

11 July 2011 | 6 pages

方正电机 (002196)

传统业务连续翻番 新型业务高歌猛进

——公司跟踪调研简报

研究员：史海昇 执业证书编号：S1230511010006

86-21-64718888-1737

Shihaisheng@stocke.com.cn

- 本报告导读：**
- 新能源汽车驱动电机项目快速推进，基建接近尾声
 - 汽车常规电机业务进展顺利，销售开始逐步放量
 - 电脑高速自动平缝机业务2011年仍有望延续100%增长

新能源汽车驱动电机业务方面（2011年新业务）

我们认为，方正依托原有的电机制造能力，其新能源汽车驱动电机研发也较为顺利，技术已基本成熟。目前，公司新能源汽车驱动电机的生产厂房建设顺利推进（接近封顶），三季度相关生产设备将到厂进行安装调试。保守估计，2011年底公司新能源汽车电机产品就将实现利润，出货量在1500-3000台之间，2012年则将开始大批量生产和销售，我们预计，2012年全年总产量将达到20000台以上，毛利率有望达到30%以上的较高水平。

汽车常规电机业务方面（2011年新业务）

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。我们认为，经过多年的产品研发和市场培育，公司的常规汽车电机（座椅电机、天窗电机和摇窗电机）已经进入收获期，乐观预计公司2011年的相关产品收入将达到1.5亿元以上。

电脑高速自动平缝机业务方面（传统业务）

快速接受了兄弟的外包订单，2010年方正的电脑平缝机产量10万台（包括自有品牌），我们预计2011年产量将实现翻番，达到20万台左右（由于产品供不应求，公司电脑车目前基本无库存），2012年仍将保持高速增长，有望达到超过35万台的规模。

估值与投资评级

我们预计在2011年公司的收益构成中，原有业务（缝纫机电机及电脑车）仍占主体地位，对EPS的贡献在0.40元左右；汽车常规电机贡献0.13元左右；新能源汽车驱动电机贡献0.02元。2011年全年按EPS为0.55元计算，目前动态市盈率约32倍。我们预计2012年公司仍将延续高增长，EPS约在0.98元左右，对应动态市盈率18倍。考虑到公司较高的成长性，我们维持方正电机（002196）“买入”的投资评级。

评级：

买入

上次评级：

买入

当前价：

17.85 元

股本数据

A 股总股本	11573 万股
流通 A 股	11573 万股

公司简介

公司是专业生产缝制设备动力源的外贸出口企业，主要产品为缝纫机马达，其中，工业缝纫机马达和家用缝纫机马达两大系列产品远销欧美、中东、东南亚等 70 多个国家和地区，家用缝纫机马达产量及出口量均居全国第一，工业用缝纫机马达产量居全国第二、出口量全国第一。近年公司电脑高速平缝机业务快速崛起，2011 年又成功迈入汽车常规电机与新能源汽车驱动电机领域。公司为浙江省“五个一批”重点骨干企业、浙江省名牌产品企业、浙江省著名商标企业。

相关报告

《未来新能源汽车核心部件驱动电机主要供应商——方正电机（002196）投资价值深度研究报告》

《方正电机（002196）2010 年年报点评报告》





一、新能源汽车驱动电机业务方面（2011 年新业务）

背景介绍：方正电机的第二大股东是通联创业投资股份有限公司，其目前持有方正 22.23% 的股权，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。

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供应商（甚至是新能源汽车整车）奠定坚实的基础。其中，电机方面，万向旗下尚没有第二家控股或参股的电机制造方面专业公司，我们预计，未来万向集团很可能将新能源汽车驱动电机完全让方正一家“独揽”。此外，根据方正现有的技术水平和投产规模，我们也非常看好公司和除万向以外的某些积极推进新能源汽车发展的大型整车制造商的合作。

我们认为，方正依托原有的电机制造能力，其新能源汽车驱动电机研发也较为顺利，技术已基本成熟。目前，公司新能源汽车驱动电机的生产厂房建设顺利推进（预计数月内封顶），三季度相关生产设备有望到厂进行安装调试。保守估计，2011 年底公司新能源汽车电机产品就将实现利润，出货量在 1500-3000 台之间，2012 年则将开始大批量生产和销售，我们预计，2012 年全年总产量将达到 20000-25000 台，毛利率有望达到 30% 以上的较高水平。

我们之前报告中曾估计，公司新能源汽车驱动电机项目的资金瓶颈将需依赖自有资金、银行贷款或资本市场直接融资解决，但就目前宏观形势及紧缩银根的水平，我们预计，仅仅依靠自有资金和银行贷款解决全部资金缺口问题的可能性不大。我们在 2010 年底的深度报告中预计“公司 2011-2012 年业绩将实现‘跳跃式’增长，而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”，我们预计资金缺口估计在 5-6 亿元之间。

我们认为，有万向集团这样大型的客户，公司新能源汽车驱动电机的发展势将得到保障，预计该项业务 2011 年年底前就将获得销售收入，预计初期销售额在 1500 万元以上。

二、汽车常规电机业务方面（2011 年新业务）

在国际汽车整车行业中，丰田与本田的毛利率在 8-10% 之间，通用、福特和克莱斯勒这样大型的整车制造商也不过 2-6% 的综合毛利率水平。这样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，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。

汽车电机质量一般要求是 30PPM，即 1 百万个零件中最多只能允许 30 个出现瑕疵。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 200 位左右，是目前全球主要的汽车座椅供应商，拥有全球汽车电动座椅最多的市场份额。同时，方正还成功进入通用汽车及一汽大众等知名汽车企业的电机供应商备选名单。





公司对以上企业的批量供货已从 2011 年中期展开，产品毛利率高于原有缝纫机电机的水平，达到 20% 左右。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几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。宝马 7 系等高端整车都要使用 70-100 个各类电机，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。

此外，公司目前汽车常规电机的价格低于日本 20% 左右，性价比优势明显，但仍能享受高于韩国竞争对手的毛利率水平。并且，方正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订单——即不同种类的电机产品可以共线生产。

我们认为，经过多年的产品研发和市场培育，公司的常规汽车电机（座椅电机、天窗电机和摇窗电机）已经进入收获期，乐观预计公司 2011 年的相关产品收入将过亿。

三、电脑高速自动平缝机业务方面（传统业务）

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接受，而其中特别是得到了最大的竞争对手日本兄弟公司的青睐。由于生产成本问题，日本兄弟正逐步的退出电脑自动平缝机的“生产”领域，产品生产“外包”程度越来越大。而方正成为了兄弟公司的首选，快速接受了兄弟的外包订单，2010 年方正的电脑平缝机产量 10 万台（包括自有品牌），我们预计 2011 年产量将实现翻番，达到 20 万台左右（由于产品供不应求，公司电脑车目前基本无库存），2012 年仍将保持高速增长，有望达到超过 35 万台的规模。

据了解，方正的电脑高速自动平缝机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提高了 30% 以上），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接近 20%，产量和销量均居国内同类企业的前列。

目前单台产品国外一线品牌售价在 4500 元左右，方正仅 2750 元上下，相差较大。我们认为，在产品性能相差无几且供不应求的情况下，公司电脑高速自动平缝机具有明显的提价空间，提价幅度可能达到 10-15% 的水平，具体视市场情况而定。

估值与投资评级

我们预计在 2011 年公司的收益构成中，原有业务（缝纫机电机及电脑车）仍占主体地位，对 EPS 的贡献在 0.40 元左右；汽车常规电机贡献 0.13 元左右；新能源汽车驱动电机贡献 0.02 元，2011 年全年按 EPS 为 0.55 元计算，目前动态市盈率约 32 倍。我们





预计，2012 年公司仍将延续高增长，汽车常规电机和新能源汽车驱动电机的比重将显著提高，全年 EPS 约在 0.98 元左右，目前股价对应 2012 年动态市盈率约 18 倍。

考虑到公司较高的成长性，我们维持方正电机（002196）“买入”的投资评级。

风险提示

公司在未来几年的高速增长中所面临的风险可能包括但不限于以下几个方面：

- （1）新能源汽车驱动电机项目的实施由于融资进程不顺利而推迟；
- （2）汽车常规电机（以座椅电机为主）客户的新平台产品销售不佳；
- （3）日本兄弟公司的电脑车产品外包另觅其他合作伙伴；
- （4）浙江当地用工成本的大幅上升。

我们认为，以上最值得关注的应是新能源汽车驱动电机项目的进展情况，我们仍然坚持之前的判断，该项目所需资金将依靠公司自有、银行贷款、资本市场直接融资等多种渠道获得，其中任何一种单一方式都无法完全解决整个项目的资金需求，我们看好公司驱动电机业务的发展前景，并将密切关注其进展情况。





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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	408.11	3051.70	1833.45	4946.69	营业收入	516.03	1305.30	2220.35	3053.22
现金	96.37	618.10	966.78	1246.18	营业成本	430.77	1046.98	1757.41	2381.82
应收账款	151.49	625.64	710.66	1023.05	营业税金及附加	3.96	4.92	10.35	16.40
其它应收款	2.90	12.25	13.42	18.86	营业费用	11.03	23.50	52.18	61.68
预付账款	23.96	96.98	83.10	180.99	管理费用	34.01	81.58	164.97	233.88
存货	121.96	1637.67	0.00	2378.61	财务费用	8.34	82.44	114.41	166.95
其他	11.43	61.06	59.48	99.00	资产减值损失	6.45	1.70	2.44	30.23
非流动资产	162.40	457.69	769.54	998.85	公允价值变动收益	0.02	0.01	0.02	0.02
长期投资	0.08	0.08	0.08	0.08	投资净收益	0.22	1.59	1.30	1.04
固定资产	124.94	377.01	641.21	835.90	营业利润	21.71	65.79	119.92	163.34
无形资产	13.68	43.87	75.41	99.10	营业外收入	3.44	4.10	3.77	3.94
其他	23.70	36.73	52.84	63.78	营业外支出	0.78	0.51	0.55	0.61
资产总计	570.51	3509.39	2602.99	5945.54	利润总额	24.36	69.37	123.14	166.66
流动负债	296.67	3166.05	2203.24	5518.44	所得税	1.71	5.80	13.57	14.68
短期借款	145.12	2472.51	1452.95	4224.81	净利润	22.65	63.57	109.57	151.98
应付账款	110.64	376.33	524.91	836.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.91	317.22	225.39	457.50	归属母公司净利润	22.65	63.57	109.57	151.98
非流动负债	5.30	22.80	29.23	21.68	EBITDA	43.47	178.22	287.89	400.98
长期借款	0.00	18.99	24.21	16.97	EPS (摊薄)	0.29	0.55	0.95	1.31
其他	5.30	3.81	5.03	4.71					
负债合计	301.97	3188.85	2232.48	5540.12	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	268.54	320.53	370.51	405.42	成长能力				
负债和股东权益	570.51	3509.39	2602.99	5945.54	营业收入增长率	80.20%	152.95%	70.10%	37.51%
					营业利润增长率	2298.85%	203.07%	82.29%	36.21%
					归属于母公司净利润增长率	415.71%	180.70%	72.36%	38.71%
现金流量表					获利能力				
单位:百万元					毛利率	16.52%	19.79%	20.85%	21.99%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率	4.39%	4.87%	4.93%	4.98%
经营活动现金流	2.31	-1404.06	1905.60	-1887.42	ROE	8.43%	19.83%	29.57%	37.49%
净利润	22.65	63.57	109.57	151.98	ROIC	6.77%	4.66%	10.80%	6.18%
折旧摊销	12.96	34.83	62.20	85.37	偿债能力				
财务费用	8.34	82.44	114.41	166.95	资产负债率	52.93%	90.87%	85.77%	93.18%
投资损失	-0.22	-1.59	-1.30	-1.04	净负债比率	54.04%	778.78%	400.63%	1048.05%
营运资金变动	-39.93	-1584.71	1621.21	-2290.49	流动比率	1.38	0.96	0.83	0.90
其它	-1.48	1.42	-0.48	-0.19	速动比率	0.96	0.45	0.83	0.47
投资活动现金流	-26.71	-329.84	-372.28	-313.47	营运能力				
资本支出	14.49	298.21	310.17	229.46	总资产周转率	0.96	0.64	0.73	0.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	3.88	3.36	3.32	3.52
其他	-12.22	-31.63	-62.11	-84.02	应付账款周转率	4.69	4.30	3.90	3.50
筹资活动现金流	16.80	-85.56	-167.05	-285.66	每股指标 (元)				
短期借款	33.52	-13.80	-1.97	5.92	每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.55	0.95	1.31
长期借款	0.00	18.99	5.22	-7.24	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.02	-12.13	16.47	-16.31
其他	-16.72	-90.75	-170.29	-284.33	每股净资产 (最新摊薄)	3.48	2.77	3.20	3.50
现金净增加额	-7.60	-1819.45	1366.27	-2486.55	估值比率				
					P/E	38.99	32.50	18.85	13.59
重要财务指标					P/B	3.29	6.44	5.58	5.10
单位:百万元					EV/EBITDA	21.55	22.15	8.99	12.65
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E					
营业收入	516.03	1305.30	2220.35	3053.22	永续增长率	3.00%		WACC	6.09%
同比 (%)	80.20%	152.95%	70.10%	37.51%	终值	5914.16		Ke	10.60%
归属母公司净利润	22.65	63.57	109.57	151.98	企业价值	4689.24		Kd	6.02%
同比 (%)	415.71%	180.70%	72.36%	38.71%	非核心资产价值	618.24		t	8.37%
毛利率 (%)	16.52%	19.79%	20.85%	21.99%	债务价值	2500.06		Rf	4.00%
ROE (%)	8.43%	19.83%	29.57%	37.49%	股权价值	2807.42		Rm	10.00%
每股收益 (元)	0.29	0.55	0.95	1.31	股本	115.73		Rm-Rf	6.00%
P/E	38.99	32.50	18.85	13.59	每股价值	24.26		Beta	1.10
P/B	3.29	6.44	5.58	5.10					
EV/EBITDA	21.55	22.15	8.99	12.65					

资料来源: 浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

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

