

电气设备

2017年09月06日

卧龙电气 (600580)

——剥离资产聚焦主业，电机龙头有望迎来估值修复

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年09月05日

收盘价(元)	7.54
一年内最高/最低(元)	10.23/6.65
市净率	1.9
息率(分红/股价)	0.40
流通A股市值(百万元)	8373
上证指数/深证成指	3384.32/10986.95

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	4.04
资产负债率%	67.43
总股本/流通A股(百万)	1289/1111
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002
zhengjw@swsresearch.com
张雷 A0230117040007
zhanglei@swsresearch.com

联系人

宋欢
(8621)23297818x7409
songhuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **全球最大电机生产商之一，高压、低压、微特产品线齐全。**公司成立于1995年12月，2002年6月上市。目前，公司拥有电机及控制、变压器和电源电池三大业务，电机业务涵盖高压、低压、微特三类电机，拥有ATB、南阳防爆、OLI等世界一流品牌，产品广泛应用于家电、新能源汽车、军工、核电等领域。2017上半年，公司营收实现49.68亿元，其中电机销售额达到38.5亿，同比增长18.6%，是A股规模最大的电机生产销售商。
- **剥离资产，聚焦主业。**公司目标聚焦电机主业，打造全球最优质电机生产平台。2017年1月公司公告向厦门红相电力出售银川变压器有限公司92.5%股权，目前方案已获证监会批文；6月，公司向白云电器出售浙江变压器公司100%股权，进一步实现变压器资产剥离；至此公司四大变压器生产资产剥离一半，预计后续山东东源与北京华泰将继续剥离。同时根据公司战略规划，我们预计未来电池业务也将剥离上市公司。
- **专注电机与控制，新能源汽车与智能制造是大周期成长方向。**我们预计公司传统电机业务功夫在于降本增效，成长方向来自新能源汽车与智能制造。2015年公司携手上海大郡成立浙江卧龙大郡，开展新能源汽车电机业务，形成“卧龙电机+大郡电控”的动力总成集成化生产模式，目前公司新能源汽车电机已正式进入国外主要厂家的试制和验证阶段，年产10万台套电动汽车电机及控制系统的产能建设项目进展顺利，并已被列入工信部智能制造新模式应用示范工程。智能制造方面，2014年公司收购意大利SIR股份公司89%的股权，在工业生产机器人的前端性技术及整体方案的设计与解决能力等方面取得实质性突破；2016年公司收购荣信电机与控制资产，高压电控实力大幅增强。目前，公司已开始承接国内工业自动化领域多个订单，并积极争取将汽车制造用工业机器人产品导入整车厂供应体系。我们认为动力总成与智能制造有望形成渠道协同，进一步提升公司竞争力。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司17-19年实现归属于母公司的净利润7.36亿、7.95亿、6.85亿，对应每股收益为0.57元、0.62元、0.53元，当前股价对应的PE分别为13倍、12倍、14倍，首次覆盖给予“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,914	4,968	10,057	10,645	10,747
同比增长率(%)	-5.91	16.47	12.80	5.80	1.00
净利润(百万元)	253	130	736	795	685
同比增长率(%)	-29.66	-9.30	190.50	8.00	-13.80
每股收益(元/股)	0.20	0.10	0.57	0.62	0.53
毛利率(%)	20.9	22.2	21.3	23.9	24.6
ROE(%)	5.0	2.5	12.0	11.4	9.0
市盈率	38		13	12	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 17-19 年实现归属于母公司的净利润 7.36 亿、7.95 亿、6.85 亿，对应每股收益为 0.57 元、0.62 元、0.53 元，当前股价对应的 PE 分别为 13 倍、12 倍、14 倍。相对估值角度，采用 PE 估值，电机行业 17 年平均估值 37 倍，公司 17 年 13 倍，考虑到 17 年非经常性收入影响，我们对比 19 年 PE，公司作为龙头修复到行业平均 21 倍尚有 50% 空间。PB 估值角度，公司目前 1.9 倍 PB 属业内最低，随着公司后续资产剥离负担减轻，净资产有望提升，实际 PB 估值会进一步下探，我们认为公司目前价值实属低估。我们综合考虑公司资产剥离进度与主业好转的不确定性，给予 19 年 18 倍 PE，对应目前股价应有 28% 左右空间，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

一、资产剥离稳步推荐，17 年完成对银川变压器的转让交割，19 年之前完成对剩余变压器资产以及铅蓄电池资产的剥离；

二、电机主业盈利能力修复：低压版块 17-19 年复合增速约 17%，毛利率修复至 31%；微特电机板块复合增速 12.5%，毛利率维持平稳；高压板块营收小幅增长，但受益下游盈利能力增强毛利率回升至 25%。

有别于大众的认识

一、市场可能认为，公司聚焦主业战略提出已非朝夕，进度不及预期，一方面认为公司拟剥离资产质量较差难以找到下家，同时质疑公司执行力。但我们认为 17 年公司完成银川变压器与浙江变压器的转让已经证明了公司的决心与执行力。我们相信在大股东的持续支持下，公司能够以尽量小的损耗将资产逐渐梳理干净。

二、市场可能认为，公司过去几轮电机资产收购结果都不尽人意，质疑公司作为电机龙头的筛选能力与资产整合能力。我们认为公司收购的资产本质上足够优质，但如高压电机等行业下游周期性较强，影响公司短期盈利能力，而这种阶段性的困难恰恰推动公司壮士断腕，进行管理生产人员的调整。我们认为目前公司欧洲生产基地转移、人员调整推进顺利，未来轻装上阵有望明显受益周期重启。

三、市场可能认为，电机行业较为传统，成长性有限，估值弹性较小。我们首先承认电机行业的成熟度，但站在目前的时点望向长远，我们看到的是全球的能源格局重构，新能源汽车的崛起让我们意识到电力可能是未来的终极能源，电机将是未来无处不在的应用需求；而放眼目前，我们没有强加公司作为成长股的估值弹性，而是更多寻求估值承压后的合理修复。

股价表现的催化剂

银川变压器交割完成，资产剥离进一步推进，新能源汽车大订单落地

核心假设风险

资产剥离不及预期

目录

1.剥离资产聚焦主业，不断完善品类的电机行业龙头	6
1.1 微电机起家，多年精耕细作打造国际一流	6
1.2 过往并购效果不理想，2017 有望重回成长通道	7
1.3 股权集中，引入战略投资者助力企业发展	8
1.4 逐步剥离资产，聚焦电机主业	9
2.电机业务产品齐全，并购完成龙头布局	10
2.1 下游家电景气，微特电机产品增长显著	11
2.2 新能源车电机市场广阔，振动电机竞争力强劲	12
2.3 高压防爆电机龙头，下游投资转好释放积极信号	14
2.4 拥有顶级机器人系统集成商，有望受益国内制造业升级	16
3.盈利预测与估值	17

图表目录

图 1: 公司历年营收及同比变化 (亿元)	7
图 2: 公司历年净利润及同比变化 (亿元)	7
图 3: 公司历年毛利率、净利率及期间费用率变化.....	7
图 4: 公司历年期间费用变化情况	7
图 5: 公司股权结构	8
图 6: 公司电机主业营收占比提升	9
图 7: 公司各业务毛利率变化情况	9
图 8: 2015 年三类电机业务营收占比.....	10
图 9: 2016 年三类电机业务营收占比.....	10
图 10: 公司微特电机板块产量及营收变化.....	11
图 11: 公司微特电机板块毛利率变化.....	11
图 12: 我国近三年家用空调分月份产量变化 (万台)	12
图 13: 我国近三年洗衣机分月份产量变化 (万台)	12
图 14: 公司低压电机板块产量和营收变化.....	12
图 15: 公司低压电机板块毛利率变化 (亿元)	12
图 16: 上海大郡历年新能源汽车电机驱动系统销量及同比变化 (万台)	13
图 17: 我国历年新能源汽车销量 (辆) 及同比	13
图 18: 我国分月份新能源汽车销量 (单位: 万辆)	13
图 19: 新能源汽车电机市场规模预计 (亿元)	14
图 20: 我国历年基础设施建设固定资源投资额及同比变化 (亿元)	14
图 21: 公司高压电机板块产量和营收变化.....	15
图 22: 公司高压电机板块毛利率变化.....	15
图 23: 高压防爆电机主要下游行业固定资产投资完成额变化情况 (亿元)	15
图 24: 全球及中国工业机器人密度 (台/万人)	16
图 25: 全球工业机器人销量及同比变化 (台)	17
图 26: 中国工业机器人销量及同比变化 (台)	17
表 1: 公司主要业务及产品.....	6

表 2: 电机及传动业务相关子公司营收、净利润情况	8
表 3: 公司国内外兼并子公司 (若非特殊说明, 默认币种为人民币)	10
表 4: 主营预测	17
表 5: 可比公司估值表	18
表 6: 利润表	19

1.剥离资产聚焦主业，不断完善品类的电机行业龙头

1.1 微电机起家，多年精耕细作打造国际一流

卧龙电气集团股份有限公司成立于1995年12月，2002年6月上市，专注于设计、生产、销售各种微分电机及其电子控制装置，经过二十多年的细心耕耘，公司现已发展成为国内领先的电机控制系统集成商。目前公司拥有电机及控制、变压器和电源电池三大业务，随着公司不断推进产业结构调整，未来将专注于电机及控制业务，打造国际一流的系统集成商和整体方案解决商。

表 1：公司主要业务及产品

业务	产品 1	产品 2	产品 3
低压电机及驱动			
	Y2Z系列紧凑型低压大功率	YE3系列高效率三相异步电	YQ系列高起动三相异步电动
电机及控制			
	YRKK-冷却方式IC511高压绕	高压YRKK系列绕线转子三相	Y2系列高压三相异步电动机
微特电机及控制			
	YYW系列空调塑封电机	YYW系列空调用塑封电机	YYW系列分体空调用塑封电

变压器



电源电池

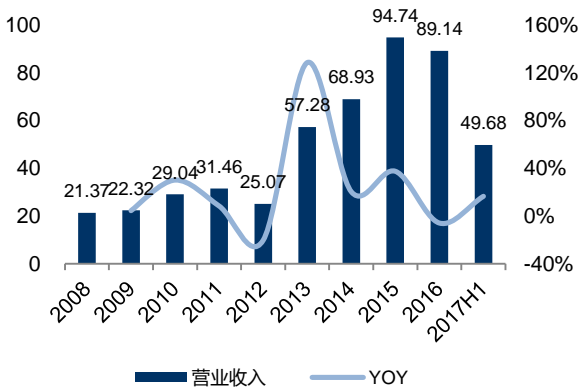


资料来源：公司网站，申万宏源研究

1.2 过往并购效果不理想，2017 有望重回成长通道

2013 年，公司收购香港卧龙 100% 股权，进而间接持有 ATB 公司 98.93% 股权，导致营业收入和归母净利润均实现同比大幅上涨。随后公司进行了多笔外延并购，营业收入不断增加，但由于收购标的后续盈利能力减弱，同时管理费用上涨，净利润逐年下滑。2017 年上半年，公司营收实现 49.68 亿元，同比增长 16.47%，我们认为 2017 年公司业绩有望重回成长通道。

图 1：公司历年营收及同比变化（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

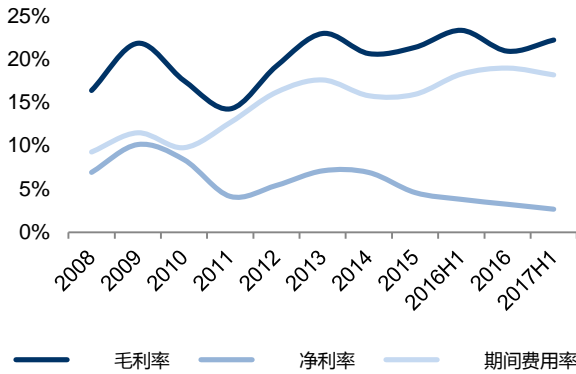
图 2：公司历年净利润及同比变化（亿元）



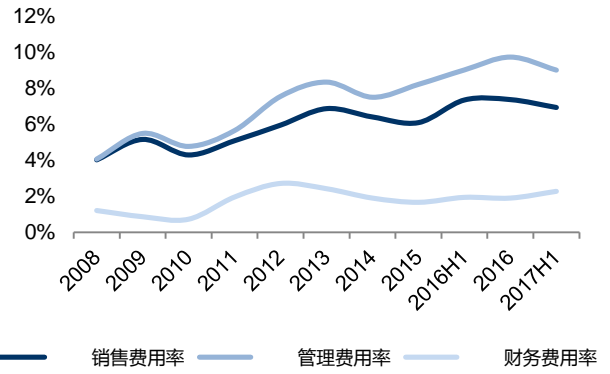
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：公司历年毛利率、净利率及期间费用率变化

图 4：公司历年期间费用变化情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

我们观察到, 2017 年上半年公司几个主要电机制造主体中, 欧力实现了营收与净利润的双增长, 而海尔章丘与南阳防爆虽然净利润有所下滑, 但营业收入增长明显。我们认为 2017 年公司电机业务下游需求有所好转, 但原材料涨价影响产品利润率, 随着后续原材料涨价压力以及公司价格策略的调整, 盈利能力有望与收入增长实现同步。

表 2: 电机及传动业务相关子公司营收、净利润情况

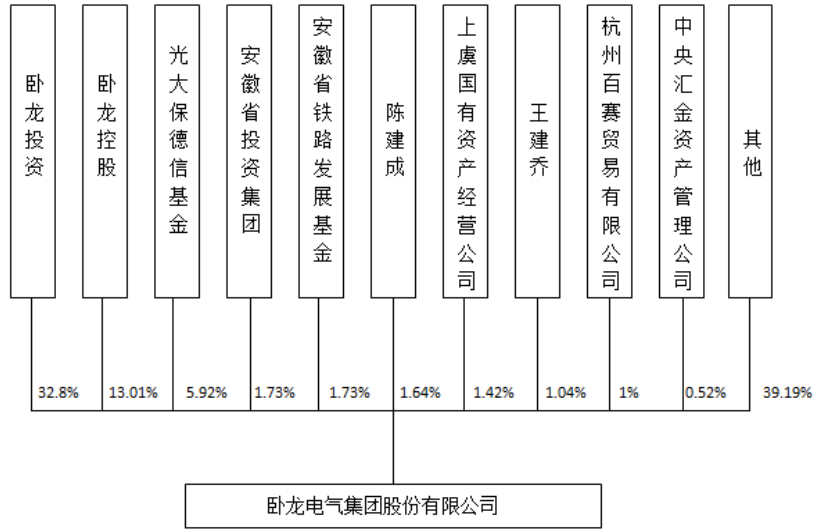
单位: 万元	2015H1		2015		2016H1		2016		2017H1	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
绍兴欧力-卧龙振动机械有限公司	8,265	1,636	16,324	4,012	8,422	2,150	18,866	4,591	11,917	2,929
卧龙电气章丘海尔电机有限公司	62,907	1,328			59,086	1,182	123,583	1,872	75,002	-95
卧龙电气淮安清江电机有限公司	23,496	1,967			20,509	1,587	41,129	4,062	23,256	810
浙江卧龙置业投资有限公司			153,002	5,649			140,298	8,101	74,562	8,971
浙江龙能电力发展有限公司	583	301	2,028	1,601	1,752	1,001	3,651	2,560	2,221	1,614
卧龙电气南阳防爆集团股份有限公司	62,804	5,844	148,628	10,186	73,230	8,890	159,495	15,166	94,296	5,874
卧龙电气集团辽宁荣信电气传动有限公司							9,299	1,849	8,155	581
卧龙电气集团辽宁荣信高科电气有限公司							1,925	376	3,513	390

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究整理

1.3 股权集中, 引入战略投资者助力企业发展

公司自 2002 年上市以来, 股权结构一直较为集中, 实际控制人为陈建成先生。2016 年初公司完成定向增发, 引入实力雄厚的战略投资者光大保德信基金、安徽国资下属企业安徽投资和安徽铁路, 助力企业业务整合, 释放企业盈利动能。

图 5: 公司股权结构

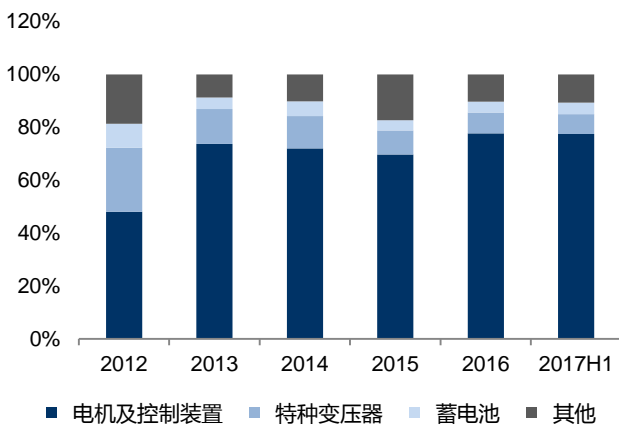


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 逐步剥离资产，聚焦电机主业

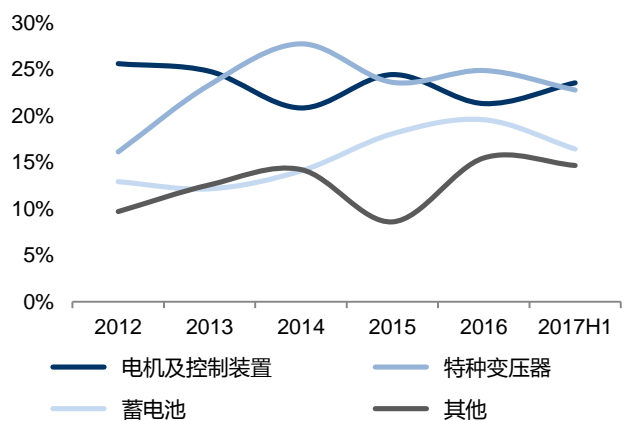
公司战略聚焦电机及控制业务，逐渐剥离变压器及电源电池资产。公司近年来逐步进行战略调整，先后通过一系列收购聚焦主营于电机及控制板块，2016年电机板块实现营收占比达77.66%。变压器板块营收占比逐年下降，2016年占比为7.92%。2017年1月，公司公告向厦门红相电力出售控股子公司卧龙电气银川变压器有限公司92.5%股权，电力资产剥离迈出实质性一步，目前方案以获证监会批文；6月，公司向白云电器出售全资子公司浙江变压器公司100%股权，至此公司四大变压器生产资产剥离一半，预计后续山东东源与北京华泰将继续剥离。同时根据公司战略规划，我们预计未来电池业务也将剥离上市公司。

图6：公司电机主业营收占比提升



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图7：公司各业务毛利率变化情况

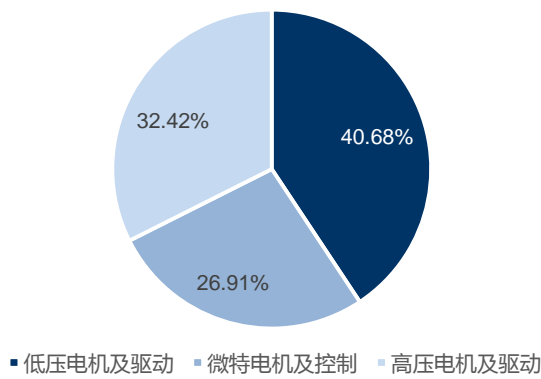


资料来源：公司年报，申万宏源研究

2. 电机业务产品齐全，并购完成龙头布局

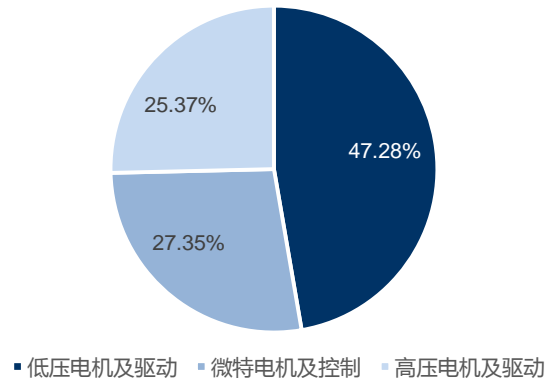
公司电机及控制业务分为低压电机及驱动、高压电机及驱动、微特电机及控制三大类。三大业务中，微特电机及控制产品广泛应用于家用电器行业，涵盖家用空调、冰箱、洗衣机、厨房小家电及电动工具等，2016 年实现营收 18.93 亿元，同比增长 6.49%，占电机板块营收的 27.35%；低压电机及驱动产品主要应用于压缩机、水泵、风机、减速机、造纸机械和新能源汽车等，2016 年实现营收 32.73 亿元，同比增长 21.81%，占电机板块营收的 47.28%；高压电机及驱动产品主要应用于石化、煤炭、煤化工、冶金、电力、油气、军工、核电等领域，受下游行业不景气影响，2016 年实现营收 14.88 亿元，同比下降 2.54%，占营收比重为 25.37%。

图 8：2015 年三类电机业务营收占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：2016 年三类电机业务营收占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

并购整合国际优质电机资产，打造全球电机龙头。2011 年以来，公司产业兼并大幅加速，国际上先后并购拥有超过 13 年的电机驱动行业从业经验，与 ABB、西门子齐名的奥地利 ATB 集团、致力于提供成套工业生产自动化解决方案的欧洲顶尖机器人集成应用制造商 SIR 公司以及全球最大的振动电机制造商 OLI 公司；国内方面，先后从美的集团、海尔集团收购江苏清江电机和章丘海尔电机，与控股公司绍兴澳特彼电机、上海大郡共同设立浙江卧龙大郡新能源电机有限公司布局新能源汽车领域，并购防爆电机龙头企业南防集团，收购高压变频业务企业荣信电机等。通过多次收购，母子公司在产品技术和市场客户上形成较强的协同效应，为向市场提供整体的传动解决方案打下了坚实基础。近年来，公司一系列布局均围绕着电机与控制产业方向，国际电机龙头企业形象有望深入人心。

表 3：公司国内外兼并子公司（若非特殊说明，默认币种为人民币）

时间	子公司名称	出资金额	股权比例	主营业务	业绩承诺
低压电机及驱动					
2015 年 7 月	浙江卧龙大郡新能源电机	600 万	30%	新能源汽车电机	
2015 年 12 月	意大利 OLI 公司	5711 万欧元	80%	振动电机	
微特电机及控制					
2014 年 7 月	章丘海尔电机	2.24 亿	70%	洗衣机、空调及压缩机电机	
高压电机及驱动					

2011年10月	奥地利 ATB 集团	1 亿欧元	97.94%	电机及电机驱动系统
2013年10月	江苏清江电机	1.56 亿	100%	船用电机
2015年3月	南阳防爆集团	16.8 亿	60%	防爆电机
2016年5月	南阳防爆集团少数股东权益	11.2 亿	97.46%	防爆电机
2016年6月	荣信电力电子	2.2 亿	84.91%	高压变频、高压软起
2016年6月	辽宁荣信电气传动		80.01%	高压变频、高压软起
2016年6月	辽宁荣信高科电气		90%	高压变频、高压软起

16 年扣非净利不低于 1800 万元，17 年不低于 2200 万元

机器人

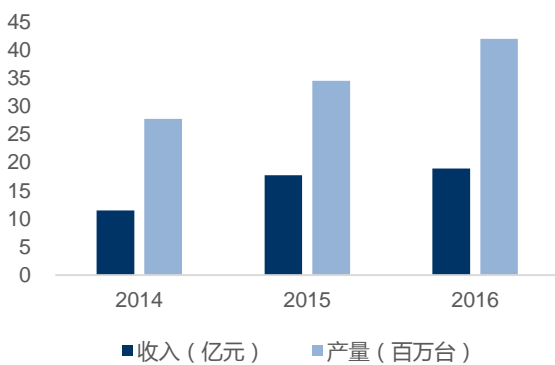
2014年12月	意大利 SIR 机器人	1780 万欧元	89%	工业机器人自动化
----------	-------------	----------	-----	----------

资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.1 下游家电景气，微特电机产品增长显著

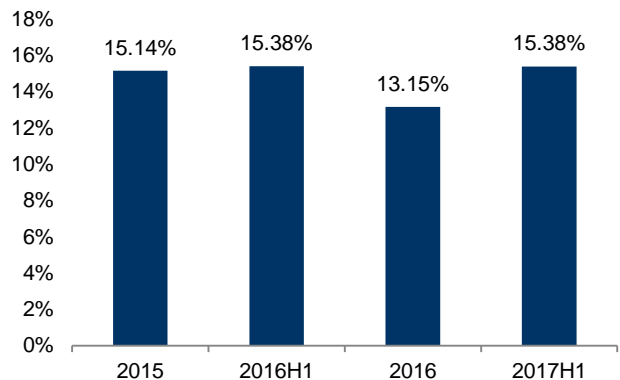
卧龙电气最早从事微型电机的生产制造业务，公司上市时的电机业务包括工业驱动及控制电机、家用电器微电机和摩托车微电机三类。三类业务中，工业驱动电机和家电电机分别主要用于风机等领域和家用空调等领域，目前仍是公司重点布局方向，摩托车微电机主要指摩托车启动装置和充电点火电源，目前已不再开展相关业务。2014 年 7 月，公司以 2.24 亿元收购国产家电龙头海尔子公司章丘电机 70% 股权，进一步充实公司在洗衣机、空调等家电电机方面的布局。2016 年公司微特电机板块实现产量 4198.38 万台，同比增长 21.66%。

图 10：公司微特电机板块产量及营收变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：公司微特电机板块毛利率变化

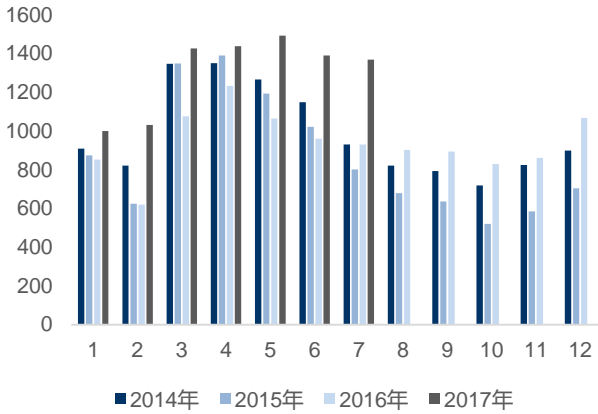


资料来源：公司公告，申万宏源研究

从下游家电行业来看，2016 冷年（2015.09-2016.08）空调市场全年基本都处于渠道去库存周期，产量自 15 年 5 月至 16 年 6 月连续 14 个月同比下降，到 16 年年中行业库存已达近三年低位，叠加夏季高温及房地产行业去库存影响，2016 年下半年行业开始进入补库存阶段，回升趋势明显，近 10 个月产量均为自 2014 年以来当月产量的最高值，2017 年 7 月实现产量 1369.1 万台，同比增长 47.09%。洗衣机板块与空调板块基本相同，

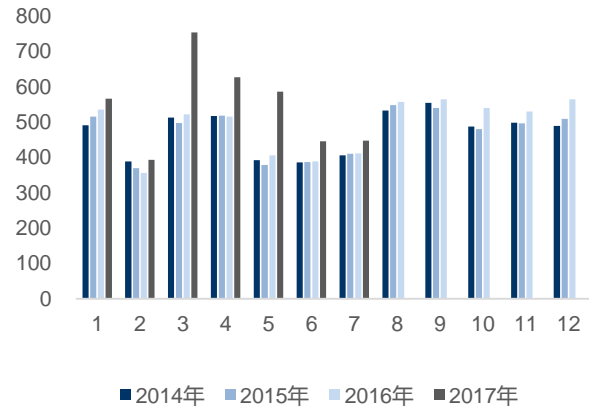
自 2016 年 5 月以来各月产量连续创近三年新高，2017 年 7 月实现产量 448.3 万台，同比增长 8.73%。下游持续景气有望保证公司家电电机板块业绩提升。

图 12: 我国近三年家用空调分月份产量变化 (万台)



资料来源: 产业在线、申万宏源研究

图 13: 我国近三年洗衣机分月份产量变化 (万台)

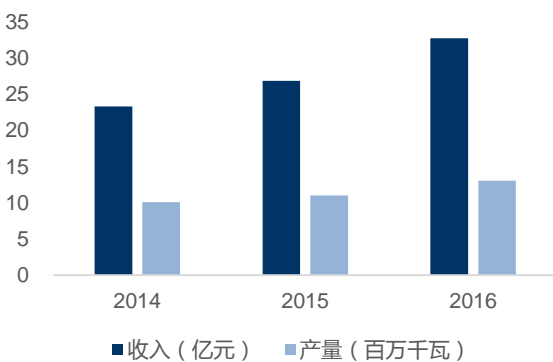


资料来源: 产业在线、申万宏源研究

2.2 新能源车电机市场广阔，振动电机竞争力强劲

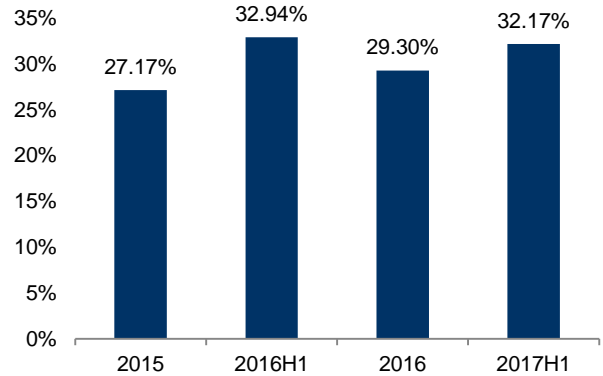
公司在低压电机板块的布局主要包括新能源汽车电机和振动电机两类。2016 年公司低压电机生产 1307.04 万 KW, 同比增长 18.73%, 实现营收 32.73 亿元, 同比增长 21.81%, 与产量增速基本一致。受益低压电机下游市场向好, 该板块毛利率整体呈上升趋势, 2017 年上半年, 实现毛利率 32.17%。

图 14: 公司低压电机板块产量和营收变化



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

图 15: 公司低压电机板块毛利率变化 (亿元)

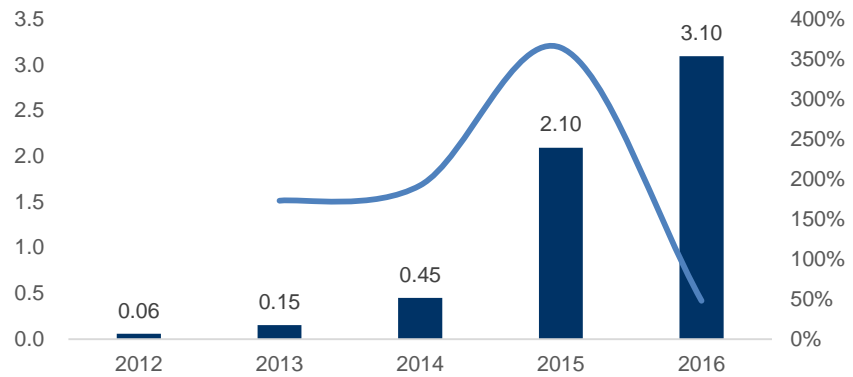


资料来源: 公司公告、申万宏源研究

“卧龙电机+大郡电控”，新能源汽车大有可为。2015 年 7 月，公司及控股孙公司绍兴澳特彼合计出资 1400 万元，持股 70%，与上海大郡成立浙江卧龙大郡新能源电机有限公司，开展新能源汽车电机业务，实现“卧龙电机+大郡电控”的动力总成集成化生产模式，双方约定合资公司产品将优先保证上海大郡的需求，同时上海大郡在同等条件下需优先采购合资公司产品。同年 10 月，公司投资 7.40 亿元在浙江绍兴开展新能源汽车动力总成产业化项目，拟建设 10 万套电机及电控产能，预计 2018 年 6 月完全达产。

上海大郡专注于新能源汽车电机驱动系统业务，其核心团队成员 1992 年起就已在福特汽车从事新能源车电机驱动系统的研发工作，公司自 2003 年起承担了多项国家级驱动系统相关项目。良好的先发优势保证了大郡在近年来新能源汽车行业的迅速发展中受益，自 2013 年起，大郡的电机驱动系统销量逐年攀升，最高的 2015 年实现销量 2.10 万台，同比增长 3.65 倍，2016 年受行业发展影响增速稍有回落，实现销量 3.10 万台，同比增长 48%。

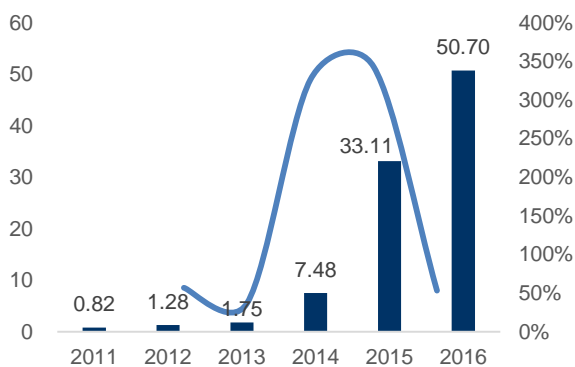
图 16：上海大郡历年新能源汽车电机驱动系统销量及同比变化（万台）



资料来源：正海磁材公告，申万宏源研究

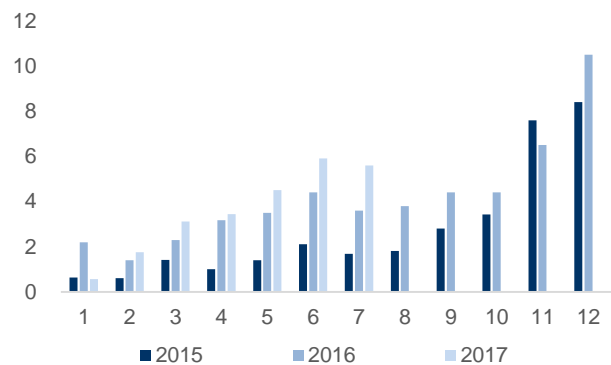
14-15 年，受益政策面对市场的推动，我国新能源汽车经历了两年超 3 倍的增长，2016 年受“骗补”等事件的影响，市场迎来调整期，全年销售 50.7 万辆，同比增长 53.00%。进入 2017 年，受补贴政策 2016 年底出台以及推荐车型目录推翻重审影响，年初市场表现惨淡，之后，随着各批推荐车型目录及各地方补贴政策的出台，乘用车市场率先开始复苏，到了 6 月份，商用车市场也呈现明显的回暖趋势。根据中汽协数据，2017 年 7 月我国新能源汽车销量 5.6 万辆，同比增长 55.56%。

图 17：我国历年新能源汽车销量（辆）及同比



资料来源：中国汽车工业协会、申万宏源研究

图 18：我国分月份新能源汽车销量（单位：万辆）

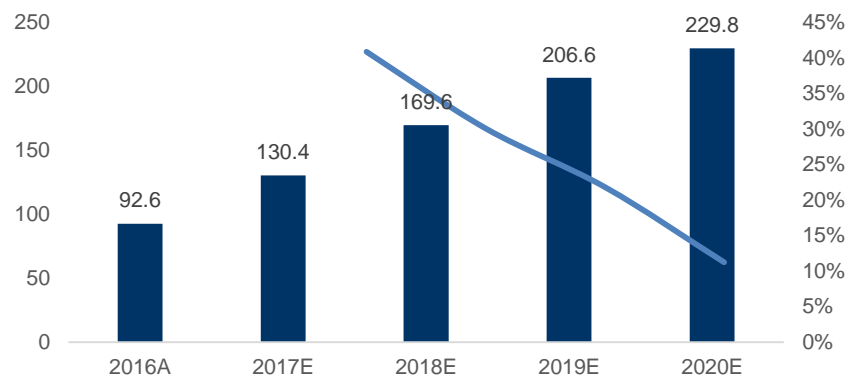


资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

进入主流整车厂供应体系，坐拥百亿动力总成市场。商用车电机产品售价目前 3-5 万元，A00 级乘用车电机产品 5-6 千元，A 级乘用车电机产品 1-2 万元。按照 2016 年新能源汽车 50.7 万销售数据（乘用车 33.6 万辆，商用车 17.1 万辆），电机市场规模在百亿上下。但市场发展初期，市场集中度低，我们预计随着补贴退坡，业主对产品性价比的敏感度必将提升，成本、技术优势不明显的企业将逐渐退出历史舞台。《汽车产业中长期发展

规划》提出 2020 年新能源汽车年产销达到 200 万辆,电机市场空间有望达到 200 亿元以上。我们认为补贴退坡后,新能源汽车销售放量需要优势整车企业的“爆款”车型来拉动,而目前上海大郡已拥有包括北汽、上汽、广汽、吉利、众泰等乘用车及中通、珠海银隆和安凯汽车等商用车客户,公司通过设立合资公司的方式与上海大郡共享优质客户,分享大郡在整车企业的渠道积累。我们认为大郡是公认的新能源汽车电控领军企业,卧龙与大郡的合作体现了电机制造水平受到顶尖合作伙伴的认可,未来双方共同拓展市场,成为持续有影响力的动力总成提供商值得期待。

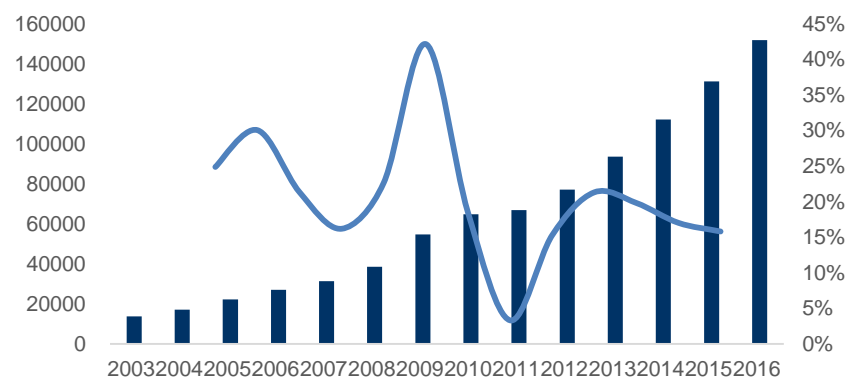
图 19: 新能源汽车电机市场规模预计 (亿元)



资料来源: 申万宏源研究

2015 年 11 月,公司出资 5711.42 万欧元收购意大利 OLI 公司 80% 股权。OLI 公司拥有 54 年的振动电机和助流器生产经验,是全球最大的振动电机制造商。公司的振动电机下游主要用于各基础工程建设,我国基础设施建设固定资产投资逐年增加,2016 年实现投资 15.20 万亿元,同比增长 15.80%,17H1 实现投资 7.45 万亿元,同比增长 16.83%,近几年增速基本稳定,带动公司业绩稳健增长。

图 20: 我国历年基础设施建设固定资产投资额及同比变化 (亿元)



资料来源: Wind、申万宏源研究

2.3 高压防爆电机龙头, 下游投资转好释放积极信号

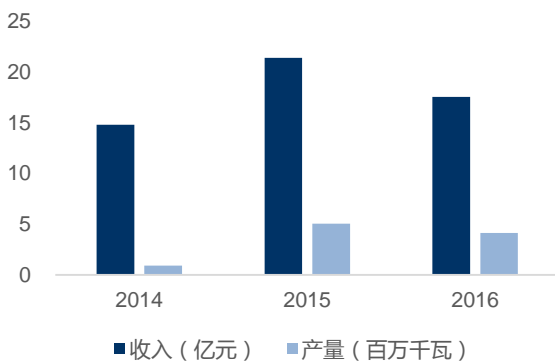
收购 ATB 与南阳防爆, 高压龙头布局完成。2011 年 7 月,公司出资 1.01 亿欧元收购奥地利 ATB 公司 97.94% 股权, 获得高压防爆电机优质资产。ATB 是欧洲的第三大电

机生产商,主要生产电厂电站用大型电机、化学、石化和采矿等行业用防爆电机等;2015年3月和2016年5月,公司先后出资16.8亿元和11.2亿元收购南阳防爆集团合计97.46%的股份,南阳防爆是我国最大的防爆电机生产基地,市场占有率持续稳居国内第一,通过本次收购,公司不仅巩固了原先在石化、采矿、煤炭等行业ATB产品的地位,同时开拓了军工和核工业市场。

收购荣信传动,高压变频实现驱动层覆盖。2016年6月,公司出资2.198亿元收购荣信传动84.91%股权、荣信高科80.01%股权及荣信电机90.00%股权,在南阳防爆+ATB高压电机产品的基础上,配合以荣信高压变频、高压软起等驱动控制类产品,实现对工业用高压驱动层与执行层产品的全覆盖,为提供具有高附加值的整体解决方案打下坚实基础。

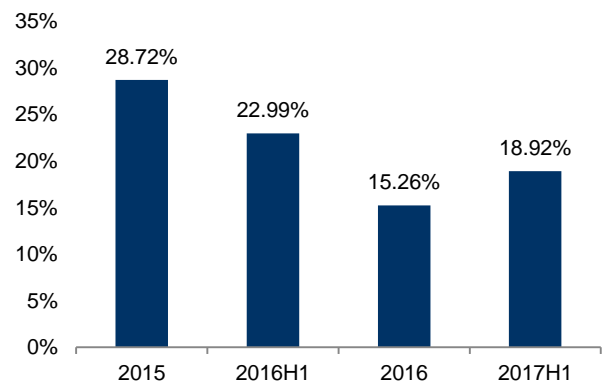
2016年受下游行业不景气影响,高压电机生产413.78万KW,同比下降17.99%,实现收入17.56亿元,同比下降同样为17.99%,2016年实现毛利率15.28%,同比下降13.43个百分点,主要是上游原材料涨价所致。2017年上半年,高压电机销售收入9.78亿元,同比增长10.8%,受下游周期回暖影响,销售开始拐头向上。

图 21: 公司高压电机板块产量和营收变化



资料来源:公司公告、申万宏源研究

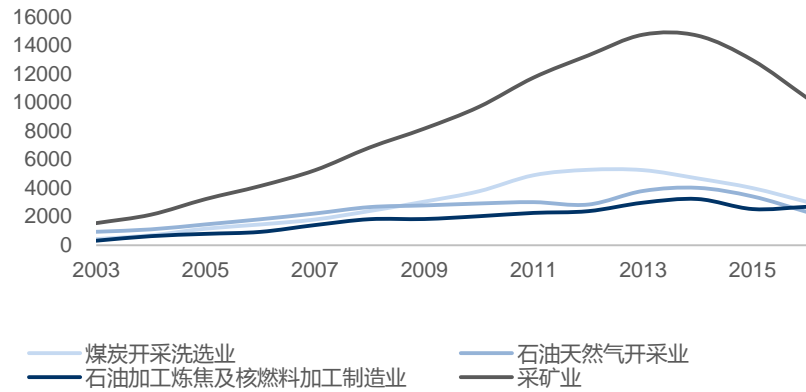
图 22: 公司高压电机板块毛利率变化



资料来源:公司公告、申万宏源研究

近年,特别是15年以来,受供给侧改革及经济增速放缓影响,高压防爆电机下游石油煤炭等行业固定资产投资完成额呈下降趋势,一定影响了上游电机产品的销量,但17年上半年数据已显示好转迹象,石油加工及核燃料加工,石油、天然气开采,煤炭开采固定资产投资完成额分别同比增长6.74%、6.41%和0.24%,仅采矿业仍处于同比下降态势。根据防爆电机行业“十三五”规划发展专题研讨会数据,我国防爆电机的年需求量约为2000万kW左右,其中高压防爆电机大约700万kW左右,占防爆电机的年需求量28%。防爆电器产品质量水平的提高有效带动了煤矿、石油化工行业安全形势的快速好转,随着对生产安全的重视,“十三五”期间防爆电机行业发展大有可为。

图 23: 高压防爆电机主要下游行业固定资产投资完成额变化情况 (亿元)



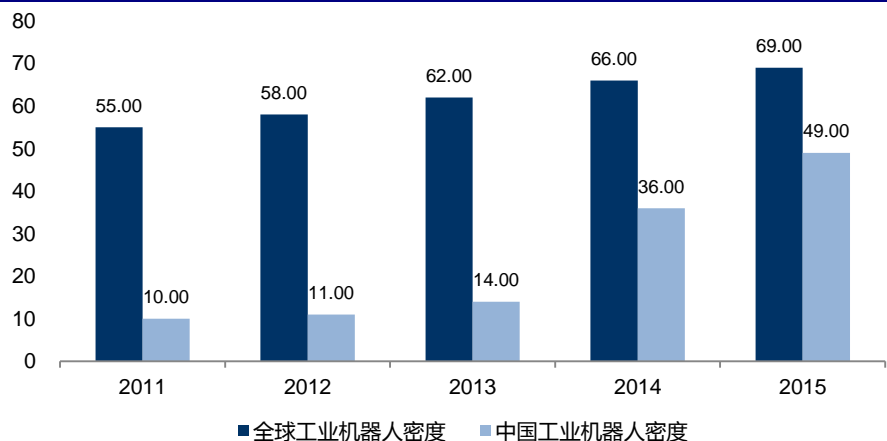
资料来源：Wind、申万宏源研究

2.4 拥有顶级机器人系统集成商，有望受益国内制造业升级

2014年12月，公司收购意大利SIR股份公司89%的股权，并组建国内希尔机器人应用公司，在工业生产机器人的前端性技术及整体方案的设计与解决能力等方面实现布局。

意大利SIR公司成立于1984年，经过30年的产业耕耘和技术发展，现已成为欧洲顶尖的机器人集成应用制造商，致力于提供成套工业生产自动化解决方案与工业生产机器人化的前端性技术研发和制造，尤其是在航天航空、汽车制造、冶金铸造、工程机械、家用电器、物流等行业具有广泛应用，拥有法拉利、兰博基尼、奔驰、宝马、ABB等世界知名优质客户群，掌握处理加工、灵活拾取、视觉识别、焊接或处理的复合等机器人集成系统方面的国际一流技术。

图 24：全球及中国工业机器人密度（台/万人）



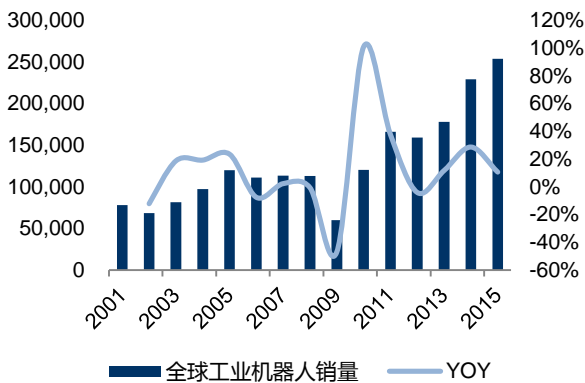
资料来源：国际机器人协会、申万宏源研究

根据国际机器人协会统计，2015年全球工业机器人使用密度平均为69台/万人，而中国仅为49台/万人。对比日本、德国、韩国、美国等工业发达国家，我国差距较为明显。工业和信息化部、国家发展改革委、财政部等三部委联合印发的《机器人产业发展规划(2016-2020年)》提出，2020年自主品牌工业机器人年产量达到10万台，完成30个以上典型领域机器人综合应用解决方案，并形成相应的标准和规范，实现机器人在重点行业的规模化应用，机器人密度达到150以上。未来随着我国工业4.0、产业转型升级

级的不断深入，国家政策的大力支持、机器人研发技术的逐步提升，工业机器人市场将具有更加广阔的发展空间。

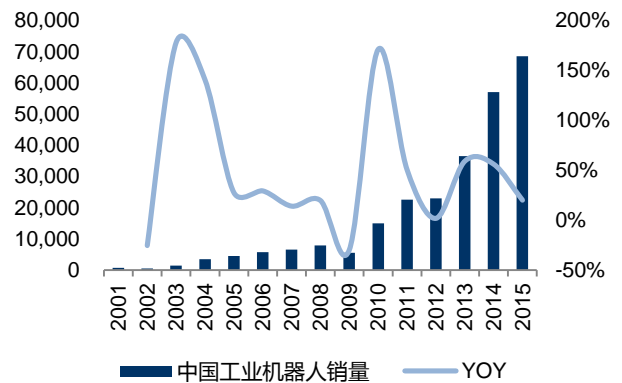
伴随着中国经济转型的步伐，国内制造业掀起了一场工业变革的新浪潮。作为智能制造腾飞的重要基础，工业机器人的运用范围越来越广泛，涵盖汽车制造、电子、航空制造等诸多领域。近年来，我国工业机器人产销量逐年大幅攀升，截止 2015 年，工业机器人销量达到 68556 台，同比增长 20.07%，几乎达到全球工业机器人销量增速的两倍。据国际机器人协会预计，到 2019 年我国工业机器人产量将达 16 万台，年复合增速达到 23.40%，工业机器人行业进入爆发增长阶段。

图 25：全球工业机器人销量及同比变化（台）



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

图 26：中国工业机器人销量及同比变化（台）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

我国工业机器人市场的繁荣，为公司工业机器人板块的发展提供了有利环境。目前，公司所生产的工业机器人为实际已用产品，广泛应用于各子公司“机器换人”领域，同时，公司也被列入浙江省省级“机器换人”智能装备工程服务公司。公司现已开始承接国内工业自动化领域多个订单，并积极争取将汽车制造用工业机器人产品导入整车厂供应体系。我们认为随着我国工业机器人行业的景气度持续提高，公司机器人业务有望成为新的利润贡献点。

3. 盈利预测与估值

公司 17 年出售银川变压器股权将形成较多一次性收入，对 17 年业绩有较明显提振。2016 年 12 月卧龙电气拟向红相电力转让持有的银川变压器 92.5% 股权，对应股权转让价款为 108,225 万元，银川变压器 100% 股权转让价格为人民币 117,000 万元。根据公告截止 2016 年 9 月 30 日银川变压器净资产达到 38,929.30 万元，据此计算银川变压器出售溢价 78070.7 万元，92.5% 股权转让对应为公司带来 7.22 亿投资收益。我们预计 18-19 年公司经营性利润逐渐改善，到 19 年将无明显大额非经营性利润。

电机业务方面，我们预计低压板块 17-19 年复合增速约 17%，毛利率修复至 31%；微特电机板块复合增速 12.5%，毛利率维持平稳；高压板块营收小幅增长，但受益下游盈利能力增强毛利率回升至 25%。

表 4：主营预测

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6892.6	9473.6	8913.9	10057.0	10645.1	10746.7
电机及控制装置	4963.0	6605.9	6922.2	8376.8	9516.6	9740.6
低压电机及驱动		2687.0	3273.1	4139.8	4760.8	5236.9
微特电机及控制		1777.5	1892.9	2411.6	2893.9	2604.5
高压电机及驱动		2141.4	1756.1	1825.5	1862.0	1899.2
变压器	843.4	860.1	706.0	635.4	63.5	
贸易		1218.4	594.9	535.4	530.1	524.8
蓄电池	385.8	362.4	364.5	401.0	421.0	378.9
其他主营业务		55.2	72.3	108.5	113.9	102.5
毛利率 (%)	20.65%	21.37%	20.93%	21.3%	23.9%	24.6%
电机及控制装置	20.86%	24.44%	21.32%	23.0%	25.0%	25.7%
低压电机及驱动		27.17%	29.29%	28.0%	32.0%	31.0%
微特电机及控制		15.16%	13.14%	15.0%	15.5%	15.5%
高压电机及驱动		28.72%	15.29%	18.0%	22.0%	25.0%
变压器	27.76%	23.61%	24.89%	23.5%	22.0%	23.0%
贸易		2.56%	3.82%	3.0%	3.0%	3.0%
蓄电池	14.06%	18.07%	19.59%	18.0%	19.0%	19.0%
其他主营业务		31.81%	52.78%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：Wind, 申万宏源研究

我们预计公司 17-19 年实现归属于母公司的净利润 7.36 亿、7.95 亿、6.85 亿，对应每股收益为 0.57 元、0.62 元、0.53 元，当前股价对应的 PE 分别为 13 倍、12 倍、14。相对估值角度，采用 PE 估值，电机行业 17 年平均估值 37 倍，公司 17 年 13 倍，考虑到 17 年非经常性收入影响，我们对比 19 年 PE，公司作为龙头修复到行业平均 21 倍尚有 50% 空间。PB 估值角度，公司目前 1.9 倍 PB 属业内最低，随着公司后续资产剥离负担减轻，净资产有望提升，实际 PB 估值会进一步下探，我们认为公司目前价值实属低估。我们综合考虑公司资产剥离进度与主业好转的不确定性，给予 19 年 18 倍 PE，对应目前股价应有 28% 左右空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS (元)				PE			PB	
		2017/9/5	(亿元)	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2017H1
002249.SZ	大洋电机	7.36	174	0.22	0.27	0.34	0.41	33	27	22	18	2.0
002176.SZ	江特电机	15.07	221	0.14	0.28	0.39	0.62	108	53	38	24	5.9
002801.SZ	微光股份	38.93	46	1.94	1.08	1.39	1.80	20	36	28	22	5.9
002196.SZ	方正电机	11.38	51	0.45	0.38	0.50	0.63	25	30	23	18	2.1
								行业平均	37	28	21	4
600580.SH	卧龙电气	7.54	97	0.20	0.57	0.62	0.53	38	13	12	14	1.9

资料来源：申万宏源研究，粗体为申万宏源预测，其他为 Wind 一致预期

表 6：利润表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	6,893	9,474	8,914	10,057	10,645	10,747
二、营业总成本	6,601	9,041	8,818	9,972	9,824	10,004
其中：营业成本	5,469	7,449	7,049	7,916	8,097	8,106
营业税金及附加	17	34	66	70	75	75
销售费用	441	576	656	784	649	699
管理费用	516	777	866	1,006	852	989
财务费用	130	157	169	202	151	134
资产减值损失	27	47	12	(7)	1	1
加：公允价值变动收益	(1)	(2)	208	2	2	3
投资收益	30	13	17	730	51	33
三、营业利润	321	444	320	818	874	779
加：营业外收入	143	93	73	42	103	62
减：营业外支出	8	62	76	89	62	51
四、利润总额	457	475	317	771	915	790
减：所得税	(19)	40	29	4	86	76
五、净利润	476	435	288	767	828	714
少数股东损益	30	74	35	31	33	29
归属于母公司所有者的净利润	446	360	253	736	795	685
六、基本每股收益	0.40	0.32	0.20	0.57	0.62	0.53
全面摊薄每股收益	0.35	0.28	0.20	0.57	0.62	0.53

资料来源：Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售顾问索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。