

大洋电机(002249.sz)

总体符合预期，电动汽车业务业绩初现，增长空间打开

黎韦清 分析师

电话: 020-87555888-630

eMail: lwq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260209080510

年报概述

公司 2010 实现营业收入 21.87 亿元，营业利润 2.49 亿元。营业收入增长了 50.91%，归属于母公司所有者的净利润增长 16.47%。2010 年 EPS 为 0.53 元。略高于我们 0.49 元的预测，低于市场 0.58 元以上的普遍预测水平。总体而言，基本符合市场预期。公司第四季度实现 EPS0.17 元，该季度业绩显著改善。改善的主要原因是毛利率大幅提高至 24%。每股拟分红 0.28 元。

公司 2011 经营规划：增长 40%

公司2010管理层2011年度经营计划：预计营业收入保持大幅增长，力争完成30.7亿元，较2010年度增长40%；预计经营成本248,000万元，较2010年增长42%；力争完成净利润2.7亿元，较2010年增长20%。

盈利预测、评级与风险提示

我们预计上调公司未来3年的盈利预测，预计公司未来三年EPS为0.80、1.28和1.84元（原预计2011、2012年EPS为0.63和1.17元）。三年复合增长率超过51.3%。我们给予公司买入的评级，给予其35-40元的目标价。公司未来业绩增长的主要动力来自新能源汽车电机及系统的产业化加速。如果增发顺利及项目投产顺利，则2014年前后BSG项目可以新增10亿销售收入1.6亿净利润，IGBT项目新增5000万净利润，增厚EPS约0.49元，公司长期成长空间将更为开阔。公司的风险来自于新能源汽车订单执行不如预期、汇率的波动以及原材料成本上涨幅度超出预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,449.30	2,187.13	3104	4352	5811
增长率(%)	-7.60%	50.91%	41.9%	40.2%	33.5%
EBITDA(百万元)	254.18	296.20	441	687	975
净利润(百万元)	196.16	228.47	344	547	790
增长率(%)	38.84%	16.47%	50.6%	59.0%	44.3%
每股收益(元)	0.778	0.533	0.80	1.28	1.84
市盈率	44.77	57.25	33.7	21.2	14.7
市净率	7.00	9.62	6.8	5.1	3.8
EV/EBITDA	31.47	42.66	24.6	15.3	10.2

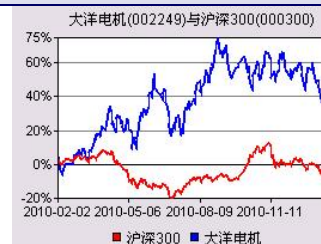
数据来源: 中山大洋电机股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	27.10
目标价格(元)	35-40
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-11.15%	-7.51%	36.86%
沪深300	-0.89%	-10.16%	-5.23%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	428.40/108.80
主要股东:	鲁楚平
主要股东持股比例	37.38%

财务比率

ROE	16.81%
ROA	12.93%
资产负债率	31.56%
每股净资产(元)	3.17

2010 年报数据

年报概述

大洋电机近日公布2010年年报：公司2010 实现营业收入 21.87亿元，营业利润 2.49亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.28亿元，与上年同期相比，营业收入增长了50.91%，营业利润、净利润、归属于母公司所有者的净利润分别增长12.16%、16.46%、16.47%。

2010年EPS为0.53元。略高于我们0.49元的预测，低于市场0.58元以上的普遍预测水平。总特而言，基本符合市场预期。公司第四季度实现EPS0.17元，该季度业绩显著改善。改善的主要原因是毛利率大幅提高至24%。显著好于其它三个季度18.5%-19.5%的水平。

盈利预测与投资评级

我们上调公司的盈利预测，预计未来三年EPS为0.80、1.28和1.84元（原预计2011、2012年EPS为0.63和1.17元）。三年复合增长率超过51.3%。我们给予公司买入的评级，给予其35-40元的目标价。公司未来业绩增长的主要动力来自新能源汽车电机及系统的产业化加速。尽管公司在年报里面给出了2010年收入增速40%、利润增速20%的经营规划，但是我们认为公司利润增速的预计可能偏保守。

我们的盈利预测是建立在以下重要假设基础上的：

- 1，公司新能源汽车电机及驱动系统产能逐步释放，销售开始实现增长。预计2011年至2013年销量分别为4000台、10000台、20000台。
- 2，空调类电机产品保持15%-20%的增长。外围经济不出现重大波动，公司Y7系列出口稳步上升。各项产品毛利率保持稳定。实际上，随着新产品的投放，Y5 系列将逐步向直流无刷和高效交流电机过度，毛利率应该还有较大的提升空间。
- 3，汇率波动不超出预期。
- 4，公司正在积极地推动增发以投入到我们前述项目，预计时间窗口不远。如果增发顺利及项目投产顺利，则2014年前后BSG项目可以新增10亿销售收入1.6亿净利润，IGBT项目新增5000万净利润，增厚EPS约0.49元，公司长期成长空间将更为开阔。不过我们现在给出的盈利预测并不体现这些。

公司的风险来自于新能源汽车订单执行不如预期、汇率的波动、以及原材料成本上涨幅度超出预期。

年报分析

收入增长，毛利下滑，新产品成效显著

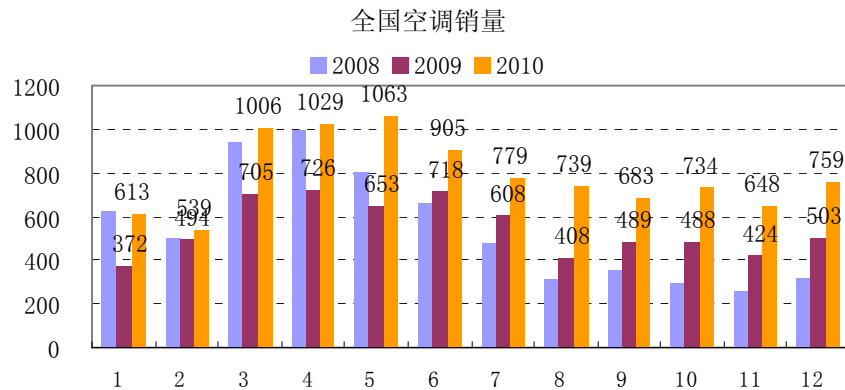
公司营业收入较去年大幅增长50.91%，主要原因系年度内销规模扩大及原材料价格上涨（钢材同比上升约19%，铜22.6%）相应销售价格上升以致收入加速增长。

内销大幅上升，外销下滑。2010年，公司战略调整，为规避出口收入比重过大而导致国际贸易风险以及人民币汇率风险，公司加大了国内布局。因此，用于国内空调市场的Y5S（普通空调）、Y6S（柜式空调）等产品销售收入分别大幅增长66.5%和94.5%。因此，公司内销收入的比重由2009年的34.8%上升到了43.6%。与此同时，主要用于出口市场的Y7S（中央空调）的销售收入却同比下滑了3.31%。尽管公司内销收入量升利增（内销市场毛利率上升了9.70%），但是终不敌外销量减利降（毛利率同比下滑了16.87%），最终使得公司主营毛利率下滑了4.53%，总体毛利率水平为20.31%。

新产品拓展见成效。公司加大产品研发力度及市场开拓力度，适时推出洗衣机干衣机电机、高效智能及直流无刷电机、新能源汽车电机及控制系统等附加值高的产品。公洗衣机干衣机类电机实现了爆发式的增长，同比增长了311%，实现收入1.55亿元。同时，新能源汽车电机亦实现了8191万元的新增主营销售收入。

图1：全国空调销量

万台



数据来源：广发证券发展研究中心

管理稳健，创新十足，财务健康

管理稳健。尽管公司经历了收入大幅增长，收入结构的大幅调整以及毛利率的下滑，但是公司管理依旧相对比较稳健。期间费用率控制在较好水平，2010年期间费用率为7.79%，同比上升了0.1个百分点。保持了合理的稳健性。

创新十足。公司能够迅速调整收入结构，新产品迅速取得成效，与公司的创新机制是分不开的，这点在国内制造业里面给我们留下了比较深刻的印象。公司2010年共申请了136项专利，同比增长34.65%。同时报告期内公司共获得130项授权专利，其中包括1项国内发明和8项美国发明的授权专利，较同期增长441.67%。2010年度公司共受理申请创新项目298项，同比增长43%。之所以这点重要，是因为制造业在面临着原材料涨、整机厂压价的情况下，保持较高毛利率的法宝就在于不断研发并推出新产品。公司每年的研发费用均超过5%，高出制造业3%-4%的水平。

财务健康。公司各项财务指标均处于健康运行状态，由于已经在年报里面做过深入分析，我们不再赘述。

电动汽车业务：已见业绩之芽，期待绽放之花

经过公司电动汽车技术及管理团队的共同努力，2010公司实现新能源汽车电机及控制系统等产品营业收入8,191多万元，兑现了我们关于“公司是为数不多的可以见到新能源汽车业务业绩”的判断。由于新能源电机及系统还处于大量投入阶段，因此我们预计盈利能力还有大幅改善的空间。我们预计公司该项业务目前毛利率水平约在25%左右，净利润水平约在5%左右。

预计2010年公司实际发货电机及系统近800-1000套，但是兑现收入不足600套，产品均价约在15万左右。

公司在电动汽车领域可谓动作频繁，特点多多，我们归纳如下：

特点一：率先产业化。公司目前已初具规模，在中山、北京已经完成新能源汽车用大功率永磁同步电机及控制系统产业化产能达到5000台套。

特点二：合作多元化。1，广泛地与中国多家知名整装汽车企业开展了合作，包括有：北汽新能源、福田汽车、东风电动汽车、一汽集团、上汽集团、金龙客车、深圳五洲龙客车、大连客车、长安汽车等。2，与北京理工大学、北汽新能源汽车有限公司展开了深入合作，筹划成立京工大洋电机、北汽大洋电机等合资公司。另外大洋电机新动力科技有限公司参股了北方凯达汽车技术研发有限公司。3，公司参与组建可持续新能源国际联盟。由美国IBM、AECOM公司以及伊顿公司与福田汽车、中信国安盟固利公司以及大洋电机共同组建了NESTIA——可持续新能源国际联盟。该联盟将以一种合作领导的形式聚集互补产品、服务资源及可行方案为全世界的用户提供保护生态和经济实惠的可持续新交通系统解决方案。

特点三：运作资本化。公司拟增发以实现在新能源汽车领域的以下目标。1，规划到2013年实现年产新能源汽车电驱动系统产品3万台套的产业化规模；2，到2014年实现年产各种驱动及启动电机（BSG）及控制系统100万套，将节能电机覆盖到节能汽车领域；3，通过《大功率IGBT及IPM模块封装建设项目》，到2014年实现年产大、中功率模块分别为9万套和6万套，家电用功率模块为350万套的规模。

分红及管理层2010年经营计划

公司2010年利润分配方案为：以2010年12月31日的总股本428400000股为基数，拟按每10股派发现金股利人民币2.8元（含税）。

管理层2011年度经营计划：预计营业收入保持大幅增长，力争完成30.7亿元，较2010年度增长40%；预计经营成本248,000万元，较2010年增长42%；力争完成净利润2.7亿元，较2010年增长20%。

资产负债表

单位：百万元

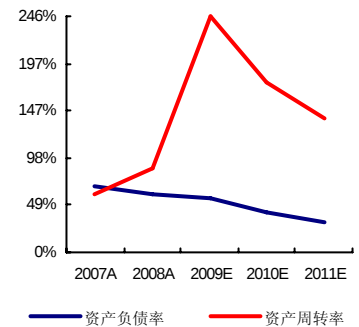
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,389	1,437	1,902	2,709	3,774
货币资金	794	454	772	1,127	1,694
应收及预付	389	597	698	993	1,311
存货	206	382	429	586	766
其他流动资产	0	4	3	3	3
非流动资产	390	557	545	558	565
长期股权投资	0	32	32	32	32
固定资产	318	410	426	435	438
在建工程	6	3	-2	-7	-11
无形资产	51	81	88	97	107
其他长期资产	15	30	0	0	0
资产总计	1,779	1,994	2,446	3,267	4,339
流动负债	480	537	731	1,006	1,291
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	475	527	731	1,006	1,291
其他流动负债	6	10	0	0	0
非流动负债	37	92	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	92	0	0	0
负债合计	518	629	731	1,006	1,291
股本	252	428	428	428	428
资本公积	627	454	454	454	454
留存收益	381	484	828	1,375	2,165
归属母公司股东权益	1,256	1,360	1,710	2,258	3,047
少数股东权益	5	5	5	3	1
负债和股东权益	1,779	1,994	2,446	3,267	4,339

利润表

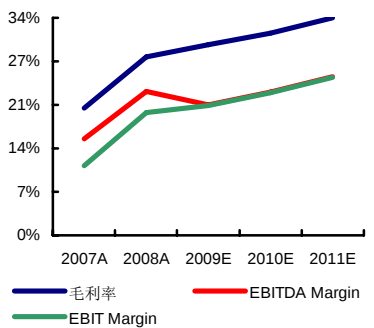
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1449	2187	3104	4352	5811
营业成本	1090	1743	2457	3354	4409
营业税金及附加	7	6	11	15	20
销售费用	56	75	107	153	203
管理费用	68	115	148	214	286
财务费用	-13	-20	-2	-3	-4
资产减值损失	19	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	5	3	4
营业利润	222	249	387	622	902
营业外收入	11	18			
营业外支出	5	4			
利润总额	229	263	399	633	914
所得税	33	36	55	88	126
净利润	196	228	344	546	788
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	196	228	344	547	790
EBITDA	268	302	441	687	975
EPS (元)	0.78	0.53	0.80	1.28	1.84

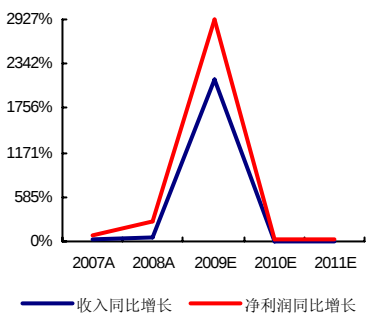
资产负债率趋势



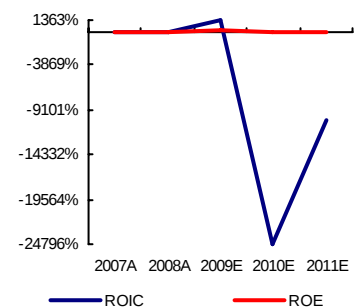
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

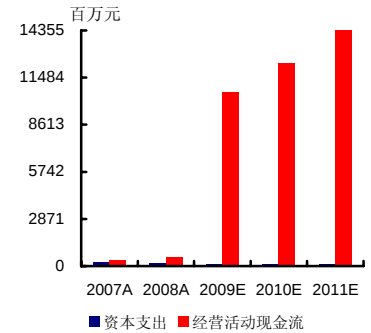
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	321	67	477	424	640
净利润	196	228	344	546	788
折旧摊销	40	55	61	71	81
营运资金变动	66	-212	58	-178	-213
其它	20	-3	14	-15	-16
投资活动现金流	-64	-273	-63	-69	-73
资本支出	-94	-244	-68	-73	-77
投资变动	0	-29	5	3	4
其他	30	0	0	0	0
筹资活动现金流	-118	-110	-95	0	0
银行借款	10	0	0	0	0
债券融资	-10	0	-102	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-118	-111	7	0	0
现金净增加额	140	-316	319	354	568
期初现金余额	669	794	454	772	1,127
期末现金余额	808	478	772	1,127	1,694

主要财务比率

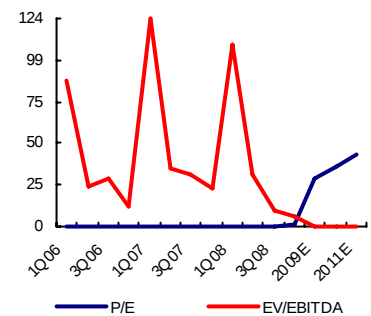
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-7.6%	50.9%	41.9%	40.2%	33.5%
营业利润	48.3%	12.2%	55.2%	60.7%	45.0%
归属于母公司净利润	38.8%	16.5%	50.6%	59.0%	44.3%
获利能力					
毛利率	24.8%	20.3%	20.8%	22.9%	24.1%
净利率	13.5%	10.4%	11.1%	12.5%	13.6%
ROE	15.6%	16.8%	20.1%	24.2%	25.9%
ROIC	41.3%	24.2%	36.1%	48.3%	58.4%
偿债能力					
资产负债率	29.1%	31.6%	29.9%	30.8%	29.7%
净负债比率	-62.5%	-32.8%	-45.2%	-50.0%	-55.7%
流动比率	2.89	2.68	2.60	2.69	2.92
速动比率	2.36	1.77	1.85	1.94	2.15
营运能力					
总资产周转率	0.89	1.16	1.40	1.52	1.53
应收账款周转率	8.90	7.62	8.33	8.17	8.12
存货周转率	5.31	5.92	5.73	5.72	5.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.78	0.53	0.80	1.28	1.84
每股经营现金流	1.28	0.16	1.11	0.99	1.49
每股净资产	4.98	3.17	3.99	5.27	7.11
估值比率					
P/E	44.8	57.2	33.7	21.2	14.7
P/B	7.0	9.6	6.8	5.1	3.8
EV/EBITDA	29.8	41.8	24.6	15.3	10.2

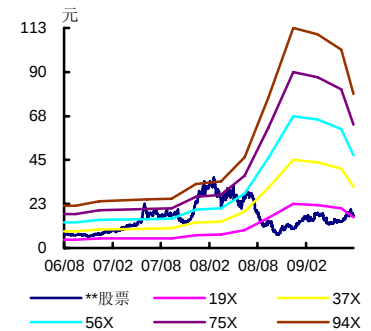
资本支出与经营活动现金流



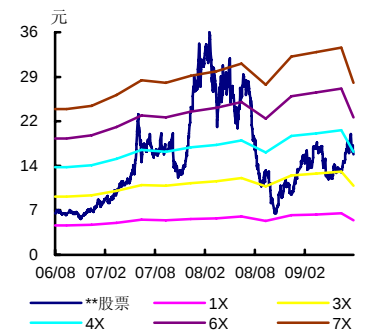
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

大洋电机(002249.sz)_季报点评	黎韦清	2010-10-22
大洋电机(002249.sz)_公司调研简报	黎韦清	2010-03-30

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。