

**并购欧洲机器人公司，外延迈出坚实一步**

2014. 12. 10

**强烈推荐 (维持)**

姚玮(首席分析师)	姬浩(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:	10.48
目标价:	12.00
<b>股价空间:</b>	<b>15%</b>

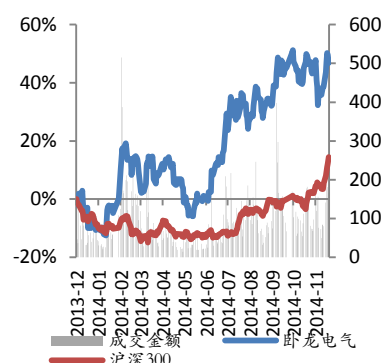
电力设备与新能源行业

**事件:**

12月10日公司公告: 公司与意大利 Barbieri&Tarozi Holding S.p.A.公司及 Luciano Passoni 个人签署股份转让协议, 收购工业机器人集成应用制造商 SIR 公司 (Soluzioni Industriali Robotizzate S.p.A.)89%股份, 收购价格约1780万欧元。另外, WAM公司收购SIR公司6%股权。收购完成后Luciano Passoni仍保留SIR公司5%股权。同时, 公司拟5000万元设立子公司希尔投资, 通过其间接持有SIR公司89%股权。

**点评:**

- **成功并购欧洲顶尖机器人公司, 机电电控向工业自动化延伸迈出坚实一步。**意大利 SIR 公司是欧洲顶尖的机器人集成应用制造商, 在该领域拥有 34 年发展历史, 拥有在处理加工、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。其成套工业自动化解决方案广泛应用于航天航空、汽车制造、冶金铸造、工程机械、家用电器、物流等行业。2011 年至 2013 年在全球成功配套 3000 个机器人集成应用系统。此次收购有利于公司打造从电机及控制到机器人集成应用的完整产业链, 实现“制造+服务”转型。
- **整合协同打开未来成长空间。**SIR 公司 2013 年营收 2766 万欧元, 净利润 146 欧元; 2014 年上半年营收 959 万欧元, 净利润 36.5 万欧元。短期来看, 收购对公司业绩贡献有限, 但从长期来看, 类似收购 ATB 产生的整合协同效应, 公司并购 SIR 一方面通过自身在国内工业领域的客户和渠道优势, 为 SIR 机器人业务打开巨大成长空间。另一方面, 公司有望借助 SIR 研发实力进一步提升机电电控整体技术水平, 并通过配套机器人产品拉动主业销售。
- **聚焦机电电控主业, 收购兼并兑现成长预期。**公司此次海外收购机器人公司, 印证了我们对公司未来成长路径的判断, 即聚焦“一大主业、三大产业、三个技术研发支撑点”, 在电机主业加速成长的同时, 进一步通过外延并购实现机电电控一体化延伸, 向机器人、新能源汽车、大型油气传动等工控领域实现快速切入, 最终实现打造成为机电电控领域具有国际竞争力巨头的战略目标。
- **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 23、18、14 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	7.4	16.4	55.1
电力设备	3.9	9.2	38.3
沪深 300	28.8	32.4	49.6

**基本资料**

总市值 (亿元)	116.383
总股本 (亿股)	11.105
流通股比例	62%
资产负债率	57%
大股东	浙江卧龙舜禹投资有限公司
大股东持股比例	38%

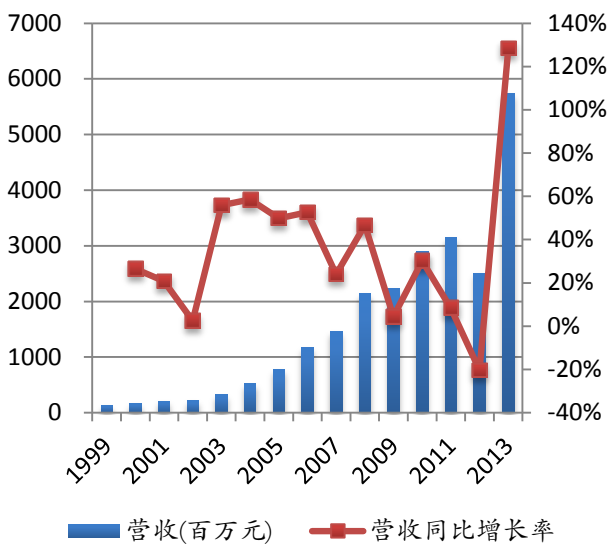
**相关报告**

- 点评报告: 战略聚焦“133”, 内外并举-2014.10.21
- 点评报告: 主业盈利能力全面提升, 外延扩张仍值得期待-2014.8.13
- 点评报告: 上半年业绩符合预期, 主业基本面继续向好-2014.7.17
- 点评报告: 继续聚焦电机主业, 收购兼并加速成长-2014.7.15

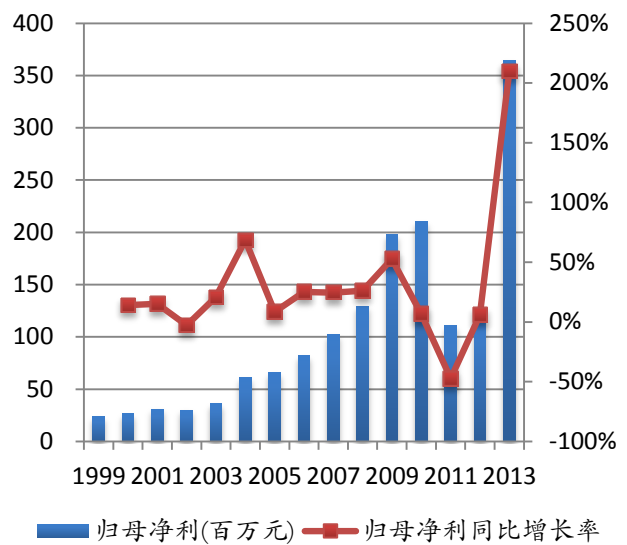


主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5727.65	7284.56	9225.55	11715.42
同比(%)	9.37%	27.18%	26.65%	26.99%
归属母公司净利润	364.03	504.80	656.91	823.50
同比(%)	55.30%	38.67%	30.13%	25.36%
ROE(%)	9.40%	12.14%	13.78%	14.91%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.59	0.74
P/E	17.83	23.06	17.72	14.13
P/B	1.81	2.85	2.47	2.12
EV/EBITDA	17.90	13.81	11.45	9.76

图表 1 收购促营收上一个台阶



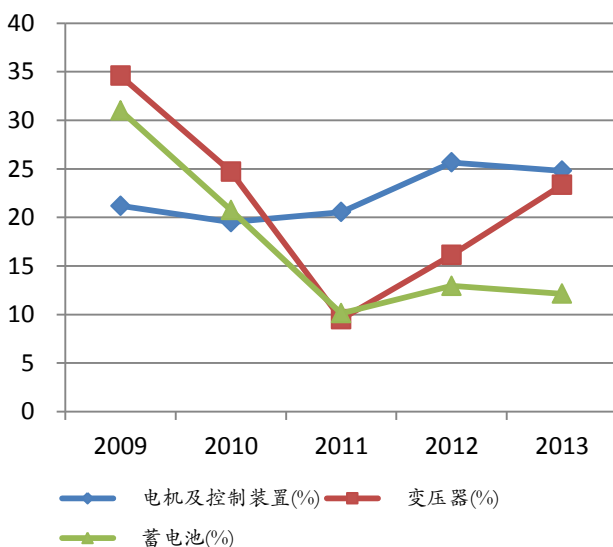
图表 2 整合协同提升盈利能力



资料来源: WIND, 广证恒生

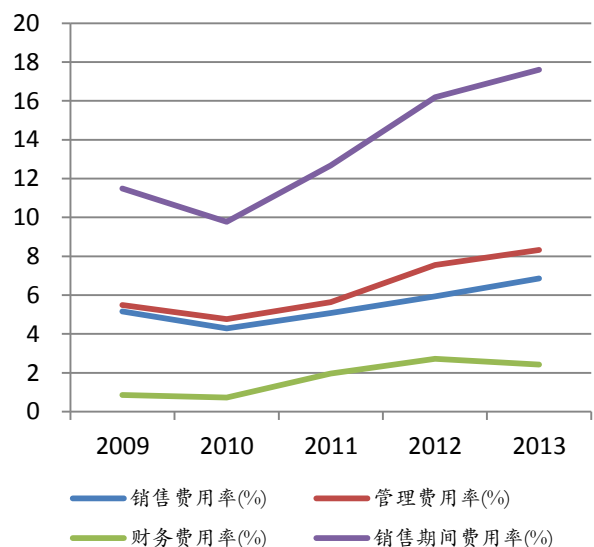
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司三大主业毛利率逐步回升



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 4 期间费用率情况 (%)



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	2013	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	4856.51	6256.27	7685.81	9978.71	<b>经营活动现金流</b>	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
<b>非流动资产</b>	4032.27	4632.87	5410.94	6426.56	<b>投资活动现金流</b>	-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	<b>筹资活动现金流</b>	932.91	-401.70	-358.76	-210.98
<b>资产总计</b>	8888.79	10889.14	13096.75	16405.26	短期借款	726.02	-261.77	-67.49	132.25
<b>流动负债</b>	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	<b>现金净增加额</b>	-22.37	-758.98	-883.94	-873.47
其他	1293.15	1416.43	1677.81	1840.20					
<b>非流动负债</b>	1257.43	1156.41	1085.20	1027.42	<b>主要财务比率</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
长期借款	707.65	616.41	542.68	485.22	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债合计</b>	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	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	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%
<b>利润表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>营业收入</b>	5727.65	7284.56	9225.55	11715.42	资产负债率	56.33%	59.30%	61.05%	63.75%
<b>营业成本</b>	4411.74	5535.41	6939.53	8783.72	净负债比率	59.96%	75.28%	88.07%	104.64%
<b>营业税金及附加</b>	12.97	16.75	21.22	26.95	流动比率	1.30	1.18	1.11	1.06
<b>营业费用</b>	392.82	473.50	599.66	761.50	速动比率	1.00	0.93	0.87	0.83
<b>管理费用</b>	477.07	582.76	738.04	937.23	<b>营运能力</b>				
<b>财务费用</b>	138.34	134.82	201.29	281.33	总资产周转率	0.71	0.74	0.77	0.79
<b>资产减值损失</b>	42.24	36.42	46.13	58.58	应收账款周转率	0.30	0.30	0.30	0.30
<b>公允价值变动收益</b>	0.94	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	5.25	5.00	5.00	5.00
<b>投资净收益</b>	16.53	19.00	21.00	23.00	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>营业利润</b>	269.92	523.89	700.68	889.12	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.45	0.59	0.74
<b>营业外收入</b>	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
<b>营业外支出</b>	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
<b>利润总额</b>	355.44	610.89	787.68	976.12	<b>估值比率</b>				
<b>所得税</b>	-51.10	61.09	78.77	97.61	P/E	17.83	23.06	17.72	14.13
<b>净利润</b>	406.54	549.80	708.91	878.50	P/B	1.81	2.85	2.47	2.12
<b>少数股东损益</b>	42.50	45.00	52.00	55.00	EV/EBITDA	17.90	13.81	11.45	9.76
<b>归属母公司净利润</b>	364.03	504.80	656.91	823.50					
<b>EBITDA</b>	448.70	993.45	1269.49	1595.78					
<b>EPS (摊薄)</b>	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，5 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。从业期间多次获得分析师奖项，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，荣获 2014 年度搜狐“金罗盘”中国最佳分析师等奖项。主要研究方向新兴经济、高端装备、能源、环保等。

**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
广深机构 销售	杨崙	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@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（广州证券股份有限公司）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。