

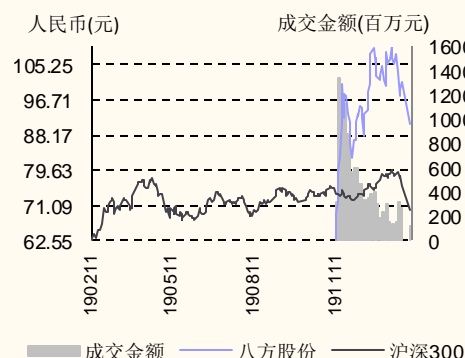
八方股份 (603489.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 90.90 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.20
已上市流通 A 股(亿股)	.30
总市值(亿元)	109.08
年内股价最高最低(元)	109.76/90.90
沪深 300 指数	3688
上证指数	2747



相关报告

- 1.《业绩符合预期, 电踏车电机龙头稳步增长-八方股份点评》, 2020.1.21
- 2.《电踏车电机龙头, 需求+ASP 提升驱动成长-八方股份深度》, 2020.1.14

彭聪 分析师 SAC 执业编号: S1130518070001
pengcong@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

张伟鑫 联系人
zhangweixin@gjzq.com.cn

欧洲电踏车高景气, 出口为主疫情影响甚微

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.593	2.582	2.628	3.597	4.691
每股净资产(元)	2.99	5.13	16.70	20.20	24.79
每股经营性现金流(元)	1.37	2.43	2.21	2.88	3.78
市盈率(倍)	0.00	0.00	34.77	25.41	19.48
净利润增长率(%)	-40.31%	335.69%	35.74%	36.86%	30.41%
净资产收益率(%)	19.83%	50.37%	15.74%	17.81%	18.93%
总股本(百万股)	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 欧洲电踏车增长趋势高涨, 2019 年销售数据可达 300 万辆, 远期年销量可达 1000 万辆。

1) 2019H1 德国电踏车销量 92 万辆, 同比+37.2%, 保守预计全年销量 132 万辆; 英国 2019 年 1~11 月电踏车进口同比+45.2%至 9.3 万辆; 比利时全年销量 23.8 万辆, 销量占比 51%, 连续两年超过 50%; 荷兰全年销量超 50 万辆, 同比+22.1%, 销量占比首次达到 50%, 同比提升 10pct。
2) 短期内, 预计 2019、2020 年欧洲电踏车销量将达到 300、360 万辆, 维持 20%左右年增速; 长期看, 参考比利时/荷兰 51%/50%的销量占比, 全欧洲当前电踏车销量占比仅为 13%, 提升空间巨大, 远期年销量可达 1000 万辆, 销售占比达到 50%左右。

- 下游需求主要在欧洲, 公司供需两侧受疫情影响甚微。

需求侧: 公司电踏车电机及系统产品主要面向欧洲终端市场, 截止 2 月 3 日, 欧洲确诊病例仅为 26 人, 分布在 7 个国家, 且欧洲地区具备医疗资源优势, 预计下游需求受疫情影响极其有限。

供给侧: (1) 苏州要求企业复工时间不得早于 2 月 9 日 24 时, 一定程度上影响 Q1 供应; 但是公司产能利用率弹性较大, 2019H1 公司产能利用率已超过 171%, 后期可以通过提升产能利用率弥补前期停产缺口。(2) 欧美部分地区加大航运海运监管力度, 但是尚无对货物出口进行贸易管制迹象, 公司产品出口基本无影响。

- 需求高增+ASP 提升逻辑不改, 看好电踏车电机龙头稳健增长。八方为全球电踏车电机龙头, 产品认可度极高, 2018 年欧洲市占率近 30%, 轮毂电机市占率更高达 44%。我们认为欧美市场高增可持续。伴随公司仪表、控制器、传感器和电池等配套率提升, ASP 将快速增长, 经测算 2017-2019H1 公司 ASP 分别为 840/888/1040 元, 未来套件和电池配套率达到 100%情况下, ASP 可达 2000 元以上。

投资建议

- 维持预测 2019-2021 年公司归母净利润分别为 3.15、4.32、5.63 亿, 同比增长 36%/37%/30%, 对应 EPS 为 2.63/3.60/4.69 元。给予公司 2020 年 35 倍 PE, 对应目标价 126 元, 维持“买入”评级。

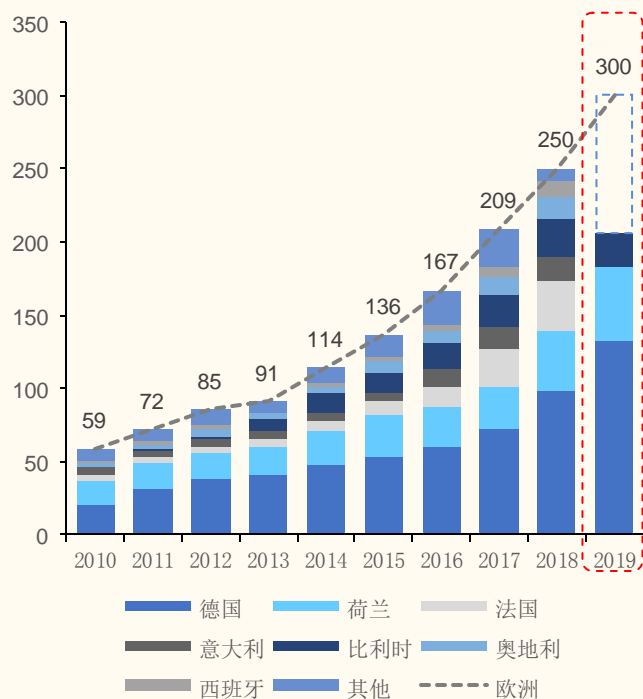
风险提示

国内外疫情防治不及预期风险; 欧美贸易政策风险; 市场竞争风险。

附：欧洲电踏车先行区域销量占比突破5成，出口企业影响较小

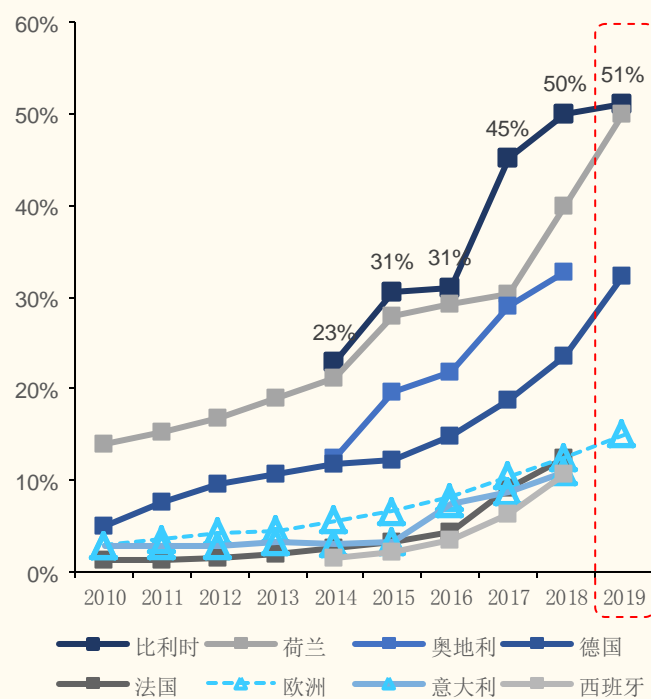
- 欧洲是全球最大的电踏车市场，2019 年市场高景气度持续。2018 年电踏车销量约 250 万辆，同比增长 20%，其中比利时、荷兰、德国是欧洲地区电踏车销量及普及程度最为领先的地区，三地电踏车销量占欧洲全部销量约 66%，各地电踏车占自行车销量比例分别达到 50%、40%、24%。从目前公布电踏车销量数据的地区看，2019 年欧洲电踏车市场维持了较快增速：
- 德国：据德国自行车工业协会数据，仅 2019 年上半年德国电踏车销量即达到 92 万辆，同比增加 37.2%。预设全年销量增速 35%，测算 2019 年德国电踏车销量在 130 万辆上下。
- 比利时：2019 年比利时电踏车销量 23.8 万辆，在全部自行车销量占比提升约 1 pct 至 51%，实现连续两年电踏车销量占比维持超过 50%。
- 荷兰：2019 年全年电踏车销量突破 50 万辆，同比增长 22.1%，同期荷兰自行车销量约 100 万辆，电踏车销量占比首次突破 50%，较 2018 年提升 10pct。
- 英国：2019 年 1-11 月英国电踏车进口量同比增长 45.2%至 9.3 万辆。
- 1) 销售总量上，比利时、荷兰销量数据及德国预期销量数据合计超过 200 万辆，若仍以 66%的合计占比测算，2019 年欧洲电踏车销量将有望突破 300 万辆。
- 2) 从结构占比看，销量占比 50%是合理可实现的，30%以下地区有望维持高增速。比利时连续两年电踏车占比超 50%，荷兰 2019 年成功跻身 50% 梯队，德国在 2018 年 24%的销量占比前提下，2019 年上半年实现了 37% 以上的高增速，验证远期欧洲电踏车销量占比 40%-50%预测的合理性，当前欧洲地区仅 13~15%的销量占比，远期销售占比达到 50%的话，电踏车年销量可达到 1000 万辆规模。

图表 1：2010-2019 年欧洲各国电踏车销量及预期（万辆）



来源：CONEBI、RAI、ARGE-Fahrrad 等、国金证券研究所（注：2019 年欧洲、德国电踏车销量为测算值）

图表 2：2010-2019 年欧洲各国电踏车在自行车销量占比及预期



来源：CONEBI、RAI、ARGE-Fahrrad 等、国金证券研究所（注：2019 年欧洲、德国电踏车销量占比为测算值）

- 疫情之下，尚无货物出口管制迹象，公司产品出口无忧。海运空运仍是自行车类产品出口主要渠道，受国内疫情影响，航空航线方面德国、瑞士、英国等等部分欧洲航空公司取消暂停部分大陆航线。1月31日，世界卫生组织将此次肺炎疫情列为最高预警级别 PHEIC，但 PHEIC 并非针对国家地区，并不意味直接限制贸易流动。历史上 WHO 曾将美国、巴西、非洲部分地区发生的疫情宣布列为 PHEIC，实际对贸易往来影响作用有限。目前尚无对中国出口货物实行贸易管制迹象，并且公司产品终端市场主要在欧洲，欧洲病例人数极少，仅仅 26 人，分布在 7 个国家，疫情影响较小，我们认为公司产品出口基本无忧。

图表 3：电踏车主要消费地区新冠病毒人数

国家	新冠确诊病例	死亡病例
日本	20	0
美国	16	0
欧洲	26	0
德国	12	0
法国	6	0
意大利	2	0
英国	2	0
俄罗斯	2	0
芬兰	1	0
瑞典	1	0

来源：腾讯新闻、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	392	615	942	1,295	1,777	2,424
增长率		57.1%	53.1%	37.5%	37.2%	36.4%
主营业务成本	-238	-358	-570	-801	-1,112	-1,530
%销售收入	60.8%	58.2%	60.6%	61.8%	62.6%	63.1%
毛利	153	257	372	494	665	894
%销售收入	39.2%	41.8%	39.4%	38.2%	37.4%	36.9%
营业税金及附加	-2	-5	-7	-8	-12	-16
%销售收入	0.6%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-18	-27	-42	-58	-81	-110
%销售收入	4.5%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%
管理费用	-12	-121	-23	-32	-45	-63
%销售收入	3.0%	19.7%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%
研发费用	-14	-22	-31	-43	-60	-85
%销售收入	3.5%	3.6%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	108	81	269	353	467	620
%销售收入	27.6%	13.2%	28.6%	27.2%	26.3%	25.6%
财务费用	1	-6	-1	12	18	21
%销售收入	-0.2%	1.0%	0.1%	-0.9%	-1.0%	-0.9%
资产减值损失	-3	-1	-4	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	2	8	24	22
%税前利润	1.1%	0.6%	0.7%	2.2%	4.6%	3.3%
营业利润	107	74	266	371	508	662
营业利润率	27.4%	12.0%	28.3%	28.6%	28.6%	27.3%
营业外收支	-3	6	4	0	0	0
税前利润	105	80	271	371	508	662
利润率	26.7%	13.0%	28.7%	28.6%	28.6%	27.3%
所得税	-15	-27	-38	-56	-76	-99
所得税率	14.6%	33.5%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	89	53	232	315	432	563
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	89	53	232	315	432	563
净利率	22.8%	8.7%	24.7%	24.4%	24.3%	23.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	89	53	232	315	432	563
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	4	10	6	6	12
非经营收益	-3	6	-2	-6	-24	-22
营运资金变动	-14	60	-21	-50	-68	-99
经营活动现金净流	77	123	219	265	346	453
资本开支	-2	-2	-37	-23	-355	-290
投资	0	0	0	-984	100	0
其他	1	1	2	8	24	22
投资活动现金净流	0	-1	-35	-999	-232	-268
股权募资	0	18	0	1,239	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-7	-81	-48	-12	-12	-12
筹资活动现金净流	-7	-63	-48	1,227	-12	-12
现金净流量	69	59	136	494	102	173

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	123	182	318	812	914	1,087
应收账款	75	130	191	263	371	519
存货	63	109	118	156	220	303
其他流动资产	5	6	8	990	890	891
流动资产	266	427	636	2,221	2,396	2,800
%总资产	91.4%	92.7%	91.9%	96.8%	85.0%	80.0%
长期投资	5	3	0	0	0	0
固定资产	16	18	20	31	373	644
%总资产	5.6%	3.9%	2.9%	1.3%	13.2%	18.4%
无形资产	2	12	34	42	49	57
非流动资产	25	34	56	72	422	701
%总资产	8.6%	7.3%	8.1%	3.2%	15.0%	20.0%
资产总计	291	460	692	2,294	2,818	3,501
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	97	165	203	250	341	459
其他流动负债	17	27	28	40	54	68
流动负债	114	191	231	290	394	527
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	0	0	0	0	0
负债	118	191	231	290	394	527
普通股股东权益	174	269	461	2,004	2,423	2,974
其中：股本	30	90	90	120	120	120
未分配利润	129	11	181	484	904	1,455
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	291	460	692	2,294	2,818	3,501

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	#DIV/0!	0.593	2.582	2.628	3.597	4.691
每股净资产	5.791	2.988	5.126	16.698	20.196	24.787
每股经营现金净流	2.562	1.372	2.431	2.212	2.884	3.777
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	51.43%	19.83%	50.37%	15.74%	17.81%	18.93%
总资产收益率	30.65%	11.58%	33.55%	13.75%	15.32%	16.08%
投入资本收益率	53.10%	20.03%	50.08%	14.97%	16.38%	17.73%
增长率						
主营业务收入增长率	43.51%	57.11%	53.09%	37.48%	37.18%	36.41%
EBIT增长率	130.80%	-25.04%	232.14%	31.20%	32.34%	32.81%
净利润增长率	115.44%	-40.31%	335.69%	35.74%	36.86%	30.41%
总资产增长率	70.48%	57.96%	50.41%	231.26%	22.84%	24.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.2	47.9	45.9	48.0	50.0	52.0
存货周转天数	72.6	87.7	72.7	72.0	73.0	73.0
应付账款周转天数	109.2	109.1	100.3	97.0	95.0	93.0
固定资产周转天数	15.3	10.7	7.7	5.7	4.6	14.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-70.67%	-67.72%	-68.99%	-89.42%	-74.04%	-66.15%
EBIT利息保障倍数	-117.3	13.1	436.7	-30.2	-26.1	-29.9
资产负债率	40.40%	41.58%	33.38%	12.64%	13.99%	15.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	7	8	8
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.13	1.11	1.11

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-01-14	买入	109.76	126.00~126.00
2	2020-01-21	买入	103.64	126.00~126.00

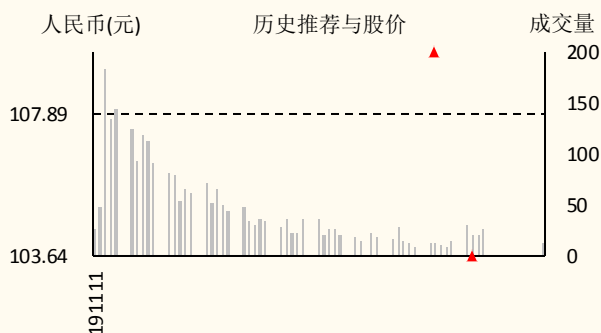
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH