

2010-04-15

工业机械

大洋电机 002249.SZ

新能源车拉动全年业绩高增长

分析师：周励谦（执业证书编号：S0930209050199）

联系人：王海生 袁瑶

021-22169175

021-22169165/22169112

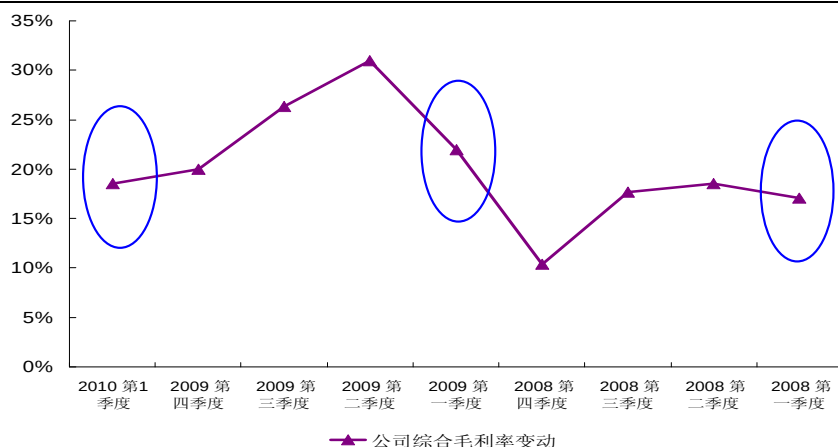
◇事件：公司公布一季报

◆毛利率下降预料之中，继续给予公司“买入”评级

公司一季报显示，营业收入 4.64 亿元，增长 29%，净利润 0.49 亿元，同比下降 15%，毛利率 18.5%，较 09 年 1 季度 21.9% 的毛利率略有下滑，符合我们的预期。公司今年主要盈利增长点新能源汽车驱动及控制系统和直流无刷电机都将于 2 季度后开始放量，Y7 出口电机受北美地区季节性影响，也将于 2、3 季度放量。因此，我们判断，公司的业绩高增长将出现在 2 季度以后。今年初，铜价上涨 10%，铜占公司总成本的 36%，造成公司整体毛利率下降 3 个百分点。从历史上看，公司 1、4 季度毛利率均处于全年最低水平，我们的盈利预测基于全年铜价上涨 30% 的假设，预计全年公司传统业务毛利率下降 8-10 个百分点。公司新能源汽车业务享受市场确定性爆发增长，传统节能电机业务享受国家节能政策的强力推动，公司业绩未来 3 年将呈 60% 的复合增长，我们测算公司 2010 年 EPS1.32 元，继续给予公司“买入”评级，目标价格 52。

图表 1：公司 1、4 季度毛利率偏低

公司各季度毛利率变动



资料来源：光大证券研究所

◆新能源汽车产业链上弹性最高，2 年增长 10 倍至 50% 的利润占比

公司作为国内行业先行者，新能源汽车业务今年有望拿到福田、五洲龙等车厂订单，实现收入 2 亿元，净利润 4000 万元。预计今年净利润贡献超过 12%。

驱动系统是新能源车产业链中壁垒最高的环节之一，公司有能力保持其市场份额：1) 竞争格局集中。目前全国能够生产新能源汽车动力及控制系统的专业厂 5 家左右，大洋是其中技术相对成熟，用户群最广的；2) 进入壁垒高。新产品需要 10 万公里以上测试周期；3) 用户忠诚度高。既定车型难于更换驱动系统，所以整车厂一般与驱动系统厂长期合作。

根据各地规划，10-12 年新能源汽车动力驱动及控制系统复合增速超 200%。根据上文所述，公司相关业务将同样实现 2 年 10 倍的几何级数增长，业绩占比由 12% 增至 50%。贡献 EPS 分别为 0.20 元、0.60 元和 1.89 元。

◆节能空调市场跨越式增长，直流无刷电机业务复合增速 76%

国家强制推行节能型空调，高效定频、直流变频空调跨越式增长。而直流无刷电机为二者共同的核心部件，未来将逐步替代目前的直流电机。公司是空调电机行业龙头，提前布局直流无刷电机，以其全面替代去年业绩

贡献 40%的传统空调电机，其价格和毛利率将分别提升近 100%。公司 2010 年下半年有望实现直流无刷电机量产。预计 2010-2012 年该产品贡献 EPS 分别为 0.17 元、0.32 元和 0.54 元，未来 3 年复合增速 76%。

◆传统优势产品持续高增长

金融危机后，国外空调整机企业订单向中国转移。大洋 Y7 系列商用中央空调较国外同类产品价格低 25% 以上，作为国内最大的空调电机厂，与 Goodman、开利等全球大厂有长期合作，将充分受益行业转移。我们测算，2010-2012 年公司 Y7 系列电机为公司贡献的 EPS 分别为 0.36、0.46 和 0.58 元，复合增速 40%。

◆铜价大幅上涨对内销产品影响有限，出口产品毛利率受到一定影响

大洋内销电机基本采用滚动订单，每次签单重新确定价格。原材料上涨的风险基本可以转嫁给下游厂商，毛利率保持稳定。出口产品采用年初签订单的模式，价格年初确定，数量开口，只有在原材料大幅波动的情况下才对合同价格进行调整，毛利率会受到原材料价格变动影响。我们基于全年铜价上涨 30% 的假设，在盈利预测中充分考虑了 Y7 系列产品毛利率下降风险，将 Y7 毛利率由 09 年的 42% 下降到 32%。我们认为，如果铜价上涨幅度超过 30%，出口订单价格将进行调整，毛利率不会出现巨幅波动。

◆盈利预测

综上我们测算，公司 2010-2012 年净利润分别为 3.31 亿、5.59 亿和 10.39 亿元，折合 EPS 分别为 1.32 元、2.22 元和 4.12 元，复合增速 77%。给予公司“买入”评级，目标价格 52。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

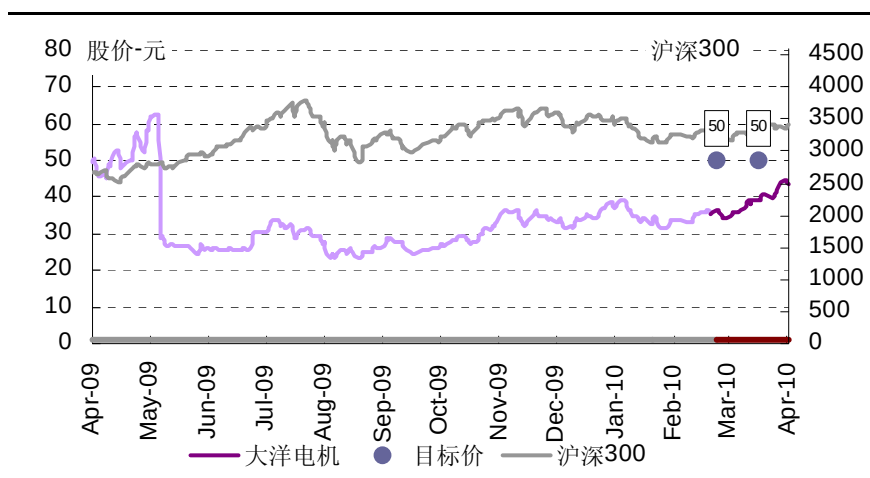
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

大洋电机（002249）

分析师：周励谦



日期	股价	目标	评级
2010-03-08	35.14	50.00	买入
2010-03-30	38.28	50.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。