

证券研究报告—动态报告

电气设备

电机 II

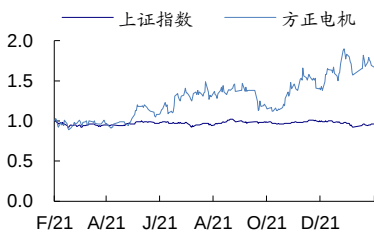
方正电机(002196)
增持

2021 年业绩预告点评

(维持评级)

2022 年 02 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	499/468
总市值/流通(百万元)	5,948/5,578
上证综指/深圳成指	3,491/13,471
12 个月最高/最低(元)	14.14/6.22

相关研究报告:

《方正电机-002196-重大事件快评: 新能源乘用车业务拓展顺利》——2017-09-15

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

联系人: 余晓飞

电话:

E-MAIL: yuxiaofei1@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

驱动电机业务大幅增长, 归母净利润转正

● 营收净利大幅增长, 公司业绩扭亏为盈

公司 2021 年业绩预告扭亏为盈, 预计实现营收 18.5-19.0 亿元, 同比增长 62%-66%; 扣除后营收 17.2-17.7 亿元, 同比增长 59%-63%; 归母净利润 0.18-0.27 亿元, 同比增长 103%-104%; 归母扣非净利润亏损 1.15-1.24 亿元, 同比增长 81-82%; 基本每股收益 0.037-0.056 元/股, 同比增长 103%-104%。公司各项盈利指标大幅改善, 主要受益于新能源汽车驱动电机业务大幅增长。

● 新能源驱动电机同比增长超过 250%, 原材料成本上涨挤压盈利

2021 年, 国内新能源汽车市场的快速发展, 公司新能源汽车驱动电机业务同比增长超过 250%。但同时由于铜、铝、硅钢片等大宗商品价格大幅上涨, 公司原材料成本上升, 影响公司营业利润增长低于营业收入增长, 扣除非经常性损益后的净利润仍出现亏损。我们认为, 行业景气度持续, 新增驱动电机产能投产, 公司盈利能力持续向好。

● 优质客户不断拓展, 新增产能预计 2024 年达产

根据公司财报, 2021 年上半年, 公司新能源驱动电机出货 19 多万台, 出货量继续位居行业前列, 并且市占率进一步提升。公司量产驱动电机主要应用于上汽通用五菱 MINIEV、小鹏 P7、吉利帝豪 EV 等车型。公司为蔚然动力、上汽乘用车、奇瑞汽车开发的新能源汽车驱动电机进展顺利, 有望于 2021 年第四季度量产。此外, 公司还获取了上汽通用五菱 GSEV 项目和两个混动项目定点, 其他新客户和新项目的开发也进展顺利。公司至 2021 年底驱动电机产能 50 万台/年, 目前处于满产阶段。为满足客户需求, 公司已启动新增年产 100 万台驱动电机项目, 该项目预计投资 5 亿元, 项目 2024 年达产后预计年新增营业收入 25 亿元。

● 风险提示: 新能源车销量不及预期风险; 大宗商品价格持续上涨。

● 驱动电机核心标的, 给予“增持”评级

预计 21-23 年 EPS 为 0.05/0.26/0.60 元, 对应当前股价的 PE 为 249/46/20x, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,143	1,866	2,920	4,789
(+/-%)	2.5%	63.3%	56.5%	64.0%
净利润(百万元)	-637	22	122	281
(+/-%)	-3876.0%	-103.5%	442.1%	131.1%
摊薄每股收益(元)	-1.36	0.05	0.26	0.60
EBIT Margin	-1.8%	-8.4%	-1.3%	3.0%
净资产收益率(ROE)	-43.6%	1.5%	7.6%	15.1%
市盈率(PE)	-8.8	248.8	45.9	19.9
EV/EBITDA	151.9	-164.8	93.5	33.8
市净率(PB)	3.82	3.77	3.50	2.99

资料来源: Wind 一致预期, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收净利大幅增长，公司业绩扭亏为盈：公司 2021 年业绩预告扭亏为盈，预计实现营收 18.5-19.0 亿元，同比增长 62%-66%；扣除后营收 17.2-17.7 亿元，同比增长 59%-63%（扣除后营业收入指扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入后的营业收入）；归母净利润 0.18-0.27 亿元，同比增长 103%-104%；归母扣非净利润亏损 1.15-1.24 亿元，同比增长 81-82%；基本每股收益 0.037-0.056 元/股，同比增长 103%-104%。公司各项盈利指标大幅改善，主要受益于新能源汽车驱动电机业务大幅增长。

表 1：方正电机 2021 年业绩预告

项目	2021 年	2020 年
归母净利润	盈利：1800-2700 万元，同比增长 102.83%-104.24%	亏损：6.4 亿元
扣非净利润	亏损：1.15-1.24 亿元，同比增长 82.2%-80.8%	亏损：6.5 亿元
基本每股收益	盈利：0.037-0.056 元/股	亏损：1.36 元/股
营业收入	18.5-19.0 亿元	11.4 亿元
扣除后营业收入	17.2-17.7 亿元	10.8 亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

单四季度，公司实现营业收入 5.48-5.98 亿元，同比增长 38%-51%；归母净利润 0.40-0.49 亿元，同比增长 107%-108%；扣非净利润亏损 0.25-0.34 亿元，同比增长 94%-96%。

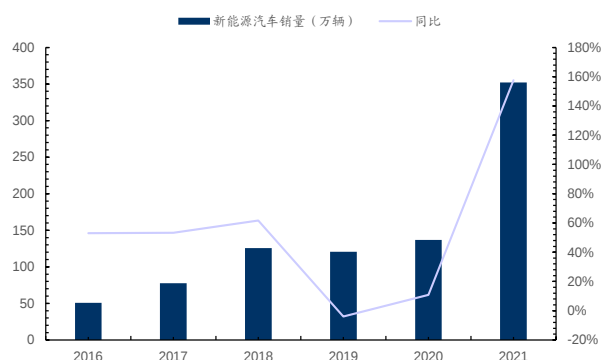
表 2：单季度公司财务指标

项目	2021 年四季度	2021 年三季度	2021 年二季度	2021 年一季度	2020 年四季度
营业收入	5.48-5.98 亿元，同比增长 38%-51%	4.23 亿元	4.65 亿元	4.14 亿元	3.97 亿元
归母净利润	0.40-0.49 亿元，同比增长 107%-108%	-0.29 亿元	0.00 亿元	0.07 亿元	-5.78 亿元
扣非归母净利润	亏损 0.34-0.25 亿元，同比增长 94%-96%	-0.63 亿元	-0.22 亿元	-0.04 亿元	-5.87 亿元

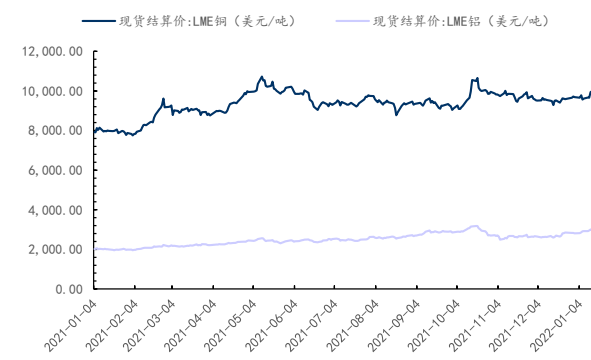
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新能源驱动电机同比增长超过 250%，原材料成本上涨挤压盈利：2021 年，国内新能源汽车市场的快速发展，公司新能源汽车驱动电机业务同比增长超过 250%。但同时由于铜、铝、硅钢片等大宗商品价格大幅上涨，公司原材料成本上升，影响公司营业利润增长低于营业收入增长，扣除非经常性损益后的净利润仍出现亏损。我们认为，行业景气度持续，新增驱动电机产能投产，公司盈利能力持续向好。同时，公司为盘活资产，回笼资金用于业务经营发展，处置了部分房产，相应固定资产处置收益增加。

2020 年底，公司对前期收购上海海能、杭州德沃仕形成的商誉及华瑞矿业形成的无形资产进行系统性减值测试，均出现减值迹象，综合客观因素和未来业务发展判断，公司对以上资产组计提减值准备；同时，公司对部分应收账款、存货、合同资产等计提了资产减值准备，金额共计 5.1 亿元。本报告期内，经测试、评估，上述资产无需计提专项减值准备，因此资产减值损失相比上年大幅减少。公司控股子公司丽水方德智驱应用技术有限公司收到政府研发补助资金人民币 5,000 万元，因此政府补助相比上年大幅增加。驱动电机业务快速增长、固定资产处置收益、政府补助等因素共同促进了公司业绩向好。

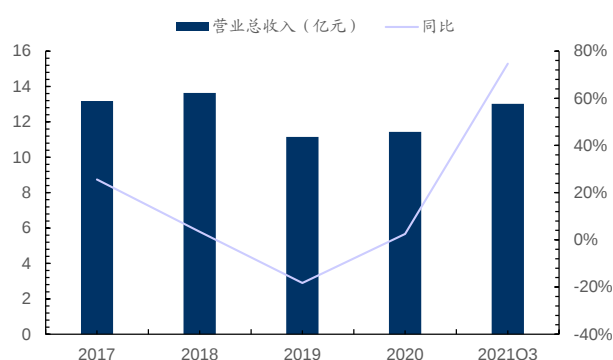
图 1：2016-2021 国内新能源汽车销量及同比


资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

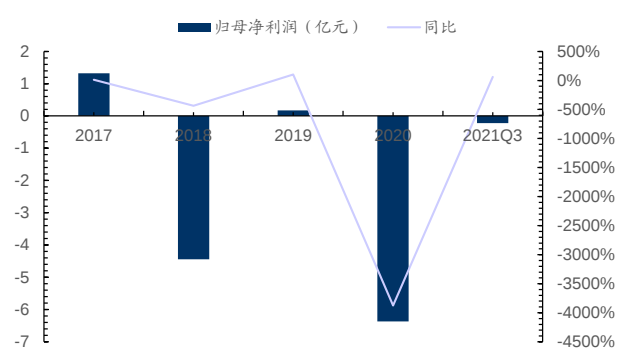
图 2：2021.01-2022.01 铜、铝现货结算价


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2021 年前三季度，公司实现营业收入 13.02 亿元，同比增长 75%；归母净利润 -0.22 亿元，同比增长 63%。公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.27/0.89/1.14/0.06 亿元，分别同比+20%/+37%/+33%/-46%。销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.1%/6.8%/8.7%/0.4%，分别同比-1.0/-1.9/-2.7/-1.0pct。公司营业收入大幅增加摊薄了四费率，绝对金额方面，前三季度管理费用增加主要是因为增加股权激励费用 1894 万元，研发费用增加主要是因为新能源汽车驱动电机研发项目较多，财务费用减少主要是因为上年汇兑损失较多、本期贷款归还利息减少。

图 3：公司营业收入及增速


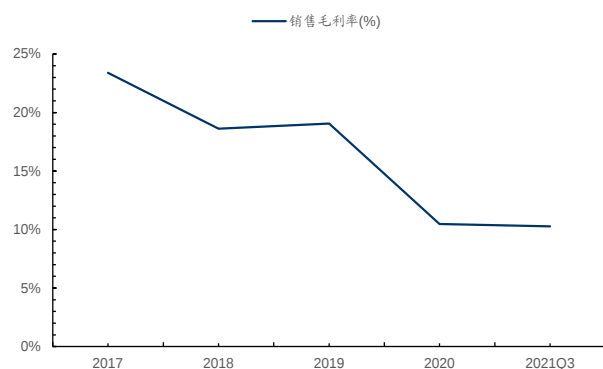
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度营业收入及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

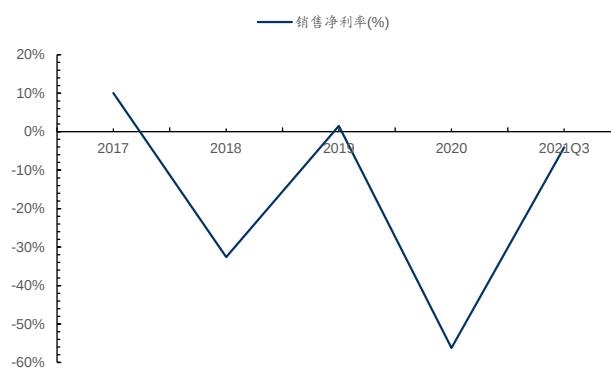
2021 年前三季度，公司销售毛利率为 10%，销售净利率为 -4%，较 2020 全年的净利率有明显改善。

图 5：2017-2021Q3 公司毛利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

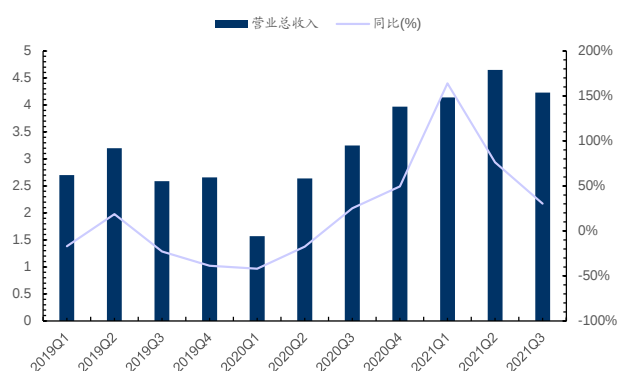
图 6：2017-2021Q3 公司净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

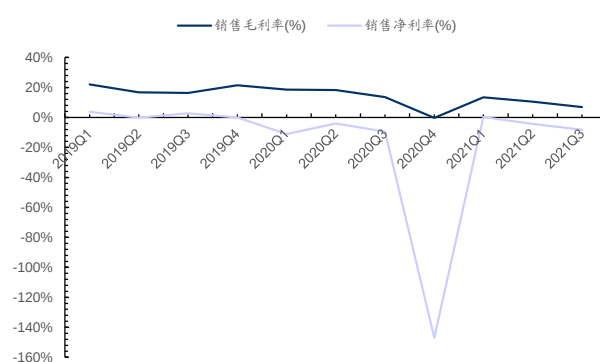
单三季度，公司实现营业收入 4.23 亿元，同比增长 30.29%；归母净利润-0.29 亿元，同比增长 5.67%。公司毛利率为 6.96%，净利率为-8.13%，相较于二季度环比下滑，主要是受原材料价格上涨的影响。

图 7：2019Q1-2021Q3 营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：2019Q1-2021Q3 公司毛利率及净利率

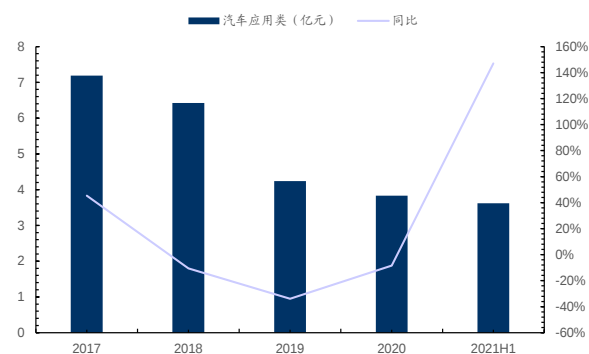


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主要产品可分为汽车应用类、智能控制器、缝纫机应用类三种。其中，汽车应用类产品主要包含新能源汽车驱动电机、配套电机以及动力总成控制类产品；智能控制器类产品主要包含家电和电动工具的控制器的；缝纫机应用类产品主要包括家用智能缝纫机等。

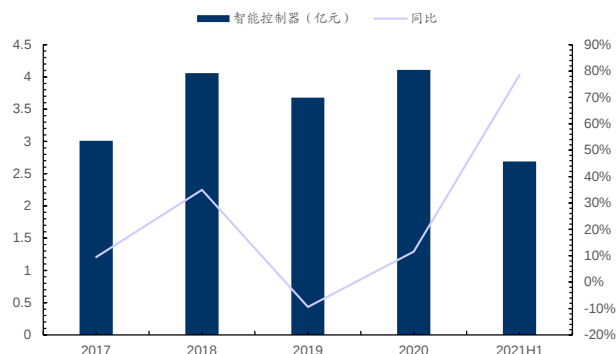
根据公司财报，2021 年上半年，汽车应用类/智能控制器/缝纫机应用类的销售收入占比分别为 34%/36%/25%/6%。其中，汽车应用类产品近几年的销售收入下滑，主要是由于 2019 年公司的汽车座椅电机业务转移到合资公司延峰安道拓方德电机。2021 年上半年，受益于新能源汽车驱动电机放量，公司汽车应用类产品的销售收入同比增长 147%。

图 9：汽车应用类产品销售收入及同比



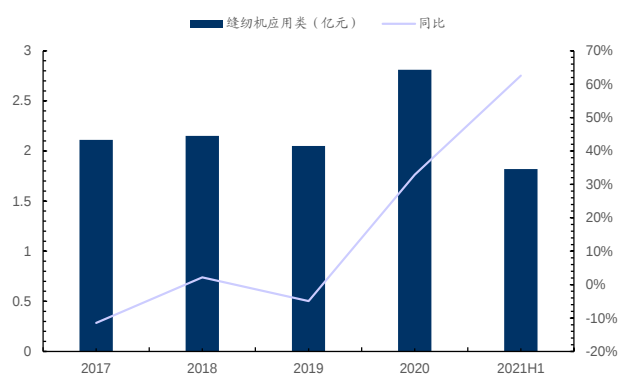
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 10：智能控制器产品销售收入及同比



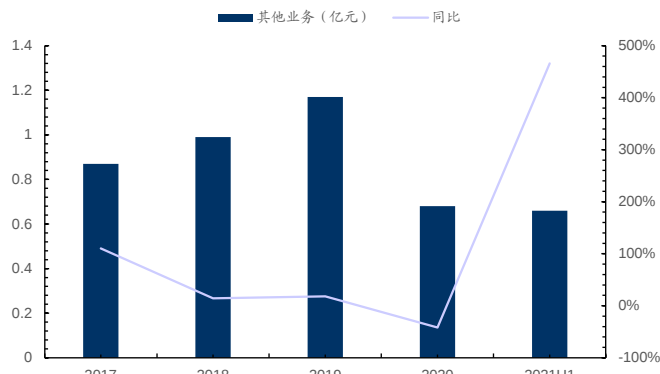
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 11：缝纫机应用类销售收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：其他业务销售收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

优质客户不断拓展，新增产能预计 2024 年达产：2020 年，公司新能源驱动电机系列产品已与上汽通用五菱、吉利汽车、小鹏等国内新能源整车企业建立配套合作关系。受益于搭载公司驱动电机的已量产车型五菱宏光 MINI EV 和小鹏 P7 等的良好市场表现，公司 2020 年新能源驱动电机出货量市场排名第三（根据第三方媒体 NE 时代数据），仅次于比亚迪、特斯拉。2020 年公司与蔚然动力签订合作协议，将为其提供驱动电机核心部件，该项目系公司首个扁线电机量产项目，标志着公司有能力以新技术、新产品服务于高端客户的高端车型，对公司驱动电机业务的未来发展意义重大。此外，公司还与上汽、麦格纳、宇通汽车等客户建立了合作关系，正在为其开发驱动电机。

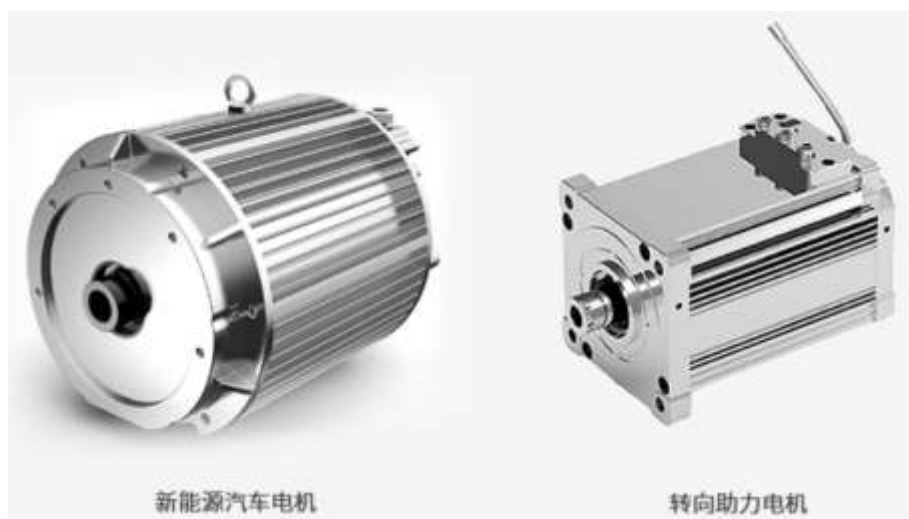
表 3: 方正电机驱动电机主要客户

配套车企	驱动电机数量（台）	占比
上汽通用五菱	80051	81.86%
小鹏汽车	4830	4.94%
华晨鑫源	3391	3.47%
吉利汽车	3166	3.24%
东风小康	2203	2.25%
瑞驰汽车	1819	1.86%
新龙马	1192	1.22%
郑州日产	390	0.40%
山西新能源汽车	308	0.31%
华晨鑫源汽车	303	0.31%
昌河汽车	124	0.13%
江铃汽车	15	0.02%
山西成功汽车	2	0.00%
中兴汽车	2	0.00%
合计	97796	100.00%

资料来源: GGII, 国信证券经济研究所整理

2021 年上半年, 公司新能源驱动电机出货 19 多万台, 出货量继续位居行业前列, 并且市占率进一步提升。公司量产驱动电机主要应用于上汽通用五菱 MINIEV、小鹏 P7、吉利帝豪 EV 等车型。公司为蔚然动力、上汽乘用车、奇瑞汽车开发的新能源汽车驱动电机进展顺利, 有望于 2021 年第四季度量产。此外, 公司还获取了上汽通用五菱 GSEV 项目和两个混动项目定点, 其他新客户和新项目的开发也进展顺利。公司至 2021 年底驱动电机产能 50 万台/年, 目前处于满产阶段。为满足客户需求, 公司已启动新增年产 100 万台驱动电机项目, 该项目预计投资 5 亿元, 项目 2024 年达产后预计年新增营业收入 25 亿元。

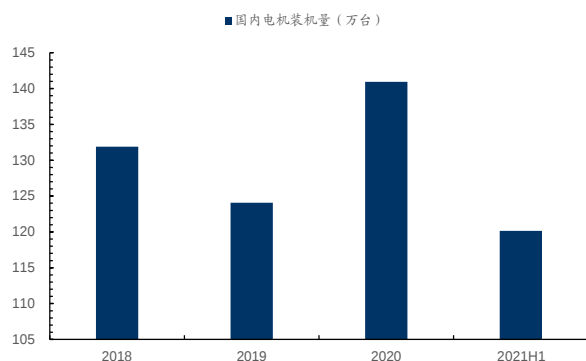
图 13: 方正电机的新能源汽车电机产品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

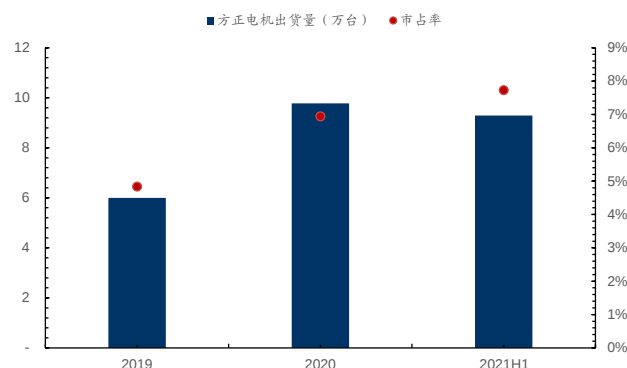
根据高工锂电的数据, 2020 年国内电机出货量 141 万台, 方正电机市占率 7%; 2021 年上半年, 国内电机出货量 120 万台, 方正电机市占率 8%。

图 14: 2018-2021H1 国内电机装机量



资料来源: GGII, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2019-2021H1 方正电机出货量



资料来源: GGII, 国信证券经济研究所整理

驱动电机是新能源汽车的核心零部件,直接关系到新能源汽车的动力性能。在新能源汽车渗透率加速提升、性能要求逐步提高的大趋势下,国内电机行业呈现量价双升的发展方向:1)动力性能更加优秀的双电机车型占比逐渐提升;2)高功率、小型化的高性能电机占比逐渐提升;3)高功率密度、高效率的扁线电机有望替代圆线电机;4)冷却效率更高、绝缘性能更好的油冷电机有望替代水冷电机;5)800V 高压平台对电机的绝缘性能提出了更高的要求。

受益于扁线、油冷、小型化、高电压的大趋势,单个驱动电机的平均价格有望从大约 2000 元增至 5000 元。

图 16: 扁线电机的 HAIR-PIN 绕组技术



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

2020 年 9 月,方正电机董事会审议通过了《关于对外投资进展暨设立丽水方德智驱应用研究院有限公司的议案》,同意与中车城市交通有限公司控股子公司上海中振交通装备有限公司共同出资 2.5 亿元,设立丽水方德智驱应用研究院有限公司。其中,方正电机认缴出资额为人民币 1.3 亿元,占注册资本的 52%;中振交通认缴出资额为人民币 1.2 亿元,占注册资本的 48%。2021 年 12 月,方正电机以 1.1 亿元受让中振交通持有的丽水方德智驱应用研究院有限公司 48% 的股权,受让完成后方正电机将直接持有方德智驱研究院 100% 股权。

方德智驱研究院现有的在研项目主要立足于新能源汽车驱动电机业务,包括博

世双源 EHPS 一体机开发、220 扁线代工产业化开发、235 圆线油冷电机开发、8 层高压扁线电机开发、BLDC 电机控制器开发、GSEV 驱动电机开发、扁线研究、乘用车平台驱动总成开发、高压三合一与控制器开发、基于新能源汽车驱动总成技术方案及原理新功能研究、麦格纳 220 扁线定转子总成开发、商用车平台电机开发、上汽 180 平台项目、碳化硅超高压电控及电驱平台及小鹏 220 圆线平台项目。

驱动电机核心标的，给予“增持”评级

我们选取了科博达、汇川技术、巨一科技作为可比公司。其中，科博达的主营业务是汽车控制器，与公司的智能控制器业务相似；汇川技术、巨一科技的主营业务是新能源汽车电机，与公司的新能源汽车驱动电机业务相似。考虑到公司受益于新能源汽车加速渗透的大趋势，扁线电机等新能源产品研发量产顺利，下游客户小鹏汽车等造车新势力的销量增长预期较高，我们给予公司 2023 年 22-24 倍 PE，给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603786.SH	科博达	买入	64.94	259.82	1.29	1.35	1.98	2.68	50	48	33	24
300124.SZ	汇川技术	无评级	64.30	1,694.40	1.22	1.25	1.65	2.15	53	51	39	30
688162.SH	巨一科技	无评级	67.13	91.97	1.25	1.54	2.35	3.56	54	44	29	19
	平均								52	48	33	24
002196.SZ	方正电机	增持	11.91	59.48	-1.36	0.05	0.26	0.60	-	249	46	20

资料来源: Wind、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)	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	142	150	150	150	营业收入	1143	1866	2920	4789
应收款项	546	843	1320	2165	营业成本	1023	1662	2501	3991
存货净额	310	536	821	1332	营业税金及附加	3	9	15	24
其他流动资产	147	187	292	479	销售费用	39	65	88	144
流动资产合计	1202	1773	2640	4182	管理费用	98	286	357	485
固定资产	647	677	760	842	财务费用	14	20	36	57
无形资产及其他	154	147	141	135	投资收益	5	4	4	4
投资性房地产	433	433	433	433	资产减值及公允价值变动	484	200	200	200
长期股权投资	149	159	169	179	其他收入	(1098)	0	0	0
资产总计	2585	3189	4143	5771	营业利润	(645)	27	128	292
短期借款及交易性金融负债	274	549	869	1305	营业外净收支	(4)	(4)	(4)	(4)
应付款项	604	857	1313	2131	利润总额	(648)	23	124	288
其他流动负债	64	115	170	271	所得税费用	(6)	0	2	4
流动负债合计	943	1520	2353	3707	少数股东损益	(5)	0	1	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(637)	22	122	281
其他长期负债	58	63	68	73					
长期负债合计	58	63	68	73					
负债合计	1001	1583	2420	3780					
少数股东权益	124	125	126	128					
股东权益	1460	1482	1597	1864					
负债和股东权益总计	2585	3189	4143	5771					

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(637)	22	122	281
资产减值准备	501	163	98	92
折旧摊销	64	114	125	132
公允价值变动损失	(484)	(200)	(200)	(200)
财务费用	14	20	36	57
营运资本变动	1079	(91)	(252)	(527)
其它	(506)	(163)	(97)	(90)
经营活动现金流	17	(155)	(205)	(312)
资本开支	(1047)	(100)	(100)	(100)
其它投资现金流	(57)	0	0	0
投资活动现金流	(1221)	(110)	(110)	(110)
权益性融资	120	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(11)	(1)	(6)	(14)
其它融资现金流	1089	274	321	436
融资活动现金流	1187	273	315	422
现金净变动	(17)	8	0	0
货币资金的期初余额	159	142	150	150
货币资金的期末余额	142	150	150	150
企业自由现金流	76	(233)	(266)	(352)
权益自由现金流	1165	22	19	27

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	-1.36	0.05	0.26	0.60
每股红利	0.02	0.00	0.01	0.03
每股净资产	3.12	3.16	3.41	3.98
ROIC	0%	-8%	-2%	5%
ROE	-44%	2%	8%	15%
毛利率	10%	11%	14%	17%
EBIT Margin	-2%	-8%	-1%	3%
EBITDA Margin	4%	-2%	3%	6%
收入增长	3%	63%	57%	64%
净利润增长率	-3876%	-104%	442%	131%
资产负债率	44%	54%	61%	68%
息率	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%
P/E	-8.8	248.8	45.9	19.9
P/B	3.8	3.8	3.5	3.0
EV/EBITDA	151.9	-164.8	93.5	33.8

资料来源：国信证券经济研究所预测

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032