

大洋电机 (002249)

买入/维持评级

股价: RMB15.00

分析师

袁瑶

SAC 执业证书编号:s1000511040002

(021) 6849 8607

yuanyao@mail.htlhsc.com.cn

王海生

SAC 执业证书编号:s1000511030005

021-68498537

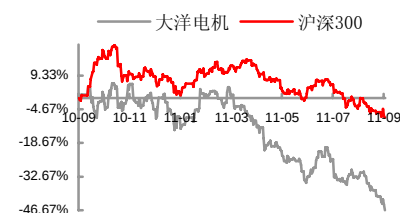
wanghaisheng@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	477
流通 A 股 (百万股)	477
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	7,762

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

成奇瑞核心供应商, 拓汽车电动部件蓝海

- 大洋公告收购芜湖杰诺瑞汽车电器系统有限公司, 我们认为意义有三: (1) 杰诺瑞是奇瑞车用电机核心供应商, 也是奇瑞的参股子公司, 是上汽通用五菱的战略合作方, 此次收购, 大洋将进入奇瑞、上汽通用五菱及江淮汽车的核心供应体系; (2) 杰诺瑞是专业汽车零部件厂, 将弥补大洋在汽车领域技术和市场方面的不足, 使大洋进入汽车微特电机领域; (3) 杰诺瑞子公司瑞诺威具备新能源车驱动电机生产能力, 大洋市场、产能再提升。
- 通过合资公司形式进入大厂核心供应体系。2011 年 1 月大洋与北汽新能源成立合资公司, 同期, 公司成为一汽集团子公司北方凯达第二大股东。此次收购, 公司成为奇瑞子公司杰诺瑞第一大股东。通过对外收购, 公司将成为北汽、一汽、奇瑞、上汽通用五菱、江淮等大厂的核心供应商。而上述整车厂是北京、天津、大连、合肥、上海、长春等试点城市新能源车主要提供商。此外, 大洋还与东风、上汽、五洲龙、苏州金龙、大连客车、宇通客车、长安等整车厂建立合作关系, 新能源车市场拓展领跑全市场。
- 进入汽车微特电机制造领域, 产品线再延伸。杰诺瑞能够生产包括起动机、高效发电机、雨刮电机、座椅电机等在内的车用微特电机, 是奇瑞、上汽通用五菱、江淮汽车核心零配件供应商, 创始人曾庆平曾为美国雷米高管, 在汽车零配件领域技术和经验丰富。大洋是专业电机企业, 在直流无刷电机、永磁直流电机领域技术领先, 技术+市场, 双方合作能够显著增强在汽车微特电机及新能源车驱动领域的竞争力。普通车每辆用 15 台微特电机、高级车每辆微特电机数量达到 40-50 台, 我国汽车年销量近 1000 万台, 汽车微特电机有望成为大洋继空调电机外新的利润增长点。
- 起停电机, 期待放量。起停电机 (BSG 电机) 用于汽车起步和停车怠速, 节油 10%。一套 BSG 系统 0.3-0.5 万元, 国家对节能车补贴 0.3 万元, 基本覆盖成本。凭借较高的性价比, 未来中高端汽车都将配备该系统。我国每年汽车销售近 1000 万辆, 按 30% 的普及率, BSG 系统市场规模将达百亿元以上。奇瑞是国内第一家推出 BSG 弱混汽车的厂商, 此次收购将进一步加强大洋在起停电机技术和客户方面的优势, 快速实现业绩贡献。
- 风险提示: 新能源汽车市场推广的政策风险、原材料大幅上涨带来的盈利能力下降风险。

经营预测与估值	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2187	3276	4898	6958
(+/-%)	51	50	49	42
归属母公司净利润(百万元)	228	370	623	665
(+/-%)	16	62	68	7
EPS(元)	0.53	0.86	1.45	1.55
P/E(倍)	53.72	33.13	19.71	18.46

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

大洋电机下游市场拓展全国领先

目前大洋电机已经和包括北汽控股、奇瑞、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、宇通客车、长安客车等车厂在内的企业展开合作，成功进入新能源汽车推广领先的北京、大连、苏州、中山、重庆、深圳、合肥、天津等市场，公司 2010 年新能源汽车电机实现销售收入 8191 万元，2011 年新能源汽车销售收入有望突破 2 亿元，领跑全国。

表格 1：大洋进入的整车厂和城市

	大中型车辆（公交、工程车辆）		小型车辆（个人用、商务用、出租车等）	
	HEV	BEV/PHEV	HEV	BEV/PHEV
北京	东风汽车、一汽客车	北汽福田、中通客车、京华客车	一汽、奇瑞、长城	BMW
天津	清源电动车	江苏中大集团	奇瑞、BYD	清源、奇瑞、BYD、Toyota、时风
长春	一汽客车	一汽客车	一汽轿车	一汽轿车
大连	一汽客车	安凯客车	一汽轿车、奇瑞	奇瑞
沈阳	五洲龙	五洲龙		
唐山		东方旅行车、锂源动力	上海汽车	上海汽车、锂源动力
济南	中通客车、北汽福田	中通客车		时风
上海	上海汽车、申沃、万向	上海汽车、申沃、万向	上海汽车	上海汽车、GM、VW
杭州	厦门金旅、青年、杭州越西	杭州越西、万向电动车		众泰汽车
苏州	苏州金龙、中大	苏州金龙		
南通	中通客车	中通客车		
合肥	安凯客车	安凯客车	奇瑞、江淮、BYD	奇瑞、江淮、BYD
郑州	宇通客车	少林汽车	Nissan	Nissan、中航电动车
武汉	东风扬子江	东风扬子江	东风	Nissan
襄樊		东风旅行车		
长沙	南车时代、北汽福田	梅花汽车、BYD		BYD
南昌	黄海客车、安凯客车		Toyota	BYD
厦门	厦门金龙	厦门金龙		
深圳	五洲龙	五洲龙	BYD	BYD、BMW、陆地方舟
广州	广汽客车、宇通客车	广汽客车	Yoyota、Honda	Nissan
海口	厦门金龙		一汽海马	一汽海马
重庆	恒通客车、五洲龙	恒通客车、五洲龙	长安汽车	
成都	四川汽车、成都客车			Toyota
昆明	南车、金龙、宇通、广汽	北汽福田		

资料来源：华泰联合证券研究所

注：红色代表大洋已经成为该车厂核心供应商，蓝色为大洋已与该车厂展开合作

大功率永磁直流电机技术领先竞争对手

目前大洋已经能够生产 135KW 新能源车用永磁直流电机，全国领先。自 2009 年以来，公司与北京理工大学展开充分合作，目前北理工拟用新能源汽车电驱动系统技术与公司共同出资设立合资公司。2010 年公司逐步与东风汽车技术中心、中科院电工所展开技术合作，通过与科研单位的合作以实现技术联盟；2011 年，我国首个电动车辆国家工程实验室的首个分支机构——大洋电机驱动实验室已于 2010 年 12 月在广东中山设立。电动车辆国家工程实验室由国家 863 计划“电动汽车重大专项”专家组专家孙逢春带头，是发改委在节能与新能源汽车领域重点规划建设的国家工程实验室。大洋电机有望借助国家工程实验室的研发实力，获得新能源汽车电机领域的前沿技术，技术实力有望再上台阶。

表格 2：主要新能源车电机企业上推广目录产品

中国南车集团株洲电力机车研究所	交流异步电机/100KW；永磁同步电机/45KW
上海电驱动有限公司	永磁同步电机/50KW、交流电机/42KW
上海南洋电机有限公司	异步交流电机/100KW
襄樊特种电机有限公司	三相异步电机/110LW
中山大洋电机股份有限公司(电机)	永磁同步电机/130KW
上海大郡自动化系统工程有限公司	永磁同步电机/42KW
唐山普林亿威科技有限公司	永磁直流无刷电机/120KW
万向电动汽车有限公司	交流异步电机/132KW、永磁同步电机/20KW
浙江尤奈特电机有限公司	永磁无刷直流电机/11KW
江苏微特利电机制造有限公司	交流异步电机/30KW
大连电机集团有限公司	三相异步电机/130KW
中国南车集团株洲电力机车研究所	交流异步电机/100KW；永磁同步电机/45KW

资料来源：华泰联合证券研究所

电机：新能源汽车板块首选子行业

我们认为，投资新能源汽车板块应关注三方面因素：市场容量、盈利能力和技术成熟度。

电机、电池市场容量大。以 10 万辆新能源汽车计算（纯电客车、混动客车各 2 万辆、纯电轿车 2 万辆、混动轿车 4 万辆），拉动的电池、电机市场容量均在 100 亿以上，其次为隔膜、正极材料、电解液。

从盈利能力看，隔膜和碳酸锂由于技术垄断性和资源属性毛利率较高，均在 50% 以上；电解液和负极材料由于产品品质差别大，不同厂毛利率差别大，不同厂商毛利率在 20%-40% 不等。由于整车厂对动力电池价格控制严格，各厂成本和售价基本都在 8 元/Ah 左右，毛利率基本为 0；电机由于投入相对电池较低、技术成熟度相对较高，毛利率稳定在 30%-35%。各子行业盈利能力排序：隔膜、碳酸锂、电机、电解液、负极。

目前技术尚未完全突破的环节包括六氟磷酸锂、隔膜、粘结剂等。

综合考虑，我们对子行业的排序为：电机>隔膜>电解液>电池>正负极材料

表格 3：主要子行业市场规模测算

子行业	行业毛利率	市场规模	市场容量 (亿元)
隔膜 (万平方米)	60%-70%	12315	14.78
电解液 (吨)	20%-40%	12196	10.98
正极材料 (磷酸铁锂)	8%-17%	16470	21.41
负极材料 (吨)	15%-30%	8048	8.05
碳酸锂 (吨)	50%-60%	3788	2.27
铝箔 (吨)	25%-30%	4100	2.87
铜箔 (吨)	10%-15%	8026	6.35
电池(亿安时)	0%-20%	16	124.66
电机	30%-35%		114.00

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

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	1437	2027	2929	10145	营业收入	2187	3276	4898	6958
现金	454	749	1038	500	营业成本	1743	2555	3741	5321
应收账款	379	452	676	960	营业税金及附加	6	10	15	21
其他应收款	21	23	34	49	营业费用	75	128	191	271
预付账款	103	128	187	266	管理费用	115	174	260	369
存货	382	511	748	1064	财务费用	-20	-24	-36	199
其他流动资产	98	164	245	7306	资产减值损失	21	20	20	20
非流动资产	557	475	436	396	公允价值变动收	-0	0	0	0
长期投资	32	0	0	0	投资净收益	3	2	2	2
固定资产	410	368	326	283	营业利润	249	417	710	759
无形资产	75	80	85	90	营业外收入	18	18	18	18
其他非流动资产	40	27	25	24	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	1994	2502	3365	10541	利润总额	263	431	724	773
流动负债	537	837	1197	7829	所得税	36	60	101	108
短期借款	0	0	0	6152	净利润	228	370	623	665
应付账款	439	639	935	1330	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	98	198	262	346	归属母公司净利	228	370	623	665
非流动负债	92	50	50	50	EBITDA	284	443	724	1008
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.53	0.86	1.45	1.55
其他非流动负	92	50	50	50	主要财务比率				
负债合计	629	887	1247	7879	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	5	5	5	5	成长能力				
股本	428	428	428	428	营业收入	50.9%	49.8%	49.5%	42.1%
资本公积	454	454	454	454	营业利润	12.2%	67.1%	70.3%	6.9%
留存收益	484	734	1237	1782	归属母公司净利	16.5%	62.2%	68.1%	6.8%
归属母公司股	1360	1610	2112	2657	获利能力				
负债和股东权	1994	2502	3365	10541	毛利率(%)	20.3%	22.0%	23.6%	23.5%
现金流量表					净利率(%)	10.4%	0.0%	0.0%	10.4%
单位: 百万元					ROE(%)	16.8%	23.0%	29.5%	25.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	21.6%	38.1%	52.7%	9.9%
经营活动现金	67	370	382	-6363	偿债能力				
净利润	228	370	623	665	资产负债率(%)	31.6%	35.5%	37.1%	74.7%
折旧摊销	55	50	50	50	净负债比率(%)	1.55%	0.68%	0.56%	78.19
财务费用	-20	-24	-36	199	流动比率	2.68	2.42	2.45	1.30
投资损失	-3	-2	-2	-2	速动比率	1.96	1.81	1.82	1.16
营运资金变动	-212	-20	-272	-7300	营运能力				
其他经营现金	19	-5	19	25	总资产周转率	1.16	1.46	1.67	1.00
投资活动现金	-273	25	-10	-10	应收账款周转率	7	7	8	8
资本支出	244	0	0	0	应付账款周转率	4.78	4.74	4.75	4.70
长期投资	-32	-32	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-61	-7	-10	-10	每股收益(最新)	0.53	0.86	1.45	1.55
筹资活动现金	-107	-100	-83	5835	每股经营现金流	0.16	0.86	0.89	-14.85
短期借款	0	0	0	6152	每股净资产(最	3.17	3.76	4.93	6.20
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	176	0	0	0	P/E	53.72	33.13	19.71	18.46
资本公积增加	-173	0	0	0	P/B	9.03	7.62	5.81	4.62
其他筹资现金	-110	-100	-83	-318	EV/EBITDA	41	27	16	12
现金净增加额	-316	295	289	-538					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。