

20 October 2011 | 4 pages

方正电机 (002196)

前三季度高增长 四季度期待新能源汽车驱动电机放量

——公司 2011 年三季报点评

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，设备进场为期不远
- 电脑高速自动平缝机业务2011年仍有望延续翻番增长

投资要点：

■ 2011 年前三季度业绩继续保持高速增长。

2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 4.39 亿元，比去年同期增长 14.01%，实现营业利润 2512.40 万元，比去年同期增长 32.14%，实现净利润 2689.70 万元，比去年同期增长 77.37%。每股收益 0.23 元。

报告期内，公司净利润增速高于收入增速的主要原因是：所得税费用较上年同期下降了 110.14%（主要是由于本期子公司正德公司免税，同时递延所得税资产增加）；资产减值损失较上年同期下降了 38.48%（主要是由于报告期应收账款回收情况好转）；主营业务税金及附加较上年同期下降了 62.98%（主要是由于报告期出口免抵税额减少）。

■ 产品综合毛利率保持稳定。

报告期内，漆包线（铜材）、薄铁板、电子元器件、绝缘材料、磁性材料等电机原材料价格维持高位，劳动用工成本不断增加，此外，在全球经济复苏趋缓的背景下国际贸易保护主义有所抬头，美国量化宽松货币政策等因素致使人民币升值的压力持续加大，这些都给公司内部经营与外部市场带来较大压力。但是，在以上诸多不利状况的影响下，报告期内，公司综合毛利率仍保持在 16.67% 的水平，与 2010 年同期持平。其中，销售收入占比最大的电脑高速自动平缝机产品毛利率还有一定提升，主要是由于公司产品性能优越，并承接了日本兄弟公司大量的转移订单，随着产量的增加，单台制造费用下降，此外，在供不应求的情况下公司对产品售价进行了适当上调。

■ 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）。由于日本兄弟公司的生产退出，方正快速承接了兄弟委托的外包订单，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 35 万台左右的规模，随着基数的扩大，2013 年以后该产品的增速将适当放缓。

评级：

买入

上次评级：

买入

当前价：

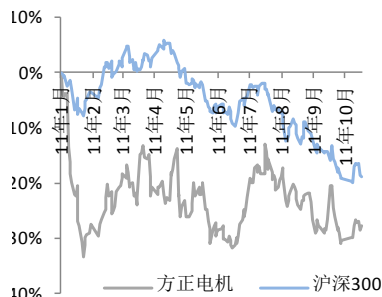
15.58 元

股本数据

A 股总股本 11573 万股

流通 A 股 11573 万股

2011 年初以来走势（复权）



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》





■ 新能源汽车驱动电机业务方面（2011年新业务）

方正电机的第二大股东是通联创业投资股份有限公司（隶属万向集团），其持有方正 22.23% 的股权。目前，在新能源汽车领域，万向集团正在积极布局，力图形成较完整产业链。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”。

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项目仍处在土建施工阶段，生产厂房尚未封顶，我们预计，三季度订购的相关大型生产设备将可到厂进行安装调试。保守估计，2011年底公司新能源汽车电机产品就将贡献收入，出货量在2000-3000台之间，2012年则将开始大批量生产和销售，我们预计，2012年公司新能源汽车全年总产量将达到20000台以上，毛利率有望达到30-35%的较高水平。

■ 汽车常规电机业务方面

经过多年努力，方正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主要供应商。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等）已经进入收获期。

公司对江森企业的供货已从2011年中期展开，预计量产后的产品毛利率高于原有缝纫机电机的水平，达到20%左右。我们判断，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市场。

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0.38元左右；汽车常规电机贡献0.04元左右；新能源汽车驱动电机贡献0.03元。2011年全年按EPS为0.45元计算，目前动态市盈率约34倍，我们预计2012年公司仍将延续高增长，EPS约在0.85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。

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增加其他合作伙伴；
- （4）浙江当地用工成本的大幅上升。





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	1161.69	875.69	2088.13	营业收入	516.03	665.63	965.85	1342.53
现金	96.37	315.20	420.55	547.96	营业成本	430.77	544.35	759.64	1033.88
应收账款	151.49	244.80	336.48	425.84	营业税金及附加	3.96	2.51	4.50	7.21
其它应收款	2.90	4.83	6.34	7.85	营业费用	11.03	10.32	20.28	27.12
预付账款	23.96	37.71	40.62	75.50	管理费用	34.01	32.28	49.35	81.36
存货	121.96	533.09	44.58	987.90	财务费用	8.34	27.22	33.34	58.07
其他	11.43	26.06	27.12	43.08	资产减值损失	6.45	0.20	1.06	3.89
非流动资产	162.40	208.38	306.77	413.96	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	167.41	251.54	342.55	营业利润	21.71	50.35	98.99	132.06
无形资产	13.68	18.80	28.89	39.91	营业外收入	3.44	4.10	3.77	3.94
其他	23.70	22.09	26.25	31.42	营业外支出	0.78	0.51	0.55	0.61
资产总计	570.51	1370.07	1182.46	2502.09	利润总额	24.36	53.93	102.22	135.38
流动负债	296.67	1054.23	813.73	2110.51	所得税	1.71	1.90	4.14	5.89
短期借款	145.12	771.90	475.13	1565.70	净利润	22.65	52.03	98.08	129.49
应付账款	110.64	140.22	249.34	341.45	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.91	142.12	89.25	203.37	归属母公司净利润	22.65	52.03	98.08	129.49
非流动负债	5.30	6.84	10.43	8.58	EBITDA	43.47	92.46	155.17	220.90
长期借款	0.00	3.03	5.41	3.87	EPS (摊薄)	0.29	0.45	0.85	1.12
其他	5.30	3.81	5.03	4.71					
负债合计	301.97	1061.08	824.16	2119.09	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	309.00	358.30	383.00	成长能力				
负债和股东权益	570.51	1370.07	1182.46	2502.09	营业收入增长率	80.20%	28.99%	45.10%	39.00%
					营业利润增长率	2298.85%	131.95%	96.62%	33.40%
现金流量表					归属于母公司净利润增长率	415.71%	129.76%	88.50%	32.03%
					盈利能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	毛利率	16.52%	18.22%	21.35%	22.99%
经营活动现金流	2.31	-310.17	601.25	-657.09	净利率	4.39%	7.82%	10.15%	9.65%
净利润	22.65	52.03	98.08	129.49	ROE	8.43%	16.84%	27.37%	33.81%
折旧摊销	12.96	15.60	24.78	35.36	ROIC	6.77%	6.81%	14.80%	9.06%
财务费用	8.34	27.22	33.34	58.07	偿债能力				
投资损失	-0.22	-1.59	-1.30	-1.04	资产负债率	52.93%	77.45%	69.70%	84.69%
营运资金变动	-39.93	-404.84	446.84	-878.79	净负债比率	54.04%	251.03%	134.55%	410.21%
其它	-1.48	1.42	-0.48	-0.19	流动比率	1.38	1.10	1.08	0.99
投资活动现金流	-26.71	-61.30	-121.40	-141.35	速动比率	0.96	0.60	1.02	0.52
资本支出	14.49	48.90	96.71	107.34	营运能力				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.96	0.69	0.76	0.73
其他	-12.22	-12.40	-24.69	-34.01	应收账款周转率	3.88	3.36	3.32	3.52
筹资活动现金流	16.80	-50.29	-79.71	-158.80	应付账款周转率	4.69	4.34	3.90	3.50
短期借款	33.52	-13.80	-1.97	5.92	每股指标 (元)				
长期借款	0.00	3.03	2.37	-1.54	每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.45	0.85	1.12
其他	-16.72	-39.52	-80.11	-163.17	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.02	-2.68	5.20	-5.68
现金净增加额	-7.60	-421.75	400.14	-957.24	每股净资产 (最新摊薄)	3.48	2.67	3.10	3.31
					估值比率				
重要财务指标					P/E	38.99	39.70	21.06	15.95
					P/B	3.29	6.69	5.77	5.39
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	EV/EBITDA	21.55	27.36	13.74	14.00
营业收入	516.03	665.63	965.85	1342.53					
同比 (%)	80.20%	28.99%	45.10%	39.00%	永续增长率	3.00%		WACC	7.38%
归属母公司净利润	22.65	52.03	98.08	129.49	终值	3061.12		Ke	10.60%
同比 (%)	415.71%	129.76%	88.50%	32.03%	企业价值	3238.51		Kd	6.33%
毛利率 (%)	16.52%	18.22%	21.35%	22.99%	非核心资产价值	315.33		t	3.53%
ROE (%)	8.43%	16.84%	27.37%	33.81%	债务价值	779.50		Rf	4.00%
每股收益 (元)	0.29	0.45	0.85	1.12	股权价值	2774.34		Rm	10.00%
P/E	38.99	39.70	21.06	15.95	股本	115.73		Rm-Rf	6.00%
P/B	3.29	6.69	5.77	5.39	每股价值	23.97		Beta	1.10
EV/EBITDA	21.55	27.36	13.74	14.00					

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>

