

09 年看空调电机, 未来增长亦有亮点

——大洋电机 (002249) 调研报告

分析师

吕磊

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lvl@cgws.com

要点:

- **独立空调电机配套企业** 空调电机为公司的主要产品, 占全部销量的 90% 左右, 经过多年的经营发展, 公司已成为空调电机配套行业中的龙头企业, 主要为海尔、美的、格力等国内企业以及 Whirlpool、Goodman、LG、松下等国际企业进行电机配套, 目前市场占有率约在 20% 左右, 位居行业第二。需要指出的是在空调电机配套领域, 公司是最大的独立于整机厂之外的电机生产公司。
- **原材料价格下降与产品结构改善助毛利率提升** 铜 (漆包线)、硅钢板、冷轧钢板等主要原材料占公司总成本的 60%, 伴随着原材料价格较 07-08 年高点的大幅下降以及高毛利产品海外出口比例和数量的提升, 公司毛利率在 09 年将得以大幅提升, 预计 09 年毛利率将达到 20.3%。
- **09 年仍需看空调电机业务** 对于公司空调电机业务 09 年下半年运行态势, 我们持较为乐观的态度, 由于公司是独立电机企业且具备技术和成本优势, 出口业务或将超出市场的普遍预期。更为重要的是, 由于目前公司电机产品在海外市场份额比例较低且公司还处于发展期, 年收入仅 15 亿左右, 若公司能够在 09 年通过开拓新客户并成功获得一两家国外大型企业的订单, 则公司收入和利润提升的幅度将超出市场普遍预期, 这也是我们对公司较为看好的原因之一。
- **新能源汽车电机乃未来亮点** 虽然公司已与北理、福田汽车签署了一系列合作开发协议, 但我们认为新能源汽车电机业务在 09 年短期还较难对公司业绩产生实际影响, 毕竟在电机中电控单元领域我国较国外技术差距较大, 预计此项业务未来将随着国家扶持政策的出台而得以逐步发展, 当然对公司业绩的影响我们将根据公司此项业务的进展以及国内新能源汽车行业发展的程度进行相应调整, 不过从长期而言, 我们对新能源汽车电机业务还是持乐观态度的。
- **盈利预测与投资评级** 综合各种因素考虑, 我们预测公司 09-10 年 EPS 分别为 0.71 元和 0.786 元, 对应动态市盈率分别为 45.8 倍和 41.4 倍, 估值有所偏高, 故我们给予公司 “中性” 评级, 若公司未来能够获得国际空调巨头大单, 不排除我们上调投资评级的可能。

投资评级: 中性 (首次)

市场数据

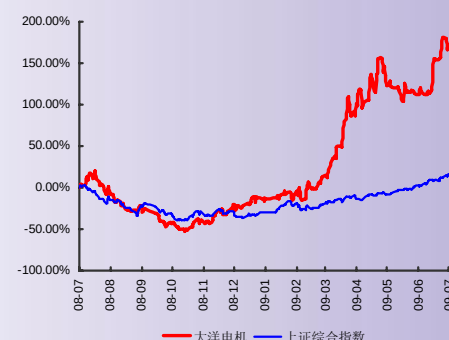
总市值 (百万元)	8203
流通市值 (百万元)	2077
总股本 (万股)	25200
流通股本 (万股)	6380
12 个月最高/最低 (元)	64.0/11.44

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入 (万元)	156,858	142,472	157,962
(+/-%)	0.2%	-9.2%	10.9%
净利润 (万元)	14,128	17,891	19,809
(+/-%)	-3.4%	26.6%	10.7%
摊薄 EPS (元)	1.12	0.71	0.79
市盈率 (倍)	29.0	45.8	41.4

注: 以 7 月 22 日收盘价 32.55 元计算

公司股价表现图



独立声明

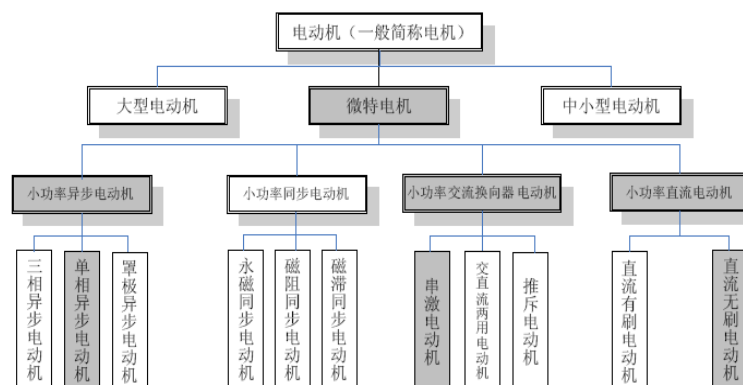
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。



一、公司介绍——空调电机的龙头企业

大洋电机（002249）主要从事微特电机的开发、生产和销售，产品主要包括风机负载类电机（小功率异步电动机中的单相异步电机，如空调）、洗衣机类电机（小功率交流转向器电动机中的串激电机）、直流无刷电机（小功率直流电动机中的直流无刷电机）等，其中空调电机为公司的主要产品，占全部销量的 90%左右。

图 1、公司各类电机



资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

注：图中深色部分产品为公司主导产品

经过多年的经营发展，公司已成为空调电机配套行业中的龙头企业，主要为海尔、美的、格力等国内企业以及 Whirlpool、Goodman、LG、松下等国际企业进行电机配套，目前市场占有率约在 20%左右，位居行业第二。需要指出的是在空调电机配套领域，公司是最大的独立于整机厂之外的电机生产公司，其他的企业如：威灵电机、章丘电机都属于整机厂的附属企业，而对公司而言，能从众多附属于整机厂的企业中发展壮大这非常难能可贵。

表 1、06 年为空调配套的主要电机企业（万台）

企业名称	产能	销量	销售对象
顺德威灵电机有限公司	2000	1700	美的、松下、科龙
大洋电机	1831	1527	美的、格力、科龙、海尔、长虹等
章丘海尔电机有限公司	2200	1550	海尔、天津 LG、苏州三星
江苏宝骊集团有限公司	1800	1480	格力、苏州三星、广州松下
威灵（芜湖）电机公司	1500	1300	天津 LG、苏州三星、海尔、长虹
中山南丰电机有限公司	1200	1000	格力
浙江卧龙电机有限公司	1500	1200	科龙、长虹
常州新亚电机公司	1300	1100	美的、格力

资料来源：公司招股说明书，长城证券研究所

探究公司成功的原因，我们认为主要有三点：（1）独立于整机厂。公司不同于其它附属类公司，与之相比公司产品必须作到成本更低、性能更优，才能获得整机



厂的订单而生存下去，而正是这一点促使了公司必须时刻保持灵敏的市场嗅觉、把握海外和国内市场每一个机会；（2）民营企业结构。我们认为在空调电机这个细分市场，最适合的经营模式为民营，只有这样才能克服众多国企所具有的弊端，作到有效的激励；（3）具备技术优势。公司实际控制人为鲁楚平、彭惠夫妇，其中鲁楚平董事长为技术研发出身，目前为中国微特电机与组件行业协会副理事长，对此我们可以认为公司在微特电机技术研发领域具备行业领先优势，未来或将能够在电机产品技术进步以及应用领域扩展上率先取得进展。

二、09 年仍看空调电机业务

由于受国内和全球空调市场小幅萎缩以及产品均价下调的影响，公司 09 年 1 季度实现营业收入约 3.6 亿元，同比下降 24.56%，但由于产品结构的改善以及毛利率的大幅提升，最终公司实现归属于母公司所有者净利润同比增长 32.99%，可以说公司业绩还是较为理想的。

表 2、公司季度财务比率

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1
毛利率	18.3%	19.3%	17.1%	19.0%	17.1%	18.5%	17.6%	10.4%	21.9%
销售费用率	2.3%	2.6%	2.1%	4.1%	2.1%	2.5%	3.9%	2.0%	2.3%
管理费用率	2.1%	2.1%	4.3%	2.5%	2.9%	2.5%	4.6%	6.2%	3.8%
财务费用率	1.3%	-0.7%	-1.3%	5.1%	1.4%	-0.9%	-1.8%	4.7%	-1.4%
所得税率	10.8%	18.7%	10.1%	17.6%	19.6%	18.6%	25.2%	28.4%	17.6%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

我们可以发现尽管受产品价格下调的影响，公司收入出现了同比下滑，但最终公司净利润还是呈现增长态势，我们认为实际上对公司净利润影响最大的因素还是毛利率这项指标。那么公司毛利率之所以能够大幅攀升，主要原因有两点：

（1）原材料价格同比大幅下跌

从公司产品的成本分析中，我们发现铜（漆包线）、硅钢板、冷轧钢板等主要原材料占公司总成本的 60%，可以说原材料价格的变动对成本的影响较大。

图 2、金属铜价格变动（元/吨）

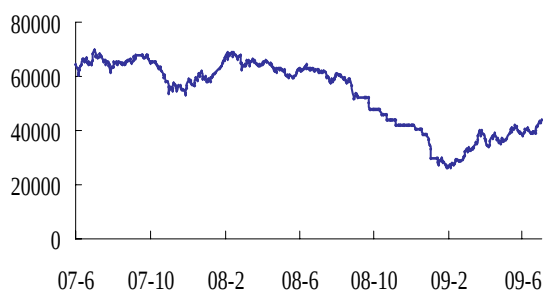
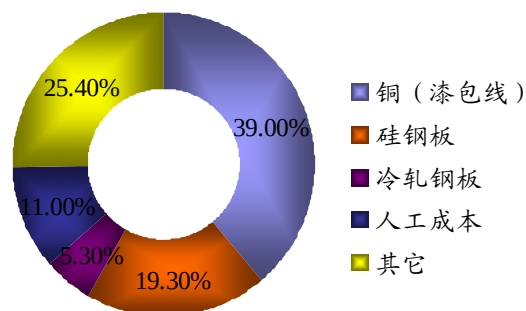


图 3、公司成本分析



资料来源：长城证券研究所



而 08 年下半年以来,包括铜、铝、钢材等大宗商品其价格出现了较大幅度的下降,尽管 09 年 3 月份以来价格有了一定幅度的提升,但较 07 年间的历史高点还是有相当大的差距,故我们认为原材料价格的大幅下跌降低了公司成本,是毛利率提升的原因之一。

(2) 产品结构的改善和调整

公司的产品主要包括空调电机、洗衣电机以及直流无刷电机,以空调电机为主。而在空调电机中,又可分为 Y5S(L) 系列空调电机、Y6S(L) 系列卧式空调电机、Y7S(L) 系列中央空调电机,其中 Y6S(L) 和 Y7S(L) 系列毛利率较高,基本以出口为主。尽管 09 年 1 季度国内空调市场呈现萎缩态势,公司国内业务也不可避免出现了小幅下降,但我们认为公司在此次全球经济危机还是略有受益,随着部分国外空调电机生产企业的破产倒闭以及国外空调企业降低采购成本的考虑,公司电机产品的出口在 1-2 季度较以往还有所上升,此外在 1-2 年前对公司进行过询价和验证的整机客户也开始对公司进行电机产品采购,此乃公司 09 年毛利率大幅提升的原因之一。我们预计公司 09 年毛利率将再创历史新高,有望达到 20.3%。

图 4、公司空调电机国内&出口收入比例

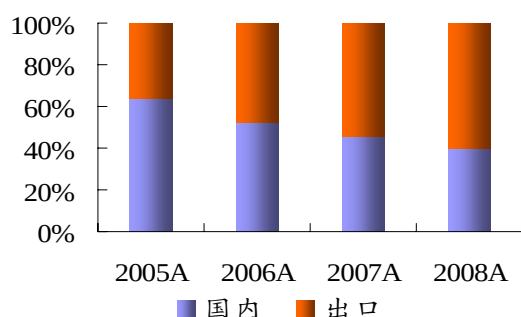


图 5、各类产品占销售收入比重

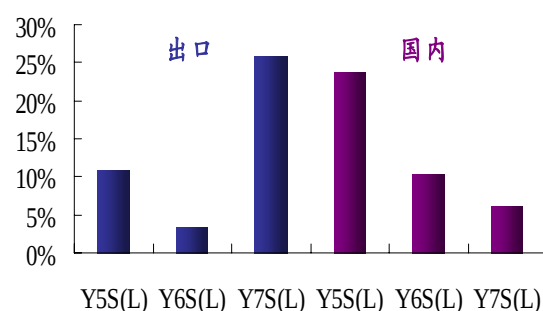


图 6、公司空调电机国内&出口毛利比例

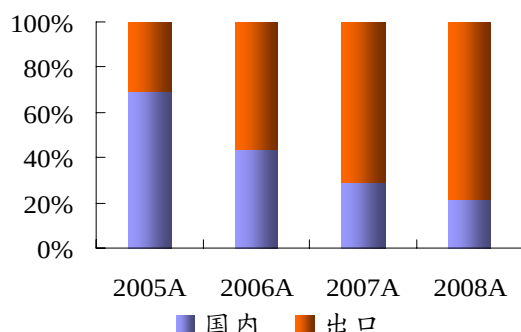
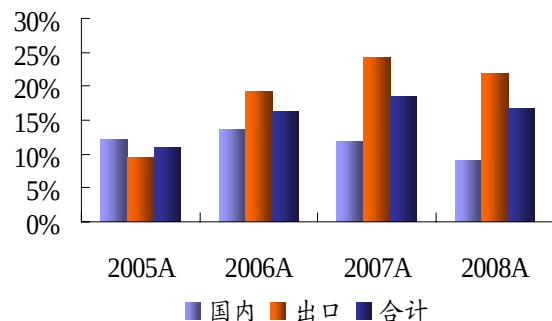


图 7、国内&出口业务毛利率



资料来源：公司年报，长城证券研究所

对于公司空调电机业务 09 年下半年运行态势,我们持较为乐观的态度,我们认为尽管国内空调市场目前增长缓慢,为了维持自身电机配套企业的生存,整机厂会



将部分订单向附属电机企业进行转移，而将引发公司国内订单的小幅下滑，这种可能是存在的，但对于公司而言，“危与机”是并存的，公司由于是独立电机企业且具备技术和成本优势，出口业务或将超出市场的普遍预期。更为重要的是，由于目前公司电机产品在海外市场份额比例较低且公司还处于发展期，年收入仅 15 亿左右，若公司能够在 09 年通过开拓新客户并成功获得一两家国外大型企业的订单，则对公司收入和利润提升的幅度将超出市场普遍预期，这也是我们对公司较为看好的原因之一。

三、新能源汽车电机乃未来增长亮点

在稳步发展传统空调电机业务的同时，公司亦在积极开拓新的业务领域，新能源汽车电机就是其中之一。

09 年以来公司在新能源汽车电机领域开始一系列的新的拓展，如与北京理工大学签署了《纯电动及混合动力车辆整车控制系统研发及产业化》合作协议，其中北理负责技术研发及产品研制，公司主要负责技术成果及产品的产业化；7 月份公司又与福田汽车签署了《新能源汽车电机及驱动系统开发战略合作协议》，公司将作为福田汽车研发系列新能源汽车应用的电机及驱动系统。我们认为随着一系列合作协议的签订以及国家对新能源汽车扶持政策的陆续出台，新能源汽车电机业务未来有望成为公司新的增长亮点。

需要指出的是，在对公司新能源汽车电机业务未来较为看好的同时，我们对此项业务的进展仍要保持一份谨慎。电机及控制系统作为新能源汽车的核心部件，我们认为新能源汽车电机不仅需要单纯电机领域中具备技术路线和性能上的优势，更需要公司能够在电控单元具备相应技术优势，因为相比单纯的驱动电机，电控单元更为重要，尤其是控制系统芯片的设计最能体现技术实力。

而在电控领域，作为一名学习汽车技术 7 年并从事汽车行业研究多年的研究员而言，我个人深刻地感受到我国在此领域与其它发达国家的差距。像空调中较为领先的 15HZ 变频空调，其核心部件即为电机中的电控单元，而据我了解，国内能从事变频空调生产的企业，其电机中的电控单元基本都靠国外进口或者合资开发，所以我们可以相信落实到新能源汽车这种比变频空调更具技术含量的产品，其电控单元的复杂性很难被国内企业在较短时间内掌握。

故我们认为虽然公司已与北理、福田汽车签署了一系列合作开发协议，但新能源汽车电机业务在 09 年短期还较难对公司业绩产生实际影响，预计此项业务未来将随着国家扶持政策的出台而得以逐步发展，当然对公司业绩的影响我们将根据公司此项业务的进展以及国内新能源汽车行业发展的程度进行相应调整，不过从长期而言，我们对新能源汽车电机业务还是持乐观态度的。



四、盈利预测与投资评级

考虑到新能源汽车电机此项业务的进度，我们认为短期内难以对公司实际业绩产生较大影响，而对于公司空调电机业务，我们认为尽管公司收入将有所下滑，但由于原材料价格下降以及产品结构改善所引发毛利率的大幅提升，公司 09 年业绩仍将比 08 年同比增长 26%，若公司能借助此次全球经济危机成功开拓国际新客户并获得大量订单，不排除公司 09 年业绩超出我们预期的可能。

故综合各种因素考虑，我们预测公司 09-10 年 EPS 分别为 0.71 元和 0.786 元，对应动态市盈率分别为 45.8 倍和 41.4 倍，估值有所偏高，故我们给予公司“中性”评级，若公司未来能够获得国际空调巨头大单，不排除我们上调投资评级的可能。



表 3、公司收入预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Y5S(L) 系列空调电机					
收入 (万元)	53933.23	48568.1	37688.85	40364.75	42786.64
增长率 (YOY)	41.69%	-9.95%	-22.40%	7.10%	6.00%
毛利率	9.73%	7.03%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利 (万元)	5247.7	3413.51	3768.88	4036.48	4278.66
Y6S(L) 系列卧式空调电机					
收入 (万元)	21302.53	22744.17	19650.96	22048.38	24253.22
增长率 (YOY)	34.78%	6.77%	-13.60%	12.20%	10.00%
毛利率	17.30%	12.47%	17.00%	17.00%	17.00%
毛利 (万元)	3685.34	2836.07	3340.66	3748.22	4123.05
Y7S(L) 系列中央空调电机					
收入 (万元)	50355.74	55518.34	58760.61	67128.12	77197.34
增长率 (YOY)	260.21%	10.25%	5.84%	14.24%	15.00%
毛利率	28.96%	26.89%	28.50%	28.50%	28.50%
毛利 (万元)	14583.02	14928.53	16746.77	19131.51	22001.24
其他空调用电机					
收入 (万元)	12147.59	11099.59	8646.58	9260.49	9538.30
增长率 (YOY)	12.29%	-8.63%	-22.10%	7.10%	3.00%
毛利率	10.15%	7.72%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利 (万元)	1232.98	856.8	864.66	926.05	953.83
其他类电机					
收入 (万元)	15761.13	16982.98	15488.48	16588.16	17915.21
增长率 (YOY)	9.89%	7.75%	-8.80%	7.10%	8.00%
毛利率	25.32%	22.59%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利 (万元)	3990.72	3836.45	3872.12	4147.04	4478.80
其他业务					
收入 (万元)	3111.03	1945.21	2236.99	2572.54	2958.42
增长率 (YOY)	37.86%	-37.47%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	11.15%	16.97%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利 (万元)	346.88	330.14	268.44	308.70	355.01
总业务合计					
收入 (万元)	156611.3	156858.4	142472.47	157962.44	174649.13
增长率 (YOY)	64.39%	0.16%	-9.17%	10.87%	10.56%
成本 (万元)	127524.6	130656.9	113610.93	125664.44	138458.54
增长率 (YOY)	59.78%	2.46%	-13.05%	10.61%	10.18%
毛利率	18.57%	16.70%	20.26%	20.45%	20.72%
毛利 (万元)	29086.64	26201.5	28861.54	32298.01	36190.60
增长率 (YOY)	88.21%	-9.92%	10.15%	11.91%	12.05%

资料来源：长城证券研究所



附录

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	156,858	142,472	157,962	174,649	成长性				
营业成本	130,657	113,611	125,664	138,459	营业收入增长	0.2%	-9.2%	10.9%	10.6%
销售费用	4,014	3,419	3,791	4,192	营业成本增长	2.5%	-13.0%	10.6%	10.2%
管理费用	5,560	4,987	5,529	6,113	利润总额增长	-7.0%	29.4%	10.7%	12.2%
财务费用	715	-480	-565	-658	净利润增长	-3.4%	26.6%	10.7%	12.2%
投资净收益	2,184	0	0	0	盈利能力				
营业利润	14,996	20,181	22,452	25,304	毛利率	16.7%	20.3%	20.4%	20.7%
营业外收支	1,367	1,000	1,000	1,000	销售净利率	9.0%	12.6%	12.5%	12.7%
利润总额	16,363	21,181	23,452	26,304	ROE	12.1%	13.3%	12.8%	12.6%
所得税	2,145	3,177	3,518	3,946	ROIC	38.0%	30.2%	30.7%	31.1%
少数股东损益	89	113	125	140	营运效率				
净利润	14,128	17,891	19,809	22,218	销售费用/收入	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%
资产负债表 (万元)					管理费用/收入	6.5%	3.5%	3.5%	3.5%
货币资金	66,879	80,114	92,917	108,711	投资收益/利润	14.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	13,037	12,823	14,217	15,718	所得税/利润总额	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	7,635	6,935	7,689	8,501	应收帐款周转率	9.81	11.02	11.68	11.67
存货	20,394	17,734	19,615	21,612	存货周转率	6.12	5.96	6.73	6.72
流动资产合计	111,171	120,417	137,549	157,973	流动资产周转率	1.85	1.23	1.22	1.18
固定资产	29,722	34,681	39,518	43,757	总资产周转率	1.34	0.92	0.91	0.89
资产总计	147,462	161,995	184,386	209,353	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	21.0%	16.9%	16.2%	15.5%
应付款项	22,805	19,830	21,933	24,167	流动比率	4.17	5.19	5.36	5.59
流动负债合计	26,670	23,199	25,656	28,265	速动比率	3.40	4.43	4.60	4.82
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	30,916	27,445	29,903	32,511	EPS	1.121	0.710	0.786	0.882
股本	12,600	25,200	25,200	25,200	每股净资产	9.25	5.34	6.13	7.02
留存收益	103,355	108,645	128,454	150,672	每股经营现金流	-0.89	0.91	0.94	1.14
少数股东权益	592	704	829	970	每股经营现金/EPS	-0.8	1.3	1.2	1.3
权益合计	116,546	134,550	154,483	176,842	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和股东权益总计	147,462	161,995	184,386	209,353	PE	29.0	45.8	41.4	36.9
现金流量表 (万元)					PEG	1.09	4.28	3.40	—
经营活动现金流	-11,225	23,024	23,803	28,794	PB	3.5	6.1	5.3	4.6
其中营运资本减少	-26,790	508	-1,872	-2,021	EV/EBITDA	21.54	33.66	29.25	24.42
投资活动现金流	-9,763	-9,789	-11,000	-13,000	EV/SALES	2.64	5.79	5.22	4.72
其中资本支出	-8,949	-9,000	-10,000	-12,000	EV/IC	7.69	14.05	12.53	11.39
融资活动现金流	72,114	0	0	0	ROIC/WACC	3.06	2.43	2.47	2.51
净现金总变化	50,855	13,235	12,803	15,794	REP	2.51	5.78	5.07	4.54

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍:

吕 磊: 北京航空航天大学汽车工程系硕士、学士, 3年证券行业从业经历, 任汽车及零配件行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>