

2022年01月26日

方正电机 (002196.SZ)

公司拟定增募资10亿元，加速驱动电机扩产

■事件：公司公告2022年非公开发行A股股票预案：公司拟定增募资不超过10亿元，控股股东卓越汽车拟以现金方式，认购1-3亿元。本次发行计划总募资金额为10亿元，其中7亿元为扩产180万套新能源汽车驱动电机产能，1亿元为丽水方德智驱应用技术研究院扩建项目，2亿元为补充流动资金。

■定增扩产驱动电机产能，产品结构改善+市场份额提升。公司拟定增募资10亿元扩产驱动电机产能180万套，并有望在未来1-2年内逐步投产，新建产能投产后，公司驱动电机产能有望超过260万套，其中扁线电机的产能占大约50%左右，公司市场份额有望逐步提升至20-30%。根据公司公告，目前公司驱动电机的客户主要包括：五菱、上汽乘用车、小鹏、蔚然动力、吉利和蜂巢传动等，并且仍在积极拓展国内主要造车新势力和一线自主品牌客户。

公司驱动电机产品收入和盈利能力双升，主要驱动因素包括：1) 小鹏、蔚来和长城混动平台等车型的陆续上市，叠加新客户和新车型的逐步落地，公司驱动电机收入端高增长确定性强；2) 产品结构加速从A00级车型上的低功率圆线电机迭代到中高端车型上的高电压平台的高功率扁线电机产品；3) 单车价值量从A00级车型的1千元逐步提升到小鹏等中高端车型的4-5千元；4) 油冷和高电压平台等附加值提升单个电机的价值量。

■原材料价格联动，2022年业绩拐点可期。驱动电机的主要原材料包括：矽钢片、稀土材料和漆包线等，2021年受到原材料大幅上涨影响，由于公司产品的定价机制，短期无法传导原材料成本，导致公司2021年下半年出现亏损。2022年公司驱动电机产品已经普遍实施涨价，并且价格与原材料价格联动的方式去对冲原材料对公司盈利能力的影响。综合来看，产品结构改善+价格联动+市场份额提升驱动公司毛利率水平恢复到15-20%的水平，2022年拐点的确定性较强。

■投资建议：我们预计公司2021-2023年实现营业收入分别为17.25、27.95、47.51亿元，实现净利润0.20、1.75、3.19亿元，目前股价对应PE为311、35、19倍。公司业绩拐点清晰，维持“买入-A”评级，6个月目标价15元/股。

■风险提示：新能源车销量不及预期风险；新客户拓展不及预期风险；扁线电机渗透率不及预期风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,114.7	1,142.6	1,725.3	2,795.0	4,751.4
净利润	16.9	-637.0	20.2	174.5	319.1
每股收益(元)	0.03	-1.28	0.04	0.35	0.64
每股净资产(元)	4.21	2.92	3.64	5.71	8.50
盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	315.0	-8.3	262.5	30.4	16.7
市净率(倍)	2.5	3.6	2.9	1.9	1.3
净利润率	1.5%	-55.7%	1.2%	6.2%	6.7%
净资产收益率	0.8%	-43.6%	1.1%	6.1%	7.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	1.8%
ROIC	1.4%	-31.5%	2.2%	10.7%	20.0%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

仪器仪表

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：15.00元
股价(2022-01-25) 12.42元

交易数据

总市值(百万元)	6,203.11
流通市值(百万元)	5,817.13
总股本(百万股)	499.44
流通股本(百万股)	468.37
12个月价格区间	5.58/13.56元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	31.0	53.77	113.46
绝对收益	25.96	49.64	101.95

徐慧雄

分析师

SAC执业证书编号：S1450520040002
xuhx@essence.com.cn

徐昊

分析师

SAC执业证书编号：S1450521120001
xuhao2@essence.com.cn

刘国荣

分析师

SAC执业证书编号：S1450521100001
liugr@essence.com.cn

相关报告

- 方正电机：2021 营收高增长，2022 盈利拐点可期/ 2022-01-14 徐慧雄
- 方正电机：驱动电机打开新增长空间，公司有望迎业绩拐点/徐慧雄 2021-12-29

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,114.7	1,142.6	1,725.3	2,795.0	4,751.4	成长性					
减:营业成本	902.3	1,022.9	1,535.5	2,319.8	3,896.2	营业收入增长率	-18.3%	2.5%	51.0%	62.0%	70.0%
营业税费	7.5	3.4	5.2	8.4	14.3	营业利润增长率	-104.7%	-3343.0	-103.2%	762.2%	82.8%
销售费用	33.1	39.1	51.8	83.8	142.5	净利润增长率	-103.8%	-3876.0	-103.2%	762.2%	82.8%
管理费用	75.7	98.1	69.0	83.8	142.5	EBITDA 增长率	-122.5%	385.2%	-75.0%	147.2%	58.0%
研发费用	82.6	119.2	103.5	167.7	285.1	EBIT 增长率	-106.1%	1226.9%	-87.9%	349.5%	77.6%
财务费用	12.6	14.3	12.0	12.0	12.0	NOPLAT 增长率	-106.7%	-2269.6	-105.2%	481.8%	77.6%
资产减值损失	-8.5	-479.8	-4.8	-2.4	-1.2	投资资本增长率	-0.4%	-25.5%	18.7%	-4.7%	21.9%
加:公允价值变动收益	3.3	4.1	20.7	24.0	24.0	净资产增长率	7.3%	-25.0%	22.7%	53.2%	41.5%
投资和汇兑收益	1.1	4.5	56.4	32.0	41.0	利润率					
营业利润	19.9	-644.6	20.6	177.8	325.0	毛利率	19.0%	10.5%	11.0%	17.0%	18.0%
加:营业外净收支	-1.2	-3.8	-	-	-	营业利润率	1.8%	-56.4%	1.2%	6.4%	6.8%
利润总额	18.7	-648.4	20.6	177.8	325.0	净利润率	1.5%	-55.7%	1.2%	6.2%	6.7%
减:所得税	2.1	-6.1	0.2	1.8	3.3	EBITDA/营业收入	7.6%	36.1%	6.0%	9.1%	8.5%
净利润	16.9	-637.0	20.2	174.5	319.1	EBIT/营业收入	2.4%	30.5%	2.4%	6.8%	7.1%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	172	160	97	54	29
货币资金	159.0	142.1	214.5	1,397.5	2,375.7	流动营业资本周转天数	200	141	103	81	62
交易性金融资产	-	57.3	78.0	78.0	78.0	流动资产周转天数	420	383	326	358	368
应收账款	423.6	441.6	864.9	1,438.1	2,265.8	应收账款周转天数	172	136	136	148	140
应收票据	75.2	104.3	-	-	-	存货周转天数	112	100	93	71	62
预付账款	18.3	18.9	60.0	46.1	124.9	总资产周转天数	927	860	608	524	463
存货	322.0	310.4	585.3	510.2	1,113.2	投资资本周转天数	641	544	336	220	140
其他流动资产	228.9	127.9	124.2	160.3	137.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	0.8%	-43.6%	1.1%	6.1%	7.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	-24.8%	0.6%	3.6%	4.4%
长期股权投资	33.0	149.5	266.0	382.5	499.0	ROIC	1.4%	-31.5%	2.2%	10.7%	20.0%
投资性房地产	96.0	99.8	99.8	99.8	99.8	费用率					
固定资产	528.3	489.2	445.1	400.5	355.4	销售费用率	3.0%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
在建工程	103.2	157.8	212.3	266.8	321.3	管理费用率	6.8%	8.6%	4.0%	3.0%	3.0%
无形资产	190.7	153.6	104.8	52.3	-0.2	研发费用率	7.4%	10.4%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	692.6	332.8	186.9	68.9	-46.4	财务费用率	1.1%	1.3%	0.7%	0.4%	0.3%
资产总额	2,870.8	2,585.2	3,241.8	4,901.0	7,323.9	四费/营业收入	18.3%	23.7%	13.7%	12.4%	12.3%
短期债务	189.0	274.5	255.1	319.5	427.2	偿债能力					
应付账款	264.6	472.2	568.8	1,032.2	1,680.2	资产负债率	26.4%	38.7%	40.0%	39.2%	42.4%
应付票据	204.4	151.8	361.4	465.7	883.7	负债权益比	35.8%	63.1%	66.7%	64.5%	73.7%
其他流动负债	37.3	44.4	51.9	44.9	58.0	流动比率	1.76	1.28	1.56	1.95	2.00
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.30	0.95	1.08	1.68	1.63
其他非流动负债	62.2	57.8	60.4	60.1	59.4	利息保障倍数	2.09	24.35	3.52	15.81	28.09
负债总额	757.5	1,000.6	1,297.7	1,922.4	3,108.5	分红指标					
少数股东权益	9.6	124.4	124.5	126.0	128.6	DPS(元)	-	-	0.01	0.10	0.19
股本	468.7	468.7	499.4	499.4	499.4	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	1,635.1	998.2	1,320.1	2,353.2	3,587.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	1.8%
股东权益	2,113.3	1,584.6	1,944.1	2,978.6	4,215.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	16.6	-642.2	20.2	174.5	319.1	EPS(元)	0.03	-1.28	0.04	0.35	0.64
加:折旧和摊销	70.2	73.8	60.8	65.0	65.5	BVPS(元)	4.21	2.92	3.64	5.71	8.18
资产减值准备	8.5	509.4	-	-	-	PE(X)	315.0	-8.3	262.5	30.4	16.7
公允价值变动损失	-3.3	-4.1	20.7	24.0	24.0	PB(X)	2.5	3.6	2.9	1.9	1.3
财务费用	13.5	9.6	12.0	12.0	12.0	P/FCF	-65.7	-115.1	-19.3	16.5	86.1
投资损失	-1.1	-4.5	-56.4	-32.0	-41.0	P/S	4.8	4.7	3.1	1.9	1.1
少数股东损益	-0.3	-5.3	0.2	1.4	2.6	EV/EBITDA	28.0	8.6	50.9	16.2	8.1
营运资金的变动	-178.4	196.0	-285.4	41.5	-409.4	CAGR(%)	119.9%	-179.4%	-135.8%	119.9%	-179.4%
经营活动产生现金流量	182.0	50.1	-227.8	286.5	-27.1	PEG	2.6	0.0	-1.9	0.3	-0.1
投资活动产生现金流量	-195.2	-247.1	-7.5	-14.4	-5.4	ROIC/WACC	0.1	-3.1	0.2	1.0	2.0
融资活动产生现金流量	16.0	194.1	307.8	910.9	1,010.8	REP	8.5	-0.8	14.0	2.4	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034