2015 年 01 月 14 日

赖燊生
Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 13.50RMB

卧龙电气(600580.SH) BUY/买入

引入战投，聚焦电机与控制产业

结论与建议：

公司今日发布公告，拟发行 2.21 亿股募集 20.0 亿元，用于偿还银行贷款及补充流动资金。同时，公司与南阳防爆主要股东初步签署股权转让框架协议，拟作价 17.1 亿元收购南阳防爆 60%股权(14 年对应 PE 14.8X)，南阳防爆将成卧龙控股公司 ATB(项目电机)国内市场的主要渠道方，助力该产品打开国内高端市场。近年来，公司外延扩张步伐不断。我们认为公司战略目标清晰，执行力强，后续发展值得看好。

2014Q1-3 公司分别实现收入 51.90 亿元、2.31 亿元，YOY+24.4%、27.0%。我们预计非公开发行及资产购买于年中实施，据此测算，预计公司 14-15 年将分别实现净利润 4.84 亿元(YOY+32.9%)、7.23 亿元(YOY+49.4%)，摊薄后 EPS0.36、0.54 元，当前股价对应 2015 年动态 PE19X，考量公司以电机与控制为主业，低盈利水平的业务将逐步剥离，动态估值有提升空间，维持“买入”建议，目标价 13.50 元(15 年动态 PE25X)。

- 引入战投，助力产业布局与发展：公司今日发布公告，拟向大股东卧龙控股及实际控制人陈建成等 9 名对象非公开发行 2.21 亿股，募集资金不超 20.0 亿元，全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。其中，光大保德信基金卧龙战略投资资管计划(背后由某上海国企发起)和安徽国投以战略投资者身份分别认购 8.56 亿、2.50 亿元，战略投资者在资本、资源均有很强实力，有助于企业未来在产业链的布局和发展。
- 非公开增发降低财务负担：目前公司资产负债率 56.7%，远高于行业均值(38.5%)；此外，由于公司业务不断扩张，近年来负债快速攀升(短期借款从 12 年 6.33 亿提升至 15 年 15.62；同期，长期借款从 0.25 亿增加至 7.05 亿)。此次非公开发行后，部分用于偿还银行贷款，部分用于补充流动资金，公司债务负担将明显缓解，资产负债率降低至 46.7%。
- 拟接收南阳防爆 60%股权，与公司主业形成协同：公司发布公告，与南阳防爆主要股东初步签署股权转让框架协议，拟以 17.1 亿元收购对方 60%股权(对应 14 年 14.8X PE)，目前已先支付 1.0 亿元转让款，其余待尽调结束支付(如果收购成功，预计下半年并表)。南阳防爆与国内(中石油、中海油、中石化)三家有超过 25 年的合作经验，渠道关系深厚，通过收购南阳防爆，将解决 ATB 项目电机国内渠道建设的问题，为 ATB 打开国内项目电机的高端市场。此外，南阳防爆在中低端项目电机市占率稳居行业前三，将完善公司从工业电机到项目电机全系列发展的布局。南阳防爆 14 年净利润 2.0 亿元，通过与 ATB 的协同，未来几年年均 20-30%的快速成长可期。
- 聚焦电机与控制，逐步剥离非相关产业：公司长期发展战略清晰，通过聚焦电机与控制系统，立志于把公司打造为具有整体方案解决能力、系统集成的提供商。公司在电机产业布局完善且竞争力突出，在控制领域，公司以购技术团队的外延式扩张结合自身制造的优势来协同。目前，公司收购了包括日本、德国、荷兰的技术实力突出的当地研究院，在本土成立杭州研究院，形成四大研发团队。未来以海外技术为引领，通过先进技术与本土制造占领国内控制领域的市场。对于电池与变压器业务，虽然近年来逐步改善，从扭亏到微盈利，但鉴于这些业务与公司发展战略背离，未来合适时机将被剥离。
- 盈利预测：预计公司 14-15 年分别实现净利润 4.84 亿元(YOY+32.9%)、7.23 亿元(YOY+49.4%)，摊薄后 EPS0.36、0.54 元，当前股价对应 2015 年动态 PE19X，动态估值有提升空间，维持“买入”建议，目标价 13.50

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2015/1/13)	10.48
上证综指(2015/1/13)	3235.30
股价 12 个月高/低	10.97/6.03
总发行股数(百万)	1110.53
A 股数(百万)	687.73
A 市值(亿元)	116.38
主要股东	浙江卧龙舜禹投资有限公司(38.07%)
每股净值(元)	3.32
股价/账面净值	3.16

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.0	10.4	71.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-07-28	9.52	买入

产品组合

电机及控制装置	73.4%
特种变压器	10.3%
贸易	8.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	18.5%
一般法人	28.2%

股价相对大盘走势

元(15 年动态 PE25X)。 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	111.02	117.51	364.03	483.82	722.97
同比增减	%	-47.29%	5.85%	209.79%	32.91%	49.43%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.083	0.088	0.273	0.363	0.543
同比增减	%	-47.29%	5.85%	209.79%	32.91%	49.43%
A 股市盈率(P/E)	X	125.74	118.79	38.35	28.85	19.31
股利(DPS)	RMB 元	0.050	0.100	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.48%	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%

注：公司13年完成资产注入，12年相关数据作追溯调整

表一：拟非公开发行股票详情 单位：万元/%

序号	发行对象	认购股数（股）	认购金额（万元）	占比(%)
1	卧龙控股	33,369,880	30,133.00	15.1%
2	光大保德信	94,743,078	85,553.00	42.8%
3	安徽投资	27,685,492	25,000.00	12.5%
4	安徽铁路	27,685,492	25,000.00	12.5%
5	温州隆涵	2,000,000	1,806.00	0.9%
6	杭州百赛	16,000,000	14,448.00	7.2%
7	陈建成	6,000,000	5,418.00	2.7%
8	陈永苗	2,000,000	1,806.00	0.9%
9	王建乔	12,000,000	10,836.00	5.4%
合计		221,483,942	200,000.00	

资料来源：公司公告 群益证券(2015/01)

图一：非公开发行后资产负债率有望显著下降 单位：%

项目	发行前	发行后（按发行规模 20 亿测算）
总资产（万元）	935,957.25	1,135,957.25
净资产（万元）	404,453.82	604,453.82
营运资金（万元）	105,507.62	305,507.62
资产负债率	56.79%	46.79%

资料来源：公司公告 群益证券(2015/01)

图二：2011 年以来公司外延扩张不断 单位：万元

收购时间	收购标的	收购价格（万元）
2011 年	烟台市东源变压器有限公司	11,663.75
2013 年	奥地利ATB驱动技术股份有限公司	208,912.19
2013 年	江苏清江电机制造有限公司	15,573.00
2014 年	章丘海尔电机有限公司	22,400.00
2014 年	意大利 SIR 股份公司	约 13,604.91（1,780 万欧元）
合计		272,153.85

资料来源：公司公告 群益证券(2015/01)

=预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	3,146	2,507	5,728	7,040	8,717
经营成本	2,698	2,026	4,412	5,393	6,598
营业税金及附加	10	12	13	22	36
销售费用	160	149	393	409	521
管理费用	178	189	477	577	636
财务费用	62	68	138	141	153
资产减值损失	-15	10	42	15	26
投资收益	13	7	17	16	18
营业利润	86	71	270	499	854
营业外收入	53	82	88	50	45
营业外支出	2	2	3	3	1
利润总额	137	151	355	547	898
所得税	7	16	-51	24	98
少数股东损益	19	18	43	49	76
归属于母公司所有者的净利润	111	118	364	484	723

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	513	1,223	1,053	1,158	1,389
应收帐款	747	810	1,110	1,277	1,468
存货	425	672	646	710	796
流动资产合计	1,715	2,754	2,855	4,216	5,736
长期投资净额	227	242	260	273	295
固定资产合计	462	510	797	876	1,008
在建工程	99	322	545	616	258
无形资产	953	1,309	1,970	2,093	1,850
资产总计	2,668	4,064	4,825	6,309	7,586
流动负债合计	279	296	1,140	1,311	1,482
长期负债合计	170	180	60	120	100
负债合计	449	476	1,200	1,431	1,582
少数股东权益	180	206	237	8	10
股东权益合计	1,253	2,389	2,484	3,870	3,995
负债和股东权益总计	2,668	4,064	4,825	6,309	7,586

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	204	75	-103	25	188
投资活动产生的现金流量净额	-191	-323	-600	-88	56
筹资活动产生的现金流量净额	120	955	420	168	-12
现金及现金等价物净增加额	134	707	-283	105	232

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。