

盈利能力提升, 积极投资完善产业布局

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年半年度报告, 上半年公司实现营业收入 30 亿元, 同比增长 26.2%; 其中归属于上市公司股东的净利润为 2 亿元, 同比增长 34.3%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.9 亿元, 同比增长 67.5%, 毛利率水平达到 23.4%, 同比提升 4 个百分点, 每股收益 0.09 元。
- **新能源车动力总成系统上半年增速可观, 上海电驱动下半年发力可期。** 受新能源汽车补贴政策及物流车目录影响, 上半年上海电驱动商用车销量未达预期, 电驱动上半年营业收入 2 亿元、净利润 200 万元, 我们预计下半年随着新能源汽车政策调整落地、电动物流车进入补贴目录、以及明年补贴退坡推动今年年底重现去年“抢装”事件的叠加, 上海电驱动下半年将会发力完成全年 1.4 亿元的业绩承诺。受益于本部电驱动系统的销量提升, 公司上半年整体新能源动力总成营收达 4 亿, 同比增速为 398.9%。
- **新能源汽车产业基金助力, 打造新能源汽车全产业链生态圈。** 投资设立新能源汽车产业基金, 并参股了中新汽、泰坦能源、小猪巴适, 坚信运输、宏昌运输等系列公司, 采取创新商业模式推进新能源车运营平台业务, 通过布局驱动系统、充电设施、运营服务、融资租赁等领域, 逐步打造新能源汽车全产业链生态圈。
- **参股巴拉德动力系统公司, 完善新能源汽车产业链整体布局。** 通过参股巴拉德, 可加强公司在氢燃料电池核心技术在新能源车动力电池系统、储能和后备电源系统的实力, 公司实现新能源汽车核心“三电”系统的完美布局。
- **空调、非空调用电机业务, 营收增速超预期。** 受益于今年夏季高温及房地产去库存等因素影响, 公司空调产品销量逐步好转; BLDC/DIGI MOTOR 高效智能电机的产销量的提升, 相应提升了公司产品的利润水平。空调用电机和非空调用电机业务同比增速分别为 11.8%、16.8%, 毛利率水平同比提升 3.8 和 5.5 个百分点。
- **推荐逻辑。** 新能源车动力总成系统下半年将可能实现放量性增长, 预计随着国内骗补调查的结束及相关补贴政策的落地, 下半年新能源汽车的产销量将迎来新一轮的增长; 政策鼓励推动氢燃料电池加速发展, 公司参股燃料电池龙头标的, 实现核心“三电”系统的完美布局, 为持续高增长奠定坚实基础; 空调、非空调用电机业务触底回升, 车辆旋转电器等业务稳步增长。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.23 元、0.32 元和 0.4 元, 未来三年归母净利润将保持 41% 的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 收购及投资标的整合进度或不及预期; 新能源汽车发展增速或不及预期; 并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

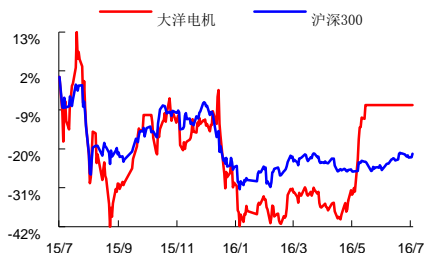
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	4912.23	7556.48	9808.35	11728.96
增长率	10.55%	53.83%	29.80%	19.58%
归属母公司净利润 (百万元)	341.17	548.34	754.03	950.54
增长率	14.92%	60.72%	37.51%	26.06%
每股收益 EPS (元)	0.14	0.23	0.32	0.40
净资产收益率 ROE	9.67%	6.92%	9.49%	12.06%
PE	70	44	32	25
PB	6.20	2.76	2.76	2.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.65
流通 A 股(亿股)	9.15
52 周内股价区间(元)	8.47-16.53
总市值(亿元)	238.67
总资产(亿元)	130.08
每股净资产(元)	3.48

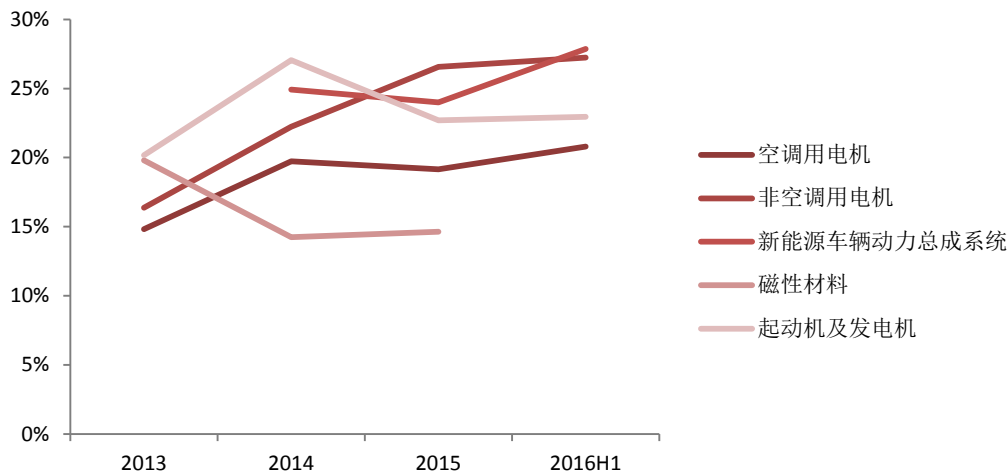
相关研究

1. 大洋电机 (002249): “大洋”舰队跨洋投资燃料电池龙头 (2016-07-27)
2. 大洋电机 (002249): 年报符合预期, 搭建全产业链生态圈 (2016-03-21)
3. 大洋电机 (002249): 业绩符合预期, “大洋”舰队即将完工 (2015-10-20)

主营业务分行业毛利率水平均有所提升

公司新能源车动力总成系统毛利率水平由去年的 24%提升至 28%，提升幅度最大，成为毛利率最高的产品；空调类电机产品从去年的 19%提升至今年的 21%；非空调类用电机和起动机与发电机的产品毛利率略有提升。

图 1：主营业务分行业毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

积极对外投资，完善新能源汽车产业链整体布局

2016 年上半年公司对外投资加大，上半年投资总额达 38.25 亿，远高于去年同期水平，同比增速达 3871.61%。主要用于积极完善新能源汽车产业链整体布局，打造新能源汽车全产业链生态圈。

表 1：2016 年上半年对外新增投资情况

公司名称	主要业务	新增投资额 (万元)	上市公司占被投资公司 权益比例
上海电驱动	生产、销售、研发电机	35,000	100.00%
芜湖兴申	生产、销售、研发电机	238	68.00%
顺祥汽车	运输	3,000	51.00%
宏昌运输	运输	2,805	51.00%
坚信运输	运输	1,866	37.09%
德保保险	保险代理	126	35.00%
珠海泰坦	生产、销售、研发	8,557	16.66%
春阳互联	产业投资	6,000	90.91%
北京新能源汽车	生产、销售、研发汽车	4,608	0.56%
佩特来电驱动	生产、销售、研发电机	5,575	50.00%
大洋电机新能源	投资、租赁、销售	4,801	100.00%
庞氏新能源	汽车充电营运服务	10	80.00%

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4912.23	7556.48	9808.35	11728.96	净利润	372.11	598.06	822.40	1036.73
营业成本	3839.64	5872.87	7544.42	8901.45	折旧与摊销	180.19	252.29	303.02	370.13
营业税金及附加	25.83	39.51	51.16	61.31	财务费用	-29.20	-19.88	-25.76	21.04
销售费用	226.57	319.15	425.77	509.86	资产减值损失	35.64	21.81	24.03	25.69
管理费用	442.64	662.77	868.59	1038.39	经营营运资本变动	612.66	-528.86	-348.44	-349.01
财务费用	-29.20	-19.88	-25.76	21.04	其他	-907.07	-20.34	-22.56	-24.22
资产减值损失	35.64	21.81	24.03	25.69	经营活动现金流净额	264.33	303.08	752.70	1080.36
投资收益	2.62	0.00	0.00	0.00	资本支出	-757.11	-4186.54	-1200.00	-1000.00
公允价值变动损益	-1.47	-1.47	-1.47	-1.47	其他	763.01	-140.12	28.90	-1.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	5.90	-4326.66	-1171.10	-1001.47
营业利润	372.26	658.78	918.67	1169.75	短期借款	767.43	-663.19	1019.14	1200.68
其他非经营损益	62.16	49.00	51.62	52.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	434.43	707.78	970.29	1222.25	股权融资	114.90	4739.84	0.00	0.00
所得税	62.32	109.72	147.88	185.52	支付股利	-435.01	-499.92	-803.48	-1104.88
净利润	372.11	598.06	822.40	1036.73	其他	-127.22	1.43	25.76	-21.04
少数股东损益	30.94	49.72	68.37	86.19	筹资活动现金流净额	320.09	3578.16	241.42	74.75
归属母公司股东净利润	341.17	548.34	754.03	950.54	现金流量净额	608.34	-445.42	-176.98	153.65
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1407.07	961.65	784.67	938.32	成长能力				
应收和预付款项	1969.16	2968.45	3872.64	4623.13	销售收入增长率	10.55%	53.83%	29.80%	19.58%
存货	1016.97	1555.49	1998.22	2357.64	营业利润增长率	1.86%	76.97%	39.45%	27.33%
其他流动资产	100.04	151.81	195.89	233.49	净利润增长率	10.03%	60.72%	37.51%	26.06%
长期股权投资	148.30	256.58	256.58	256.58	EBITDA 增长率	9.36%	70.31%	34.20%	30.52%
投资性房地产	0.00	30.37	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1662.38	2481.81	3423.08	4097.24	毛利率	21.84%	22.28%	23.08%	24.11%
无形资产和开发支出	1009.46	4125.83	4083.08	4040.34	三费率	13.03%	12.73%	12.93%	13.38%
其他非流动资产	292.56	291.02	289.48	287.94	净利率	7.58%	7.91%	8.38%	8.84%
资产总计	7605.96	12823.02	14903.65	16834.69	ROE	9.67%	6.92%	9.49%	12.06%
短期借款	1063.19	400.00	1419.14	2619.82	ROA	4.89%	4.66%	5.52%	6.16%
应付和预收款项	2215.89	3215.89	4208.53	4966.51	ROIC	8.38%	9.31%	8.56%	9.98%
长期借款	4.00	4.00	4.00	4.00	EBITDA/销售收入	10.65%	11.79%	12.19%	13.31%
其他负债	474.64	560.35	610.27	650.80	营运能力				
负债合计	3757.72	4180.23	6241.94	8241.12	总资产周转率	0.71	0.74	0.71	0.74
股本	1722.82	2365.41	2365.41	2365.41	固定资产周转率	3.91	4.54	4.81	4.60
资本公积	1130.67	5227.92	5227.92	5227.92	应收账款周转率	5.36	5.96	5.61	5.39
留存收益	759.64	808.06	758.61	604.27	存货周转率	3.77	4.57	4.25	4.09
归属母公司股东权益	3581.96	8326.80	8277.35	8123.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.26%	—	—	—
少数股东权益	266.27	315.99	384.36	470.55	资本结构				
股东权益合计	3848.23	8642.78	8661.71	8593.56	资产负债率	49.41%	32.60%	41.88%	48.95%
负债和股东权益合计	7605.96	12823.02	14903.65	16834.69	带息债务/总负债	28.40%	9.66%	22.80%	31.84%
					流动比率	1.32	1.49	1.17	1.04
					速动比率	1.02	1.08	0.83	0.74
					股利支付率	127.50%	91.17%	106.56%	116.24%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.23	0.32	0.40
					每股净资产	1.63	3.65	3.66	3.63
					每股经营现金	0.11	0.13	0.32	0.46
					每股股利	0.18	0.21	0.34	0.47
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	523.26	891.19	1195.93	1560.92					
PE	69.96	43.53	31.65	25.11					
PB	6.20	2.76	2.76	2.78					
PS	4.86	3.16	2.43	2.03					
EV/EBITDA	32.03	25.74	20.26	16.19					
股息率	1.82%	2.09%	3.37%	4.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn