

一季度业绩略超预期，盈利能力进一步提升

——卧龙电驱一季报点评

季报点评

开文明 (分析师) 刘华峰 (联系人)
021-68865582 021-68865595
kaiwenming@xsdzq.cn liuhuafeng@xsdzq.cn
证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116120013

● 2019年一季度扣非归母同比增长 50.95%

公司发布 2019 年一季报: 2019 年 1-3 月公司实现收入 29.85 亿元 (YOY+20.87%); 归母净利润 2.30 亿元 (YOY+210.85%); 扣非后归母净利润 1.13 亿元 (YOY+50.95%); 毛利率为 25.86% (YOY+1pct), 毛利率提升的主要原因是下游景气度较高和管理提升工作效果初步显现。

● 收购 GE 小型工业电机形成跨国布局, EV 电机进入海外豪华品牌供应链

公司 2018 年收购 GE 小型工业电机业务, 2018 年部分并表, 2019 年后按 100% 并表, 公司有望借通过 SIM 窗口, 将公司产品以 GE 品牌销售至美洲市场, 提升公司在北美市场的销售能力。公司成功实现横跨亚洲、欧洲和美洲生产布局, 成为行业内首家以中国为总部的跨国企业。EV 电机进入海外豪华品牌供应链, 有望催生示范效应。公司乘用车客户包括北汽、东风小康、上汽通用五菱、众泰等, 商用车客户包括宇通、福田、中通、厦门金龙、南京金龙等。EV 电机业务有望随核心客户共同放量。

● 公司高压电机业务受益油气行业资本开支快速增长

油气、煤炭、煤化工、冶金、采矿等行业复苏明显, 尤其是受油价上涨, 油气行业资本开支增长较快, 2018 年“三桶油”资本支出合计为 4361 亿元, 同比增长 19%。根据石油和天然气十三五规划计算, 2020 年中国油气当量产量将达 29 亿桶, 三桶油油气开采需投资 4219 亿元, 2018-2020 年油气投资复合增速有望达到 20%, 与之配套, 炼化端投资有望水涨船高。我们预计 2019-2020 年国内油气采掘、炼化端需求将处于景气期, 并逐步向设备制造企业传导, 有望提振高压电机制造商的业绩。公司高压电机订单充足, 景气依旧。公司将员工持股计划对大型驱动事业部 2019 年、2020 年要求的净资产回报率由 6.0%、7.0% 分别提升至 7.0%、8.0%, 彰显公司发展信心。

● 维持“推荐”评级

下游行业复苏明显, 高压电机迎来景气向上周期; 抓住电动化浪潮机遇期, EV 电机逐步进入海外主流车企供应链; 收购 SIM 巩固低压电机龙头地位。受下游行业景气持续景气影响, 我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 8.50、10.07 和 11.71 亿元。当前股价对应 2019-2021 年分别为 15、13 和 11 倍。维持“推荐”评级。

● **风险提示:** 宏观经济发生不利变化, 海外子公司整合不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,086	11,076	13,009	14,614	16,456
增长率(%)	13.1	9.8	17.5	12.3	12.6
净利润(百万元)	665	637	850	1,007	1,171
增长率(%)	162.5	-4.3	33.4	18.5	16.3
毛利率(%)	21.5	26.1	26.8	26.9	26.8
净利率(%)	6.6	5.7	6.5	6.9	7.1
ROE(%)	11.1	10.6	12.8	13.3	13.6
EPS(摊薄/元)	0.51	0.49	0.66	0.78	0.91
P/E(倍)	19.3	20.1	15.1	12.7	11.0
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2019.04.29
收盘价(元):	9.89
一年最低/最高(元):	5.8/10.77
总股本(亿股):	12.93
总市值(亿元):	127.89
流通股本(亿股):	12.89
流通市值(亿元):	127.47
近 3 月换手率:	73.75%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.25	24.47	18.05
绝对	10.36	46.6	21.61

相关报告

《扣非后增长 222%, 电机龙头盈利能力提升》2019-04-25

《业绩符合预期, 专注电机核心战略逐步取得成果》2018-10-29

《回归电机主业, 砥砺前行, 迈向国际化电机巨头》2018-10-16

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9321	9608	12120	11843	14655	营业收入	10086	11076	13009	14614	16456
现金	2081	1558	1691	1978	2139	营业成本	7921	8182	9522	10688	12049
应收账款	2659	3199	3472	3835	4192	营业税金及附加	75	69	78	88	99
其他应收款	1116	0	1311	162	1496	营业费用	764	745	865	965	1078
预付账款	251	195	329	259	403	管理费用	937	913	1288	1418	1580
存货	2180	2460	2939	3121	3711	财务费用	265	216	241	245	232
其他流动资产	1034	2196	2378	2488	2713	资产减值损失	48	63	69	73	79
非流动资产	7454	8847	9219	9434	9628	公允价值变动收益	2	49	2	2	2
长期投资	206	248	328	413	503	投资净收益	657	56	59	64	69
固定资产	2828	3685	3985	4127	4224	营业利润	773	795	1067	1264	1471
无形资产	1122	1352	1401	1440	1469	营业外收入	267	23	30	30	30
其他非流动资产	3299	3562	3506	3455	3432	营业外支出	154	30	30	30	30
资产总计	16775	18455	21339	21277	24283	利润总额	886	788	1067	1265	1471
流动负债	7413	9107	11196	10207	12155	所得税	214	100	149	177	206
短期借款	3219	3680	4924	3680	4366	净利润	671	688	918	1087	1265
应付账款	2080	2417	3024	3263	3825	少数股东损益	6	51	68	81	94
其他流动负债	2114	3011	3247	3264	3964	归属母公司净利润	665	637	850	1007	1171
非流动负债	3316	2879	2951	2903	2815	EBITDA	1579	1511	1756	1998	2210
长期借款	2541	2040	2112	2064	1976	EPS(元)	0.51	0.49	0.66	0.78	0.91
其他非流动负债	775	839	839	839	839						
负债合计	10729	11986	14146	13110	14969						
少数股东权益	387	425	493	574	669	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	1289	1293	1293	1293	1293	成长能力					
资本公积	1867	1862	1862	1862	1862	营业收入(%)	13.1	9.8	17.5	12.3	12.6
留存收益	2885	3392	4111	4963	5933	营业利润(%)	141.6	2.8	34.3	18.5	16.3
归属母公司股东权益	5660	6043	6699	7593	8645	归属于母公司净利润(%)	162.5	-4.3	33.4	18.5	16.3
负债和股东权益	16775	18455	21339	21277	24283	获利能力					
						毛利率(%)	21.5	26.1	26.8	26.9	26.8
						净利率(%)	6.6	5.7	6.5	6.9	7.1
						ROE(%)	11.1	10.6	12.8	13.3	13.6
						ROIC(%)	7.2	7.3	7.8	9.0	9.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.0	64.9	66.3	61.6	61.6
						净负债比率(%)	67.0	76.5	81.7	54.1	53.6
						流动比率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2
						速动比率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	3.6	3.8	3.9	4.0	4.1
						应付账款周转率	3.9	3.6	3.5	3.4	3.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.51	0.49	0.66	0.78	0.91
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.95	0.18	1.88	0.30
						每股净资产(最新摊薄)	4.38	4.67	5.18	5.87	6.68
						估值比率					
						P/E	19.28	20.14	15.10	12.74	10.96
						P/B	2.27	2.12	1.91	1.69	1.48
						EV/EBITDA	11.37	12.5	11.3	9.3	8.7

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	317	975	229	2425	389
净利润	671	688	918	1087	1265
折旧摊销	393	411	408	459	491
财务费用	265	216	241	245	232
投资损失	-657	-56	-59	-64	-69
营运资金变动	-434	-388	-1276	699	-1528
其他经营现金流	78	103	-2	-2	-2
投资活动现金流	-693	-1450	-719	-608	-613
资本支出	789	808	292	130	104
长期投资	14	-29	-80	0	-90
其他投资现金流	109	-671	-506	-478	-599
筹资活动现金流	318	-7	-621	-287	-299
短期借款	144	461	0	0	0
长期借款	107	-501	72	-48	(88)
普通股增加	0	4	0	0	0
资本公积增加	-7	-6	0	0	0
其他筹资现金流	74	34	-693	-239	-211
现金净增加额	-101	-518	-1111	1530	-523

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>