



东兴证券
DONGXING SECURITIES

新能源汽车驱动系统领域弄潮儿

——大地和（831385）调研简报

2016年08月24日

强烈推荐/首次

大地和

调研简报

报告摘要:

公司是我国较早介入新能源汽车领域和最早启动新能源汽车驱动系统研究的企业之一，下游新能源汽车整车市场的持续放量增长，将支撑公司业绩保持高速增长。

- ◆ **专注于新能源汽车电机和控制器研发。**公司电机及控制器产品覆盖新能源汽车各种功率，同时满足多种乘用车、商用车和物流车使用标准；公司电机作业效率最高可达96%以上，同时自主研发的控制器适配性更强，驱动系统总体作业效率和功能指标更高。
- ◆ **公司业绩井喷式增长。**近三年公司收入及利润呈逐年快速递增的趋势。营业收入从12年的4187万元增长到15年的31920万元，净利润从12年的699万元增长到15年的6303万元，增长率分别达到96.80%和108.07%。随着新能源汽车整车市场放量，公司业绩有望保持高速增长。
- ◆ **公司的市场竞争力持续增强，业绩将保持高增长。**①齐全的高质量产品线筑建公司高壁垒；②管理层持股激发公司活力，大股东资源整合能力可期；③明确的业务布局绘制公司发展蓝图④延伸产业链布局，产业协同效应进一步增强公司盈利能力，提高公司壁垒。
- ◆ **公司盈利预测。**2016年下半年国家扶持回补资金落实预期将近，上游整车厂订单旺季来临，将支撑公司业绩持续放量增长。根据目前公司业务进展及行业发展趋势，我们预测公司2016-2018年电机电控销售量分别为3.5/5/7.5万套，营业收入5/7.3/11亿元，净利润1/1.5/2.4亿元，增长率分别达到48%/50%/42%，对应公司2016-2018年EPS分别为4/5.9/9.6元，对应PE分别为15.7X/12X/7.4X，低于A股相关公司平均PE值，公司成长性高，首次覆盖并给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	75.81	319.20	500.75	727.50	1109.25
增长率(%)	84.69%	321.03%	56.88%	45.28%	52.47%
净利润(百万元)	5.31	63.04	104.59	151.19	244.46
增长率(%)	31.68%	1087.56%	65.91%	44.56%	61.69%
净资产收益率(%)	8.64%	42.45%	54.01%	44.98%	43.18%
每股收益(元)	0.27	3.06	4.07	5.88	9.51
PE	262.96	23.20	17.45	12.07	7.46
PB	23.11	10.71	9.42	5.43	3.22

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：杨若木

y angrm@dxzq.net.c

010-66554032

S148051012001

联系人：岳鹏

.c

010-66554013

y uepeng@dxzq.net.c

联系人：张高艳

c

010-66554030

zhanggy-yjs@dxzq.net.c

联系人：韩宇

010-66554131

hanyu@dxzq.net.c

联系人：洪一

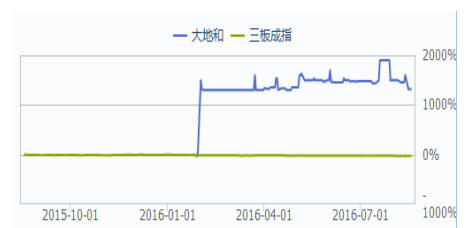
010-65424406

hongyi@dxzq.net.c

交易数据

52周股价区间(元)	10-100
总市值(亿元)	18.25
流通市值(亿元)	6.46
总股本/流通股(非限售) (万股)	2600/930
流通B股/H股(万股)	
52周日均换手率	0.4

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1.十年磨一剑——深耕新能源汽车驱动系统	3
1.1 丰富的高性能产品线	3
1.2 新能源驱动系统领域技术优势明显	3
1.3 近期业绩井喷式增长	4
2.新能源汽车行业发展迅速，公司核心竞争力强	4
2.1 电控系统为行业研发热点	5
2.2 公司在行业内竞争力较强	7
3.公司业绩持续高增长	8
3.1 管理层持股激发公司活力，大股东资源整合能力可期	8
3.2 明确的业务布局绘制出公司产品蓝图	8
3.3 延伸产业链布局	9
4.盈利预测及估值	9

表格目录

表 1: 公司发展历程	3
表 2: 驱动电机系统累计销售额预计	6
表 3: 国内主要新能源驱动系统生产企业概况	7
表 4: 公司股东持股比例及股本性质	8
表 5: 新三板新能源汽车电机电控相关企业估值列表	9
表 6: A 股新能源汽车电机电控相关企业估值列表	10
表 7: 公司盈利状况预测数据	10
表 8: 公司盈利预测表	11

插图目录

图 1: 交流异步系列部分产品	3
图 2: 永磁同步系列部分产品	3
图 3: 2012-2014 年公司财务状况分析（万元）	4
图 4: 近 4 年新能源汽车产销量（单位：万辆）及增速	5
图 5: 2011-2020 年电控市场规模	6
图 6: 近 4 年公司主要业务收入及毛利率	8

1. 十年磨一剑——深耕新能源汽车驱动系统

公司前身是“深圳贝莱实验室”，从2001年开始主攻无人机驱动系统研发，后改制成为大地和电气股份有限公司，并于2014年挂牌新三板。公司主要从事新能源汽车电机和电机控制器的研发、生产、销售。产品常以配套的形式向客户出售，并为客户提供驱动电机系统的整体解决方案和技术支持。

1.1 丰富的高性能产品线

目前，公司产品主要分为永磁同步系列和交流异步系列两大类，其中永磁同步系列是公司的重点优势产品。7个系列产品主要根据不同客户需求进行定制化生产。

图 1:交流异步系列部分产品



GLCI6008A2



GLMI10A1

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 2:永磁同步系列部分产品



GLMP18L0



GLMP45L0



GLMP100L0



PC30 机箱控制器

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司电机及控制器产品覆盖新能源汽车各种功率，同时满足多种乘用车、商用车和物流车使用标准；公司电机作业效率最高可达96%以上，同时自主研发的控制器适配性更强，驱动系统总体作业效率和功能指标更高。

1.2 新能源驱动系统领域技术优势明显

公司是我国较早介入新能源汽车领域和最早启动新能源汽车驱动系统研究的企业之一，拥有多项新能源汽车驱动系统自主专利，先后与国内著名科研院所和高校进行技术交流与产品合作，并参与了国家科技部组织的“863”计划电动汽车专项项目 ISG 电机的研发，形成了为各类车型提供适配方案和系统的独有优势。

表 1：公司发展历程

年份	事件
2001	首次提供 38KW 永磁同步电机产品在国家设在上海的检测部门进行全面测试，效率大于 96%，受到高度评价

2002.07	为中科院电工所研发混合动力汽车专用 28KW 的 ISG 永磁同步电机系统, 电机重量只有 14KG, 比重量达到 2KW/KG, 为国内首家
2005	首家在国内推出纯电动营运车辆使用的电机驱动系统, 并由客户直接投入市场运行, 至今使用良好
2006	为日本公司成功研发: 3KW、5KW、10KW 等多种规格的轮毂永磁同步电机系统 (含内转子、外转子和带行星齿轮等)
2007	研发成功磁阻式旋变 (在国内电机和控制器的生产商里, 至今仍只有本公司一家能够制造)
2008	与中国南车时代联合开发成功并联混合动力大巴车使用的 30KW、40KW 永磁同步驱动系统, 并投入批量使用
2010	国内首家推出 2800NM 的纯电动大巴直驱系统 研发 120KW、160KW 纯电动大巴用永磁同步电机及其控制器系统
2012	生产线改造, 已具备年产电机和控制器两万套的能力 为安凯汽车完成针对美国市场 230KW、400NM 的永磁同步驱动系统的开发,
2013	成功研发低压 MOS 控制器, 是国内低速电动汽车技术上的一大成功代表
2014	成功研发三合一控制器、四合一控制器、六合一控制器

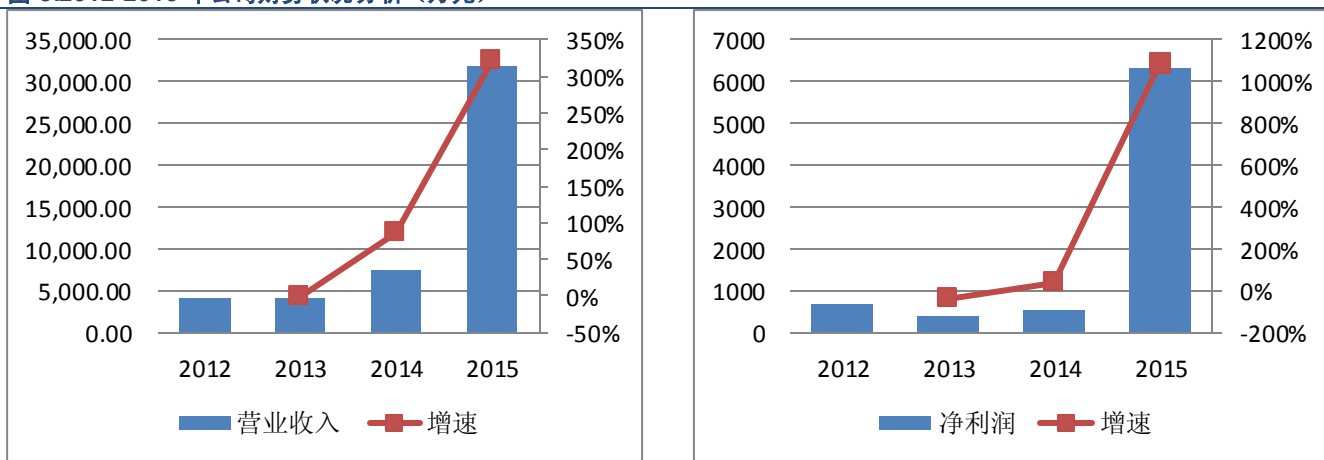
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.3 近期业绩井喷式增长

近三年公司收入及利润呈逐年快速递增的趋势。营业收入从 12 年的 4187.94 万元增长到 15 年的 31920.22 万元, 净利润从 12 年的 699.83 万元增长到 15 年的 6303.64 万元, 年复合增长率分别达到 96.80% 和 108.07%。随着新能源汽车市场放量, 公司业绩有望保持高速增长。

2.

图 3: 2012-2015 年公司财务状况分析 (万元)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

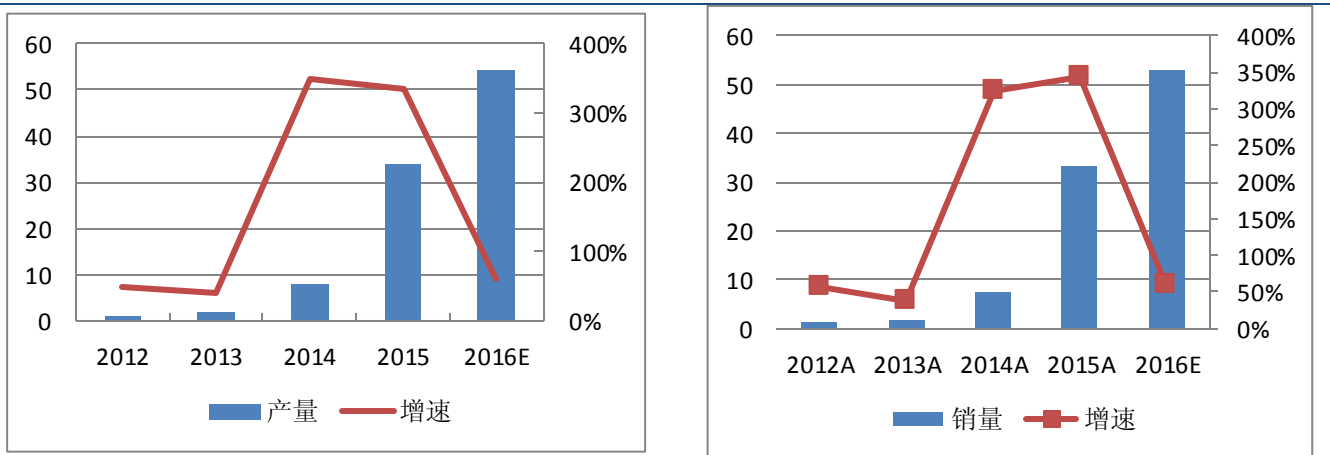
2. 新能源汽车行业发展迅速, 公司核心竞争力强

对中国来说,发展新能源汽车具有以下三重战略意义:实现从汽车大国迈向汽车强国的目标;迎接能源安全的挑战与实现可持续发展;解决汽车排气污染治理,解决空气污染问题。

- ◆ 作为战略性新兴产业,新能源汽车一直受国家相关部门、地方政府的政策扶持。2007年以来,新能源汽车产业相关政策鼓励力度不断增大,可操作性不断增强,之后提出对公共交通领域的新能源汽车购置进行补贴,对新能源汽车市场的成长起到了巨大的推动作用。
- ◆ 与此同时,我国环保问题日益严峻,大量汽车的使用进一步加剧了城市环境的污染,随着人类经济和社会的发展,人们对环境保护的要求不断提高,因此,新能源汽车的推广应用具有非常重要意义。新能源汽车的培育和发展,既是有效缓解能源和环境压力、推动汽车产业可持续发展的紧迫任务,也是加快汽车产业转型升级、培育新的经济增长点和国际竞争优势的战略举措。

近两年,在技术的逐步成熟和政策大力扶持双向驱动下,新能源汽车产销量高速增长。目前,我国新能源汽车的市场需求还未得到大量释放。随着产业技术的成熟以及充电站、充电桩等配套基础设施的不断完善,未来我国新能源汽车市场有望加速放量增长。

图 4:近 4 年新能源汽车产销量 (单位:万辆) 及增速



资料来源:中国汽车工业协会,东兴证券研究所

2.1 电控系统为行业研发热点

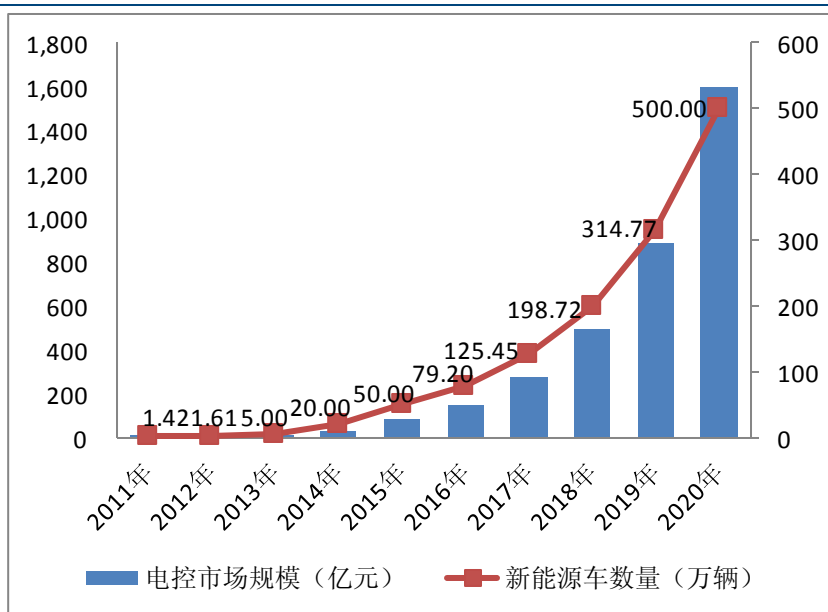
我国新能源汽车驱动电机行业相对起步较晚,目前专业电机企业数量不多。国内从事新能源驱动电机系统相关产品生产的企业大致分为三类:

- ◆ 第一类是具有传统整车及其零部件生产经验的企业,如万向集团、中国南车、东风集团、上汽集团、一汽集团、二汽集团、玉柴集团等;
- ◆ 第二类是具有其它领域电机生产经验的企业,如大洋电机、江特电机、中纺锐力等;

- 第三类是专门针对新能源汽车成立的专业的电机企业,如大地和、上海大郡自动化、上海电驱动、北京精进电动等,由于驱动电机行业发展历史不长,所以这类企业成立时间还较短。

此外,国际汽车零部件企业也开始进入我国新能源驱动电机系统市场,给我国本土企业的发展带来了一定的冲击,但国际企业受制于中国政策难以自由介入。同时,我国本土企业还具有产品性价比高、快速周到的本土化服务等优势,因此本土企业产品在市场上仍占主要地位。随着新能源汽车市场升温,电控市场规模也呈现逐年扩大的趋势。

图 5:2011-2020 年电控市场规模



资料来源: 中国汽车工业协会, 东兴证券研究所

根据《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)》提出的发展目标,按照每辆汽车需要一套驱动电机系统计算,到2020年我国新能源汽车驱动电机系统累计需求量超过500万套,规模约1600亿元。

表 2:驱动电机系统累计销售额预计

		商用车	乘用车
2020年新能源汽车累计产销量		500	
汽车类型占比		20%	80%
驱动电机系统平均价格(万元)		8	2
驱动电机系统累计销售额(亿元)	分汽车类型	800	800
	合计	1600	

资料来源:《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)》,东兴证券研究所

2.2 公司在行业内竞争力较强

由于新能源汽车正处在行业发展的初期，因此从事新能源汽车驱动系统制造的公司规模都还不是很大。目前，从永磁电机电控的技术储备来看，第一梯队主要包括上海电驱动（被大洋电机收购）、大地和、北京精进、上海大郡四家公司。

表 3:国内主要新能源驱动系统生产企业概况

公司名称	成立时间	注册资金	主要产品	合作伙伴
上海电驱动	2008 年	6000 万	永磁同步电机及控制器	奇瑞、上汽、吉利、江淮、长安、华晨、申沃、中通、宇通、北汽福田、一汽客车、万向
大地和	2005 年	2000 万	永磁同步、交流异步电机及控制器	金龙、五洲龙、申沃、长安、长城、奥新新能源、海格
上海大郡	2005 年	5500 万	纯电动牵引电机/控制器、双电机系统、商用车混合动力系统、ISG 系统	东风、上汽、长安、广汽、北汽等
北京精进	2008 年	160 万美金	永磁同步电机及控制器	北汽集团、出口
大洋电机	2009	5000 万	永磁同步电机及控制器	北汽福田、苏州金龙、一汽集团、重庆长安、东风汽车
天津松正	2001	6600 万	直流无刷电机、永磁同步电机控制器，混合动力公交车驱动系统	混合动力客车
湖南南车时代	2002		永磁电机控制器、异步电机控制器、电池管理系统	主要自用
汇川技术	2008	5 亿	新能源电动汽车电机控制器	宇通客车
比亚迪			新能源电动汽车电机及控制器	

资料来源：草根调研，东兴证券研究所

公司注重与下游配套企业建立长期、稳定、互惠互利的合作关系，目前已达成战略合作关系的客户包括：东风汽车、申沃客车、安凯客车、江铃汽车、海马汽车、金龙客车等。产品门类涉及客运巴士、小轿车、特种车辆、低速车等多个领域。另外，公司通过与深圳汽车产业联盟战略合作，围绕国家大力推行的新能源战略，达到了资源共享、政策支持、信息互通、产业链供应、产业可持续发展，实现了互利共赢的合作模式。

随着新能源汽车产业规模及市场规模的不断扩大，新能源汽车行业持续爆发式增长，公司在贵州遵义建立全资子公司，在台州及厦门也建立合资企业，形成了以深圳为中心，遵义、台州、厦门东西结合的产业布局。

综合来看,大地和公司产品线完善,产品技术储备深厚,后续爆发力较强;下游客户覆盖众多大型整车厂,市场竞争力较强。未来随着公司新产品开发和市场开拓力度的加强,公司在行业内的知名度和竞争力将逐渐增强。

3. 公司业绩持续高增长

3.1 管理层持股激发公司活力,大股东资源整合能力可期

根据公司年报披露,公司控股股东中国宝安集团持股 50.43%,公司 3 名高管合计持有 23.83% 的股份,彰显公司在市场化运作方面走在同类公司前列,有利于提高管理效率。

中国宝安集团股份有限公司成立于 1983 年 7 月,并于 1991 年 6 月 25 日在深圳证券交易所挂牌交易(股票代码:000009,股票简称:中国宝安),目前集团旗下拥有主板中国宝安、马应龙及在新三板挂牌上市的大地和、武汉永力、贝特瑞等多家上市公司,以及二十多家全资及控股企业。控股股东的资源整合能力强,大地和外延生长空间可期。

表 4:公司股东持股比例及股本性质

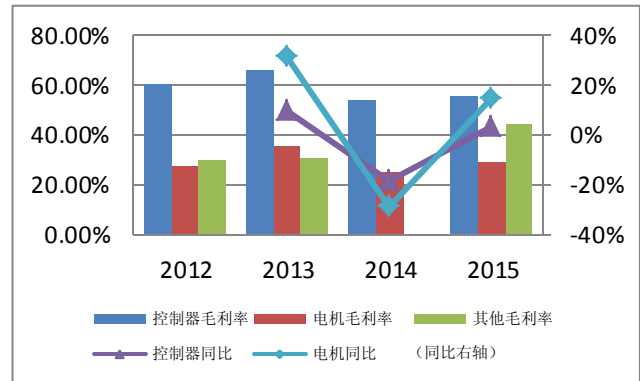
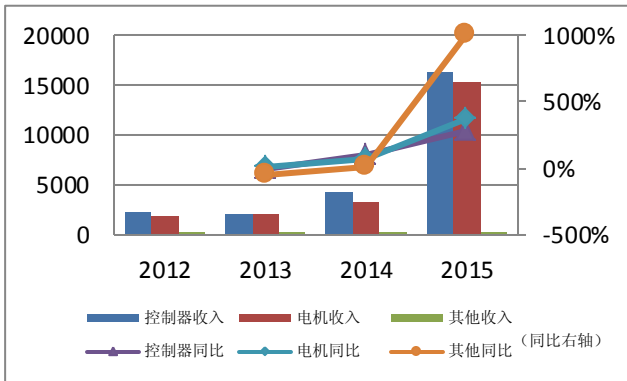
股东名称	占总股本比例(%)	股本性质及任职情况
中国宝安集团股份有限公司	50.43	境内法人股
袁新铭	16.15	个人股——董事长
王波	4.07	个人股——董事
袁俊	3.80	
冯卫军	3.61	个人股——监事
张龙海	3.39	个人股——电机部经理
罗子良	3.39	个人股——首席专家
其他	15.16	

资料来源:公司年报,东兴证券研究所

3.2 明确的业务布局绘制出公司发展蓝图

公司主要从事新能源汽车电机及其控制器的研发、生产和销售,并以新能源电机及控制器的研发设计和工程化应用为基础,为新能源汽车企业提供电机驱动系统的全面解决方案。近三年,公司在控制器及电机两个产品方向的收入基本相同,13 年分别占总收入的 51.7%和 47.9%,14 年占 57.1%和 42.7%,15 年占 51.4%和 48%。目前公司积极布局乘用车驱动系统、高功率密度控制器、多合一驱动系统及机电一体化系统,未来公司逐步发展为整体系统打包供应商,公司核心竞争力将进一步增强。

图 6:近 4 年公司主要业务收入及毛利率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

3.3 延伸产业链布局

2016年4月, 公司与深圳英飞源技术有限公司共同出资设立控股公司深圳市大源高科有限公司, 注册资本为人民币1000万元, 其中大地和占注册资本的51%。通过此次在新领域的投资, 积极布局其他具有产业协同效应的业务, 为公司未来发展培育新的业务增长点, 为母公司贡献可观的业绩支撑。

4. 盈利预测及估值

我们选取了四家新三板新能源汽车电机电控企业与公司比较, 截止2016年8月22日, 新三板无人机企业平均市值3.84亿元。

表 5: 新三板新能源汽车电机电控相关企业估值列表

公司简称	股票代码	市值 (亿)	收盘价 (元)	收入 (万元)		净利润 (万元)		PE		
				2014	2015	2014	2015	2015	2016E	2017E
北超伺服	831544.OC	9.54	12	13091.32	14129.26	2752.95	3415.04	0.73		
闽东电机	832395.OC	3.00	2.90	20,036.66	22,989.72	375.76	1,399.96	-	-	-
上海上电	430363.OC	1.44	2.51	13401.58	12320.88	1199.18	832.60	16.68	/	/
力久电机	831121.OC	1.36	5.82	19,672.51	15,103.55	812.22	612.06	16.79	22.00	-
Average		3.84		16550.52	16135.85	1285.83	1564.92			
大地和	831385.OZ		72	7581.44	31920.23	530.81	6303.64	24.46		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所 注: (1) 截止日期2016年8月22日收盘价(2)按照大地和公司2016年3月公告最新定增价格计算;

A股新能源汽车电机电控相关标的企业平均市值163.85亿元, 对应2015/2016E/2017E平均PE为176.94X/50.06X/38.53X。

表 6: A股新能源汽车电机电控相关企业估值列表

公司简称	股票代码	市值 (亿)	收盘价 (元)	收入 (百万元)		净利润 (百万元)		PE		
				2014	2015	2014	2015	2015	2016E	2017E

大洋电机	002249.SZ	265	11.3	444331.35	491222.99	33820.06	37210.96	73.17	46.95	36.57
卧龙电气	600580.SH	128.89	10	689256.22	947363.22	44578.34	36026.34	38.41	30.96	25.39
汇川技术	300124.SZ	307	19.3	224255.01	277052.99	69006.26	83928.14	47.6	31.42	25.99
正海磁材	300224.SZ	106.66	20.88	76904.39	136583.71	11307.18	15767.95	103.45	47.53	34
方正电机	002196.SZ	75.57	28.36	62247.71	79441.71	1018.68	5725.2	799	44.81	32.92
蓝海华腾	300484.SZ	99.95	95.07	20472.54	30982.11	5068.83	7093.91	-	98.67	76.32
Average		163.85		252911.20	327107.79	27466.56	30958.75	176.94	50.06	38.53
大地和	831385.OZ		72	7581.44	31920.23	530.81	6303.64	20.63		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所 注: (1) 截止日期2016年8月22日收盘价(2)按照大地和公司2016年3月公告最新定增价格计算;

2016年下半年国家扶持回补资金落实预期将近,上游整车厂订单旺季来临,将支撑公司业绩持续放量增长。根据目前公司业务进展及行业趋势,我们预测公司2016-2018年电机电控销售量分别为3.5/5/7.5万套,营业收入5/7.3/11亿元,净利润1/1.5/2.4亿元,复合增长率分别达到48%/50%/42%。截至报告日期2016/8/17,按照公司总股本2569.9万股、收盘价71元计算,则对应公司2016-2018年EPS分别为4/5.9/9.6元,对应PE分别为15.7X/12X/7.4X,根据公司所处板块、行业和成长性分析,目前公司市盈率低于A股相关概念公司平均PE值,成长性高,首次覆盖并给予公司“强烈推荐”评级。

表 7: 公司盈利状况预测数据

项目	2016年	2017年	2018年	复合增长率
电机电控销售量(万套)	3.5	5	7.5	48%
收入(亿元)	5	7.3	11	50%
净利润(亿元)	1	1.5	2.4	56%

资料来源: 东兴证券研究所