



14 November 2010 | 21 pages

方正电机 (002196)

未来新能源汽车核心部件驱动电机主要供应商

——公司投资价值研究报告

研究员: 史海昇 执业证书编号: S1230209120122
 86-21-64718888-1737
 Shihaiseng@stocke.com.cn

本报告导读:

- 产业转移致使公司原有业务高速增长
- 汽车常规电机业务将成全新利润增长点
- 新能源汽车驱动电机将有望成为公司未来发展重点

投资要点:

- 公司原有业务高速增长。2010年,公司家用缝纫机电机、工业用缝纫机电机、电脑高速自动平缝机等原有主营业务产品均实现了100%左右的高速增长,伺服电机则有望实现400%以上的增长,预计公司原有业务增长势头在2011年仍可延续。
- 汽车常规电机业务2011年将贡献利润。公司汽车座椅电机、天窗电机与摇窗电机2011年(预计最快在二季度)将有望实现批量生产和销售,届时,相关产品毛利率也将出现明显提升,公司将形成全新的利润增长点,支撑业绩高速增长。
- 万向集团有望把新能源汽车驱动电机全部委托公司生产。据了解,公司新能源汽车驱动电机研发进展顺利,预计最快2012年就将开始逐步贡献利润,公司二股东的实际控制人系万向集团,万向旗下尚无其他电机制造类企业,我们推测,方正可能将作为万向集团新能源汽车布局中的一个重要组成部分,发展前景值得期待。
- 资金瓶颈将需依赖银行或增发解决。公司2011-2012年业绩将实现“跳跃式”增长,我们预计,随着公司产业路线的清晰,特别是新能源汽车驱动电机与汽车常规电机的订单量的逐步增加,资金需求可能会在2011年显现,届时通过银行贷款或增发获得发展资金将是公司的主要选择。
- 盈利预测与估值。我们预计,公司2010-2012年每股收益分别为0.29元、0.75元和1.35元,同比分别大幅增长383%(注:2009年公司计提坏账准备2,728,540.37元,对当年净利润影响较大)、158%和80%以上,当前股价对应公司2010-2012年动态市盈率分别为103倍、40倍和22倍,给予方正电机(002196)“买入”的投资评级,公司合理的价格区间为38-46元,6个月目标价43元。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	286	676	1331	2157
同比增长	—	136.36%	96.89%	62.06%
净利润	4	22	63	137
同比增长	—	411.12%	157.92%	80.33%
毛利率	14.4%	15.7%	17.7%	18.9%
每股收益(元)摊薄	0.06	0.29	0.75	1.35

资料来源:浙商证券研究所

评级:

买入

上次评级:

买入

当前价格: 29.91 元

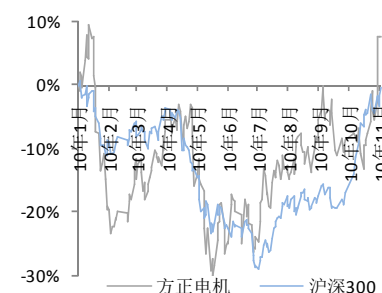
目标价格: 43.00 元

股本数据

A股总股本 7715 万股

流通A股 2000 万股

公司股价走势



公司简介

公司是国内专业研制开发、生产、销售特种电机及缝制设备的企业,主要产品为缝纫机电机,电脑高速自动平缝机,伺服电机,2011-2012年将推出汽车座椅电机、摇窗电机、天窗电机以及新能源汽车驱动电机等多款新产品。





正文目录:

一、 公司概况	4
1、公司简介	4
2、股权结构	4
二、 公司主营业务概况	5
1、缝纫机电机业务（含家用缝纫机电机与工业用缝纫机电机）	6
2、电脑高速自动平缝机业务	7
3、伺服电机业务	8
4、汽车常规电机（新业务）——公司 2011 年及以后业绩主要增长点	9
5、新能源汽车驱动电机（新业务）——公司 2012 年及以后业绩主要增长点	11
三、 公司传统业务下游发展状况——景气度持续走高	13
1、2010 年以来服装行业出现显著的恢复性增长	13
2、居民收入水平的不断提高支撑服装行业快速发展	14
3、服装行业生产设备升级与产品结构调整是方正的机会所在	14
四、 其他方面	14
1、公司供应商的选择考虑长远	14
2、公司电力供应基本无忧	15
3、公司充分享受税收优惠——又一“利润增长点”	15
4、公司受限股解禁并无大碍	15
五、 盈利预测与估值	16
六、 风险因素	17





图表目录:

图表 1: 公司股权结构情况	4
图表 2: 公司主营业务结构情况 (2010 年上半年)	5
图表 3: 公司主要产品的国内市场占有率情况	5
图表 4: 公司主营业务毛利率情况 (2010 年上半年)	6
图表 5: 方正家用缝纫机电机国内市场份额	6
图表 6: 方正工业缝纫机电机国内市场份额	6
图表 7: 各类缝纫机耗能情况对比	7
图表 8: 方正与国外品牌缝纫机售价情况对比 (元/台)	8
图表 9: 江森在国内汽车座椅市场份额	9
图表 10: 江森在全球汽车座椅市场份额	9
图表 11: 方正与竞争对手汽车座椅电机售价情况对比	10
图表 12: 方正生产线用工人数大幅下降	11
图表 13: 近年国内相继出台的新能源汽车扶持政策	11
图表 14: 万向系新能源汽车产业布局	12
图表 15: 近年我国服装行业产量及增速情况	13
图表 16: 近年我国服装行业出口额及增速情况	13
图表 17: 公司各利益集团持股比例情况	15
图表 18: DCF 估值的敏感性分析	16





一、公司概况

1、公司简介

方正电机(002196)是国内专业研制开发、生产、销售特种电机及缝制设备的企业,目前,主要产品为缝纫机电机,电脑高速自动平缝机,伺服电机以及汽车电机等,其中,原有业务缝纫机电机包括工业缝纫机电机和家用缝纫机电机两大系列,产品覆盖欧美、中东、东南亚等 70 多个国家和地区,家用缝纫机电机产量及出口量均居全国第一,工业用缝纫机电机产量居全国第二、出口量全国第一。公司现有员工 1500 余人,现有占地面积 74700 平方,建有 85200 平方的标准厂房,截止 2009 年 12 月 31 日,公司总资产为 5.00 亿元。

经过多年的技术研发与渠道建设,2011-2012 年公司新业务——汽车常规电机(座椅电机、摇窗电机、天窗电机)与新能源汽车电机(驱动电机)将先后开始贡献利润。

2、股权结构

目前,公司总股本 7715 万股,限售流通 A 股 5715 万股(均为首发原股东限售股份),实际流通 A 股 2000 万股。

图表 1: 公司股权结构情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
张敏	19,178,000	24.86	限售流通 A 股
通联创业投资股份有限公司	17,150,000	22.23	限售流通 A 股
钱进	8,449,000	10.95	限售流通 A 股
章则余	3,333,000	4.32	限售流通 A 股
李锦火	3,332,000	4.32	限售流通 A 股
胡宏	760,000	0.99	限售流通 A 股
张健	600,000	0.78	限售流通 A 股
张寅孩	600,000	0.78	限售流通 A 股
陈荣昌	380,000	0.49	限售流通 A 股
孙建荣	380,000	0.49	限售流通 A 股
袁晓虹	380,000	0.49	限售流通 A 股

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

其中,张敏、钱进与胡宏等人为公司高层核心成员,均在公司担任要职(分别担任董事长、总经理及财务总监和常务副总等职)。据调研了解,虽然李锦火已经辞去公司董事及副总经理职务,但仍在公司工作,目前以培养新人为主。

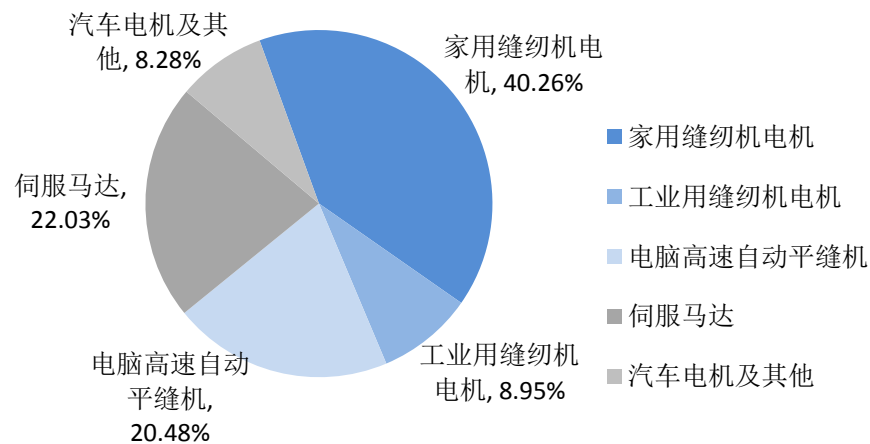




二、 公司主营业务概况

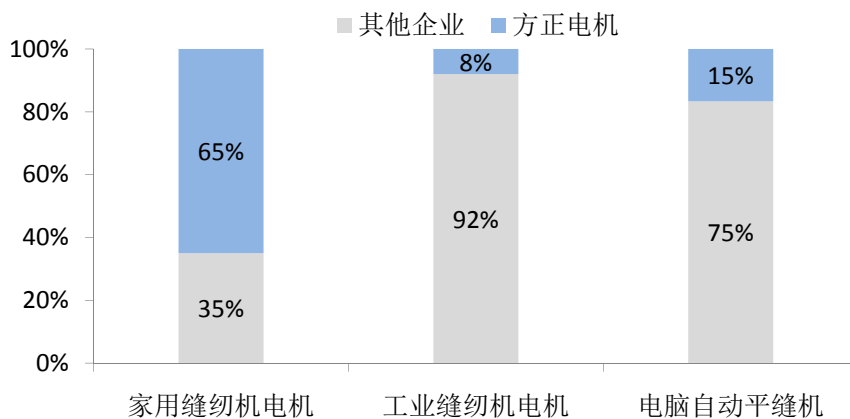
目前,公司主营业务主要由五部分构成,包括家用缝纫机电机、工业用缝纫机电机、电脑高速自动平缝机、伺服马达以及汽车电机等。其中,公司家用缝纫机电机的产量与出口量均排名第一,国内市场占有率 65%左右;电脑高速自动平缝机为公司 2010 年中期以来增长最快的产品。我们预测,下半年该系产品占公司总的销售收入比例有望大幅提升至 1/3 左右;汽车电机是公司未来发展的主要利润增长点,虽然 2010 年产量非常有限,但预计 2011 年开始将实现批量生产和供货。

图表 2: 公司主营业务结构情况 (2010 年上半年)



资料来源: 浙商证券研究所

图表 3: 公司主要产品的国内市场占有率情况



资料来源: 浙商证券研究所

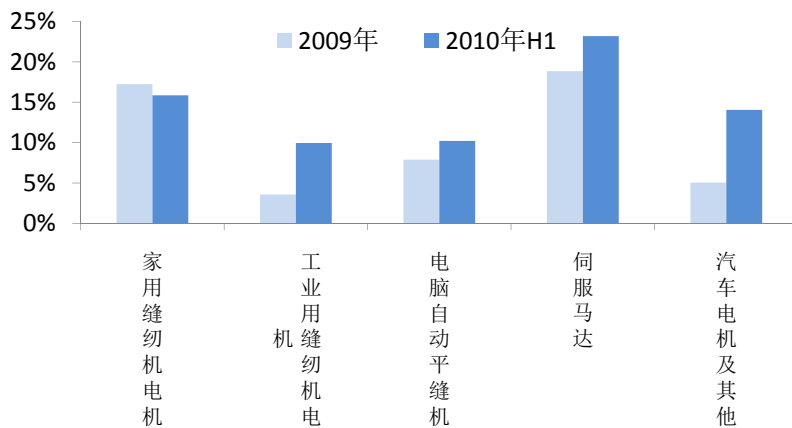
由于 2009 年相关存货成本偏高,而订单的执行具有一定的滞后性,因此在一定程度上压制了公司 2010 年上半年毛利率的提升,此外,折旧、工资与制造费用大幅增加,因无论产量多少该部分费用相对固定,这些对公司 2010 年前期的盈利能力造成了些许的负面影响,但仍强于整个 2009 年。





但是,据调研了解,2010年上半年(尤其是一季度)公司已基本消化了09年的高成本存货。我们判断,公司综合毛利率水平在2010年下半年已经出现明显回升,且保守估计这一回升的幅度将达到3-5个百分点,较为可观。

图表 4: 公司主营业务毛利率情况 (2010 年上半年)



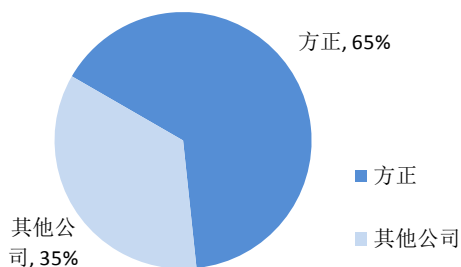
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1、缝纫机电机业务 (含家用缝纫机电机与工业用缝纫机电机)

在全球性金融危机期间,尤其是2009年,由于下游服装行业的市场环境不佳,有的企业甚至辞退了30-70%的员工,但从09年底开始,随着世界经济的逐步回暖,国内服装生产企业又开始大量的招工和采购自动化缝纫设备,在国内缝纫机重镇台州(国内70%的工业缝纫机产品出自台州)。

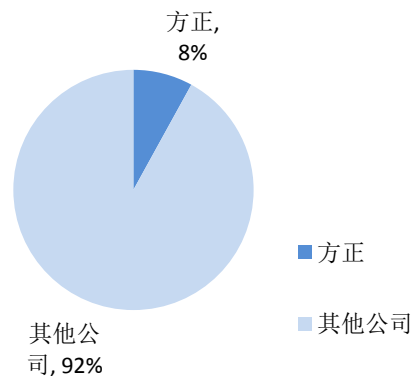
注:在浙江地区,缝纫机行业是个比较保守的行业,鲜有主动申请贷款的企业,企业的发展几乎完全依靠自己的积累,从而也限制了自身的发展。与之相比,象方正电机这样积极寻求资本市场资金支持的企业更容易获得高于行业平均水平的发展速度。

图表 5: 方正家用缝纫机电机国内市场份额



资料来源: 浙商证券研究所

图表 6: 方正工业缝纫机电机国内市场份额



资料来源: 浙商证券研究所





（1）家用缝纫机电机产品

公司是全球最大的多功能家用缝纫机电机生产企业，全球家用缝纫机制造商前五强均与公司保持密切的业务往来，主要客户涵盖了珠海兄弟工业有限公司、九维机电（天津）有限公司、浙江爱信慧国机电有限公司及张家港伸兴机电有限公司等。目前，公司家用缝纫机电机产品年产能约 500 万套，国内市场占有率为 65%左右，在该系列产品的市场竞争中处于主导地位。

（2）工业用缝纫机电机产品

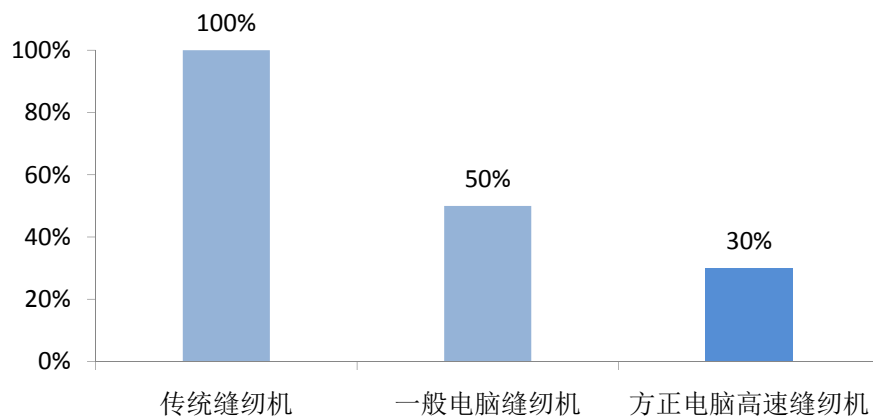
公司的工业用缝纫机电机产量居全国第二、出口量全国第一，该业务在公司总营业收入中的占比保持在 10%左右。目前，公司工业用缝纫机电机产品国内市场占有率为 8%上下，居于行业前列。

2、电脑高速自动平缝机业务

自 20 世纪 70 年代德国、日本相继推出电脑控制缝纫机以来，缝纫机产品的机电一体化就成了中国企业的主要发展目标，而近几年，智能化、信息技术的融入使缝制机械中的电脑高速自动平缝机出现了加速发展的趋势，随着节能降耗要求的提高，服装企业对生产效率的重视，以及产业工人雇佣成本的大幅提高，电脑高速自动平缝机必将取代目前市场占比较高的普通平缝机而成为市场主角。

2001 年 6 月，以家用缝纫机电机为主打产品的浙江方正电机股份有限公司成功开发出了填补国内空白的用于工业缝纫机的变频调速伺服电机及控制系统。据了解，当时国内缝纫机市场上的电脑平缝机主要由几个国外品牌和配备进口电控系统的国内品牌所垄断。有鉴于电脑平缝机的巨大的市场空间，方正及时把握住了这个大好商机，推出了上述性价比优势明显、广大服装厂家能够接受的电脑平缝机，并一举打开市场。

图表 7：各类缝纫机耗能情况对比



资料来源：浙商证券研究所

注：假设传统缝纫机耗能为 1 个单位。





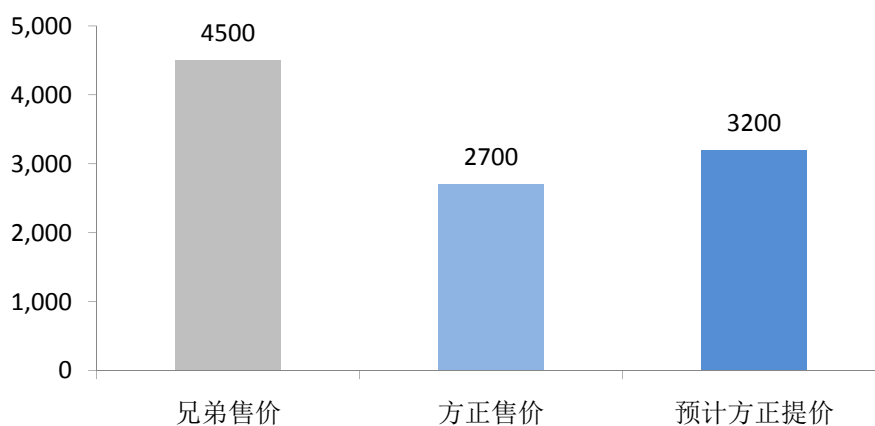
方正生产的电脑高速自动平缝机产品具有自动切线、自动停针、自动拔线、自动倒缝功能，能实现多种模式的重叠缝及程序缝，电脑控制的伺服系统还具有无级调速、轻柔启动、精确定针位、故障自动诊断和显示的优越功能。因此，公司电脑高速自动平缝机产品因高性能、高效率、高性价比逐步得到市场的认可。这给服装企业生产的操作、使用、维修带来极大方便，能够使得下游服装企业大量节省劳动力成本（2010年以来服装企业的单个用工成本大幅上升了30%），提高生产效率30%以上，且较普通平缝机综合节省电力70%左右（通常情况下服装企业使用一台全自动平缝机每年可节省电费1000元以上）。目前，公司平缝机产品在国内市场的占有率约为15%，产量和销量均居国内同类企业的前列。

目前，公司在电脑高速自动平缝机领域的主要对手为：日本的重机、兄弟、三菱，德国的百福，韩国的日星，国内的标准、中捷、飞跃、宝石、杰克等企业。国内产品的售价仅相当于外资品牌的55-75%，且性能质量与外资产品差距已经很小，可以预见未来中国服装行业用电脑平缝机市场将主要由国内企业占据。

据调研了解，一般情况下，国内缝纫机生产厂家是7-8月份开始做库存，当年12月-下年4月份为销售旺季。但是，由于今年以来下游市场需求持续旺盛，连产能充沛的日本兄弟与重机公司接单后也都无法按时交货，公司目前没有库存，接连不断的接单导致车间全部生产线加班加点作业。

另据了解，日本兄弟公司与方正签署了“制造委托合同”——我们认为，这份合同实际是向市场表明了“兄弟公司的缝纫机是由方正生产，方正和兄弟公司的产品质量一样可靠”。这对方正今后在市场上承接订单具有非常积极的正面影响，从国内重点品牌服装生产企业来看，雅戈尔、报喜鸟等逐步转向方正的电脑平缝机产品。而目前单台产品国外一线品牌售价在4500元左右，方正仅2700元上下，相差较大。我们认为，公司电脑高速自动平缝机具有一定的提价空间（提价幅度可能达到5-20%的水平，视市场情况而定），2010年下半年公司电脑高速自动平缝机的销售占全部营业收入的比例将接近1/3，2011年电脑高速自动平缝机在原有业务销售收入中的比例将继续提升。

图表8：方正与国外品牌缝纫机售价情况对比（元/台）



资料来源：浙商证券研究所

3、伺服电机业务

伺服电机就是在伺服系统中控制机械元件运转的发动机，是一种补助马达间接变速装置，由于加入了“控制”的元素，伺服电机具有了更高的技术含量。2001年6月开始，





公司投入巨资研制开发缝纫机用变频调速伺服电机，2003 年投入批量生产，项目填补国内空白，替代进口。目前公司伺服电机产品的盈利能力居各业务之首，毛利率达到 19-23% 的较高水平。

4、汽车常规电机（新业务）——公司 2011 年及以后业绩主要增长点

（1）汽车常规电机行业壁垒较高

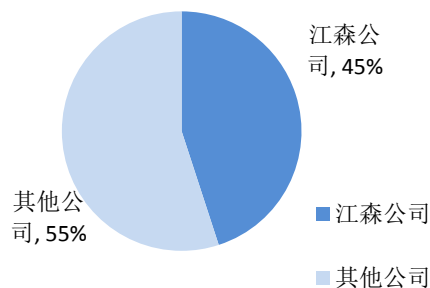
据了解，汽车电机行业的壁垒并不完全体现在技术层面，更关键的是整机厂商对“过程控制”的要求较高，新的汽车电机生产厂商得到下游整机厂商认可并进入其供应商名单难度很大。对于汽车整机企业来说，有规模才有效益。比如奥迪 A6、帕萨特和凯美瑞属于少数非常成功者，模具、研发等费用在前 4-6 年摊完，之后的整车生产成本就能降低很多，但像“林荫大道”这样首年只有 2.5-3 万辆的销售状况势必难以产生令人满意的盈利水平。此外，由于整机厂生产的汽车每年都要降价，丰田与本田的毛利率在 8-10% 之间，而通用、福特和克莱斯勒这样大型的整车制造商也不过 2-5% 的综合毛利率水平。

所以，汽车行业的低毛利率特点决定了整机厂商非常注重零部件供应商管理体系的建设与完善，他们通常都会派专人协助零部件生产企业进行技术改造，以求保证零部件产品的质量和成本控制水平。为保证电机的质量与供货的及时性，下游客户与汽车用电机生产企业签订的供货合同一般都长达 5-8 年时间（老平台多为这种情况），所以，这种供应商管理模式决定了新的汽车常规电机生产企业替代原有供应商进入下游客户的采购名单异常困难。

（2）汽车常规电机将成公司未来主要利润增长点之一

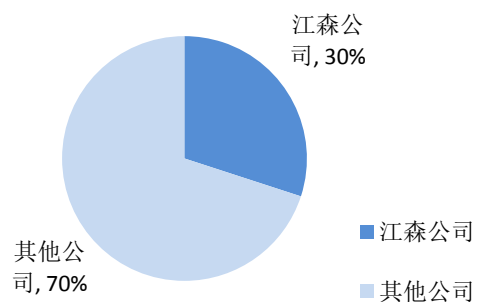
家用缝纫机电机的不良率只要控制在 2000ppm（即 2‰）以内，而汽车电机质量要求是 30PPM，相当于 1 百万个零件中最多只能允许 30 个出现瑕疵，并且供货要及时、服务要到位。而经过多年努力，方正公司生产的汽车座椅电机产品已经顺利成为美国江森公司在大陆的首选供应商。美国江森在全球 500 强企业排名第 203 位，是目前全球最主要的汽车座椅供应商，该公司 2009 年获得 8 亿美元利润，拥有全球汽车电动座椅最多的市场份额。此外，方正还成功进入通用汽车及一汽大众等知名汽车企业供应商名单。

图表 9：江森在国内汽车座椅市场份额



资料来源：浙商证券研究所

图表 10：江森在全球汽车座椅市场份额



资料来源：浙商证券研究所





我们预计，公司对以上企业的批量供货将从 2011 年展开（预计最快在二季度开始量产供货的可能性较大）。另据了解，国内主动前往方正公司希望采购座椅电机的小型汽车座椅供应商也有相当数量，但方正从长远考虑，将把有限的产能优先保障对江森、通用和大众等重点大客户的供货。

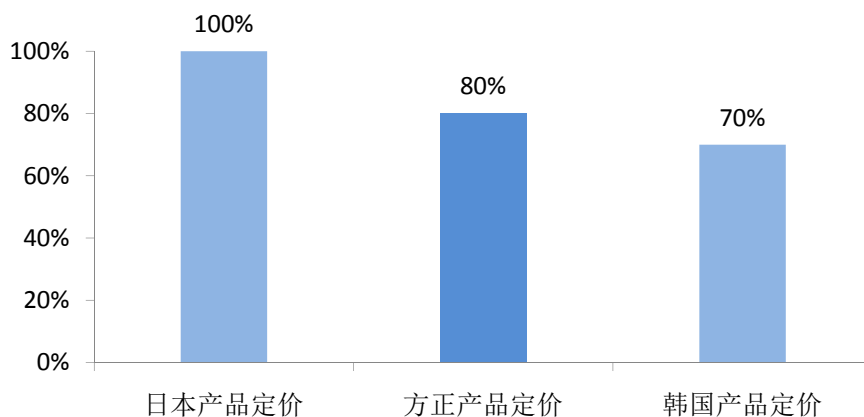
我们预计，包括座椅电机、天窗电机和摇窗电机在内的汽车电机产品将是未来两年公司重要的利润增长点，而公司在以上车用电机领域站稳脚后势必进入其他汽车电机领域，如高端奔驰和宝马七系列这样的整车都要使用 70-100 个各类电机，保守估计 2010 年全球汽车电机的市场需求在 50 亿台上下，按每台 50 元估算，市场容量在 250-300 亿元人民币。所以，汽车常规电机的市场容量非常巨大，未来方正在此领域亦将大有可为。

（3）主要竞争对手威胁有限

江森原有的主要供货商美国 Fasco 公司由于自身原因，供货的合格率骤降至 10% 左右的极低水平，Fasco 被逐出供应商名单已是必然；方正的另一个竞争对手韩国大宇公司对江森的老平台还有供货（但产品主要用于出口美国市场），对方正的威胁也较为有限。

2008 年 7 月江森一个全球新平台放在方正电机公司运作，该项目有详细的研发计划、具体的供货时间表。一般情况下，电机制造企业开发一个汽车电机产品至少需要 1.5-2.5 年的时间，公司募投项目虽然已研发出相关汽车常规电机产品，但 08 年没有赶上江森的新平台的推出，从而在前两年丧失汽车电机发展的机会，但目前公司又开始与江森签谋求合作，方正有望后来居上成为江森公司在国内最有实力的汽车座椅电机供应商。

图表 11：方正与竞争对手汽车座椅电机售价情况对比



资料来源：浙商证券研究所

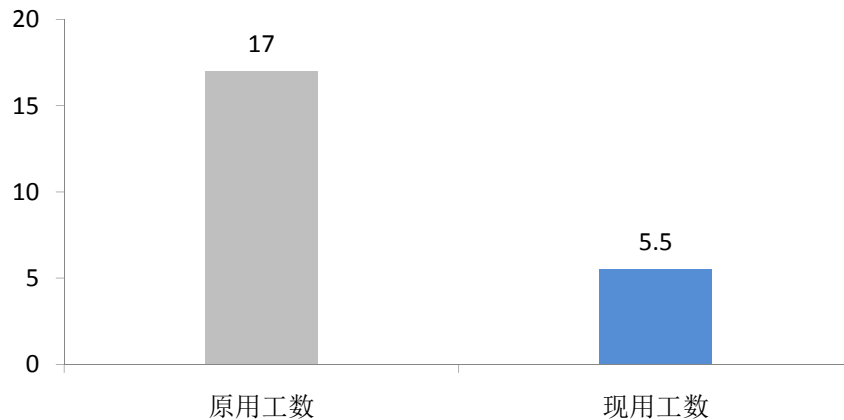
注：假设日本汽车座椅电机售价为 1 个单位。

公司一直贯彻厚积薄发的经营策略。虽然，汽车座椅电机本身不是安全件，但座椅是安全件，公司对涉及汽车的电机产品都是逐步增量生产，初期对于产量的严格控制目的是保证产品质量的稳定以及强化核心客户的信心。虽然，从技术的角度来看，座椅电机、天窗电机与摇窗电机等产品方正都有能力制造生产，但公司经营策略比较稳健，其进入汽车电机领域的核心原则是“风险要可控制可承受”。此外，公司汽车常规电机的价格低于日本 20%，性价比优势明显，而考虑到韩币贬值的因素方正的电机产品比韩国大宇的价格更高，批量化生产后将享受较高的毛利率。





图表 12: 方正生产线用工人数大幅下降



资料来源: 浙商证券研究所

注: 图为公司单条电机生产线用工人数。

此外, 国际竞争对手由于用工成本高, 故其多以高自动化程度的生产线来替代产业工人实施生产, 但自动化程度越高的生产线柔性作业能力越弱。和国外相比, 方正的优势不仅体现在人力成本低廉, 且生产线优化程度高于竞争对手 (单条生产线用工人数下降了 68%)。此外, 生产线可以实施柔性生产, 在订单交货紧迫程度有差异的情况下可以优先安排急需电机的生产——即不同种类的电机产品可以共线生产。

5、新能源汽车驱动电机（新业务）——公司 2012 年及以后业绩主要增长点

（1）新能源汽车行业呈现高速增长态势

2010 年 10 月 18 日,《国务院关于加快培育发展战略性新兴产业的决定》正式发布, 决定指出, 将把新能源汽车产业作为战略性新兴产业之一重点培育发展, 将着力突破动力电池, 驱动电机和电子控制领域关键核心技术, 推进插电式混合动力汽车、纯动力汽车推广应用和产业化。

图表 13: 近年国内相继出台的新能源汽车扶持政策

时间	政策措施
2009 年 1 月 14 日	国务院原则通过汽车产业振兴规划, 首次提出新能源汽车战略。
2009 年 1 月 23 日	《新能源汽车示范推广通知》出台, 计划用三年时间, 每年发展 10 个城市, 每个城市推出 1000 辆新能源车, 同时对 13 个城市公共服务领域购买新能源车给予定额补助。
2009 年 12 月 9 日	新能源汽车示范推广试点城市范围扩大, 将节能与新能源示范推广试点城市, 由 13 个扩大到 20 个, 选择 5 个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴。
2010 年 6 月 1 日	四部委联合出台,《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》, 确定在上海, 长春, 深圳, 杭州合肥等 5 个城市, 启动私人购买新能源汽车补贴试点工作, 最高每辆车补贴 6 万元。

资料来源: 央视交易时间、浙商证券研究所



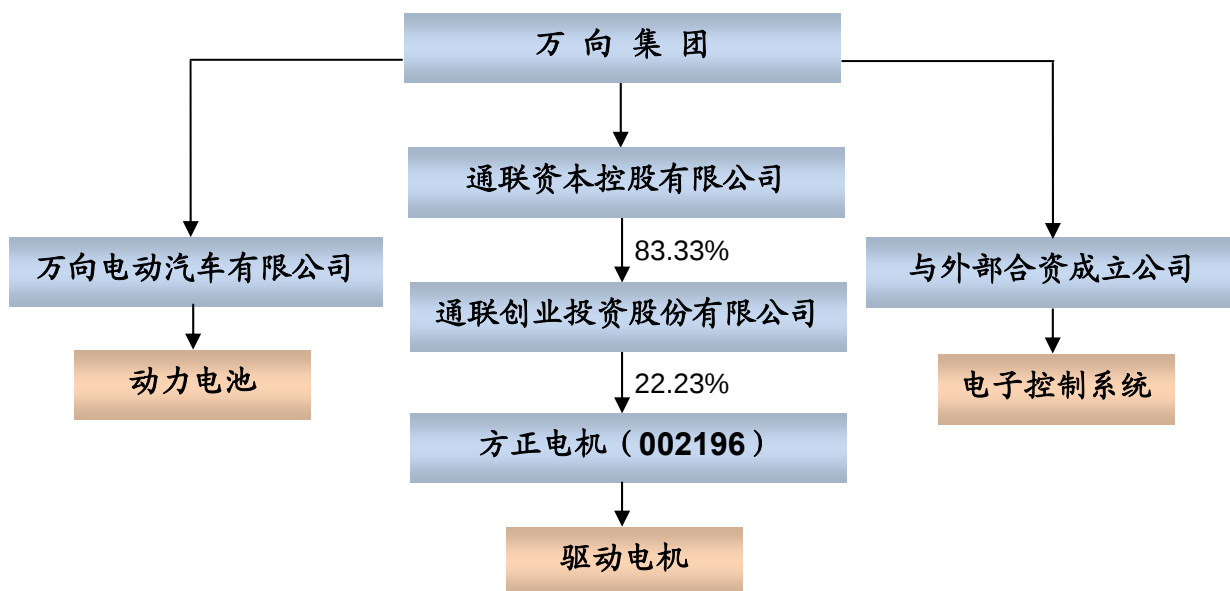


此外，根据《节能与新能源汽车产业规划》，到 2015 年我国新能源汽车将初步实现产业化，动力电池、电机、电控等关键零部件核心技术实现自主化；纯电动汽车和插电式混合动力汽车市场保有量达到 50 万辆以上；到 2020 年，我国新能源汽车实现产业化，新能源汽车产业化和市场规模达到全球第一，其中新能源汽车（插电式混合动力汽车、纯电动汽车、氢燃料电池汽车等）保有量达到 500 万辆；以混合动力汽车为代表的节能汽车销量达到世界第一，年产量达到 1500 万辆。而凭借我国在稀土材料、电机和电力电子制造等方面诸多的优势，驱动电机产业的发展将成为我国新能源汽车推广的强大驱动力之一。因此，我国新能源汽车产业即将面临爆发期，可以预计该产业中将会涌现出许多高速成长的企业，方正便是其中之一。

（2）公司新能源汽车核心部件——驱动电机将成全新利润增长点

通联创业投资股份有限公司持有方正电机 22.23% 的股权，为公司第二大股东，而“通联创投”原名万向创业投资股份有限公司，成立于 2000 年 11 月，注册资本 3 亿元，万向集团是其主发起人。

图表 14：万向系新能源汽车产业布局



资料来源：浙商证券研究所

新能源汽车的动力总成包括电池、电机、电控三个方面。据了解，目前万向集团正在积极布局以上三大系列产品，力图形成较完整产业链，为打造优秀的新能源汽车动力总成提供商奠定坚实的基础。（1）万向集团的电动汽车公司的电池组产能为 2.5-3.5 亿安时，未来将扩大至 10 亿安时以上（电动汽车公司已与宇通客车、广汽、东风日产、长安汽车等形成了合作关系）；（2）电控方面可能与万向系外部公司合作设计、研发、生产；（3）电机方面，据了解，万向旗下尚没有其他电机制造方面的专业公司，我们预计万向集团可能将驱动电机完全让方正电机（002196）一家“承包”。

事实上，方正在新能源汽车驱动电机领域起步很早，2007 年前后就已经展开了积极的设计研发，根据国内外相关企业对新能源汽车驱动电机的研发投入与研发进程以及万向集团新能源汽车产业化推进的情况来看，我们预计，方正的驱动电机研发已经进入中期或后期阶段。保守估计，2012 年初期公司新能源汽车电机产品就将实际贡献利润，2012 年中后期则将开始批量生产和销售，我们估算，到 2015 年公司新能源汽车驱动电机的产量将可能达到 25-30 万台的规模。





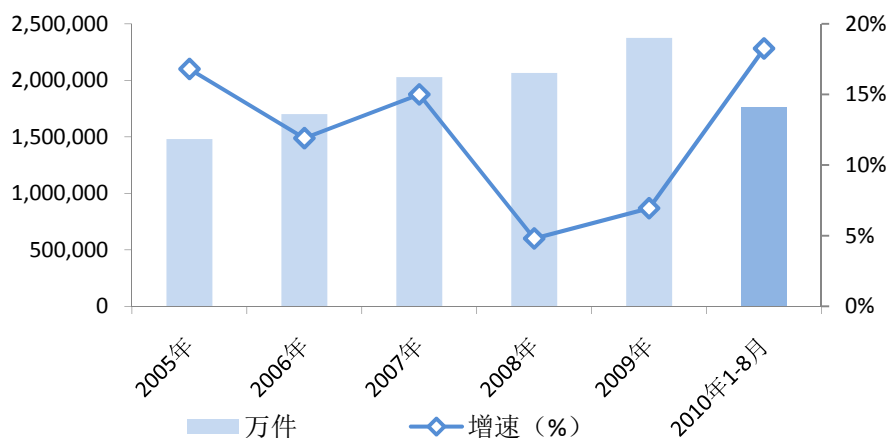
三、 公司传统业务下游发展状况——景气度持续走高

无论是公司所在的缝纫机电机行业还是缝纫机行业本身，都属于典型的投资驱动型行业，行业的景气度很大程度上取决于下游服装行业的景气度状况，当居民消费能力持续提高，服装行业需求量不断增加的时候，相关服装生产企业对生产资料（缝纫设备）的采购也必然增加。

1、 2010 年以来服装行业出现显著的恢复性增长

在 2009 年低基数的情况下，2010 年上半年我国服装生产、出口均实现两位数增长，效益指标继续上升，尽管各方面数据尚未恢复到历史最好水平，但服装行业的这种复苏伴随着产业的升级和结构的调整，呈现出了高质量的繁荣。

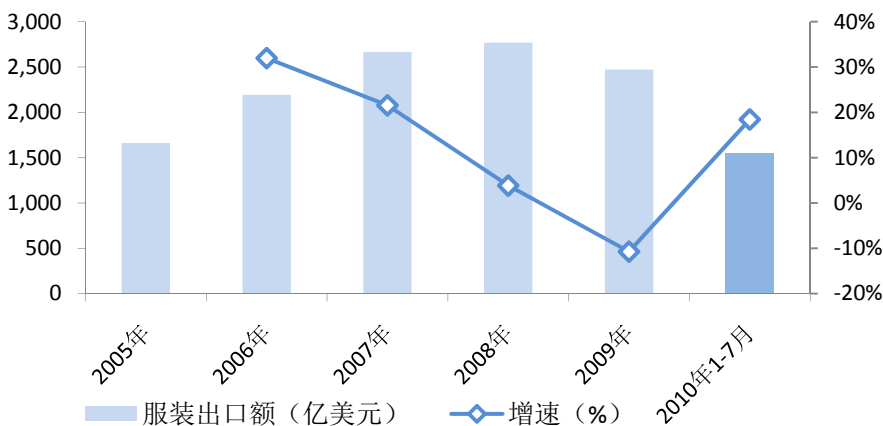
图表 15：近年我国服装行业产量及增速情况



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

2010 年上半年，我国规模以上企业完成产量同比提高 17.68%（1-8 月这一数字达到 18.25%），东、中、西部地区产量分别增长 16.71%、22.51%和 49.82%，虽然西部增长较快，但总的生产占比并没有较 09 年发生太大变化，由此看来，经济复苏、订单增长最先惠及的仍然是东部省份，而这正是方正电机产品主要辐射的区域范围，公司从下游服装生产企业的加速回暖中充分受益成为必然。

图表 16：近年我国服装行业出口额及增速情况



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所





2、居民收入水平的不断提高支撑服装行业快速发展

近年来，我国居民的收入水平获得整体提升，收入结构也发生了较大变化。在城镇，收入在 3 万元以下的居民人数呈明显下降趋势，收入在 4-10 万元的居民人数上升速度最快，其次是 10 万元以上的高收入人群也有较快上升。在农村，收入在 4000 元以下的居民人数已经越来越少，35%以上的农村居民收入在 5000 元以上。与此同时，城镇居民与农村居民的人口比例也发生较大变化，逐步向 1:1 逼近。

所以，我们认为，居民收入水平的整体提高和城镇化率的不断上升带来的必然是国民消费能力的提升和消费观念的转变，具体到穿着方面，中国的民众更加青睐做工精致的品牌服装，而品牌服装的制作基础便是电脑高速自动平缝机以及相关动力源——缝纫机电机，因此，方正自然成为了中国消费升级的直接受益者。

3、服装行业生产设备升级与产品结构调整是方正的机会所在

首先，在持续数年的“用工荒”和“电荒”的推动下，近年来国内服装生产企业开始大范围、大规模更新升级生产设备。服装企业更新生产设备的主要内容就是用电脑平缝机取代普通平缝机。我们国产电脑平缝机市场的迅速发展主要得益于产品性能相对于普通平缝机的明显优势和性价比相对于国外品牌产品的明显优势。

其次，居民收入水平提高的直接结果是对中高端服装产品的需求增加，与低端产品相比，中高端服装产品的批量化生产更加需要依赖于对自动化高效缝纫设备的使用，由此带来的必然是相关电脑自动缝纫机械市场需求的持续增长。

所以，我们认为，由服装产业大发展带来的服装生产设备的升级需求以及服装企业调整产品结构的需求必然有效扩大电脑高速自动平缝机等机电一体化设备以及相关缝纫机电机的市场容量，电脑平缝机等自动化缝制设备及零部件作为当前以及未来缝制设备市场主要增长点无可争议。

四、 其他方面

1、公司供应商的选择考虑长远

公司具有完备的供应商管理体系，对主要供应商企业均派专人驻厂，以最大程度确保零部件供应的数量、质量与及时性。

值得一提的是，目前电机行业上游零部件企业多为私营企业，规模都不是太大，年销售额最多的也就在 5000-7000 万元上下，其中又以家族式企业为主。公司在选择供应商时尤其注重这类家族企业的继承性和延续性，即除了当前的供货能力外，公司更多考虑该家族企业是否具有延续性，因为这涉及到管理者是否有动力有可能用心的把企业长久的做下去。方正公司对那种不思进取安于现状的供应商采取毫不犹豫的放弃的态度，而无论该供应商当前的规模有多大，实力有多强。





2、公司电力供应基本无忧

据了解，目前浙江地区用电相对紧张，加之节能降耗的“政治压力”，浙江省对境内工业企业实施严格的“用电控制”措施，并且执行“省长负责制”，此举导致了大部分当地耗能企业时常面临被“拉电”的窘境。

但是，调研中了解到，方正电机受此影响甚微，其主要原因是公司的电脑高速自动平缝机产品比传统缝纫机平均省电 70-75%，从根本上说是节能产品，加之公司在丽水当地属支柱企业，生产经营受到当地政府的大力支持。如果说浙江省的限电对公司有些许影响的话，主要是体现在公司零部件供应商的层面，浙江省大部分电机零部件制造企业都或多或少受限电影响，局部吃紧的情况也时有发生。但是，方正电机长期以来建立的供应商管理体系相当完备，这体现在零部件供应商的数量、层次、区域位置等各个方面，在必要时可以寻求省外供应商的支持。所以，浙江地区的大规模工业企业限电措施对公司正常生产经营并无明显影响。

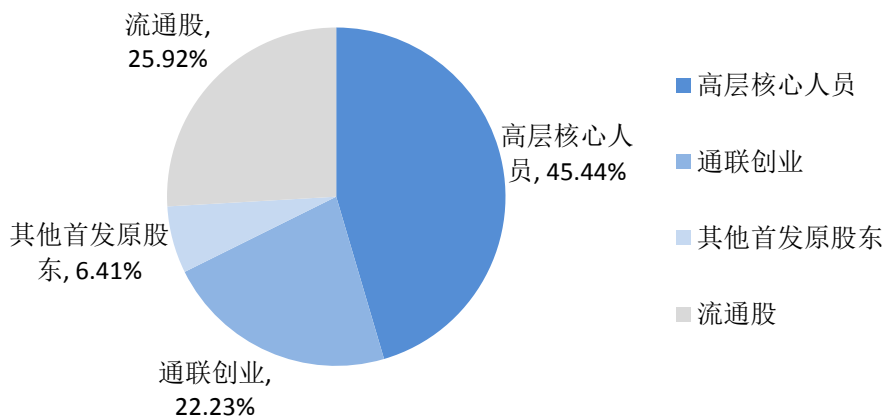
3、公司充分享受税收优惠——又一“利润增长点”

2009 年 12 月 30 日，方正电机（002196）成立了丽水正德电子控制系统制造有限公司，注册资本 3000 万元，住所为丽水市水阁工业区石牛路 73 号，法人代表钱进，经营范围包括：电子控制系统的制造与销售。正德电子是浙江方正电机股份有限公司的全资子公司，截至 2010 年 6 月 30 日，该公司资产总额为 55,802,400.67 元，净资产 42,550,475.53 元，2010 年上半年，实现营业收入 47,522,609.08 元，实现净利润 12,550,475.53 元。

方正逐步把产品的“软件部分”从公司剥离放进正德电子，并申报软件企业，而根据我国软件企业所得税之规定，正德电子享受“两免三减半”的政策——即从获利年度（2010 年）起 2 年免征、3 年减半征收企业所得税，增值税按 3% 征收（实际按先征收 17% 后返还 14% 执行）。根据我们测算，正德电子的净利率水平可高达 26% 以上，全年贡献净利润有望接近 3000 万元。

4、公司受限股解禁并无大碍

图表 17：公司各利益集团持股比例情况



资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

2010 年 12 月 12 日公司首发原股东限售股份解禁，解禁数量为 57,150,000 股，占总股本的 74.08%。但据了解，包括张敏董事长等在内的公司高层核心管理人员均看好公司未来发展前景，多数都无明显减持意愿。





另外，考虑到实际控制人董事长张敏的持股比例为 24.86%，仅超过第二大东通联创业投资股份有限公司 2.63 个百分点，控股权优势并不明显。我们认为，为加强控股地位，实际控制人适当增持股份也不是没有可能。此外，考虑到未来公司新能源汽车电机的可观效益，我们推测，如果万向集团的新能源汽车动力总成真的非常依赖方正电机的话，万向也具有增持方正股权的动力。

五、盈利预测与估值

基本假设：2010 年工业用缝纫机电机销售同比增长 120%以上；
2010 年家用缝纫机电机销售同比增长 85%以上；
2010 年电脑高速自动平缝机销售同比增长 75%以上；
2010 年伺服电机销售同比增长 450%以上；
2010 年汽车常规电机销售同比增长 160%以上。

我们预计，公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.29 元、0.75 元和 1.35 元，同比分别大幅增长 383%（注：2009 年公司计提坏账准备 2,728,540.37 元，对当年净利润影响较大）、158%和 80%，当前股价对应公司 2010-2012 年动态市盈率分别为 103 倍、40 倍和 22 倍，给予方正电机（002196）“买入”的投资评级。

①绝对估值方面，我们假设无风险利率为 2.25%， β 值为 1.12，永续增长率为 2%，WACC 为 8.48%，DCF 估值的合理价格为 46.39 元。

图表 18：DCF 估值的敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 Gn(%)				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
5.48%	58.05	71.10	91.65	128.77	215.98
6.48%	48.12	56.98	69.79	89.95	126.38
7.48%	40.87	47.24	55.93	68.51	88.30
8.48%	35.36	40.14	46.39	54.92	67.26
9.48%	31.03	34.73	39.42	45.56	53.94
10.48%	27.54	30.48	34.12	38.72	44.75
11.48%	24.68	27.06	29.95	33.52	38.05

资料来源：浙商证券研究所

②相对估值方面，目前 A 股上市公司中电机制造企业约 6 家，2010-2012 年动态市盈率分别为 63 倍、45 倍和 30 倍；A 股上市公司中与新能源汽车相关的非整车制造企业约 7 家，2010-2012 年动态市盈率分别为 88 倍、57 倍和 39 倍。考虑到公司既拥有真实的业绩支撑，我们认为公司 2011 年估值在 38-44 元。

估值总结：综合以上估值的结果，我们认为，方正电机（002196）合理的估值区间为 38-46 元，给予 6 个月目标价 43 元。





六、 风险因素

- 1、原材料价格的大幅波动的风险。**公司电机产品用铜量较大，铜材占公司生产总成本的比例大致为 30%，若国际铜价出现大幅波动，将对公司业绩造成负面影响。
- 2、用工成本上升的风险。**目前，随着部分企业的内迁，以及 80 后、90 后民工成为用工主体的趋势，公司用工成本有逐年递增的风险，预计年用工成本增幅在 10-20%。
- 3、产品技术创新的风险。**随着市场竞争的加剧，技术更新换代周期越来越短，若公司不能保持持续创新的能力，将削弱已有的竞争优势，从而对公司产品的市场份额、经济效益及发展前景造成不利影响。





附录:

通联创业投资股份有限公司（公司第二大股东）概况

通联创业投资股份有限公司（原名万向创业投资股份有限公司）成立于 2000 年 11 月，注册资本 3 亿元，由万向集团作为主发起人，联合浙江省、杭州市、萧山区三级政府和东方通信共同发起设立，是浙江省首家民营企业控股、政府参股的股份制创业投资公司，是首批登记备案的创投机构。公司扎根浙江，辐射全国，投资了 20 余家企业，累计投资逾 4.5 亿元，是迄今为止浙江省内投资规模最大的创业投资公司。公司在推进中小科技型企业做强做大、实现共赢发展等方面取得了宝贵经验，已成功发行上市的项目公司有“航天动力(600343)”、“兔宝宝(002043)”、“北纬通信(002148)”、“海利得(002206)”、“方正电机(002196)”。





主要财务数据:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	353	686	1340	1952	营业收入	286	676	1331	2157
现金	104	248	437	729	营业成本	245	570	1096	1749
应收账款	114	285	549	811	营业税金及附加	1	2	3	5
其它应收款	2	5	11	15	营业费用	8	22	44	85
预付账款	13	4	-20	-62	管理费用	25	61	116	184
存货	107	120	316	380	财务费用	6	3	11	18
其他	13	23	46	78	资产减值损失	3	0	3	3
非流动资产	147	150	156	169	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	4	3	2	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	121	126	136	152	营业利润	1	20	60	114
无形资产	14	13	11	10	营业外收入	5	5	6	5
其他	12	7	5	5	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	501	836	1495	2121	利润总额	5	25	66	119
流动负债	241	565	1189	1773	所得税	1	3	8	15
短期借款	112	122	494	565	净利润	4	22	58	104
应付账款	73	307	424	742	少数股东损益	0	0	0	1
其他	56	136	271	466	归属母公司净利润	4	22	58	104
非流动负债	6	2	3	4	EBITDA	19	35	84	148
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.06	0.29	0.75	1.35
其他	6	2	3	4					
负债合计	247	567	1192	1777	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	1	1	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	77	77	77	77	成长能力				
资本公积	114	114	114	114	营业收入	-9.1%	136.0%	97.0%	62.0%
留存收益	62	77	112	152	营业利润	-90.3%	2132.5%	198.0%	89.8%
归属母公司股东权益	254	268	303	343	归属于母公司净利润	-74.2%	404.9%	160.0%	80.1%
负债和股东权益	501	836	1495	2121	获利能力				
					毛利率	14.4%	15.7%	17.7%	18.9%
现金流量表					净利率	1.5%	3.3%	4.3%	4.8%
单位: 百万元					ROE	1.7%	8.3%	19.0%	30.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	2.2%	14.9%	17.5%	64.6%
经营活动现金流	52	158	-133	329	偿债能力				
净利润	4	22	58	104	资产负债率	49.3%	67.9%	79.7%	83.8%
折旧摊销	12	12	13	15	净负债比率	45.19%	21.54%	41.45%	31.80%
财务费用	6	3	11	18	流动比率	1.47	1.21	1.13	1.10
投资损失	-2	-2	-2	-2	速动比率	1.02	1.00	0.86	0.89
营运资金变动	32	117	-227	196	营运能力				
其它	0	6	15	-3	总资产周转率	0.59	1.01	1.14	1.19
投资活动现金流	0	-14	-17	-27	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	13	13	20	30	应付账款周转率	4.57	3.00	3.00	3.00
长期投资	8	3	-0	-1	每股指标 (元)				
其他	20	2	3	2	每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.29	0.75	1.35
筹资活动现金流	-21	-0	339	-11	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.68	2.05	-1.72	4.27
短期借款	-26	11	372	71	每股净资产 (最新摊薄)	3.29	3.47	3.93	4.45
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	507.04	100.43	38.62	21.45
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	8.78	8.31	7.34	6.49
其他	4	-11	-33	-82	EV/EBITDA	118.34	63.64	26.59	15.09
现金净增加额	31	144	189	292					

资料来源: 浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务 毛亚莉 +86 21 6431 8893 maoyali@stocke.com.cn	服务 金肖男 +86 21 6471 8888-1824 jinxn@stocke.com.cn	服务 徐路鹏 +86 21 6471 8888-1700 xulupeng@stocke.com.cn	服务 张燕华 +86 21 6471 8888-1287 zhangyanhua@stocke.com.cn
--	---	--	---

金融工程团队

金融工程与衍生品 邱小平 +86 21 6471 8888-1701 qiuxiaoping@stocke.com.cn	金融工程与基金 陆靖昶 +86 21 6471 8888-1254 lujingchang@stocke.com.cn	金融工程与债券 鲍翔 +86 21 6471 8888-1105 baoxiang@stocke.com.cn	信息技术 李思明 +86 21 6474 6780 lisiming@stocke.com.cn
信息技术 张雷 +86 21 6471 8888-1740 zhanglei@stocke.com.cn			

宏观策略团队

首席经济学家 闻岳春 +86 21 6471 6089 wenyuechun@stocke.com.cn	策略研究 张延兵 +86 21 6431 8952 zhangyanbing@stocke.com.cn	宏观 李瑞 +86 21 6471 8888-1211 lirui@stocke.com.cn	策略研究 王伟俊 +86 21 6471 8888-1277 wangweijun@stocke.com.cn
---	---	--	--

行业研究团队

房地产行业 戴方 +86 21 6471 8888-1219 daifang@stocke.com.cn	银行业金融行业 黄薇 +86 21 6471 8888-1813 huangwei@stocke.com.cn	中药 生物制药行业 金嫣 +86 21 6471 8888-1241 jinyan@stocke.com.cn	公用事业行业 袁佳平 +86 21 6471 8888-1814 yuanjiaping@stocke.com.cn
农林牧渔行业 张俊宇 +86 21 6471 8888-1801 zhangjunyu@stocke.com.cn	食品、饮料行业 葛越 +86 21 6471 8888-1281 geyue@stocke.com.cn	家电、传媒行业 刘迟到 +86 21 6471 8888-1225 Liuchidao@stocke.com.cn	电力设备行业 史海昇 +86 21 6471 8888-1737 shihaiheng@stocke.com.cn
汽车行业 马春霞 +86 21 6471 8888-1270 machunxia@stocke.com.cn	机械行业 许光兵 +86 21 6471 8888-1805 xuguangbing@stocke.com.cn	煤炭行业 田加伟 +86 21 6471 8888-1117 tianjiawei@stocke.com.cn	化工行业 代鹏举 +86 21 6471 8888-1206 daipengju@stocke.com.cn
有色行业 林建 +86 21 6471 8888-1286 linjian@stocke.com.cn	钢铁行业 范飞 +86 21 6471 8888-1119 fanfei@stocke.com.cn	交通运输行业 李冬 +86 21 6471 8888-1807 lidong@stocke.com.cn	商贸行业 程艳华 +86 21 6471 8888-1212 chengyanhua@stocke.com.cn
旅游行业 王禾 +86 21 6471 8888-1740 wanghe@stocke.com.cn	通信行业 徐昊 +86 21 6471 8888-1702 xuhao@stocke.com.cn		





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

