



继续聚焦电机主业，收购兼并加速成长

2014. 7. 15

强烈推荐(维持)

姚玮(首席分析师) 姬浩(助理研究员)
电话: 020-88836125 020-88831169
邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn jih_a@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512110002

现价: 9.19
目标价: 12.00
股价空间: **31%**

电力设备与新能源行业

事件:

7月15日晚公司公告，青岛海尔股份有限公司、青岛海尔工业装备研究院有限公司和公司全资子公司香港卧龙控股集团有限公司签署股权转让协议，海尔股份和海尔工业装备分别将其持有的章丘电机69.61%和0.39%股权转让给香港卧龙，交易总价为2.24亿元。

点评:

● **继续聚焦电机主业，传统电机国内收购兼并加速成长。**此次收购将继续巩固公司在洗衣机、空调及压缩机电机等方面的优势。再次印证我们对公司聚焦电机主业的发展步骤：即传统电机产品国内继续收购兼并加速成长，电驱通过外延技术吸收实现，新能源汽车电机电控、机器人、大型油气传动等工控领域有望通过并购快速切入。按照章丘电机13年收入、净利润估算，收购后将提升卧龙电气收入规模30%，净利润规模7%，未来整合协同有望大幅提升利润规模。

● **上半年电机产销持续旺盛，整合协同挖掘潜力大。**二季度公司家电类电机延续Q1强劲增长势头，大AC柜机、室外机AC电机、BLDC无刷直流电机供不应求，公司加大“机器换人”改造使日产能达到6.2万的历史新高。另外，BROOK事业部W系列NEMA、IEC铝壳、铸铁壳超高效电机及电动汽车电机产销旺盛，公司同样加大生产线自动化改造，生产效率提升明显。Q2公司电机主业订单继续加快，毛利率有望保持稳健态势。预计随着整合的继续深入，公司研发、销售、生产端的效益还有进一步挖掘空间。

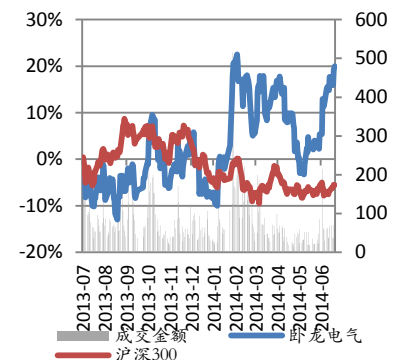
● **电机电控有望通过外延扩张实现一体化战略发展。**公司未来有望进一步在海内外寻求电机控制及自动化公司，并依托欧洲、日本、杭州研究院架构建立，迅速提升公司电机及电机控制一体化业务体量和层次。未来电动汽车、机器人、油气设备等新兴下游都将成为公司重要业务爆发点，电机电控一体化将大幅提升公司估值和市场空间。

● **控股股东捆绑高管、核心骨干利益，坚定公司发展决心。**控股股东提供融资担保推出员工持股计划，激励186名公司高管及核心骨干。公司控股股东主动让利捆绑高管及核心骨干利益，直接二级市场增持相比传统股权激励方案降低成本费用，同时与二级市场投资者利益相一致，坚定公司未来发展决心。

● **盈利预测与估值:**预计公司14-16年EPS分别为0.45、0.59、0.74元，当前股价对应20、15、12倍PE，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:**收购整合不达预期风险、毛利率下滑风险、汇率风险。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
卧龙电气	31.9	19.0	50.5
电力设备	7.0	1.4	12.2
沪深300	-0.2	-4.3	-1.9

基本资料

总市值(亿元)	102.057
总股本(亿股)	11.105
流通股比例	62%
资产负债率	56%
大股东	浙江卧龙舜禹投资有限公司
大股东持股比例	38%

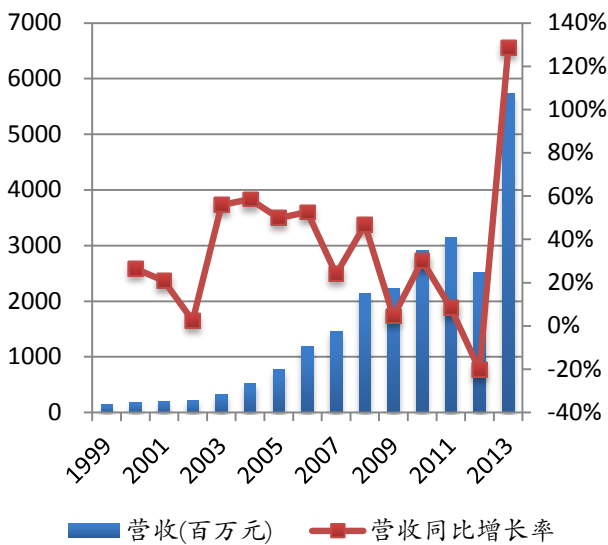
相关报告

- 点评报告: 股权激励超预期, 利益捆绑显决心-2014.6.16
- 一季报点评: 主业盈利质量显著提升, 并购扩张仍是今年主旋律-2014.4.28
- 年报点评: 整合效果显著, 盈利大幅提升-2014.4.21
- 点评报告: 光伏电站开发再获突破, 业绩增长添新动力-2014.1.23

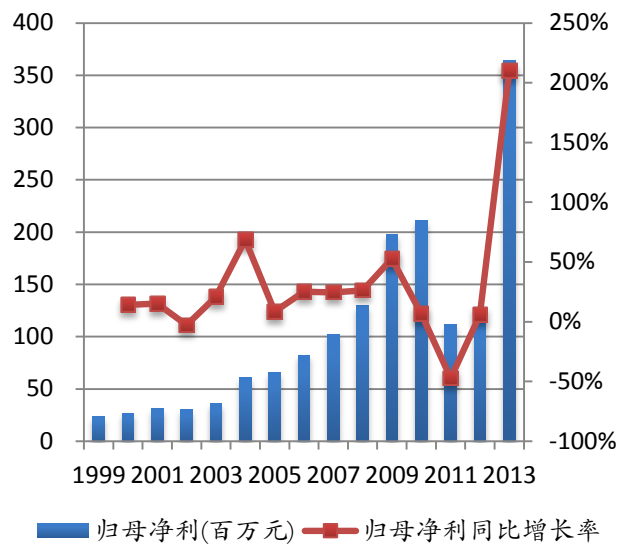


主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5727.65	7284.56	9225.55	11715.42
同比(%)	9.37%	27.18%	26.65%	26.99%
归属母公司净利润	364.03	504.80	656.91	823.50
同比(%)	55.30%	38.67%	30.13%	25.36%
ROE(%)	9.40%	12.14%	13.78%	14.91%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.59	0.74
P/E	17.83	20.00	15.37	12.26
P/B	1.81	2.47	2.15	1.84
EV/EBITDA	17.90	12.26	10.24	8.79

图表 1 收购促营收上一个台阶



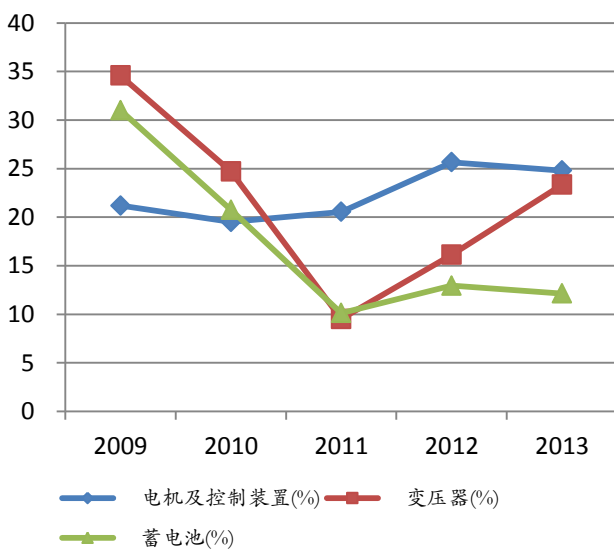
图表 2 整合协同提升盈利能力



资料来源: WIND, 广证恒生

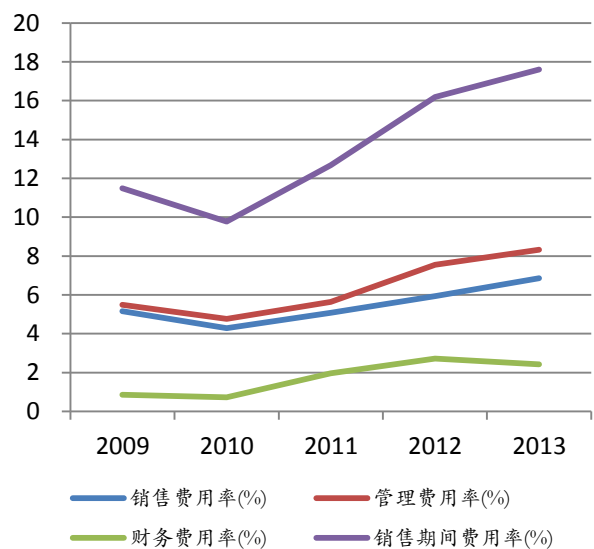
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司三大主业毛利率稳步提升



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 4 期间费用率呈上升趋势 (%)



资料来源: WIND, 广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4856.51	6256.27	7685.81	9978.71	经营活动现金流	270.49	515.16	572.49	738.89
现金	1559.72	2066.12	2460.11	3212.40	净利润	406.54	549.80	708.91	878.50
应收账款	1701.36	2185.37	2767.67	3514.63	折旧摊销	0.00	291.45	340.49	408.63
其它应收款	72.53	135.60	171.92	287.51	财务费用	138.34	134.82	201.29	281.33
预付账款	99.65	191.73	177.29	291.33	投资损失	-16.53	-19.00	-21.00	-23.00
存货	1099.72	1328.50	1665.49	2108.09	营运资金变动	-241.12	-441.91	-657.20	-806.57
其他	323.53	348.95	443.34	564.76	其它	-16.75	0.00	0.00	0.00
非流动资产	4032.27	4632.87	5410.94	6426.56	投资活动现金流	-955.28	-872.44	-1097.67	-1401.37
长期投资	350.15	378.15	407.15	437.15	资本支出	420.34	583.72	746.35	985.64
固定资产	2236.41	2596.92	3107.53	3782.87	长期投资	27.90	26.66	29.21	30.28
无形资产	614.44	742.49	908.89	1127.11	其他	-507.04	-262.06	-322.11	-385.45
其他	831.28	915.31	987.38	1079.42	筹资活动现金流	932.91	-401.70	-358.76	-210.98
资产总计	8888.79	10889.14	13096.75	16405.26	短期借款	726.02	-261.77	-67.49	132.25
流动负债	3749.66	5301.23	6910.02	9431.12	长期借款	436.48	-91.24	-73.72	-57.47
短期借款	1561.77	2565.38	3775.81	5533.82	其他	-229.59	-48.68	-217.55	-285.77
应付账款	894.74	1319.42	1456.39	2057.10	现金净增加额	-22.37	-758.98	-883.94	-873.47
其他	1293.15	1416.43	1677.81	1840.20					
非流动负债	1257.43	1156.41	1085.20	1027.42	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	707.65	616.41	542.68	485.22	成长能力				
其他	549.78	540.00	542.51	542.20	营业收入增长率	9.37%	27.18%	26.65%	26.99%
负债合计	5007.09	6457.64	7995.21	10458.54	营业利润增长率	76.40%	94.09%	33.75%	26.89%
少数股东权益	299.57	344.57	396.57	451.57	归属于母公司净利润	55.30%	38.67%	30.13%	25.36%
归属母公司股东权益	3582.13	4086.93	4704.97	5495.16	获利能力				
负债和股东权益	8888.79	10889.14	13096.75	16405.26	毛利率	22.97%	24.01%	24.78%	25.02%
					净利率	7.10%	7.55%	7.68%	7.50%
					ROE	9.40%	12.14%	13.78%	14.91%
					ROIC	8.04%	8.00%	8.65%	8.77%
利润表	2013	2014E	2015E	2016E	偿债能力				
营业收入	5727.65	7284.56	9225.55	11715.42	资产负债率	56.33%	59.30%	61.05%	63.75%
营业成本	4411.74	5535.41	6939.53	8783.72	净负债比率	59.96%	75.28%	88.07%	104.64%
营业税金及附加	12.97	16.75	21.22	26.95	流动比率	1.30	1.18	1.11	1.06
营业费用	392.82	473.50	599.66	761.50	速动比率	1.00	0.93	0.87	0.83
管理费用	477.07	582.76	738.04	937.23	营运能力				
财务费用	138.34	134.82	201.29	281.33	总资产周转率	0.71	0.74	0.77	0.79
资产减值损失	42.24	36.42	46.13	58.58	应收账款周转率	0.30	0.30	0.30	0.30
公允价值变动收益	0.94	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	5.25	5.00	5.00	5.00
投资净收益	16.53	19.00	21.00	23.00	每股指标 (元)				
营业利润	269.92	523.89	700.68	889.12	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.45	0.59	0.74
营业外收入	88.47	90.00	90.00	90.00	每股经营现金流(最新)	0.00	0.46	0.52	0.67
营业外支出	2.96	3.00	3.00	3.00	每股净资产(最新摊薄)	3.50	3.99	4.59	5.35
利润总额	355.44	610.89	787.68	976.12	估值比率				
所得税	-51.10	61.09	78.77	97.61	P/E	17.83	20.00	15.37	12.26
净利润	406.54	549.80	708.91	878.50	P/B	1.81	2.47	2.15	1.84
少数股东损益	42.50	45.00	52.00	55.00	EV/EBITDA	17.90	12.26	10.24	8.79
归属母公司净利润	364.03	504.80	656.91	823.50					
EBITDA	448.70	993.45	1269.49	1595.78					
EPS (摊薄)	0.33	0.45	0.59	0.74					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



分析师简介

姚 玮 广证恒生研究团队总监，首席分析师，浙江大学工学博士，5 年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4 年证券研究经验。把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。带队获得多项分析师奖项，曾获 2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名。主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

姬 浩 电力设备新能源研究员，北京大学硕士，理工金融复合背景，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2 年证券行业研究经验，2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向电力设备、新能源及高端装备等。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北区域 机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
北京机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	刘小洁	(86)18511699006	liuxj@gzgzhs.com.cn
广州机构 销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
深圳机构 销售	杨崧	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	黄诚	(86)18616267711	huangc_c@gzgzhs.com.cn
海外业务 拓展部	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。