

投资评级 优于大市 维持

跻身海外一线供应链，电机巨头再迎腾飞

股票数据

06月10日收盘价(元)	9.55
52周股价波动(元)	5.80-10.77
总股本/流通A股(百万股)	1293/1291
总市值/流通市值(百万元)	12350/12325

相关研究

《针对外籍核心员工推出股权激励草案，健全长效激励机制》2019.01.02

《毛利率显著提升，扣非利润大增》2018.10.31

《扣非利润大增，EV电机布局打造未来核心增长点》2018.08.23

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.0	-3.0	18.9
相对涨幅(%)	11.2	8.6	20.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:房青

Tel:(021)23219692

Email:fangq@htsec.com

证书:S0850512050003

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

联系人:陈佳彬

Tel:(021)23154513

Email:cjb11782@htsec.com

投资要点:

- **新能源车电机海外订单落地。**公司公告，于近期收到德国采埃孚新能源汽车电机供应商定单，公司将**为采埃孚公司提供新能源汽车电机及其零部件**，预估**合同金额 22.59 亿元**，项目实施周期为 2020-2026 年。

截止 18 年底，公司已成为国内主要新能源车企业的重要供应商，乘用车客户包括**北汽、东风小康、上汽通用五菱、众泰**等，商用车客户包括**宇通、福田、中通、厦门金龙、南京金龙**等，2018 年公司 EV 电机产量接近 8 万台。

采埃孚是全球最大的汽车零部件供应商之一，在 40 个国家拥有约 230 个生产基地，2018 年末总资产达 270.32 亿欧元，2018 年营收和净利润规模分别达 369.29 亿欧元和 9.65 亿欧元。

我们认为此次公司与采埃孚订单落地，标志公司正式进入了海外主流汽车生产商或其供应商的供应链，**为公司未来持续拓展海外大客户打下基础**，全球电动化浪潮之下，公司新能源汽车电机业务有望实现快速突破，成为未来核心增长点。

- **聚焦电机与驱动，优化管理架构。**近年，公司向电机及驱动控制产业聚焦，逐步处置变压器等非核心资产。同时，公司大力推进企业管理改革，搭建事业部制管理框架，基于下游情况，**划分大型驱动事业部、工业驱动事业部、日用电机事业部和 EV 电机事业部四个主要事业部**，优化人员、资源的配置。

- **下游需求回暖，经营业绩显著回升。**2018 年，在全球经济温和复苏、下游需求回暖的背景下，公司实现收入 110.76 亿元，同比增 9.82%，扣非归母净利润 5.87 亿元，同比增 221.59%，经营性净现金流 9.75 亿元，同比增 207.74%，经营业绩显著回升。2019 年 1 季度，公司实现收入 29.85 亿元，同比增 20.87%，扣非归母净利 1.13 亿元，同比增 50.95%，经营业绩延续 18 年以来的态势。

展望 19 全年，我们预计，公司高压电机及驱动业务在经历了 18 年的显著复苏后将保持稳健增长态势；低压电机业务在收购整合通用电气小型电机业务后有望补齐公司在北美市场短板，拉动公司业务较快增长。

- **盈利预测与估值。**预计公司 2019-2021 年归母净利润 8.08 亿元、9.44 亿元、11.01 亿元，每股收益 0.62 元、0.73 元、0.85 元。给予公司 2019 年 20-25X PE，对应合理价值区间为 12.40-15.50 元，维持“优于大市”评级。

- **风险提示。**(1) 新能源车电机业务拓展低于预期；(2) 高压大型驱动业务下游需求放缓；(3) 低压工业驱动北美市场拓展低于预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10086.04	11076.03	12692.42	14493.34	16674.46
(+/-)YoY(%)	13.15%	9.82%	14.59%	14.19%	15.05%
净利润(百万元)	665.22	636.81	807.67	943.71	1100.68
(+/-)YoY(%)	162.51%	-4.27%	26.83%	16.84%	16.63%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.49	0.62	0.73	0.85
毛利率(%)	21.47%	26.13%	26.36%	26.46%	26.56%
净资产收益率(%)	11.75%	10.54%	11.79%	12.11%	12.37%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

		收盘价 (元)		总市值 (亿元)			EPS (元/股)			PE (X)		
		6月10日	6月10日	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
002249	大洋电机	4.15	98.37	-1.00	0.09	0.10		44.10	41.67			
300224	正海磁材	9.34	76.61	-0.10	0.14	0.18		65.41	52.62			
300124	汇川技术	22.80	378.93	0.70	0.82	1.02	32.47	27.69	22.45			
行业平均							32.47	45.73	38.91			

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

注: 方正电机无 wind 一致预测, 从原可比公司剔除

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	11076.03	12692.42	14493.34	16674.46
每股收益	0.49	0.62	0.73	0.85	营业成本	8182.08	9346.63	10657.82	12245.02
每股净资产	4.67	5.30	6.03	6.88	毛利率%	26.13%	26.36%	26.46%	26.56%
每股经营现金流	0.65	0.64	0.72	0.79	营业税金及附加	68.88	76.15	86.96	100.05
每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.62%	0.60%	0.60%	0.60%
价值评估 (倍)					营业费用	744.69	850.39	942.07	1083.84
P/E	19.39	15.29	13.09	11.22	营业费用率%	6.72%	6.70%	6.50%	6.50%
P/B	2.04	1.80	1.58	1.39	管理费用	1168.86	1345.40	1521.80	1750.82
P/S	1.11	0.97	0.85	0.74	管理费用率%	10.55%	10.60%	10.50%	10.50%
EV/EBITDA	20.06	16.95	14.70	13.31	EBIT	1004.72	1258.84	1424.69	1609.74
股息率 (%)	1.05%	0.00	0.00	0.00	财务费用	216.24	227.22	220.60	206.68
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.95%	1.79%	1.52%	1.24%
毛利率	26.13%	26.36%	26.46%	26.56%	资产减值损失	14.86	15.00	15.00	15.00
净利润率	5.75%	6.36%	6.51%	6.60%	投资收益	56.42	150.00	90.00	60.00
净资产收益率	10.54%	11.79%	12.11%	12.37%	营业利润	736.84	981.63	1139.09	1333.06
资产回报率	3.45%	4.07%	4.39%	4.67%	营业外收支+其他收益	51.63	50.00	65.00	70.00
投资回报率	4.91%	5.81%	6.35%	6.87%	利润总额	788.48	1031.63	1204.09	1403.06
盈利增长 (%)					EBITDA	1212.91	1465.97	1736.04	1981.83
营业收入增长率	9.82%	14.59%	14.19%	15.05%	所得税	100.46	165.06	192.65	224.49
EBIT 增长率	-12.70%	25.29%	13.17%	12.99%	有效所得税率%	12.74%	16.00%	16.00%	16.00%
净利润增长率	-4.27%	26.83%	16.84%	16.63%	少数股东损益	51.21	58.89	67.73	77.89
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	636.81	807.67	943.71	1100.68
资产负债率	64.9%	63.0%	61.2%	59.6%					
流动比率	1.05	1.09	1.20	1.31	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.78	0.82	0.91	1.00	货币资金	1558.17	1636.08	2219.82	2944.06
现金比率	0.17	0.17	0.22	0.26	应收款项	5180.76	5838.51	6666.94	7670.25
经营效率指标 (%)					存货	2459.55	2617.06	2984.19	3428.60
应收帐款周转天数	168.39	165.60	165.60	165.60	其它流动资产	409.58	444.23	507.27	583.61
存货周转天数	108.22	96.40	96.31	96.50	流动资产合计	9608.06	10535.89	12378.21	14626.52
总资产周转率	0.60	0.64	0.67	0.71	长期股权投资	247.97	247.97	247.97	247.97
固定资产周转率	2.70	2.76	3.23	3.86	固定资产	3684.61	4306.23	4378.44	4278.12
					在建工程	423.70	299.65	102.38	41.90
					无形资产	1238.74	1197.45	1156.16	1114.86
					非流动资产合计	8846.59	9302.87	9136.52	8934.43
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	18454.65	19838.75	21514.73	23560.95
净利润	688.02	866.57	1011.44	1178.57	短期借款	4466.12	4514.15	4466.12	4466.12
少数股东损益	51.21	58.89	67.73	77.89	应付账款	3429.70	3841.08	4379.93	5032.20
非现金支出	392.24	392.13	451.35	487.09	预收账款	337.82	357.01	381.66	413.85
非经营收益	-67.82	-43.89	-52.73	-62.89	其它流动负债	873.72	912.65	1061.72	1244.92
营运资金变动	-226.18	-443.81	-546.03	-656.42	流动负债合计	9107.36	9624.90	10289.44	11157.09
经营活动现金流	837.47	829.88	931.76	1024.24	长期借款	2040.12	2040.12	2040.12	2040.12
资产	-1061.53	-800.00	-300.00	-300.00	其它长期负债	838.54	838.54	838.54	838.54
投资	-42.44	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	2878.66	2878.66	2878.66	2878.66
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	负债总计	11986.02	12503.56	13168.10	14035.75
投资活动现金流	-1103.97	-800.00	-300.00	-300.00	实收资本	1293.16	1293.16	1293.16	1293.16
债权募资	1006.75	48.03	-48.03	0.00	普通股股东权益	6043.46	6851.13	7794.84	8895.52
股权募资	20.43	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	425.17	484.06	551.79	629.68
其他	-1283.63	0.00	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	18454.65	19838.75	21514.73	23560.95
融资活动现金流	-256.46	48.03	-48.03	0.00					
现金净流量	-522.95	77.91	583.73	724.24					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 10 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业
张一弛 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 许继电气,卧龙电驱,天沃科技,信捷电气,新时达,长园集团,正泰电器,良信电器,汇川技术,英威腾,东方电气,科士达,国电南瑞,哈工智能,麦格米特,宏发股份,平高电气

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。