

机械基础件



李纲领

机械行业研究员

021-3856 5920

ligangl@xyzq.com.cn

大洋电机（002249）

500 辆电动出租车明年北京上路

强烈推荐 首次

2009 年 11 月 16 日

事件：

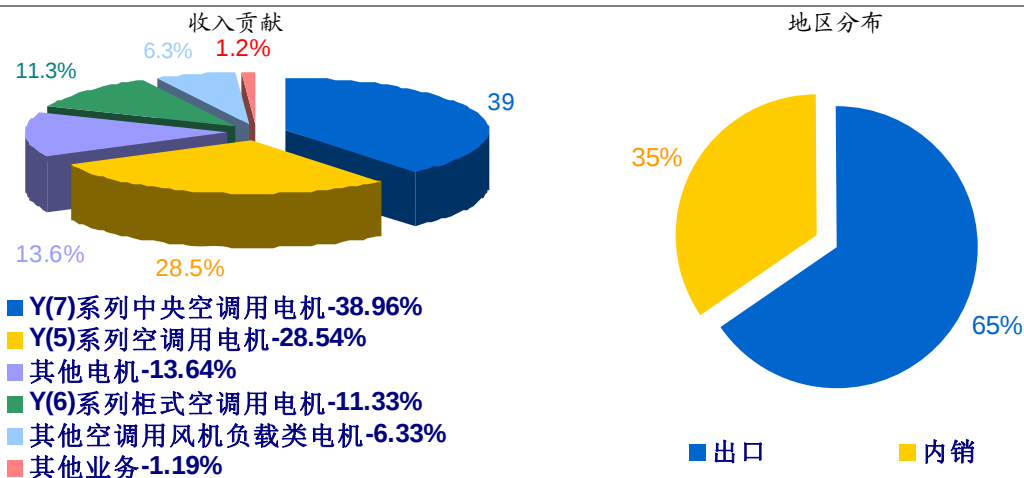
2009 年 11 月 6 日（周五）我们赴公司生产基地（广东中山）进行了调研，并与公司的管理层进行了深入的交流。

点评：

公司是全球微特电机的重要制造商，主要产品包括空调配套用的风机负载类电机、洗衣机电机、直流无刷电机等，目前已形成年产 2000 余万台微特电机的生产能力，年收入规模超过 15 亿元。2009 年公司与北理工、北汽福田、北方交大四方战略合作，并出资 5.2 亿元（其中自有资金 3.6 亿元）投入新能源汽车用电机驱动及控制系统。

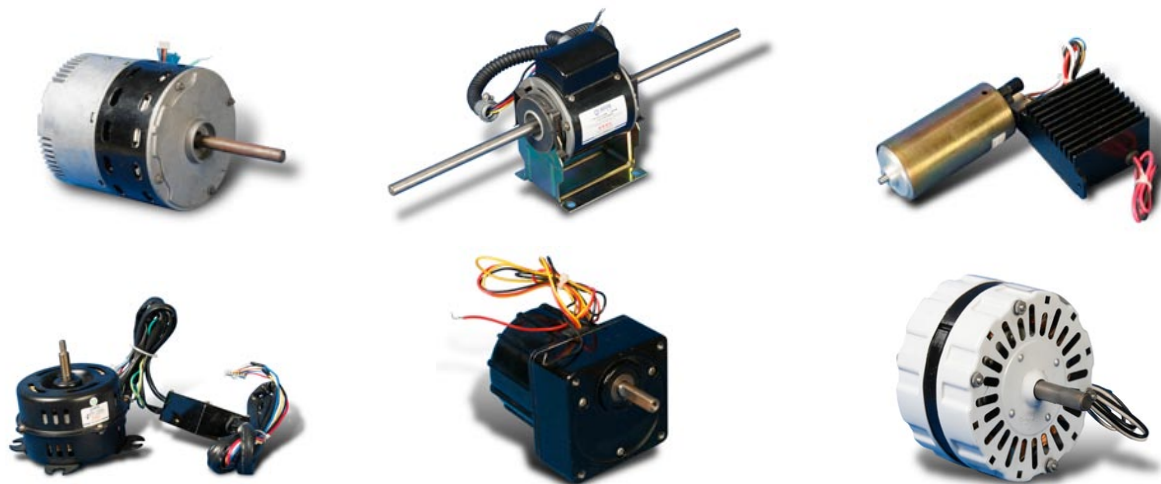
2009 年半年报显示：应用于中央空调的高端 Y（7）系列（出口为主）、柜机的 Y（6）、和窗机的 Y（5）系列空调用风机负载类电机收入占比分别为 39%、29%和 11%，合计收入占比近 90%。09 年上半年公司产品出口比例超过内销，占比达到 65%。

图 1. 2009 年上半年公司产品收入与地区收入贡献占比：



数据来源：兴业证券研发中心 公司公告

图 2. 公司主要产品：



数据来源：兴业证券研发中心 公司网站

一、原材料价格下降和产品结构改善提升公司毛利率

由于金融危机的影响，公司主要原材料硅钢片以及铜漆包线的价格下降；另一方面公司积极调整和不断优化产品结构，使得毛利率较高的 Y(7) 系列中央空调用电机的销售收入占比由 08 年中期的 31% 提升至近 40%；毛利率同比上升了 14 个百分点，而公司毛利率相对较低的应用于柜机的 Y(6) 和应用于家用空调的 Y(5) 系列收入占比合计下降近 10 个百分点。2009 年三季报公布的公司综合毛利率为 26.53%，同比增加了近 9 个百分点。

图 3. 公司主要产品近期毛利率：

毛利率 (%)	2009H1	2008A	2008H1
综合毛利率 (%)	26.61	16.7	17.58
Y7S(L) 系列中央空调用风机负载类电机 (%)	44.83	26.89	30.76
Y5S(L) 系列空调用风机负载类电机 (%)	9.62	7.03	8.5
其他电机 (%)	29.96	22.59	22.19
Y6S(L) 系列柜式空调用风机负载类电机 (%)	15.92	12.47	15.32
其他空调用风机负载类电机 (%)	9.86	7.72	10.56
其他业务 (%)	-9.89	16.97	10.53

数据来源：兴业证券研发中心 公司公告

预计 09 年公司综合毛利率大幅提升，考虑到 4 季度 低毛利的 Y（6）、Y（5）系列需求增速加快，收入占比增加，初步测算 09 年全年毛利率有望达到 24%，同比增加近 7 个百分点。

二、内需补库存 4 季度延续 Y（6）、Y（5）系列需求增速有望加快

2009 年上半年下游空调厂家为了应对金融危机，降低经营风险，主动调整了生产计划，加大消化库存的力度，使得空调行业的库存到 9 月份降低至 672 万台，同比下降 23%。由于国内白色家电消费大幅反弹以及国家节能惠民政策补贴的作用，空调销量超出空调厂家的预计，再加上格力为扩大市场份额而实施的积极竞争策略。可以判断空调厂家自去年开始的去库存阶段基本结束，企业开始调整生产计划，空调企业补库存阶段开始，以往空调生产的淡旺季在今年已不再明显。

由于国内需求强劲，公司 4 季度有望继续延续旺季的增长势头，内需为主的 Y（6）、Y（5）系列的市场需求有望在 4 季度增速加快。

根据我们对空调内、外需求的预测，我们预计公司 2009 年全年实现销售收入 14 亿元左右，同比下降 10.77%。

三、“土豆效应”显现 致外需需求平稳 出口大客户拓展值得期待

北美地区目前是公司最主要的出口地，北美地区出口额占公司出口收入的 80%左右，公司目前美国市场客户主要是 Goodman，供货量占公司销售收入的 20%左右。由于金融危机的影响，市场对公司的出口业务普遍看淡，但由于“土豆效应”的显现，公司的出口业务情况大大好于市场预期，上半年收入降幅 18%，但由于高端电机销售增加，毛利同比增加 11.4 个百分点。

考虑到船期一个月，出口订单签约于定价的模式一般每 16 周更新一次，出口市场相比国内市场的随行就市，计划性相对较强。根

据目前的情况，我们预计 4 季度和明年第一季度公司的外需会保持平稳。

2009 年 Goodman 全球 CEO 的到访，在某种程度上是对公司作为重要供应商和 Goodman 战略合作关系处于上升期的佐证，而开利（Carrier）全球副总裁和负责采购的高级主管的到访，则预示着公司在外需大客户的拓展方面又取得了一定的进展。考虑到公司目前的收入规模，像开利和 Goodman 这样的海外大客户的拓展对公司业绩的提升幅度将大超市场预期，而公司在北美市场较低的市场占有率则预示着外需的成长空间依然巨大。

图 4. 公司分产品收入预测：

分产品收入预测表（单位：万元）	2008H1	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
Y7S(L)系列中央空调用风机负载类电机	32,514.90	55,518.34	28,976.97	49,966.51	59,959.81	74,949.76
YOY			-10.88%	-10.00%	20.00%	25.00%
%	30.89%	35.39%	38.96%	34.18%	35.25%	36.28%
毛利率	30.76%	26.89%	44.83%	38.00%	38.00%	35.00%
Y6S(L)系列柜式空调用风机负载类电机	16,596.44	22,744.17	8,429.39	22,744.17	26,155.80	31,386.95
YOY			-49.21%	0.00%	15.00%	20.00%
%	15.77%	14.50%	11.33%	15.56%	15.38%	15.19%
毛利率	15.77%	14.50%	11.33%	14.00%	13.50%	13.50%
Y5S(L)系列空调用风机负载类电机	36,648.97	48,568.10	21,223.55	43,711.29	50,267.98	60,321.58
YOY			-42.09%	-10.00%	15.00%	20.00%
%	34.81%	30.96%	28.54%	29.90%	29.55%	29.20%
毛利率	8.50%	7.03%	9.62%	9.50%	9.50%	9.50%
其他电机(万元)	9,219.50	16,982.98	10,145.60	19,530.43	22,459.99	26,951.99
YOY			10.05%	15.00%	15.00%	20.00%
%	8.76%	10.83%	13.64%	13.36%	13.20%	13.05%
毛利率	22.19%	22.59%	29.96%	30.00%	30.00%	30.00%
其他空调用风机负载类电机(万元)	8,525.16	11,099.59	4,707.75	8,879.67	9,767.64	11,232.79
YOY			-44.78%	-20.00%	10.00%	15.00%
%	8.10%	7.08%	6.33%	6.07%	5.74%	5.44%
毛利率	10.56%	7.72%	9.86%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务(万元)	1,765.43	1,945.21	886.67	1,361.65	1,497.81	1,722.48
YOY			-49.78%	-30.00%	10.00%	15.00%
%	1.68%	1.24%	1.19%	0.93%	0.88%	0.83%
毛利率	10.53%	16.97%	-9.89%	12.00%	12.00%	12.00%
收入合计	105,270.40	156,858.39	74,369.93	146,193.71	170,109.03	206,565.55
YoY			-29.35%	-6.80%	16.36%	21.43%
毛利率	17.92%	17.00%	26.09%	22.73%	22.92%	22.08%

数据来源：兴业证券研发中心 公司公告

四、新能源汽车电机项目进展迅速 500 辆电动出租车明年北京上路

2009 年公司 与北理工、北汽福田、北交大战略合作，并出资 5.2 亿元（其中自有资金 3.6 亿元）投入新能源汽车用电机驱动及控制系统。拟建项目规模为新增产能 30000 套。项目建设期 2 年，投资

回收期 5.2 年。项目将边建边生产，第二年投产并达产 10%，第三年达产 30%，第四年达产 60%，第五年达产 100%。

2009 年 5 月底公司以 5000 万元投资设立大洋电机（北京）新动力驱动系统开发有限公司，通过借助北理工的平台，在整车控制系统、电池控制系统和电机控制系统这三大最为核心的新能源电动车的控制系统方面，公司已经争取了少量的样品订单，并实现了整车控制系统和电机控制系统方面的合作。我们判断，此次公司利用自有资金进行大规模产业化投资标志着公司在新能源电机驱动与控制系统的技术储备已相对充分或是对该项目的前景信心饱满。

根据新华社 2009 年 10 月 28 日的报道，福田汽车 2010 年将有 5000 辆纯电动出租车在北京运行。我们认为这是公司参与此次新能源汽车四方战略合作的阶段性成果，具有里程碑意义。随着“十城千辆”的展开和国家对新能源汽车 2012 年 5% 的规划实施，我们期待在未来 2-3 年新能源公共车辆的政府采购在除北京以外的国内其它城市的陆续展开，为公司的业绩提升和产品结构完善营造良好的市场环境。

五、盈利预测与估值：新能源公共车辆的政府采购启动 12 个月目标价 42 元

由于新能源汽车电机及控制系统的定价机制尚不明晰，暂不考虑新能源车用电机项目的业绩贡献，我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益为 0.87 元、1.04 元和 1.24 元。按 2009 年 11 月 16 日的收盘价 34.50 元计算，对应 2009、2010、2011 年动态市盈率为 40 倍、33 倍和 28 倍，以公司 2009 年 9 月 30 日的每股净资产 4.92 元计算，公司目前的 P/B 为 6.42 倍。

公司作为国内最大独立空调风机负载类电机供应商的成长空间巨大；公司重视研发投入，不断推出高毛利的新产品，将使公司的综合毛利率水平稳中有升；公司新能源汽车电机驱动和控制系统项目将提升公司的业绩，并拓展公司新的成长空间。未来 12 个月合理股价区间介于 39.55 元-45.20 元，12 个月目标价 42 元，首次关注，给予“强烈推荐”的投资评级。

六、风险提示：

1. 原材料价格的大幅上涨
- 2 . 人民币升值所引致的出口汇兑损失的不利影响
3. 北美市场反倾销的潜在威胁

附表 I：公司财务报表预测：

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1112	1280	1558	1908	营业收入	1569	1462	1711	2078
货币资金	669	710	777	819	营业成本	1307	1140	1330	1618
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	5	6	5	6
应收账款	130	219	308	416	销售费用	40	38	43	52
其他应收款	4	29	51	104	管理费用	56	47	51	62
存货	204	228	293	388	财务费用	7	-29	-31	-33
非流动资产	363	343	331	320	资产减值损失	22	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	-4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	22	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	150	260	313	373
固定资产	283	276	265	252	营业外收入	18	8	0	0
在建工程	14	7	4	2	营业外支出	5	6	0	0
油气资产	0	0	0	0	利润总额	164	262	313	373
无形资产	44	44	44	44	所得税	21	39	47	56
资产总计	1475	1623	1889	2228	净利润	142	223	266	317
流动负债	267	332	331	354	少数股东损益	1	5	5	4
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	141	218	261	313
应付票据	45	137	133	146	EPS(元)	0.56	0.87	1.04	1.24
应付账款	183	171	173	178	主要财务比率				
其他	39	24	26	30	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
非流动负债	42	0	0	0	成长性				
长期借款	0	0	0	0	营业收入增长率	0.2%	-6.8%	17.0%	21.5%
其他	42	0	0	0	营业利润增长率	-13.5%	73.5%	20.3%	19.2%
负债合计	309	332	331	354	净利润增长率	-3.4%	54.4%	19.8%	19.6%
股本	126	252	252	252	盈利能力				
资本公积	751	625	625	625	毛利率	16.7%	22.0%	22.3%	22.2%
未分配利润	258	376	637	950	净利率	9.0%	14.9%	15.3%	15.0%
少数股东权益	6	11	15	20	ROE	12.2%	17.0%	16.9%	16.9%
股东权益合计	1165	1291	1557	1875	偿债能力				
负债及权益合计	1475	1623	1889	2228	资产负债率	21.0%	20.4%	17.5%	15.9%
现金流量表					流动比率	4.17	3.86	4.70	5.40
单位：百万元					速动比率	3.29	3.17	3.82	4.30
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	营运能力				
净利润	141	218	261	313	资产周转率	133.7%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧和摊销	31	14	15	15	应收帐款周转率	904.0%	808.8%	649.0%	574.4%
资产减值准备	22	-43	0	0	每股资料(元)				
无形资产摊销	4	0	0	0	每股收益	0.56	0.87	1.04	1.24
公允价值变动损失	-4	0	0	0	每股经营现金	-0.45	0.45	0.14	0.04
财务费用	7	-29	-31	-33	每股净资产	4.60	5.08	6.12	7.36
投资损失	-22	0	0	0	估值比率(倍)				
少数股东损益	1	5	5	4	PE	54.7	35.4	29.6	24.7
营运资金的变动	283	32	211	285	PB	6.7	6.0	5.0	4.2
经营活动产生现金流量	-108	114	36	9					
投资活动产生现金流量	-44	-0	0	0					
融资活动产生现金流量	724	-73	31	33					
- 现金净变动	572	41	67	42					
现金的期初余额	120	669	710	777					
现金的期末余额	692	710	777	819					

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。