

2022年10月16日

方正电机 (002196.SZ)

股权改革+产能扩张，公司高增长可期

■事件：10月14日，方正电机发布公告：1) 公司控股股东将由卓越汽车变更为湖州智驱科技，实控人变更为湖州莫干山高新区管委会；2) 公司与湖州莫干山高新区管委会签署项目合作协议，建设年产600万套新能源汽车智能驱动系统项目，分两期各300万套。

■股权改革顺利推进，新股东定增助力公司发展。公司控股股东卓越汽车及其一致行动人中振汉江拟在限售期满后3个月内，分别向智驱科技转让公司股份2500万、2000万股，并且卓越汽车拟在股权转让完成后，将剩余1500万股对应表决权委托给智驱科技，同时智驱科技拟全额认购公司向其发行的1亿股股票。本次交易完成后，智驱科技将直接持有公司1.45亿股股票，并合计可控制公司26.69%的表决权，公司控股股东将由卓越汽车变更为智驱科技，实际控制人变更为湖州莫干山高新区管委会。

本次股权改革对公司影响包括：1、控股股东持股比例显著提升，表决权提升至25%以上，对公司控制权进一步提升，治理结构更加清晰，公司决策效率进一步提升；2、湖州智驱科技成为实控人后，与公司合作开展新的扩产计划，市场份额有望加速提升。

■产能快速扩张，市场份额有望提升。公司与实控人签订“年产600万套新能源汽车智能驱动系统项目合作协议”，该项目分两期进行，一期投资约32亿元，新建15条电驱系统产线和5条核心零部件产线，投产后将形成年产300万套驱动电机的产能，年产值约60亿元，二期根据公司产能需求情况而定。

一期项目再分两个阶段实施，第一阶段募资6.69亿元，2023年3月投产，形成年产80万套驱动电机产能(52万套扁线电机+28万套圆线电机)；第二阶段2024年10月投产，形成年产220万套驱动电机产能。国资股东入股后，公司扩产规划清晰：1、一期扩产计划投产后，叠加丽水接近200台的产能，有望在24-25年形成约500万台驱动电机的产能，市场份额有望提升至20%以上；2、规模效应驱动的成本优势进一步体现，叠加中高端客户占比提升，毛利率有望保持在15%以上，盈利能力有望持续改善。

■2022H2拐点可期，收入和业绩有望双升。2022Q4有望迎来拐点：1) 蔚来、小鹏和长城等客户的多个中高端车型Q4开始量产，公司单季度出货量和中高端占比均有提升；2) 原材料价格逐步趋稳，价格传导逐步体现。长期来看，公司收入有望保持高速增长，盈利能力改善可期：1) 产品结构高端化，根据公告，公司高功率扁线电机出货量占比提升，单车价值量逐步提升；2) 新客户拓展顺利，公司新客户包括蔚来、小鹏、长城和上汽等头部新势力车企和自主品牌客户；3) 产能快速扩张，扁线电机自动化产线价值量较高，国资入主后，助力公司产能扩建，市场份额有望加速提升。

■投资建议：我们预计2022-2024年公司实现营业收入25.5/44.7/80.4亿元，净利润为0.4/2.2/4.4亿元，当前股价对应PE为101/20/10倍，维持“买入-A”评级，维持6个月目标价15元/股。

■风险提示：汽车行业缺芯的影响，新能源车销量不及预期风险，原材料价格波动的风险。

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(2022-10-14) 8.91元

交易数据

总市值(百万元)	4,445.33
流通市值(百万元)	4,250.29
总股本(百万股)	498.91
流通股本(百万股)	477.02
12个月价格区间	6.53/13.56元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.29	-1.27	27.07
绝对收益	10.68	-12.99	5.82

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

相关报告

方正电机：2022H1 盈利承压，下半年拐点可期/徐慧雄	2022-07-16
方正电机：业绩拐点已至，未来可期/徐慧雄	2022-04-15
方正电机：公司拟定增募资10亿元，加速驱动电机扩产/徐慧雄	2022-01-26
方正电机：2021 营收高速增长，2022 盈利拐点可期/徐慧雄	2022-01-14
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

单位 (亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	11.4	18.9	25.5	44.7	80.4
净利润	-6.4	0.3	0.4	2.2	4.4
每股收益(元)	-1.28	0.05	0.09	0.44	0.88
每股净资产(元)	2.93	3.00	5.60	6.04	10.50

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	-7.0	176.6	100.8	20.4	10.1
市净率(倍)	3.0	3.0	1.6	1.5	0.8
净利润率	-55.7%	1.3%	1.7%	4.9%	5.5%
净资产收益率	-43.6%	1.7%	1.6%	7.2%	8.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-31.5%	0.0%	-6.3%	7.4%	34.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
单位(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位(亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11.4	18.9	25.5	44.7	80.4	成长性					
减:营业成本	10.2	17.2	23.0	38.6	68.3	营业收入增长率	2.5%	65.5%	35.0%	75.0%	80.0%
营业税费	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	营业利润增长率	-3343.	-98.7%	553.6	-326.1	183.8%
销售费用	0.4	0.4	0.6	1.0	1.8	净利润增长率	-3876.	-104.0	75.2%	393.0	101.8%
管理费用	1.0	1.3	0.8	1.3	2.4	EBITDA 增长率	385.2	-115.3	-141.9	719.6	107.9%
研发费用	1.2	1.6	1.5	2.2	4.0	EBIT 增长率	1226.9	-136.3	-65.0%	-402.6	170.1%
财务费用	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	NOPLAT 增长率	-2269.	-100.0	25529.	-396.0	170.1%
资产减值损失	-4.8	-0.3	-0.0	-0.0	-0.0	投资资本增长率	-25.5%	-52.0%	153.6	-41.9%	70.3%
加:公允价值变动收益	0.0	0.1	-0.0	-	-	净资产增长率	-25.0%	-4.5%	85.8%	7.9%	73.7%
投资和汇兑收益	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	利润率					
营业利润	-6.4	-0.1	-0.5	1.2	3.5	毛利率					
加:营业外净收支	-0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	营业利润率	10.5%	8.8%	10.0%	13.5%	15.0%
利润总额	-6.5	-0.1	0.5	2.2	4.5	净利润率	-56.4%	-0.4%	-2.2%	2.8%	4.4%
减:所得税	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	EBITDA/营业收入	-55.7%	1.3%	1.7%	4.9%	5.5%
净利润	-6.4	0.3	0.4	2.2	4.4	EBIT/营业收入	36.1%	-3.3%	1.0%	4.9%	5.6%
						运营效率	30.5%	-6.7%	-1.7%	3.0%	4.5%
资产负债表						固定资产周转天数					
(单位:亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动资产周转率	160	84	56	33	18
货币资金	1.4	5.7	7.7	17.1	32.2	流动资产周转天数	141	23	61	49	30
交易性金融资产	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	应收帐款周转天数	383	300	357	330	315
应收帐款	4.4	6.0	8.0	19.6	26.4	存货周转天数	136	99	99	111	103
应收票据	1.0	0.7	2.5	2.4	7.0	总资产周转天数	100	67	95	74	64
预付帐款	0.2	0.2	0.8	0.3	2.0	投资资本周转天数	860	551	526	420	362
存货	3.1	4.0	9.4	8.8	19.7	财务指标	544	208	176	114	63
其他流动资产	1.3	2.2	1.9	1.8	2.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-43.6%	1.7%	1.6%	7.2%	8.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-24.8%	0.0%	1.1%	3.6%	4.5%
长期股权投资	1.5	0.5	-0.5	-1.5	-2.5	ROIC	-31.5%	0.0%	-6.3%	7.4%	34.4%
投资性房地产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	费用率					
固定资产	4.9	3.9	4.1	4.1	3.9	销售费用率	3.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
在建工程	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	管理费用率	8.6%	6.8%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	1.5	1.1	0.7	0.1	-0.4	研发费用率	10.4%	8.6%	6.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	3.3	4.4	4.5	5.5	6.7	财务费用率	1.3%	0.7%	0.4%	0.2%	0.1%
资产总额	25.9	32.0	42.5	61.6	100.3	四费/营业收入	23.7%	18.4%	11.7%	10.5%	10.4%
短期债务	2.7	1.1	0.3	-	0.1	偿债能力					
应付帐款	4.7	7.9	9.1	18.7	30.5	资产负债率	38.7%	52.7%	33.8%	50.7%	47.4%
应付票据	1.5	5.2	3.4	10.9	14.9	负债权益比	63.1%	111.4%	51.2%	102.9	90.1%
其他流动负债	0.4	1.1	0.6	0.6	0.8	流动比率	1.28	1.28	2.32	1.68	1.94
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.95	1.02	1.62	1.39	1.52
其他非流动负债	0.6	1.6	0.9	1.0	1.2	利息保障倍数	24.35	-9.17	-4.44	13.42	36.26
负债总额	10.0	16.9	14.4	31.2	47.5	分红指标					
少数股东权益	1.2	0.2	0.2	0.2	0.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	4.7	5.0	5.0	5.0	5.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	10.0	11.1	23.0	25.1	47.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	15.8	15.1	28.1	30.4	52.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	-1.28	0.05	0.09	0.44	0.88
净利润	-6.4	0.0	0.4	2.2	4.4	BVPS(元)	2.93	3.00	5.60	6.04	10.50
加:折旧和摊销	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	PE(X)	-7.0	176.6	100.8	20.4	10.1
资产减值准备	5.1	0.2	-	-	-	PB(X)	3.0	3.0	1.6	1.5	0.8
公允价值变动损益	-0.0	-0.1	-0.0	-	-	P/FCF	-96.3	6.8	-3.9	4.7	-15.7
财务费用	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	P/S	3.9	2.4	1.7	1.0	0.6
投资收益	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	EV/EBITDA	8.6	-79.8	130.2	11.4	2.2
少数股东损益	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.1	CAGR(%)	-170.2	1083.8	39.6%	-170.2	1083.8
营运资金的变动	2.0	0.8	-10.2	7.0	-8.2	PEG	0.0	0.2	2.5	-0.1	0.0
经营活动产生现金	0.5	1.4	-9.0	10.1	-2.8	ROIC/WACC	-3.0	-0.0	-0.6	0.7	3.3
投资活动产生现金	-2.5	1.5	-0.4	-0.2	-0.1	REP	-0.8	-6,277.	-3.2	3.4	0.2
融资活动产生现金	1.9	-0.6	11.4	-0.4	17.9						

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： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

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