

卧龙电驱 (600580)

全球电机龙头业绩稳健，EV电机业务成增长新动力

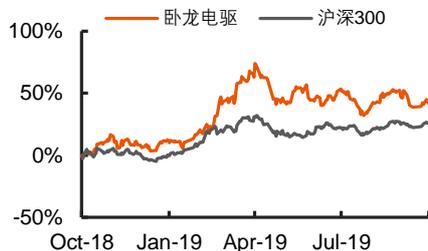
推荐 (首次)

现价: 8.51 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.wolong.com.cn
大股东/持股	浙江卧龙舜禹投资有限公司 /32.69%
实际控制人	陈建成
总股本(百万股)	1,293
流通 A 股(百万股)	1,291
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	110.05
流通 A 股市值(亿元)	109.83
每股净资产(元)	5.02
资产负债率(%)	64.2

行情走势图



证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

研究助理

王霖 一般从业资格编号
S1060118120012
WANGLIN272@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **前期并购业务整合完毕，全球化布局推动公司业绩重回增长轨道：**公司通过对欧洲三大电机制造商之一的 ATB 集团、国内防爆电机行业龙头南阳防爆集团等知名电机企业的收购和业务整合，一跃成为比肩西门子、ABB 的全球电机行业龙头企业。近两年通过对欧洲工厂进行人员精简、产能向国内转移和建立全球研发体系等措施，“本土制造+全球技术”带来的竞争优势逐步显现，从 17 年开始业绩重回增长轨道。在本轮全球电机行业的西退东进浪潮中，公司市占率不断提升，目前公司高压电机业务全球市占率排名第 2，低压电机业务全球市占率排名第 4，有望在近几年实现对西门子、ABB 的超越，成为全球电机行业 No.1。
- **高压电机业务全球坐二望一，下游行业需求强劲：**高压电机行业是技术与规模并重的市场，目前公司在高压电机行业拥有 Lawrence Scott、Schorch 和南阳防爆等多个行业知名品牌，在全球核电、油气等高毛利率下游市场占据主导地位。18 年公司全球市占率 11%，同比提升 3 个百分点，距离第一名西门子仅有 1 个百分点的差距。受益于油气、石化等行业的固定资产投资快速增长和冶金、采矿等行业技改需求的持续释放，公司下游行业需求强劲，在外部需求持续和内部协同效应增强的推动下，预计业绩将保持较快增长。
- **低压电机能效标准提升在即，向高效电机切换推动产品技术和价值量上升：**目前国内低压电机市场正在从普通能效等级 IE2 向高效电机 IE3 切换，根据 IHS 的预测，国内最早有望在 2020 年将 IE3 能效等级作为强制标准实施。向高效电机的切换，一方面将提高单台电机的价值量，另一方面将淘汰一部分技术储备不足的中小电机厂商，市场集中度将得到提升。公司在高效电机领域技术实力雄厚，目前已经推出了 IE4 超高效电机，技术壁垒和单台价值量的提升预计将推动公司市场份额和营收持续增长。
- **率先进入奔驰-采埃孚供应链，EV 电机业务有望成为新的增长点：**公司今年获得采埃孚驱动电机供应商定点函，预估订单价值 22.59 亿元。我们认为，公司能够率先进入国际一线品牌供应链的主要原因包括三点：a. 公司

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,086	11,076	12,414	14,097	16,066
YoY(%)	13.1	9.8	12.1	13.6	14.0
净利润(百万元)	665	637	852	966	1,113
YoY(%)	162.5	-4.3	33.9	13.3	15.2
毛利率(%)	21.5	26.1	27.2	27.4	26.9
净利率(%)	6.6	5.7	6.9	6.9	6.9
ROE(%)	11.1	10.6	13.0	12.8	12.9
EPS(摊薄/元)	0.51	0.49	0.66	0.75	0.86
P/E(倍)	16.5	17.3	12.9	11.4	9.9
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3

作为国内最大电机制造商，在特种电机领域技术积累深厚；b. 公司全球研发体系更易于国际品牌进行技术对接；c. 公司过往在核电、军工等对电机质量要求极高的行业有着良好的交付记录，产品稳定性和可靠性行业领先，保供应能力远超同行。公司作为电机龙头企业通过技术、质量和产能所构筑的竞争壁垒使得公司有望持续获得来自国际品牌的订单，EV 电机业务将成为公司未来成长的重要驱动力。

- **投资建议：**公司近年来通过外延并购与内部业务整合，已经成为全球电机龙头，品牌优势和低成本产能优势凸显。我们预计，在下游需求良好和公司内部协同效应日益增强的推动下，公司的传统电机业务在未来三年仍将保持较好的业绩增速；与此同时，公司在大力发展新能源汽车驱动电机业务，已率先进入国际一线品牌的供应链，未来的市场空间巨大。我们预测公司 19/20/21 年的 EPS 分别为 0.66/0.75/0.86 元，对应 10 月 16 日收盘价 PE 分别为 12.9/11.4/9.9。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 公司高压电机业务依赖于油气、石化等行业的固定资产投资，若下游行业需求放缓，将对公司营收造成不利影响。2) 若主要原材料铜、钢、铁等金属的价格大幅上涨，可能对公司毛利率产生不利影响。3) 公司业务受国际形势影响较大，若全球经济下行，将对业务产生不利影响。

正文目录

一、全球化布局成就今日电机龙头，业绩持续向好	6
1.1 全球化布局显著提升公司技术实力与生产规模	6
1.2 专注电机领域，业绩重回增长轨道	7
1.3 全球产能东移，公司具有“本土制造+全球技术”的优势	9
二、大型驱动业务：项目型市场需求旺盛+内部业务融合完毕，盈利能力持续上升	10
2.1 油气、石化等行业高景气度催生强劲需求	11
2.2 内部业务整合增强协同效应，向全球龙头进军	13
三、工业驱动业务：高效电机前景广阔，收购 GE 小型工业电机增强品牌影响力	14
3.1 市场向高效电机切换，公司市场份额进一步提升	14
3.2 收购 GE 小型工业电机业务，提升品牌影响力和完善产能布局	16
四、日用电机业务：家电行业需求稳定，产品向无刷直流电机切换	17
五、EV 电机业务：电机龙头优势显著，率先进入国际一线品牌供应链	19
六、盈利预测与评级	20
七、风险提示	22

图表目录

图表 1	卧龙电驱制造工厂及技术中心已完成全球布局	6
图表 2	卧龙电驱发展历程	6
图表 3	卧龙电驱各品牌及对应下游行业	7
图表 4	施耐德电气近 20 年并购历程	7
图表 5	卧龙电驱四大事业部	8
图表 6	卧龙电驱近年营收与净利润情况	8
图表 7	卧龙电驱电机及驱动业务营收占比	9
图表 8	2017 年全球电机市场区域分布	10
图表 9	全球电机市场规模预测 单位：亿美元	10
图表 10	卧龙电驱职工薪酬在电机制造成本中占比	10
图表 11	高压电机及驱动营收情况	11
图表 12	卧龙电驱高压电机下游主要行业营收占比	11
图表 13	石油与天然气开采业固定资产投资增速	12
图表 14	煤炭开采与选洗业固定资产投资增速	12
图表 15	石油、煤炭加工业固定资产投资增速	12
图表 16	黑色金属冶炼业固定资产投资增速	12
图表 17	荣信电气传动公司近三年营收与净利润	12
图表 18	2017-2018 年全球高压电机市场份额	13
图表 19	2017-2018 年亚太地区高压电机市场份额	13
图表 20	南阳防爆集团近三年业绩	13
图表 21	ATB&OLI 公司近三年业绩	13
图表 22	卧龙电驱近年裁员支出	14
图表 23	国内低压工业电机市场规模	15
图表 24	国内不同能效等级电机占比	15
图表 25	卧龙电驱低压电机及驱动业务营收情况	16
图表 26	2016-2017 年全球低压工业电机市场份额	16
图表 27	2016-2017 年亚太地区低压工业电机市场份额	16
图表 28	卧龙电驱美洲区近三年业绩	17
图表 29	卧龙电驱欧非区近三年业绩	17
图表 30	卧龙电驱微特电机业务近三年营收情况	18
图表 31	我国冰箱产量	18
图表 32	我国家用空调产量	18
图表 33	我国洗衣机产量	18
图表 34	我国房屋新开工与竣工面积累计同比	18
图表 35	我国变频空调销量	19
图表 36	我国变频洗衣机销量	19

图表 37 卧龙电驱 EV 电机主要客户	19
图表 38 我国驱动电机装机量	20
图表 39 美国雷勃电气近三年估值情况	21
图表 40 美国雷勃电气营收与净利润增速	21
图表 41 可比公司估值 单位：元、元/股、倍	21
图表 42 公司主要产品营收拆分预测	21

一、 全球化布局成就今日电机龙头，业绩持续向好

1.1 全球化布局显著提升公司技术实力与生产规模

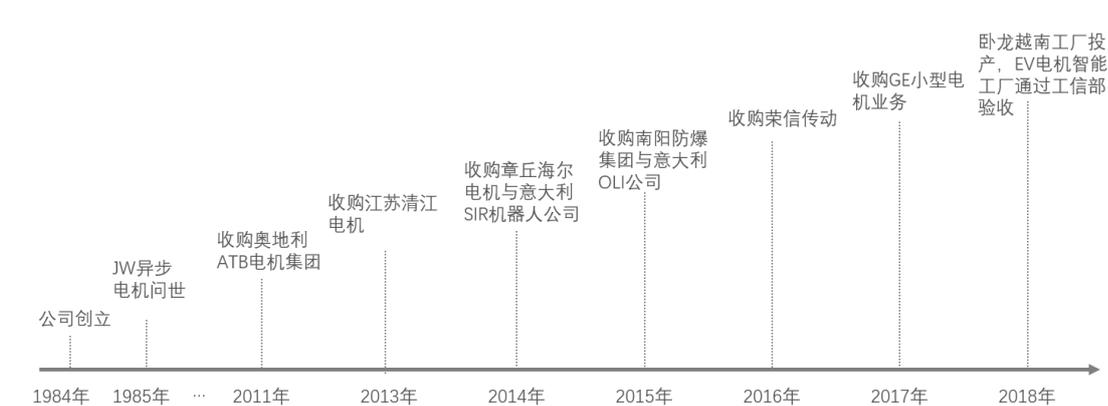
卧龙电驱创始于 1984 年，早期的主营业务为日用电机，经过在电机行业 30 多年的积累和发展，通过数次外延并购，已经完成全球化布局，在中国、越南、波兰、塞尔维亚和墨西哥等地拥有 39 个制造工厂和 3 个技术中心。产品线从早期的微特电机扩展到高压电机及驱动、低压工业电机和新能源汽车驱动电机领域，实现了对电机产品从功率段到应用行业的全面覆盖，无论从营收规模还是产品线的丰富程度，卧龙电驱已经稳居国内电机行业第一，在全球排名第三。公司在国内市场已经完成了进口替代的阶段，目前正处于与西门子、ABB 在全球电机市场竞争阶段。

图表1 卧龙电驱制造工厂及技术中心已完成全球布局



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表2 卧龙电驱发展历程



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司目前拥有 ATB、Morley、OLI 等多个全球知名品牌，通过对这些电机行业百年老店的收购，公司不仅获得了全球布局的产能和相关品牌，在技术实力上也得到了极大的提升，在短短数十年的时间里一跃成为全球电机行业前三。

纵观电气行业国际巨头的发展历程，不少均是通过在某一时期的多次并购完成了公司实力的飞跃，例如施耐德集团在确立专注于能效管理和工业自动化业务的发展目标后，在 20 世纪 90 年代和 21 世纪初的十年里通过多次并购迅速扩大了业务版图和技术实力，包括于 1992 年收购了后来对施耐德

低压配电业务发展至关重要的梅兰日兰公司。我们分析认为，对于电机这类下游应用非常广泛的电气产品，由于在各细分市场均有行业领先的公司，外延并购的方式可以迅速的增强公司的业务规模和技术实力，并且通过对收购公司的业务整合，可以获得 1+1>2 的效果。例如公司在收购 ATB 和南阳防爆集团后，对两者的业务不断整合，通过技术消化和产能东移的方式，极大的降低了欧洲电机业务的制造成本，南阳防爆则通过对 ATB 技术的学习，在国内市场的竞争力得到了进一步增强。

图表3 卧龙电驱各品牌及对应下游行业



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表4 施耐德电气近 20 年并购历程



资料来源：公司官网、平安证券研究所

1.2 专注电机领域，业绩重回增长轨道

公司在 16 年确定了专注电机及驱动业务的发展战略，并且开始着手处置非电机及控制资产，实现业务聚焦及轻装上阵的目标。在 2017~2018 年，公司完成了对浙江、银川、北京华泰和烟台东源四家变压器厂的处置，预计后续会持续对剩余的电池和光伏资产进行处置，完成对非电机及驱动资产的剥离，进一步降低公司资产负债率并回收现金流以支持主业发展。

公司目前是国内最大的电机制造商，产品从 5W 的微特电机延伸到 50MW 的高压电机，下游覆盖家电、油气、冶金、造船、核电等几十个行业。根据产品类别和应用领域，公司现在分为四大事业部，分别为大型驱动事业部、工业驱动事业部、日用电机事业部和 EV 电机事业部。

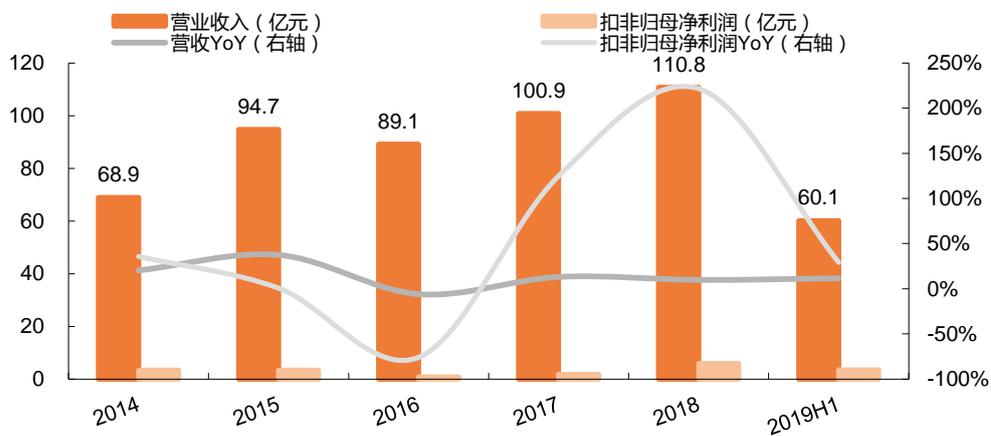
图表5 卧龙电驱四大事业部



资料来源：公司官网、平安证券研究所

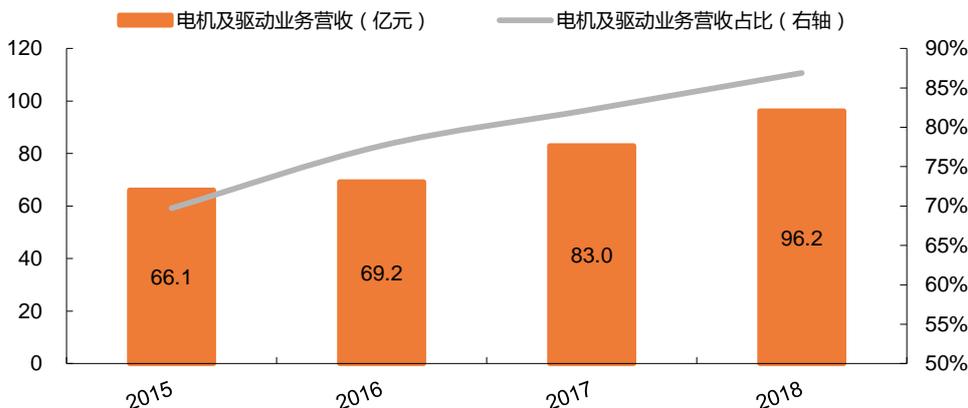
电机行业是一个依赖“技术+规模”取胜的行业，卧龙电驱在完成对欧洲、美洲和国内市场的业务布局后，市场竞争力在逐年提升，已经一跃成为全球电机行业龙头的有力挑战者。通过对欧洲地区工厂进行人员精简、加强产品联合研发和推进网格化营销平台等措施，近两年公司的扣非净利润保持快速增长，电机业务在营收中占比亦逐年提高，我们认为公司已经重新迈入业绩稳健增长的轨道。

图表6 卧龙电驱近年营收与净利润情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表7 卧龙电驱电机及驱动业务营收占比



资料来源: Wind、平安证券研究所

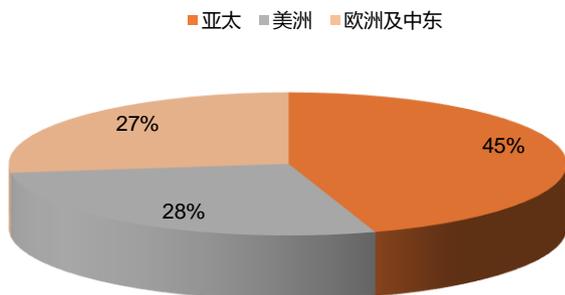
1.3 全球产能东移，公司具有“本土制造+全球技术”的优势

电机产业在全球范围内尚未实现生产制造流程的完全自动化，在绕线、装配等工序中仍然需要人工与机器相结合的方式，属于半劳动密集型产业。与此同时，尽管普通低压电机技术已经相对成熟，但是在大功率高压电机、特种环境应用电机、超高效电机等领域，仍然有较多的技术门槛。**综合来看，制造成本与产品的研发和制造水平，是决定电机厂商竞争力的重要因素。**

根据 IHS Markit 的数据，全球近一半的电机及驱动市场在亚太地区，与此同时，欧美地区日益增加的人工成本在不断削弱传统欧美电机制造商在亚太等新兴市场的竞争力，ABB 与西门子为代表的欧洲电机巨头从 17 年开始逐步实施“Go East”战略，将电机产能向东欧、印度和中国等低成本地区转移。与外资供应商相比，卧龙电驱通过收购南阳防爆集团、清江电机等公司，在国内产能上有着比外资更好的本土化布局，并且已于 18 年 10 月建成南阳防爆新厂区，成为全球最大规模的高压电机与防爆电机生产基地，欧洲地区工厂的制造成本通过人员精简也得到了大幅降低。在技术层面，通过吸收整合 ATB 及其下属多个品牌子公司的领先技术，卧龙电驱的整体技术实力已与西门子、ABB 等外资巨头相当。通过在全球设立研发中心进行产品联合开发，以中国作为主要制造基地进行大规模生产，并在东欧、墨西哥等接近欧美目标市场的低成本区域进行装配等辅助生产，公司实现了中国制造面向全球市场，产品技术国际领先的竞争优势。

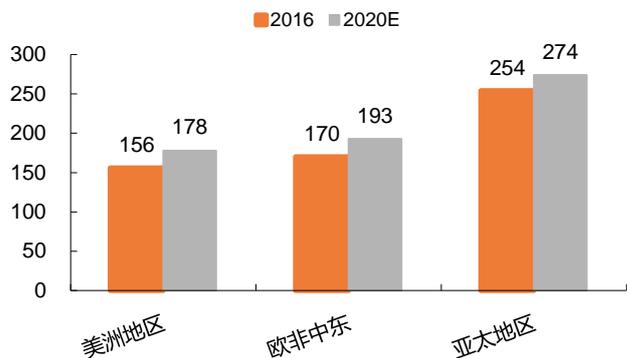
目前公司在全球高、低压电机市场份额均位居前列，并且市场份额仍在不断提升。**我们预计，在产能布局优势明显、技术实力明显增强的背景下，公司有望在近几年内实现成为全球电机行业 No.1 的战略目标。**

图表8 2017年全球电机市场区域分布



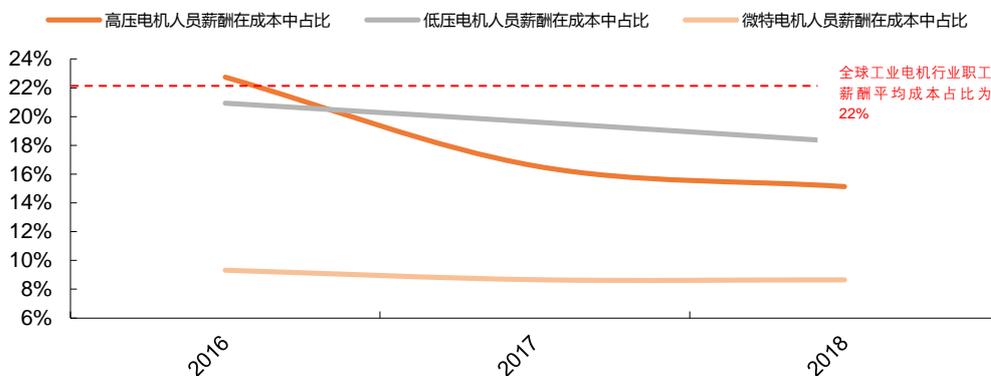
资料来源: IHS Markit、平安证券研究所

图表9 全球电机市场规模预测 单位: 亿美元



资料来源: IHS Markit、平安证券研究所

图表10 卧龙电驱职工薪酬在电机制造成本中占比

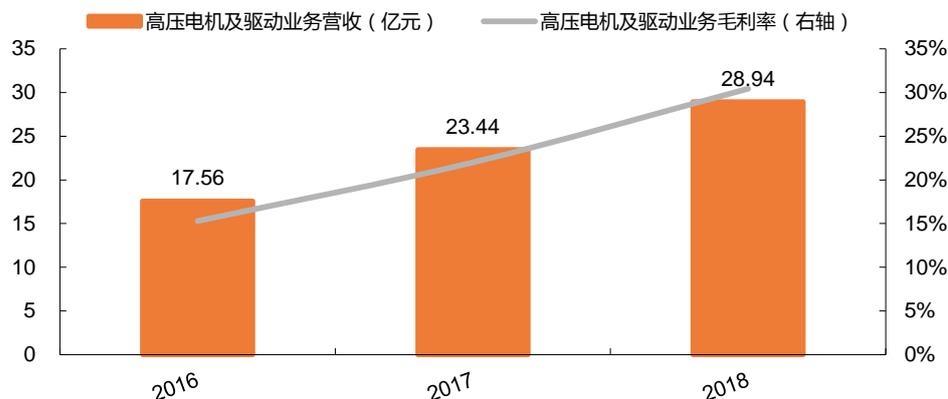


资料来源: Wind、IHS Markit、平安证券研究所

二、大型驱动业务: 项目型市场需求旺盛+内部业务融合完毕, 盈利能力持续上升

卧龙电驱的大型驱动业务包括以南阳防爆集团为主体的国内高压及特种电机业务、以荣信电气为主体的传动业务和以 ATB 为主体的海外高压及特种电机业务。近几年伴随下游行业的需求持续向好和公司内部完成对 ATB、南阳防爆的业务融合, 公司高压电机及驱动业务表现亮眼, 营收与毛利率均呈快速增长势头。

图表11 高压电机及驱动营收情况

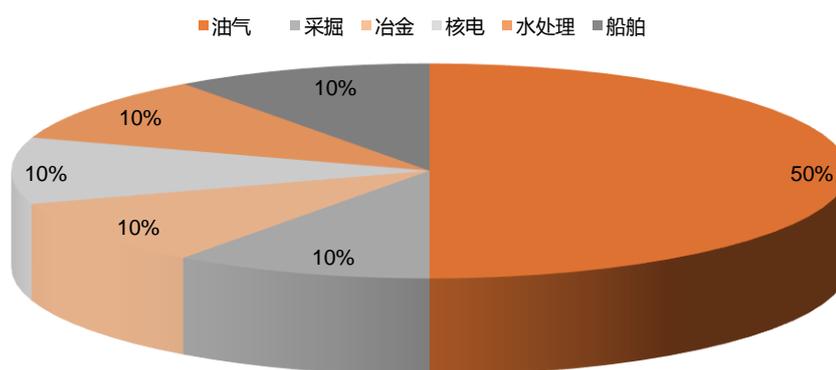


资料来源: Wind、平安证券研究所

2.1 油气、石化等行业高景气度催生强劲需求

公司的高压电机广泛应用在油气、冶金、采掘、核电等行业中，尤其是油气和石化产业链，由于南阳防爆和 ATB 在防爆电机领域拥有多年的产品研发制造经验，目前公司在国内高压防爆电机市场拥有超过 70% 的市场份额，来自油气与石化行业的收入占据公司大型驱动业务营收的 60% 左右，包括上游原油开采、中游运输和下游冶炼等环节，均需要使用大量的高压防爆电机和滑环电机等特种电机。近年来由于供给侧改革大幅改善了传统行业的盈利能力，并且按照 8 年左右的更换周期大多数产线已到设备更换周期，传统行业的技改需求从 17 年起持续释放，国内加大对原油和天然气开采力度的背景下需求快速增长，预计在未来三年左右时间，公司高压电机下游主要行业将维持较高景气度。

图表12 卧龙电驱高压电机下游主要行业营收占比



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表13 石油与天然气开采业固定资产投资增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表14 煤炭开采与选洗业固定资产投资增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表15 石油、煤炭加工业固定资产投资增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

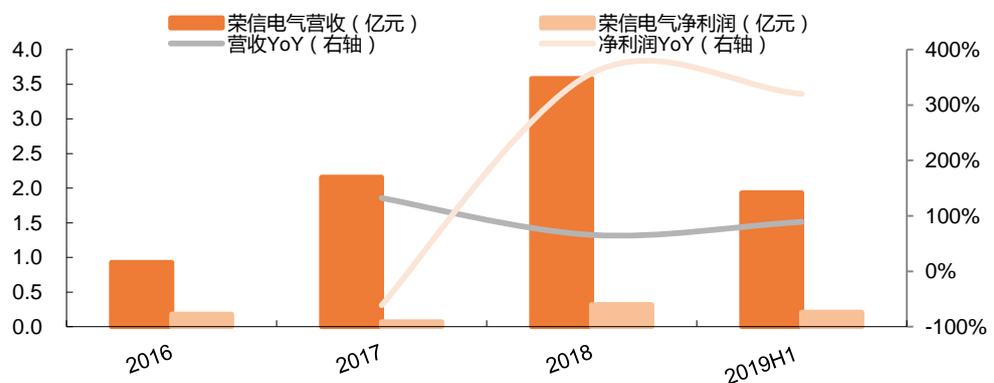
图表16 黑色金属冶炼业固定资产投资增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

除了以南阳防爆和 ATB 为主的高压电机业务以外，公司大型驱动业务板块的荣信电气传动公司是国内高压变频器的主要生产商之一，产品不仅与高压电机配套应用在电力、采矿、冶金等行业，公司还是国内港口高压岸电业务的主要供应商之一，已经中标厦门海沧新海达集装箱港等项目。在 17 年国内高压岸电设施安装建成约 30 套，平均每套价格在 1000 万元左右，预计至 2020 年，将建成 150 套高压岸电系统，并且伴随单套功率的提升，单个项目价值量会进一步上升。

图表17 荣信电气传动公司近三年营收与净利润

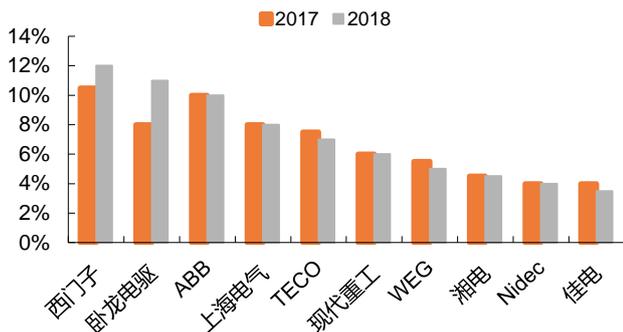


资料来源: Wind、平安证券研究所

2.2 内部业务整合增强协同效应，向全球龙头进军

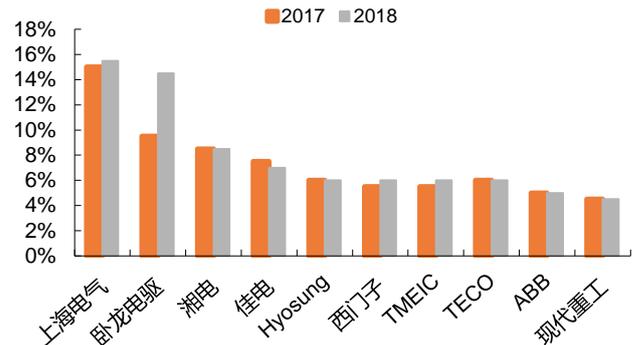
卧龙电驱在完成对奥地利 ATB 集团和国内南阳防爆集团的收购后，由于两家公司业务版图的庞杂，也曾有过短暂的由于文化融合、业务整合带来的阵痛，目前经过人员调整、产能转移和联合研发等管理措施，南阳防爆与 ATB 已经形成了在技术与制造能力上的有效互补，公司高压电机业务的竞争实力得到了进一步增强。根据 IHS Markit 的数据，2018 年卧龙电驱在全球高压电机市场的份额排名第二，仅次于西门子；在亚太市场份额仅略低于上海电气。

图表18 2017-2018 年全球高压电机市场份额



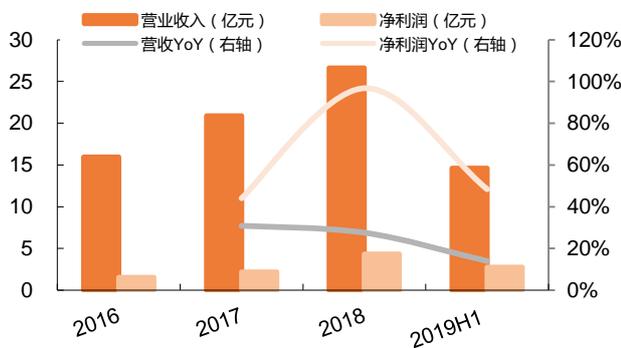
资料来源: IHS Markit、平安证券研究所

图表19 2017-2018 年亚太地区高压电机市场份额



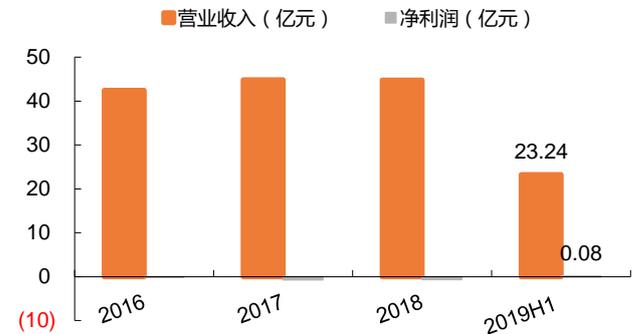
资料来源: IHS Markit、平安证券研究所

图表20 南阳防爆集团近三年业绩



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表21 ATB&OLI 公司近三年业绩



资料来源: Wind、平安证券研究所

公司 ATB 集团的净利润近几年受欧洲工厂裁员支出增加的影响较大，目前公司对 ATB 的人员调整已基本结束，19 年上半年 ATB&OLI 公司已经实现盈利，反映出调整结束后业绩已经恢复到平稳增长的轨道。

图表22 卧龙电驱近年裁员支出



资料来源: Wind、平安证券研究所

目前公司南阳防爆集团的新基地已顺利建成投产,该基地能够有效承接欧洲工厂向国内产能转移、GE 同步电机制造、TEFC 高压防爆电机等项目,成为全球最大的工业电机生产基地。至此,公司的高压电机业务已经实现了以国内的数字化智能制造生产基地为主,制造中心分布亚太、欧洲和美洲三大区域,产品技术全球联合开发的业务布局。公司在技术实力上与西门子、ABB 等外资旗鼓相当,超越国内同行;在制造端受益于产能布局 and 大规模生产带来的成本优势,公司全球化布局的优势尽显。

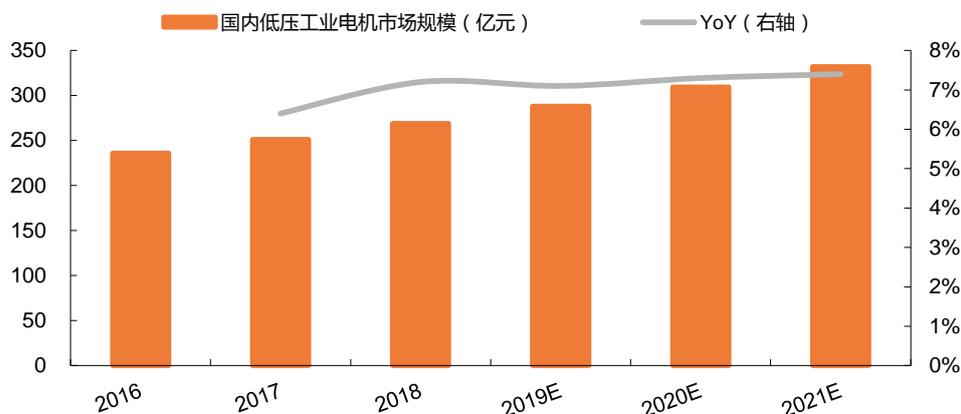
三、工业驱动业务:高效电机前景广阔,收购 GE 小型工业电机增强品牌影响力

3.1 市场向高效电机切换,公司市场份额进一步提升

根据 IHS Markit 的数据,目前全球工业电机市场规模约 1200 亿元,国内市场规模约为 270 亿元。由于在工业领域,电机耗电量约占工业用电量的 75%左右,提升工业电机的能效等级成为各国节能减排的重点措施之一。目前市场主流高效电机的效率等级为 IE3,相比普通电机能效可以提升超过 4 个百分点,美国和加拿大已分别于 2011 年和 2012 年强制要求工业电机满足 IE3 能效等级标准,国内和欧盟地区实施相对滞后,在 2016 年底及 2017 年初开始推广 IE3 能效等级标准。

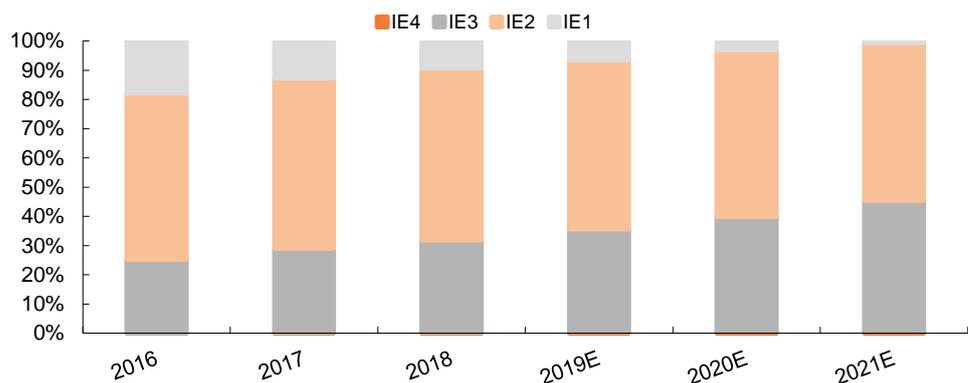
由于 IE3 高效电机平均价格比普通电机高 15%左右,故在标准实施之初替代相对缓慢;目前随着国家环保监督措施愈发严格,加上高效电机能耗降低已为用户带来明显的电费降低效果,高效电机占比在逐步提升。根据 IHS 的预测,国内最早有望在 2020 年将 IE3 能效等级作为强制标准实施,我们预计,未来三年将是高效电机替代普通电机的加速期,而能效等级更高的 IE4 等级电机占比也将得到快速提升。市场向高效电机的切换,一方面将提高单台电机的价值量,另一方面将淘汰一部分技术储备不足的中小电机厂商,市场集中度将得到提升。卧龙电驱较早就开始布局高效电机市场,公司目前除了有符合 IE3 标准的 WE3 系列高效电机外,还有 IE4 能效等级的 WE4 超高效电机以及符合北美 NEMA Premium 能效等级的 NSHE 系列电机。

图表23 国内低压工业电机市场规模



资料来源: IHS Markit、平安证券研究所

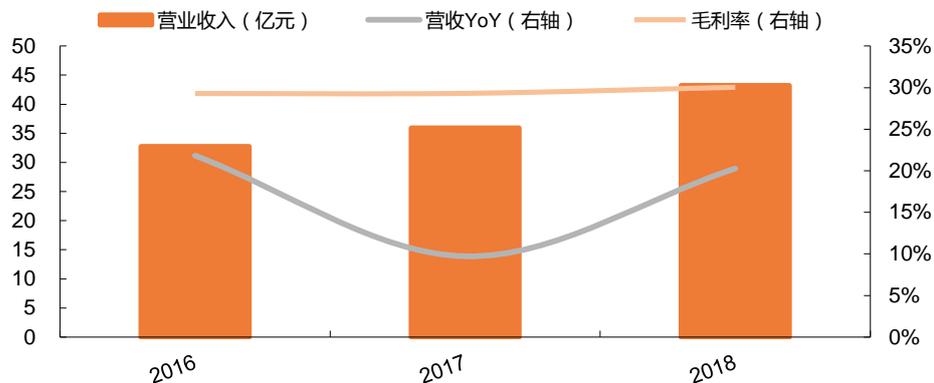
图表24 国内不同能效等级电机占比



资料来源: IHS Markit、平安证券研究所

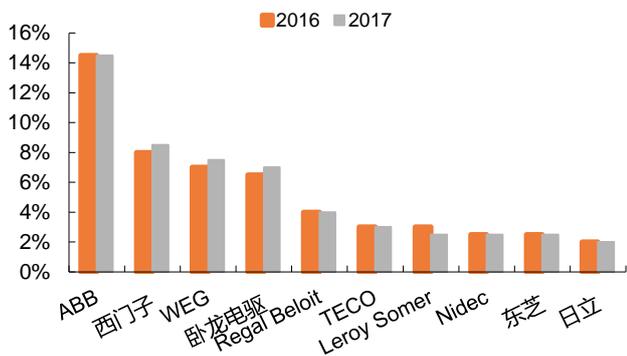
公司的低压工业电机业务不仅受益于国内高效电机替换带来的更新迭代需求，下游食品饮料、石化等行业对粉尘防爆、气体隔爆等特种电机的需求亦推动了工业电机业务的持续增长。根据 IHS Markit 的数据，公司目前在全球低压工业电机领域市场份额排名第四，在亚太区已经超越西门子、ABB 等外资企业，市占率排名第一。

图表25 卧龙电驱低压电机及驱动业务营收情况



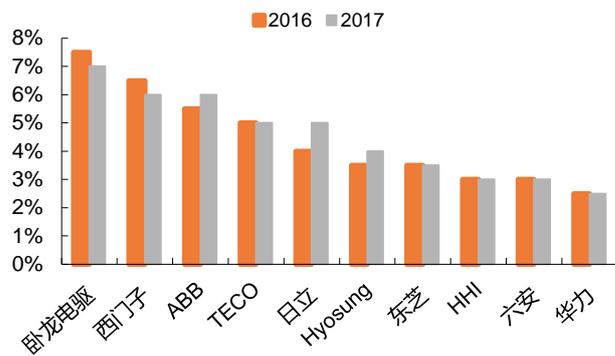
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表26 2016-2017 年全球低压工业电机市场份额



资料来源: IHS Markit、平安证券研究所

图表27 2016-2017 年亚太地区低压工业电机市场份额

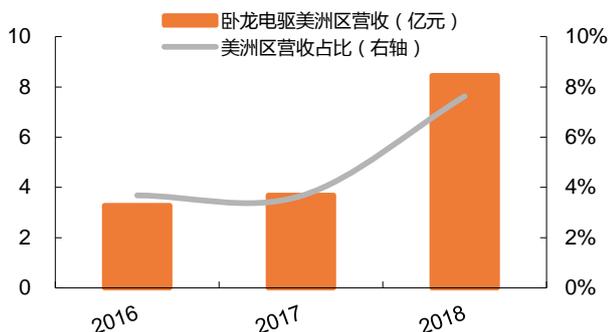


资料来源: IHS Markit、平安证券研究所

3.2 收购 GE 小型工业电机业务，提升品牌影响力和完善产能布局

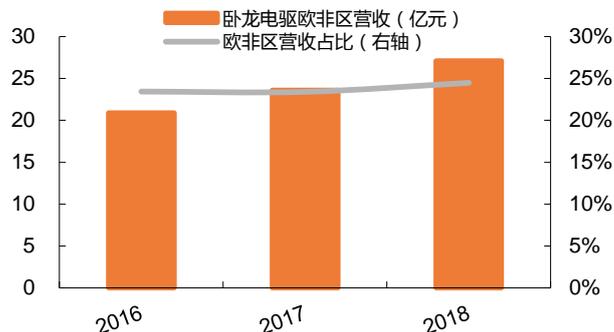
卧龙电驱在 2018 年完成了对 GE 小型工业电机业务的收购，获得了 GE 墨西哥蒙特雷工厂和 GE 品牌十年使用权等资产，主要产品包括 1~1750 马力的低压电机和 TEFC 中压电机。通过本次收购，公司获得了进入美洲市场的生产基地和销售渠道，有助于公司扩大在北美地区的销售。目前美洲市场占全球工业电机市场份额接近 30%，卧龙电驱之前的布局主要是在欧洲地区，由于欧洲地区电机设计制造所采用的 IEC 标准与国内 GB 标准基本是一致的，对于彼时处于全球化起步阶段的卧龙而言，可以很好的进行技术消化和扩大规模效应；北美地区所采用的电机设计制造标准是美国的 NEMA 体系，本次对 GE 业务的收购，则是卧龙电驱完成全球布局的重要一环。

图表28 卧龙电驱美洲区近三年业绩



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表29 卧龙电驱欧非区近三年业绩



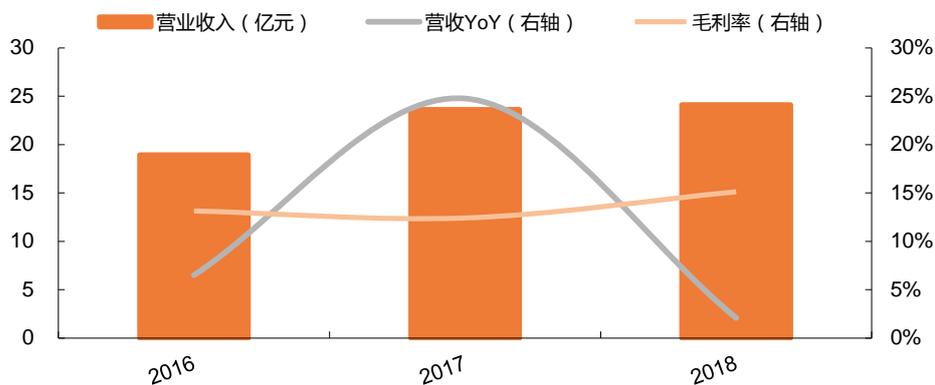
资料来源: Wind、平安证券研究所

除了完善公司的全球布局,实现对亚太、欧洲及中东、美洲三大市场的全面覆盖以外,本次对 GE 的收购使得卧龙电驱获得了十年 GE 品牌的使用权,可以有效的提升公司产品在国内低压工业电机分销渠道的影响力。由于低压电机属于制造业的基础设备,下游应用行业非常分散,除了少量特种应用的非标电机外,绝大部分为按照机座号和功率段设计的标准产品,故超过 70%以上的低压电机是通过分销渠道进行销售。在过往的销售模式中公司主要通过项目型市场竞标方式进行产品销售,并且防爆类电机占据了一定的比重,在分销渠道建设上投入较少,而西门子在国内市场除了在冶金、起重、船舶等重点行业部分采用直销外,均为通过代理商渠道进行销售。相比于项目型市场客户对产品性能参数、价格、服务等逐一考量,分销渠道客户在选择工业标准电机时更加注重品牌。公司通过在国内分销渠道采用 GE 品牌进行销售,将能够较好的进入中高端市场与西门子、ABB 品牌进行竞争,在品牌影响力相当的情况下产品更具价格优势。

四、 日用电机业务：家电行业需求稳定，产品向无刷直流电机切换

家电行业需求稳定,有望明年再次迎来增长。公司日用电机业务主要是微特电机及驱动产品的制造和销售,主要应用在家电、电子设备、医疗、汽车等行业,尤其是家电行业,占据微特电机市场需求的 30%以上。根据产业信息网的数据,2017 年我国微特电机产量超过 127 亿台,至 2020 年有望达到 150 亿台。卧龙电驱的微特电机主要应用在空调、洗衣机、厨电等产品中,前两年在家电景气周期的推动下,公司的微特电机及驱动业务增速较快,从 18 年开始主要家电产品产量有所回落,但仍保持较为稳定的需求。在房屋新开工面积持续保持高位的背景下,我们预计竣工面积与开工面积的剪刀差将逐步收敛,家电产品作为地产后周期产品,有望在 2020 年需求再次上升,公司的微特电机业务将从中受益。

图表30 卧龙电驱微特电机业务近三年营收情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表31 我国冰箱产量



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表32 我国家用空调产量



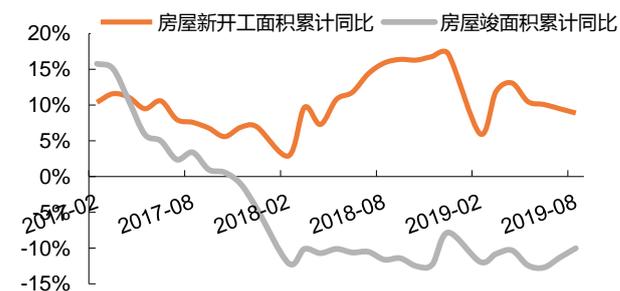
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表33 我国洗衣机产量



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表34 我国房屋新开工与竣工面积累计同比



资料来源: Wind、平安证券研究所

客户群体拓展+产品切换,提升单台价值量。公司微特电机产品主要使用在家用电器中,主要客户包括格力、美的、海尔等国内家电龙头企业,近两年公司加大对行业龙头客户的拓展,开拓了大金、松下等海外客户,与国内客户相比,外资家电企业所采购产品的价值量更高。伴随变频空调、变频冰箱的渗透率逐步提升,公司无刷直流电机的占比在持续提升,在上虞工厂的出货占比中已经达到50%;与传统直流电机相比,无刷直流电机具有电子控制回路,在调速、节能方面都有明显优势,

单台售价比传统电机高约 1/3，能够明显提升单品价值量。目前消费者对家电产品的能效愈发重视，变频空调销量占比已经超过 50%，变频洗衣机占比亦达到 30%左右，其销量呈快速增长势头，将为公司无刷直流电机带来持续的需求。

图表35 我国变频空调销量



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表36 我国变频洗衣机销量



资料来源: Wind、平安证券研究所

五、EV 电机业务：电机龙头优势显著，率先进入国际一线品牌供应链

公司从 2011 年开始发展新能源汽车驱动电机业务，在 2015 年与上海大郡合资成立浙江卧龙大郡新动力电机有限公司，采取大郡提供电控、卧龙提供电机的方式进行合作。由于上海大郡在新能源汽车领域深耕多年，积累了北汽、吉利、金龙等众多客户，公司借助大郡的客户资源，成功进入北汽供应链，成为北汽畅销车型 EC 系列的主要电机供应商。凭借在电机行业多年积累的技术经验和规模化生产带来的成本优势，公司还在新能源汽车行业拓展了宇通、金龙等龙头客户，EV 电机业务一直保持较快增速，成为公司未来增长的一个重要动力。

图表37 卧龙电驱 EV 电机主要客户



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

18 年我国新能源汽车销量为 125.6 万台，预计至 2025 年，新能源汽车销量将达到 700 万台，驱动电机的市场规模也随之快速增长。目前乘用车和客车单台电机价值量分别在 3000 元和 1 万元左右，市场上的主要供应商可以分为整车厂自供、新能源汽车专业配套商和由其他领域向新能源汽车产业延伸的厂商这三类。与其他供应商相比，卧龙电驱的优势在于其在工业电机领域的深厚技术积累和

大规模生产带来的采购和制造成本降低，全球化的研发和生产平台使得公司也更容易拓展海外车企客户。

图表38 我国驱动电机装机量



资料来源：盖世汽车、平安证券研究所

近期卧龙电驱获得了德国采埃孚新能源汽车驱动电机供应商定点函，合同金额预估为 22.59 亿元。我们认为，公司率先进入国际一线品牌的供应链，显示出公司作为全球电机龙头，在产品研发、质量保证和供应能力等方面均具备明显优势：

- (1) 公司是国内最大的电机制造商，从微特电机到高压电机有全产品线覆盖，并且在防爆电机、高温消防电机、高速电机等特种电机领域积累了丰富的技术经验，考虑到驱动电机本质上是低压电机的一种特殊应用，公司在产品研发和制造上技术优势明显。
- (2) 公司全球联合研发的模式，使得其在产品研发、测试、质量控制等环节的流程与外资更为接近，易于与外资车企及零部件供应商对接，进入其全球供应链。
- (3) 公司具有优秀的保供应能力，对于整车企业来说，驱动电机稳定的质量和制造商可靠的供应能力都是其选择供应商的重要考量，公司多年来在核电、军工等对交付质量要求极高的行业有着良好的供应记录，并且新建设的 EV 电机智能制造工厂在 18 年通过了工信部的验收，年产能超过 10 万台，能够较好的保障产品的质量和供货的可靠性。

公司本次获得采埃孚大单，成为国内电机电控行业中率先进入国际一线品牌的企业，具备良好的示范效应。我们判断，未来电机电控市场仍将是整车厂和第三方供应商并存的格局。公司作为电机龙头企业通过技术、质量和产能所构筑的竞争壁垒使得公司有望持续获得来自国际品牌的订单，伴随新能源汽车销量的不断增长，EV 电机业务将成为公司未来成长重要驱动力。

六、盈利预测与评级

公司从 16 年开始重新聚焦电机主业发展后，公司业绩持续向好。近年来通过外延并购和业务整合，公司已经初步完成了全球化布局，在产品研发与制造上的实力突飞猛进，作为行业龙头在国内和海外市场的竞争中，品牌优势和低成本产能优势在逐渐显现。我们预计，在下游需求良好和公司内部业务协同效应日益明显的内外部因素作用下，公司的传统电机业务在未来三年仍将保持较好的业绩增速；与此同时，公司在大力发展新能源汽车驱动电机业务，已率先进入国际一线品牌的供应链，未来的市场空间巨大。我们预测公司 19/20/21 年的 EPS 分别为 0.66/0.75/0.86 元，对应 10 月 16 日收盘价 PE 分别为 12.9/11.4/9.9。首次覆盖，给予“推荐”评级。

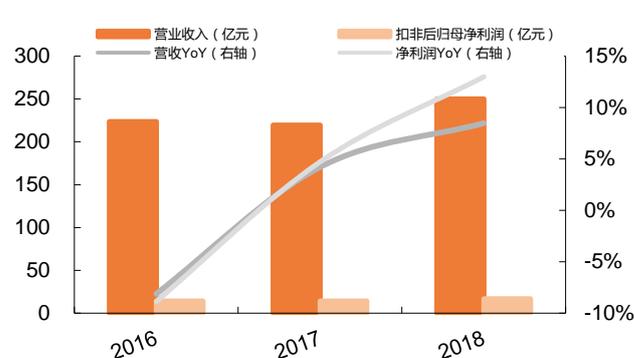
公司目前已是国内电机行业龙头，并在全球市场向行业第一迈进，参考美国最大电机制造商雷勃电气（Regal Beloit）的估值水平，近三年雷勃电气的平均 PE 为 16 倍，但是美洲市场只占据全球电机市场的 30%，并且雷勃电气的营收和净利润增速远低于卧龙电驱，考虑到公司的成长性，我们认为公司传统电机业务的合理估值在 20 倍左右。

图表39 美国雷勃电气近三年估值情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表40 美国雷勃电气营收与净利润增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

目前公司正在大力拓展新能源汽车驱动电机业务，并且已率先成为采埃孚驱动电机的供应商，我们认为伴随公司 EV 电机业务的快速发展，公司估值存在切换的可能性。参考从工业自动化向新能源汽车电控拓展的汇川技术和正在大力发展高压直流继电器业务的继电器龙头宏发股份，公司合理 PE 有望进一步上升至 25-30 倍左右。

图表41 可比公司估值

单位: 元、元/股、倍

代码	简称	最新收盘价			EPS			PE		
		2019/10/16	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
300124	汇川技术	23.85	0.70	0.81	0.95	34.1	29.4	25.1		
600885	宏发股份	24.79	0.94	1.05	1.23	26.4	23.6	20.2		

资料来源: Wind、平安证券研究所

图表42 公司主要产品营收拆分预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
高压电机及驱动					
营收 (百万元)	2344.36	2893.83	3356.84	3860.37	4323.61
YoY	33.50%	23.44%	16.00%	15.00%	12.00%
毛利率	22.00%	30.43%	31.09%	30.91%	30.30%
低压电机及驱动					
营收 (百万元)	3591.30	4319.15	4923.83	5760.88	6855.45
YoY	9.72%	20.27%	14.00%	17.00%	19.00%
毛利率	29.31%	30.04%	29.55%	29.97%	29.03%
微特电机及驱动					
营收 (百万元)	2361.60	2410.48	2482.79	2582.11	2711.21
YoY	24.76%	2.07%	3.00%	4.00%	5.00%
毛利率	12.41%	15.12%	14.04%	13.63%	13.71%

资料来源: Wind、平安证券研究所

七、风险提示

1. 公司高压电机业务依赖于油气、冶金、石化等行业的固定资产投资，而油气行业投资增速与国际油价、国家政策相关性较高，若油价大幅下跌或者国家政策发生大幅变化，则下游行业需求可能会放缓，将对公司营收造成不利影响。
2. 公司生产电机的主要原材料包括铜、钢、铁等金属材料，若主要原材料价格大幅上升，尽管公司具备一定的向产业链上下游转移成本的能力，但是仍会导致公司产品物料成本显著攀升，将影响公司的毛利率，进而对公司的净利润产生负面影响。
3. 公司的业务分布在国内、欧洲和美洲地区，受国际形势影响较大，若全球经济下行导致需求下降或者不同地区的市场准入政策出现较大变化，均可能对公司的业务产生负面影响，最终影响公司的整体业绩表现。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9608	12796	14532	16581
现金	1558	3722	4226	4816
应收票据及应收账款	4291	4532	5487	5931
其他应收款	897	1367	1204	1726
预付账款	195	305	262	384
存货	2460	2663	3144	3515
其他流动资产	208	208	208	208
非流动资产	8847	9232	9673	10122
长期投资	248	320	395	472
固定资产	3685	3935	4243	4592
无形资产	1352	1417	1480	1492
其他非流动资产	3562	3559	3556	3566
资产总计	18455	22028	24205	26703
流动负债	9107	12257	13828	15604
短期借款	3680	7164	7595	9041
应付票据及应付账款	3430	3413	4344	4552
其他流动负债	1997	1680	1889	2011
非流动负债	2879	2556	2231	1886
长期借款	2040	1717	1393	1047
其他非流动负债	839	839	839	839
负债合计	11986	14813	16059	17490
少数股东权益	425	513	591	665
股本	1293	1293	1293	1293
资本公积	1862	1862	1862	1862
留存收益	3392	4129	4946	5857
归属母公司股东权益	6043	6702	7555	8548
负债和股东权益	18455	22028	24205	26703

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	975	431	1595	760
净利润	688	941	1043	1187
折旧摊销	411	403	461	509
财务费用	216	231	267	283
投资损失	-56	-40	-42	-45
营运资金变动	-388	-1002	-118	-1157
其他经营现金流	103	-102	-17	-17
投资活动现金流	-1450	-646	-844	-896
资本支出	808	313	367	372
长期投资	-29	-72	-42	-77
其他投资现金流	-671	-406	-519	-602
筹资活动现金流	-7	-1105	-679	-719
短期借款	461	0	0	0
长期借款	-501	-323	-324	-345
普通股增加	4	0	0	0
资本公积增加	-6	0	0	0
其他筹资现金流	34	-782	-354	-374
现金净增加额	-518	-1320	73	-856

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11076	12414	14097	16066
营业成本	8182	9034	10241	11745
营业税金及附加	69	77	96	107
营业费用	745	832	916	1012
管理费用	913	1018	1128	1253
研发费用	256	286	310	353
财务费用	216	231	267	283
资产减值损失	63	25	21	16
其他收益	53	11	11	12
公允价值变动收益	49	100	15	15
投资净收益	56	40	42	45
资产处置收益	5	2	2	2
营业利润	795	1065	1187	1370
营业外收入	23	40	50	60
营业外支出	30	15	10	10
利润总额	788	1090	1227	1420
所得税	100	149	184	233
净利润	688	941	1043	1187
少数股东损益	51	88	78	75
归属母公司净利润	637	852	966	1113
EBITDA	1511	1804	2068	2337
EPS (元)	0.49	0.66	0.75	0.86

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	9.8	12.1	13.6	14.0
营业利润(%)	2.8	34.0	11.5	15.4
归属于母公司净利润(%)	-4.3	33.9	13.3	15.2
获利能力				
毛利率(%)	26.1	27.2	27.4	26.9
净利率(%)	5.7	6.9	6.9	6.9
ROE(%)	10.6	13.0	12.8	12.9
ROIC(%)	7.3	7.2	7.7	7.7
偿债能力				
资产负债率(%)	64.9	67.2	66.3	65.5
净负债比率(%)	87.0	86.9	72.4	69.8
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.66	0.75	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.33	1.23	0.59
每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.18	5.84	6.61
估值比率				
P/E	17.3	12.9	11.4	9.9
P/B	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.3	9.9	8.5	7.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033