

证券研究报告

平安电力设备

推荐 (维持)

证券分析师

侯建峰

投资咨询资格编号S1480513040001
0755-22625902
houjianfeng791@pingan.com.cn

研究助理

朱栋

一般证券资格编号S1060114070038
0755-22101005
zhudong615@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

大洋电机 (002249)

新能源汽车业务有望一马当先

事项：近期我们调研了大洋电机。

平安观点：

■ 下半年各地政府采购加快，明年有望迎来高峰期

公司的新能源汽车电机系统业务下半年开始放量，且呈加速趋势，主要系7月份国务院新能源汽车扶持政策出台以及年底前政府相关采购计划的启动。公司产品的供货周期在1个月，产能1.5万台/年，目前产能已全开，预计14年收入在1亿元左右。

广东省预计将出台更多的新能源汽车扶持举措，其中中山市规划14~15年推广1500辆新能源汽车，包括公交和出租车，佛山市4千辆，广州和深圳超万辆。目前规划执行的进度较慢，结合国家规划的2015年50万辆新能源汽车保有量的目标，预计明年新能源汽车将递延2H14开始的放量行情，需求有望成倍增长。

■ 新能源汽车动力总成具规模化优势

公司拥有两套新能源汽车电机系统的解决方案，一套是公司自研+与北理工合作开发出的方案，另一套是收购的佩特来与加拿大TM4合资成立的PEPS公司的外转子方案，可满足客户的多样化需求。

公司现提供的产品为永磁同步电机+电机控制器，为成套供应，也可供应单一部件，功率范围涵盖7.5~130kW，其中中巴、环卫车的功率在60~80kW，大巴车在110~130kW。公司目前的竞争对手主要有上海电驱动、精进电机、上海大郡、南车、比亚迪。相比之下，公司具有规模化优势。

与特斯拉采用的异步电机不同，公司提供的是永磁同步电机，主要考虑到永磁同步电机的效率较高，节能特性好，在80%的工作范围内效率可达80%以上，而异步电机的效率相对较低。在国内厂商中，南车选用异步电机用于轨道牵引领域，主要系有供电保障。

■ 成立新能源汽车融资租赁公司，下游拓展向纵深延伸

公司近期成立了深圳大洋租赁公司，从事新能源汽车的融资租赁业务，注册资本金5亿元。大洋租赁旨在从下游终端着手，通过与各地政府职能部门的对接，向各地市的物流公司、公交公司及政府用车等，提供相应的融资服务，以加快新能源汽车的推广进程，有望带动公司新能源汽车电机业务的发展。

公司新能源汽车业务的下游客户目前涵盖北汽、福田、奇瑞、长安、宇通、金龙等主流整车厂商。

向北汽配套的有两款车型E150和E200，E200为北汽新推出的车型，行驶里程达200公里；E150为120公里，电机功率20~30kW，交流220V充满电需4小时，费用折合燃油车的1/4~1/5，公司产品占北汽70%以上的份额，售价在2~3万，今年供货量预计超1千台。

公司为福田汽车新近完成了一批50台100kW以上电机系统的供货，单价在10~15万，福田汽车近日与北京公交集团签订了632辆纯电动客车的销售合同，预计将为公司带来更

多订单。

公司目前为奇瑞的QQ配套，提供7.5kW级别的电机系统，售价低于1万元。

■ 多项在研业务成色十足，混动+BSG+IPM+整车控制

目前公司的研发基地有3处：北京、中山和美国，美国的研发中心在底特律，有20多位资深工程师。

现阶段混合动力汽车的发展较快，公司开发的混合动力系统已通过两家厂商的测试，可满足商用车和乘用车领域的需求。

公司的BSG也已研制成功，目前未投放市场。BSG类似于弱混合动力，几千块的投入可节省5%~8%的油，在国外奔驰、奥迪上已有应用，国内还有待国家相关节能政策出台。

公司与中科院电工所等合作承接的国家专项IGBT封装（IPM）项目，目前样品线已研制成功，未来商业化应用中可根据客户的要求实现个性化定制，对IGBT芯片进行封装，做成客户需求的形状及管脚分布。该项目生产的工艺要求较高，IPM的电压/电流在1200V/600A，国内现有的电压电流较小。

公司已涉足汽车的电动机、发电机和启动机，目前正通过湖北的奥赛瑞子公司，进一步拓展辅助动力系统及整车控制系统，整车控制已有相关成品。

■ 收购佩特来完善汽车旋转电器产业链布局，积极进军服务市场

公司的旋转电器业务目前有杰诺瑞和佩特来两家公司负责，杰诺瑞早期是奇瑞的子公司，过去主要向奇瑞供货，目前在拓展更多的客户，柳州杰诺瑞子公司已在向通用五菱供货。公司该项业务的利润率较低，现阶段主要是提升市场份额，竞争对手有雷米、法雷奥等，公司正在从轿车向商务车领域拓展。

佩特来是公司今年新完成收购的一家公司，主要做重型车辆的发动机和启动机业务，是该领域全球前三大品牌之一，业务范围与杰诺瑞互为补充，佩特来也在向中巴等轻型化领域拓展。公司与美国佩特来签署了三大协议，包括技术、商标和海外销售协议，佩特来的研发团队之前大部份在北京，现归公司旗下。

佩特来占据国内公交90%以上的市场份额，其积累的广泛的商用车客户资源，可助力公司其他产品进入相应的供应体系，同时佩特来构建有遍布全国的售后服务体系，公司将以此为依托，重点拓展相应的服务市场。在欧美，旋转电器公司的服务业务收入占比在50%，而国内公司的占比极低，这部分市场长期由山寨品占据，初步估算国内的旋转电器市场在200亿左右，公司此项业务有较大的成长空间。

■ 产品结构优化带来毛利率提高，高效智能电机有望维持快速增长

公司今年以来毛利率不断提高，主要系产品结构的变化，公司的高毛利产品如高效智能电机及佩特来的产品比重提高。目前公司工厂有十几台自动化绕线机，每台绕线机每天可绕制3000台电机，折合十几个人工效。考虑到人工成本逐渐提高，机器替代人工的趋势愈发显著，公司未来有望向伺服电机、工业自动化领域拓展。

公司的传统主业微特电机占总营收一半以上，微特电机以节能著称，主要系永磁电机不需要电力来建立磁场，从而节省了电能，同时可以通过对电机的控制来节能。异步电机的效率在40%~50%，而采用数字控制方法的微特电机 DG MOTOR 可达80%~90%，价格是异步的2~3倍。

公司的直流无刷电机及DG MOTOR业务增长迅速，年均增速在60%~70%。在日本空调市场中，该类电机的占比近70%，国内为10%，随着国内节能意识以及消费能力的提高，这部分业务的高速增长有望维系。

■ 三驾马车齐驱，新能源汽车有望一马当先

公司在13年年报中计划2024年实现180亿的营业收入，其中家电电机、车载旋转电器和新能源车动力总成各60亿，形成三驾马车齐驱的态势。考虑到公司的新型高效电机及海外业务的拓展，预计家电电机将维持稳定的增长，对公司业绩构成有力支撑；车载新能源汽车业务将是公司未来的一个快速增长极。

■ 盈利预测与投资建议

我们上调对大洋电机14\15年业绩预测分别14%和19%，新增16年盈利预测，预计其2014年、2015年、2016年每股收益依次为0.41元、0.50元、0.63元，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：1) 新能源汽车推广不达预期；2) 收购公司整合不利。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	3383	3781	4283	4997	
现金	1712	1532	1609	1695	
应收账款	483	706	839	1034	
其他应收款	24	49	52	65	
预付账款	234	296	357	438	
存货	664	841	1014	1244	
其他流动资产	266	357	412	520	
非流动资产	1202	1156	1132	1091	
长期投资	51	51	51	51	
固定资产	722	729	708	669	
无形资产	144	151	162	172	
其他非流动资产	285	224	211	199	
资产总计	4585	4937	5415	6088	
流动负债	1676	1847	2107	2511	
短期借款	408	287	255	270	
应付账款	633	805	970	1191	
其他流动负债	635	754	882	1050	
非流动负债	145	138	140	140	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	145	138	140	140	
负债合计	1822	1985	2247	2650	
少数股东 权益	143	184	228	280	
股本	716	716	716	716	
资本公积	1209	1209	1209	1209	
留存收益	707	852	1022	1237	
归属母公司股东权益	2619	2768	2940	3157	
负债和股东权益	4585	4937	5415	6088	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	469	124	387	385	
净利润	225	336	405	507	
折旧摊销	104	96	105	112	
财务费用	-40	6	1	-1	
投资损失	8	-1	2	1	
营运资金变动	137	-338	-145	-259	
其他经营现金流	35	25	20	26	
投资活动现金流	-242	-30	-85	-76	
资本支出	182	51	51	51	
长期投资	-10	0	0	0	
其他投资现金流	-70	21	-35	-25	
筹资活动现金流	286	-273	-226	-223	
短期借款	362	-121	-32	15	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	23	0	0	0	
其他筹资现金流	-99	-153	-194	-238	
现金净增加额	528	-179	76	86	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	3273	4429	5321	6606	
营业成本	2670	3449	4131	5082	
营业税金及附加	18	22	27	33	
营业费用	105	177	218	297	
管理费用	262	385	468	594	
财务费用	-40	6	1	-1	
资产减值损失	12	21	22	23	
公允价值变动收益	2	2	2	2	
投资净收益	-8	1	-2	-1	
营业利润	242	372	455	578	
营业外收入	35	40	40	40	
营业外支出	4	5	5	5	
利润总额	273	408	491	614	
所得税	48	71	86	107	
净利润	225	336	405	507	
少数股东损益	10	41	44	52	
归属母公司净利润	215	296	361	454	
EBITDA	306	474	560	689	
EPS (元)	0.30	0.41	0.50	0.63	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	18.2	35.3	20.1	24.1
营业利润 (%)	12.3	53.7	22.2	27.1
归属于母公司净利润 (%)	16.9	37.2	22.0	26.0
获利能力				
毛利率 (%)	18.4	22.1	22.4	23.1
净利率 (%)	6.6	6.7	6.8	6.9
ROE (%)	8.2	10.7	12.3	14.4
ROIC (%)	11.9	18.7	21.2	24.2
偿债能力				
资产负债率 (%)	39.7	40.2	41.5	43.5
净负债比率 (%)	22.38	14.52	11.36	10.19
流动比率	2.02	2.05	2.03	1.99
速动比率	1.60	1.57	1.52	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.93	1.03	1.15
应收账款周转率	6	7	7	7
应付账款周转率	4.64	4.79	4.65	4.70
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.41	0.50	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.17	0.54	0.54
每股净资产(最新摊薄)	3.66	3.87	4.11	4.41
估值比率				
P/E	48.82	35.59	29.16	23.15
P/B	4.02	3.80	3.58	3.33
EV/EBITDA	37	24	20	16

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	