

18 December 2011 | 5 pages

方正电机 (002196)

今年看高速电脑平缝车 明年看新能源汽车电机

——公司跟踪报告

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：
➢ 高速电脑平缝机业务2011年仍有望延续翻番增长
➢ 预计新能源汽车驱动电机首批供货有所推迟

■ 关于公司注销全资子公司浙江方德机电制造有限公司事宜

要点：

公司全资子公司浙江方德机电制造有限公司成立于2004年11月15日，注册资本13500万元人民币，主要业务是电机、缝纫机、机械设备的制造及销售。原本方正电机（002196）与方德公司属于两个不同的行政区域（方正属于丽水天宁工业区，方德属于丽水水阁工业区），现由于行政区域的重新划分，两公司同属于一个区域（水阁工业区）。

公司为了提升业务决策和运营效率，整合企业资源，降低管理成本和运营费用，提高管理效率，对公司的内部管理机构设置进行调整，依据法定程序拟吸收合并方德公司，并将之注销，方德原债权债务概由方正承继。

我们认为，在方正电机（002196）的产业链体系中，方德更多的是承担缝纫机机头制造——为方正的平缝机整机配套，其尚属于“高新技术企业”，也无相应的税收优惠，而注销后方德的业务直属于方正，有望随同方正享受15%的税收优惠，这一利好有望在2012年得以逐步体现。

■ 关于公司获得战略性新兴产业（工业领域）项目专项资金事宜

要点：

近日，公司收到丽水市发展和改革委员会文件：转发国家发展改革委关于下达战略性新兴产业（工业领域）项目2011年中央预算内投资计划的通知，浙江方正电机股份有限公司形成年产1万台电动汽车驱动电机的生产能力项目获得中央战略性新兴产业（工业领域）专项资金1316万元。

新能源汽车驱动电机已成为公司战略发展目标，方正电机的第二大股东为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”。

评级：

买入

上次评级：

买入

当前价：

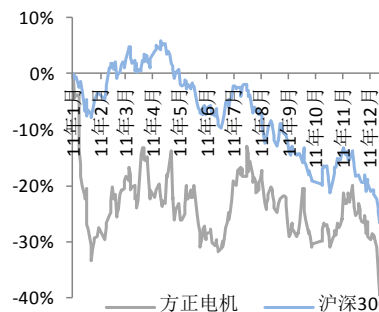
13.41 元

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。

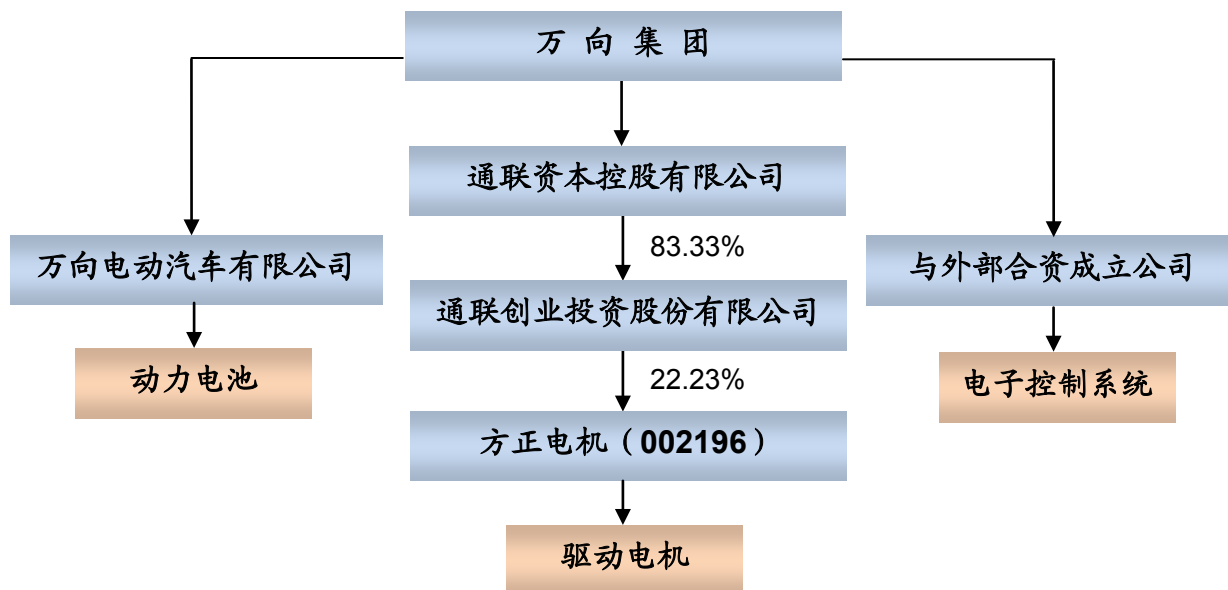
相关报告

《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》





图：万向系新能源汽车产业布局



资料来源：浙商证券研究所

事实上，方正在新能源汽车驱动电机领域起步较早，2007年前后就已经展开了积极的设计研发，依托原有的电机制造能力，技术已基本成熟。公司新能源汽车驱动电机项目的生产厂房已经封顶（进度略晚于预期），目前，正处于生产设备进场调试阶段。预计，2012年一季度公司新能源汽车电机产品将开始贡献收入（整个季度的出货量在1500-3000台之间）——由于土建施工进度低于预期开始供货的时间比计划推迟2个月左右。我们认为，如果“国家新能源汽车发展规划”能够在2012年早期公布，那么方正的驱动电机产品则有望在 market 需求的带动下开始大批量生产和销售，则2012年公司新能源汽车全年总产量将有望达到12000-18000台的规模，毛利率有望达到35%左右的较高水平——远高于公司现有传统业务产品的毛利率水平。

■ 公司4季度产品综合毛利率稳中有升

要点：

前三季度，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相对高位，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，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，1-9月，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，主要是由于公司该产品性能优越，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。

进入4季度后，国内通胀情况持续缓解，公司原材料成本压力得到缓解，预计整个4季度公司产品的综合毛利率将回升至19%左右的水平，其中电脑平缝车的毛利率回升最为明显。

■ 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 0.36 元左右；汽车常规电机贡献 0.03 元左右。2011 年全年按 EPS 为 0.39 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 0.69 元左右，对应动态市盈率 19 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，造成订单分流；
- （4）浙江当地用工、用电等成本的持续大幅上升。





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	806.65	1884.97	营业收入	516.03	665.63	925.91	1204.79
现金	96.37	315.20	403.16	491.74	营业成本	430.77	544.35	731.00	933.83
应收账款	151.49	244.80	312.45	371.67	营业税金及附加	3.96	2.51	4.32	6.47
其它应收款	2.90	4.83	5.88	6.86	营业费用	11.03	12.98	24.07	30.36
预付账款	23.96	37.71	37.38	66.82	管理费用	34.01	32.28	49.17	74.22
存货	121.96	533.09	22.81	909.77	财务费用	8.34	27.45	32.29	51.77
其他	11.43	26.06	24.98	38.11	资产减值损失	6.45	4.59	6.57	3.49
非流动资产	162.40	208.38	291.64	365.74	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	238.89	302.33	营业利润	21.71	43.06	79.81	105.70
无形资产	13.68	18.80	27.40	35.20	营业外收入	3.44	4.10	3.77	3.94
其他	23.70	22.09	25.26	28.14	营业外支出	0.78	0.51	0.55	0.61
资产总计	570.51	1370.07	1098.29	2250.72	利润总额	24.36	46.65	83.03	109.02
流动负债	296.67	1061.26	748.89	1883.89	所得税	1.71	1.65	3.36	4.74
短期借款	145.12	778.93	433.75	1401.15	净利润	22.65	45.00	79.67	104.28
应付账款	110.64	140.22	234.66	298.96	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.91	142.12	80.48	183.78	归属母公司净利润	22.65	45.00	79.67	104.28
非流动负债	5.30	6.84	9.95	8.21	EBITDA	43.47	85.40	133.97	185.20
长期借款	0.00	3.03	4.93	3.50	EPS (摊薄)	0.29	0.39	0.69	0.90
其他	5.30	3.81	5.03	4.71					
负债合计	301.97	1068.10	758.84	1892.11	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	301.97	339.45	358.61	成长能力				
负债和股东权益	570.51	1370.07	1098.29	2250.72	营业收入增长率	80.20%	28.99%	39.10%	30.12%
					营业利润增长率	2298.85%	98.38%	85.33%	32.45%
					归属于母公司净利润增长率	415.71%	98.72%	77.03%	30.90%
现金流量表					盈利能力				
单位: 百万元					毛利率	16.52%	18.22%	21.05%	22.49%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率	4.39%	6.76%	8.60%	8.66%
经营活动现金流	2.31	-316.96	608.93	-635.78	ROE	8.43%	14.90%	23.47%	29.08%
净利润	22.65	45.00	79.67	104.28	ROIC	6.77%	6.19%	13.50%	8.31%
折旧摊销	12.96	15.60	23.60	31.50	偿债能力				
财务费用	8.34	27.45	32.29	51.77	资产负债率	52.93%	77.96%	69.09%	84.07%
投资损失	-0.22	-1.59	-1.30	-1.04	净负债比率	54.04%	259.21%	129.65%	392.09%
营运资金变动	-39.93	-404.84	475.16	-822.11	流动比率	1.38	1.09	1.08	1.00
其它	-1.48	1.42	-0.48	-0.19	速动比率	0.96	0.59	1.05	0.52
投资活动现金流	-26.71	-61.30	-105.08	-104.40	营运能力				
资本支出	14.49	48.90	81.58	74.25	总资产周转率	0.96	0.69	0.75	0.72
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	-12.40	-23.51	-30.15	应付账款周转率	4.69	4.34	3.90	3.50
筹资活动现金流	16.80	-50.52	-72.68	-132.71	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	0.39	0.69	0.90
长期借款	0.00	3.03	1.89	-1.42	每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	-2.74	5.26	-5.49
其他	-16.72	-39.75	-72.60	-137.21	每股净资产(最新摊薄)	3.48	2.61	2.93	3.10
现金净增加额	-7.60	-428.78	431.16	-872.90	估值比率				
					P/E	38.99	45.90	25.93	19.81
重要财务指标					P/B	3.29	6.84	6.09	5.76
单位: 百万元					EV/EBITDA	21.55	29.71	15.73	16.12
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E					
营业收入	516.03	665.63	925.91	1204.79	永续增长率	3.00%		WACC	7.36%
同比(%)	80.20%	28.99%	39.10%	30.12%	终值	3633.28		Ke	10.60%
归属母公司净利润	22.65	45.00	79.67	104.28	企业价值	4024.96		Kd	6.33%
同比(%)	415.71%	98.72%	77.03%	30.90%	非核心资产价值	315.33		t	3.53%
毛利率(%)	16.52%	18.22%	21.05%	22.49%	债务价值	786.53		Rf	4.00%
ROE(%)	8.43%	14.90%	23.47%	29.08%	股权价值	3553.76		Rm	10.00%
每股收益(元)	0.29	0.39	0.69	0.90	股本	115.73		Rm-Rf	6.00%
P/E	38.99	45.90	25.93	19.81	每股价值	30.71		Beta	1.10
P/B	3.29	6.84	6.09	5.76					
EV/EBITDA	21.55	29.71	15.73	16.12					

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>

