

卧龙电驱 (600580)

与采埃孚签署设立合资公司备忘录，EV电机腾飞在即

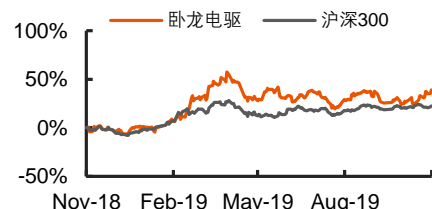
推荐 (维持)

现价: 9.21 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)	119.10
流通 A 股市值(亿元)	118.86
每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	62.6

行情走势图



相关研究报告

《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》 2019-10-17

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。

投资要点

事项:

公司与采埃孚中国于2019年11月18日签署《关于设立合资公司的备忘录》，合资公司的初始注册资本为5385万欧元，其中公司认缴3985万欧元并以汽车电机业务的全部资产出资，占合资公司注册资本的74%；采埃孚中国认缴1400万欧元并以现金出资，占合资公司注册资本的26%。

该备忘录为公司与采埃孚合作的框架性文件，对任何一方都不具有法律约束力。

平安观点:

- **与采埃孚合作更进一步，EV电机业务腾飞在即**：公司在今年6月份获得采埃孚驱动电机供应商定点函，进入国际一线车企供应链，预估订单价值22.59亿元。本次与采埃孚签署设立合资公司备忘录，标志着公司与采埃孚的合作更进一步；目前采埃孚在电机电控领域的客户包括奔驰、菲亚特等多家车企，随着公司与采埃孚合作的不断深入，有望成为更多国际一线车企新能源车型的驱动电机供应商。在2020年后全球主流车企将迎来新能源车型投放周期，预计至2025年全球新能源车销量将达到1100万辆以上；采埃孚作为电驱动领域的Tier1供应商，预计将占据较多市场份额，若公司与采埃孚设立合资公司事项顺利推进，公司EV电机业务有望进入高速成长期，可达市场空间巨大。
- **全球电机龙头实力雄厚，EV电机业务有望复制在工业电机领域的成功**：公司目前在工业电机领域已经成为全球龙头，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。我们认为，公司今年率先进入国际豪华品牌驱动电机供应链，并且与采埃孚的深度合作在不断推进，验证了我们对公司作为全球电机龙头竞争力的判断；与竞争对手相比，公司的优势包括：a) 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

	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)	17.9	18.7	14.0	12.3	10.7
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4

定性和可靠性行业领先，保供应能力远超同行。我们认为，公司作为全球电机龙头通过“技术+规模”建立起来的竞争壁垒，有望帮助公司在驱动电机领域复制在工业电机领域的成功。

- **全球电机行业西退东进，公司市占率持续提升：**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。近两年随着外资竞争对手纷纷关闭欧洲工厂和削减电机业务投入，以及公司“本土制造+全球技术”带来的竞争优势逐步显现，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。18年公司高压电机业务全球市占率 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；低压电机业务在亚太区市占率已经排名第一，全球市占率随着对 GE 工业电机业务的收购和协同效应逐步显现，距离超越 ABB 也仅一步之遥。我们认为，公司在全球电机行业的优势地位在不断稳固，市占率有望持续提升。
- **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。目前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；本次与采埃孚签署设立合资公司备忘录，进一步验证了公司在驱动电机领域的竞争力。若合资事项顺利推进，公司驱动电机业务有望进入快速成长期，未来市场空间巨大。出于审慎原则，我们暂不考虑本次与采埃孚合作对公司盈利能力的影响，维持对公司 19/20/21 年的 eps 预测分别为 0.66/0.75/0.86 元，对应 11 月 19 日收盘价 PE 分别为 14.0/12.3/10.7。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 若公司与采埃孚设立合资公司事项后续推进不达预期，可能会对公司驱动电机业务产生负面影响。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。

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	18.7	14.0	12.3	10.7
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.9	10.4	8.9	8.1

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

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

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

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