

卧龙电气 (600580)

推荐

行业：电机

剥离变压及电池业务，专注做强电机电控

公司致力做世界一流电机及控制厂商。通过一系列的并购布局及剥离非电机业务，卧龙电气电机平台已搭建成型，全电机类型覆盖，配套变频控制及驱动系统。由于涉及多起国外企业并购，公司正在经历一个企业文化整合及业务协同效应产生的过渡期。公司已经度过过渡期最艰难的一年，待宏观经济复苏及公司业务整合完成后，公司业绩将逐步复苏好转，有望成为世界一流电机企业。

投资要点：

- ✧ **电机及系统效率的提升是我国节能减排潜力最大的产业之一，电机需求存在增量市场及落后低效电机淘汰置换市场。**电机用电量占全社会用电量的50%左右，需要担起节能减排的重任。根据敏感性分析，工业领域电机能效每提高一个百分点，年节约用电可达250亿千瓦时，高效电机的节能减排效果极其明显。电机下游行业景气与国民经济发展和固定资产投资增速呈高度正向关系。电机上游行业主要涉及各种金属，如铜，硅钢，电解铝等，近几年价格呈下降趋势。电机行业具有较高的技术壁垒，资金壁垒及市场壁垒，培育周期长，进入电机行业较早的企业存在先发优势。
- ✧ **公司剥离变压器及电池业务，专注电机及控制业务。公司电机业务布局完善，类型齐全且有配套节能装置。**公司将银川卧龙的变压器业务出售给红相电力，预期明年年底前完成电池业务的剥离。经过一系列国内外电机及变频厂商的并购，公司的电机业务已布局完善。电机类型全覆盖，包括微特电机，低压电机及高压电机；电机品牌从低端到高端均具备，未来更多向高效电机方向布局。公司电机产品附加配套的变频节能及驱动控制装置，产品毛利率有望继续改善。
- ✧ **受高压电机拖累，公司前三季度净利润下滑。**公司通过收购德国ATB及南阳防爆实现了高压电机业务的布局。由于下游石油化工，煤炭等领域去产能，去库存的影响，高压电机领域整体景气度差，前三季度公司高压电机订单大幅缩水。前三季度订单主要来源于替换市场需求，新增市场订单较少。高压电机还未实现自动化生产，三费用较高，低订单规模严重拖累净利率。高压电机订单情况从四季度开始明显好转，预计明年高压电机市场会初步复苏。年中，公司收购荣信电气的高压变频器资产，能够与南阳防爆及ATB的高压电机业务形成协同效应，形成电机加节能控制一体化解决方案。
- ✧ **目前低压电机贡献最大营收（超30亿元），新能源汽车电机增速最快。**公司低压电机及驱动产品下游主要包括压缩机、水泵、风机、减速机和新能源汽车等领域。其中，新能源汽车电机发展较好，欧力电机的震动电机及其他电机保持相对稳定。公司的新能源电机主要与上海大郡新能源汽车电

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S09601160800081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6-12个月目标价：13.6

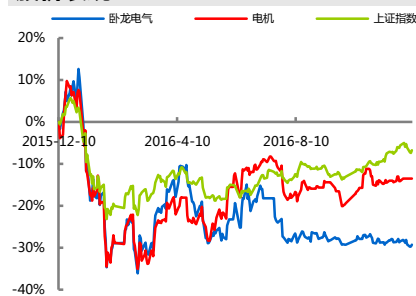
当前股价：9.71

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	1,289
流通股本(百万股)	1,111
总市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	108
成交量(百万股)	5.99
成交额(百万元)	58.34

股价表现



相关报告

控捆绑销售，下游客户主要为北汽和广汽。公司今年生产新能源汽车电机约 3 万套，预计明年增长率可超过 60%。公司计划投资 8 亿元用于扩充新能源电机产能，最终达到 10 万套产能的规划。公司新能源电机的净利率远高于公司其他电机产品，是公司未来重点发展的领域。

- ◇ **公司微特电机进入日本及韩国市场，客户结构改善，毛利率提升。** 公司微特电机及控制产品下游主要为家用电器行业。随着家电去库存逐步到位，微特电机行业景气度上扬，未来智能家居的需求将带动家电市场继续繁荣发展。公司微特电机依托日本研究院进行产品技术研发，产品面向高端市场，已实现自动化生产。客户结构逐步改善，国内供给逐步降低，日本及韩国出口量增加，产品毛利率随之提高。
- ◇ **收购意大利 SIR 89% 股份，致力做工业机器人工程集成商。** 公司设计工业机器人臂流水线应用，并负责安装，致力做工业机器人工程集成商。其主要应用于汽车行业，通过机器臂实现汽车流水线的自动化生产。目前公司正在为特斯拉等汽车厂商布线，市场拓展顺利。SIR 之前的工业机器人设计营销主要在意大利市场，之后将重点开发国内市场。国内汽车生产市场自动化程度低，市场空间大，预期未来几年可实现翻番式增长。
- ◇ **盈利预测：**预测公司 2016-2018 每股收益分别为 0.3 元、0.4 元、0.48 元。考虑到公司电机平台搭建完成，最艰难的过渡期即将度过，明年业绩有望好转，后年业务有望放量，给予公司明年 34 倍估值，2017 年目标价为 13.6 元。
- ◇ **风险提示：**宏观经济不景气，国外业务整合不达预期的风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9474	8885	10071	11598
收入同比(%)	37%	-6%	13%	15%
归属母公司净利润	360	385	516	622
净利润同比(%)	-19%	7%	34%	20%
毛利率(%)	21.4%	21.7%	22.0%	22.3%
ROE(%)	9.3%	6.7%	8.3%	9.3%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.40	0.48
P/E	35.06	32.78	24.48	20.32
P/B	3.27	2.20	2.04	1.88
EV/EBITDA	18	18	15	13

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7777	9186	9685	10451
现金	1740	4153	4027	4077
应收账款	2735	2500	2827	3275
其它应收款	220	162	193	226
预付账款	163	162	183	208
存货	2065	1504	1636	1733
其他	854	705	818	933
非流动资产	6288	6274	6727	7002
长期投资	168	168	168	168
固定资产	3109	3237	3344	3411
无形资产	975	1194	1436	1671
其他	2036	1674	1778	1752
资产总计	14065	15460	16412	17452
流动负债	6878	6372	6793	7210
短期借款	3032	3032	3032	3032
应付账款	1839	1667	1911	2188
其他	2007	1673	1850	1990
非流动负债	2215	2171	2182	2187
长期借款	1609	1609	1609	1609
其他	605	562	573	578
负债合计	9093	8544	8976	9398
少数股东权益	1105	1163	1243	1344
股本	1111	1289	1289	1289
资本公积	904	2305	2305	2305
留存收益	2089	2160	2602	3120
归属母公司股东权益	3867	5753	6194	6710
负债和股东权益	14065	15460	16412	17452

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	860	1533	828	920
净利润	435	444	596	723
折旧摊销	332	311	344	376
财务费用	157	194	131	137
投资损失	-13	-19	-19	-18
营运资金变动	-121	680	-270	-348
其它	71	-77	46	51
投资活动现金流	-2200	-310	-770	-623
资本支出	553	355	403	387
长期投资	22	0	0	0
其他	-1625	45	-367	-236
筹资活动现金流	1657	1190	-184	-248
短期借款	1284	0	0	0
长期借款	668	0	0	0
普通股增加	0	178	0	0
资本公积增加	-125	1401	0	0
其他	-170	-389	-184	-248
现金净增加额	264	2413	-126	49

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9474	8885	10071	11598
营业成本	7449	6957	7856	9018
营业税金及附加	34	29	34	39
营业费用	576	550	619	715
管理费用	777	708	810	930
财务费用	157	194	131	137
资产减值损失	47	47	47	47
公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1
投资净收益	13	19	19	18
营业利润	444	420	592	731
营业外收入	93	109	109	107
营业外支出	62	44	50	48
利润总额	475	485	652	790
所得税	40	41	55	67
净利润	435	444	596	723
少数股东损益	74	58	80	101
归属母公司净利润	360	385	516	622
EBITDA	933	925	1068	1243
EPS (元)	0.32	0.30	0.40	0.48

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	37.4%	-6.2%	13.4%	15.2%
营业利润	38.2%	-5.5%	41.1%	23.4%
归属于母公司净利润	-19.2%	7.0%	33.9%	20.5%
获利能力				
毛利率	21.4%	21.7%	22.0%	22.3%
净利率	3.8%	4.3%	5.1%	5.4%
ROE	9.3%	6.7%	8.3%	9.3%
ROIC	6.9%	7.6%	8.2%	9.2%
偿债能力				
资产负债率	64.7%	55.3%	54.7%	53.8%
净负债比率	54.40%	57.14%	54.63%	52.10%
流动比率	1.13	1.44	1.43	1.45
速动比率	0.82	1.20	1.18	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.60	0.63	0.68
应收账款周转率	4	3	3	4
应付账款周转率	4.67	3.97	4.39	4.40
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.30	0.40	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.19	0.64	0.71
每股净资产(最新摊薄)	3.00	4.46	4.81	5.21
估值比率				
P/E	35.06	32.78	24.48	20.32
P/B	3.27	2.20	2.04	1.88
EV/EBITDA	18	18	15	13

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

- 张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
- 王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。
- 宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业助理分析师,北京大学金融硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434