

电机电控巨头外延不停息

2015. 3. 11

强烈推荐 (维持)

	姚玮(首席分析师)	姬浩(分析师)
电话:	020-88836125	020-88831169
邮箱:	yaow@gzgzhs.com.cn	jih_a@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310512110002	A1310515020001

现价:	11.88
目标价:	15.00
股价空间:	26%

电力设备与新能源行业

事件:

3月11日晚公司发布收购SIR进展公告:公司以1780万欧元收购意大利SIR股份公司89%股份事项的相关手续已办理完成,股份登记事宜已于意大利时间2015年3月10日经当地公证处公证登记完成。

点评:

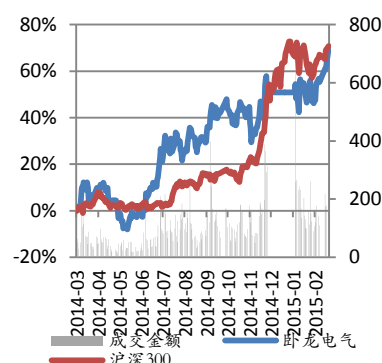
● **收购 SIR 助力产业升级, 工控自动化延伸迈出坚实一步。**意大利 SIR 公司是欧洲顶尖的机器人集成应用制造商, 在该领域拥有 34 年发展历史, 拥有在处理加工、灵活拾取、视觉识别、焊接或处理的复合等机器人集成系统方面的国际一流技术。其成套工业自动化解方案广泛应用于航天航空、汽车制造、冶金铸造、工程机械、家用电器、物流等行业。2011 年至 2013 年在全球成功配套 3000 个机器人集成应用系统。此次收购有利于公司打造从电机及控制到机器人集成应用的完整产业链, 并为国内机器人制造公司浙江卧龙希尔机器人有限公司在技术、人才、管理、市场等方面提供强有力支持, 充分受益“机器换人”潮流。

● **电机主业布局完善, 电机控制将成为下一步扩张重心。**公司传统电机主业通过收购兼并, 将快速提升收入规模至百亿以上(上虞 20 亿, 清江 6 亿, 章丘 18 亿, ATB40 亿, 南阳防爆 20 亿), 产品线布局完善, 国内电机龙头地位奠定。电控是下一步扩张重心, 按照电机本体与驱动控制 1: 1 销售比例, 未来电机控制产品可衍生出 100 亿体量产值, 总营收规模可超 200 亿。参照美国雷勃电气, 并购整合是其成长路径。今年是卧龙电控业务突破关键时点, 意大利电控公司并购将继续推进。

● **成长路径清晰, 打造电机电控全球巨头。**继续看好公司未来成长路径: 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电机电控一体化延伸, 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, 最终实现打造成为电机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:**暂不考虑增发摊薄股本影响, 预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.45、0.59、0.74 元, 当前股价对应 26、20、16 倍 PE, 公司价值仍被低估, 继续维持“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	16.1	13.4	28.0
电力设备	16.0	20.1	31.0
沪深 300	6.4	9.4	45.4

基本资料

总市值 (亿元)	131.93
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: 电机电控国际巨头已起跑-2015.1.13

-点评报告: 并购欧洲机器人公司, 外延迈出坚实一步-2014.12.10

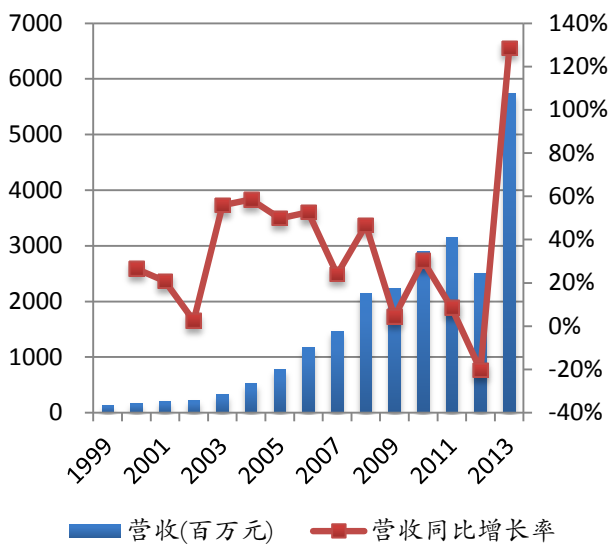
-点评报告: 战略聚焦“133”, 内外并举-2014.10.21

-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

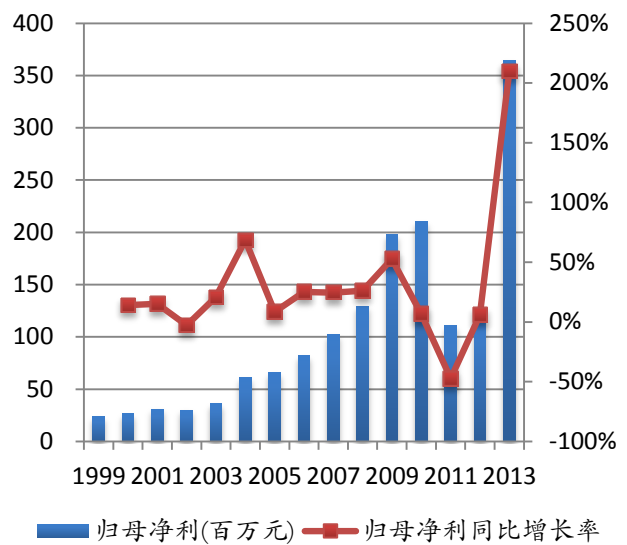


主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5727.65	7284.56	9225.55	11715.42
同比(%)	9.37%	27.18%	26.65%	26.99%
归属母公司净利润	364.03	504.80	656.91	823.50
同比(%)	55.30%	38.67%	30.13%	25.36%
ROE(%)	9.40%	12.14%	13.78%	14.91%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.59	0.74
P/E	17.83	26.14	20.08	16.02
P/B	1.81	3.23	2.80	2.40
EV/EBITDA	17.90	15.38	12.68	10.73

图表 1 收购促营收上一个台阶



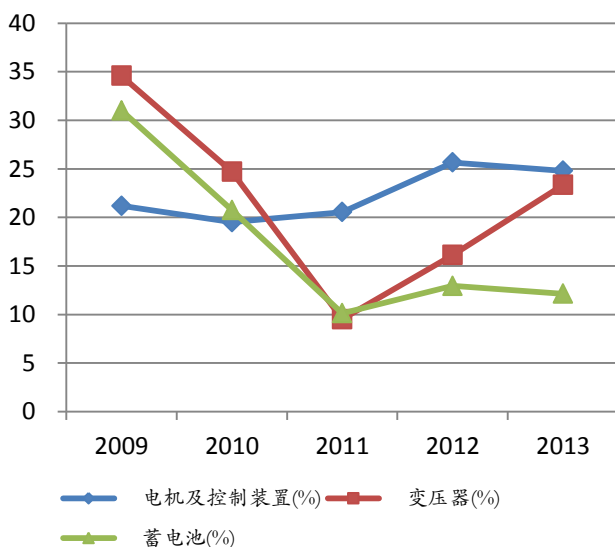
图表 2 整合协同提升盈利能力



资料来源: WIND, 广证恒生

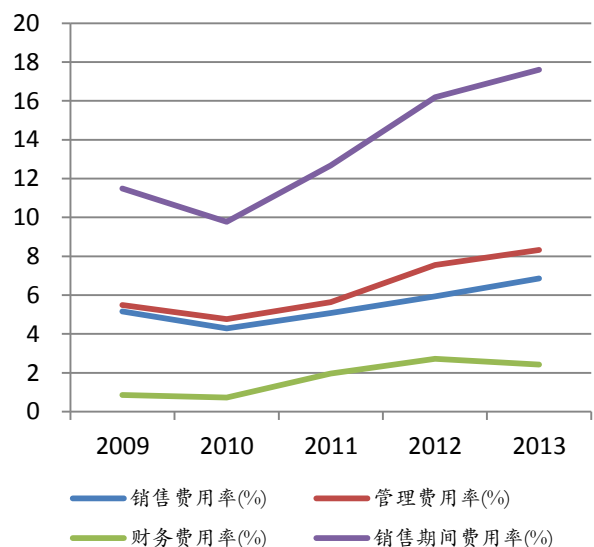
资料来源: WIND, 广证恒生

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
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	26.14	20.08	16.02
净利润	406.54	549.80	708.91	878.50	P/B	1.81	3.23	2.80	2.40
少数股东损益	42.50	45.00	52.00	55.00	EV/EBITDA	17.90	15.38	12.68	10.73
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，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
北京机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@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
	步娜娜	(86)18320711987	bunn@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。