

2015年10月28日

华巍
C0066@capital.com.tw
目标价(元)

16.0RMB

卧龙电气(600580.SH)

BUY/买入

业绩符合预期, 拟投资新能源汽车总成产业, 完善产业布局

结论与建议:

公司今日发布 2015Q3 报告, 报告期实现收入 65.51 亿元(YOY+26.22%), 实现净利润 2.56 亿元(YOY+10.71%), 符合预期。单季度看, 公司 3Q 实现收入 21.60 亿元(YOY+17.40%), 实现净利润 0.58 亿元(YOY-30.76%)。单季度利润同比下降主要受 14Q3 递延所得税费用减少而至净利偏高影响。展望未来, 公司立志打造一流的电机与控制集成为主业, 做深做强家电类电机、工业类电机和电机控制驱动三大产业, 加码新能源汽车动力总成产业, 全面提升产品的盈利能力, 确保公司持续健康快速发展。

预计公司 15、16 年分别实现收入 88.74 亿元(YOY+43.3%)、118.66 亿元(YOY+33.72%), 实现净利润 4.94 亿元(YOY+10.75%)、6.11 亿元(YOY+23.73%), EPS0.44、0.55 元, 当前股价对应 15、16 年动态 PE29X、23X, 考量公司未来发展前景, 当前动态估值有提升空间, 维持“买入”建议, 目标价 16.0 元(对应 2016 年动态 PE29X)

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2015/10/27)	12.86
上证综指(2015/10/27)	3434.34
股价 12 个月高/低	23.62/8.99
总发行股数(百万)	1110.53
A 股数(百万)	687.73
A 市值(亿元)	88.44
主要股东	浙江卧龙舜禹投资有限公司 (38.07%)
每股净值(元)	3.56
股价/账面净值	3.61
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	18.0 -13.9 26.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-08-26	10.29	买入
2015-04-21	12.0	买入
2014-07-18	8.86	买入

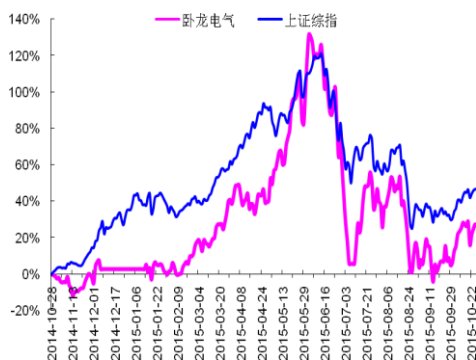
产品组合

电机及控制装置	74.67%
特种变压器	10.29%
蓄电池	3.92%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.1%
一般法人	29.2%

股价相对大盘走势



■ **加码新能源汽车动力总成产业, 有望形成新的业绩增长点:** 公司拟以自筹资金+银行贷款总计 7.4 亿元在浙江绍兴新建厂房用以新能源汽车电机及电机控制系统产业化生产。预期项目可年产 10 万套, 可实现年销售收入 1.5 亿元, 利润总额 1.89 亿元, 投资利润率 25.62%。在国家大力推广新能源车背景下, 公司加码新能源汽车领域的投资, 本次项目有利于提升公司在新能源汽车总成制造上的核心竞争力, 实现产品结构的优化升级, 提升主业的规模和竞争实力, 有利于公司的市场开拓并提升行业地位, 并有望形成新的业绩增长点, 公司的长期发展奠定良好基础, 符合公司的战略发展目标。

■ **引入国开发展基金, 投资老工业区改造项目:** 国开发展基金与公司及卧龙电气南阳防爆集团股份有限公司签订投资合同, 国开发展基金将以 6000 万元对南防集团南阳宛都老工业区升级改造项目以增资方式进行夹层投资, 投资年化收益率不超过 1.2%, 投资期限为 10 年。项目建设期届满后, 国开发展基金有权要求卧龙电气按照约定的回购计划分别在 2017、2021、2025 年分别回购 1,800 万元、2,000 万元、2,200 万元。国开发展基金是国家开发银行下属全资子公司, 此次合作有利于公司缓解资金压力、降低资金成本、更有利于今后与国开行进行深度合作拓宽融资渠道。

■ **加快产业并购步伐, 完善产业布局:** 报告期内收购防爆电机龙头企业南防集团, 建立国内防爆电机市场的领先地位。收购意大利 SIR 后, 取得了在工业机器人应用的前端性技术及整体方案的设计与解决能力, 并大力开拓国内机器人市场。此外, 公司与上海大郡合资设立新能源电机合资公司实现关键部件、动力总成系统制造基地。与欧洲 ATB 集团建立国内合资公司绍兴澳特彼电机有限公司, 实现超高效节能电机 OEM 生产制造, 在开拓北美等国际市场的同时提升国内电机生产、制造、工艺以及技术。一些列布局均围绕着电机与控制产业方向, 立足于完善产业布局, 打造国际一流的系统集成商和整体方案解决商。

■ **财务方面:** 财务指标看公司 15Q1-3 综合毛利率 21.58%, 同比提升 0.74pct。公司电机与控制装置业务中核心产品继续保持快速增长势头变压器及蓄电池业务优化产品结构使得公司整体毛利率维持较高水平; 费用率方面, 15Q1-3 综合费用率 16.19%, 同比微增 0.01pct, 公司有着较强的费用控制能力, 后期费用率有望保持平稳。

■ **盈利预测:** 预计公司 15、16 年分别实现收入 88.74 亿元(YOY+43.3%)、118.66 亿元(YOY+33.72%), 实现净利润 4.94 亿元(YOY+10.75%)、6.11 亿元(YOY+23.73%), EPS0.44、0.55 元, 当前股价对应 15、16 年动态 PE29X、23X, 考量公司未来发展前景, 当前动态估值有提升空间, 维持“买入”建议, 目标价 16.0 元(对应 2016 年动态 PE29X)

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	117.51	364.03	445.78	493.71	610.87
同比增减	%	5.85%	209.79%	22.46%	10.75%	23.73%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.106	0.328	0.401	0.444	0.550
同比增减	%	5.85%	209.79%	22.46%	10.75%	23.73%
A 股市盈率(P/E)	X	121.59	39.25	32.05	28.94	23.39
股利(DPS)	RMB 元	0.034	0.100	0.060	0.067	0.082
股息率(Yield)	%	0.26%	0.78%	0.47%	0.52%	0.64%

注：公司13年完成资产注入，12年相关数据作追溯调整

=预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)； 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)； 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	2,507	5,728	6,192	8,874	11,866
经营成本	2,026	4,412	4,869	6,771	9,048
营业税金及附加	12	13	17	34	36
销售费用	149	393	441	598	771
管理费用	189	477	516	742	1,068
财务费用	68	138	130	147	119
资产减值损失	10	42	27	16	20
投资收益	18	17	30	13	3
营业利润	71	270	321	578	807
营业外收入	82	88	143	151	50
营业外支出	2	3	0	33	1
利润总额	151	355	465	696	856
所得税	16	-51	(19)	83	111
少数股东损益	18	43	30	120	134
归属于母公司所有者的净利润	118	364	446	494	611

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	967	1,560	1,475	1,549	1,626
应收帐款	913	2,034	2,341	2,552	2,782
存货	607	1,100	1,331	1,531	1,761
流动资产合计	2,594	4,857	5,411	5,926	6,404
长期投资净额	324	149	165	173	181
固定资产合计	994	2,236	2,573	2,625	2,677
在建工程	498	386	251	80	90
无形资产	364	1,260	1,394	2,459	3,599
资产总计	4,773	8,889	9,794	11,263	12,952
流动负债合计	1,959	3,750	4,146	4,312	4,484
长期负债合计	25	1,257	1,507	1,100	1,150
负债合计	1,984	5,007	5,653	5,412	5,634
少数股东权益	236	300	369	511	511
股东权益合计	2,553	3,582	3,772	5,340	6,807
负债和股东权益总计	4,773	8,889	9,794	11,263	12,952

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	274	270	643	640	500
投资活动产生的现金流量净额	-107	-955	-466	-720	-500
筹资活动产生的现金流量净额	-215	933	-414	500	300
现金及现金等价物净增加额	-48	248	-237	420	300

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益证券(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。