.43 | 0.54 | 0.68 |
| 投资活动现金流 | -639 | -91 | 31 | -73 | -33 | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 公允价值变动收 | 0 | 17 | 17 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 3.92 | 4.58 | 4.64 | 4.74 | 4.84 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 7 | 2 | 7 | 7 | 7 | 每股收益(最新摊 | 0.33 | 0.46 | 0.30 | 0.35 | 0.52 |
| 筹资活动现金流 | 617 | -57 | 86 | -47 | 178 | 每股净现金流(最 | 0.06 | -0.42 | 0.52 | -0.30 | 0.22 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新 | 8.34 | 8.83 | 5.92 | 6.17 | 6.52 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 95 | 0 | 186 | 0 | 0 | P/E | 26.79 | 19.22 | 29.10 | 25.11 | 16.90 |
| 资本公积增加 | 1333 | 4 | 0 | 0 | 0 | P/B | 1.06 | 1.00 | 1.49 | 1.43 | 1.36 |
| 现金净增加额 | 15 | -112 | 235 | -135 | 100 | EV/EBITDA | 10.66 | 8.50 | 18.03 | 16.38 | 11.83 |

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。

单击此处输入文字。

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。