

卧龙电驱（600580）：19年预盈幅度略低预期，长期看好与ZF的合作

2020年01月21日

强烈推荐/维持

卧龙电驱 公司报告

报告摘要：

公告概述

公司预计，2019年度实现归母净利润9.78亿元左右，同比增长约53.58%；扣除非经常性损益的净利润约7.01亿元，同比增长19.51%。业绩略低于我们此前预期。

投资要点

对红相股份的持股已转成长期股权投资核算。通过Wind查询，公司目前为红相股份第二大股东，持其12.56%股权，目前所持4501.34万股股份为限售股，通过定向增发获得，预计2020年10月13日解禁。公司此前曾于2019年中报P128披露，公司自2019年5月30日起，对红相股份的股权投资从交易性金融资产转换为长期股权投资核算，以该日股份的公允价值作为改按长期股权投资的初始成本。据此次公告，红相股份等重新分类核算的金融资产2019年预计产生公允价值变动收益2.5399亿元。

与采埃孚（ZF）深度合作，拓展国际新能源汽车电机市场。据2019年11月20日公告，公司与采埃孚中国就设立合资公司相关事项签署《备忘录》，公司认缴额在合资公司注册资本中占比74%；据当日微信公众号“卧龙集团”文章信息，合资公司总部将设在中国上虞，同时特许在欧洲的塞尔维亚及北美地区设立制造工厂，产品范围包括应用于电动车、插电式混合动力车和微混混合动力车的汽车牵引电机。我们看好公司与ZF在国际市场的合作前景，预计2019~2021年公司新能源汽车电机业务收入将分别达到3.55亿元、6.20亿元、10.05亿元，2025年有望冲刺50亿元。

维持“强烈推荐”评级：我们预计，公司将于2019~2021年实现归母净利润9.78亿元、9.96亿元、11.99亿元，对应当前股本下EPS 0.76、0.77、0.93元，对应2019.1.20收盘价的P/E分别为16.5、16.2、13.5倍。

风险提示：公司新能源电机业务经营或低预期；成本费用管控或不达预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,086.	11,076.0	12,353.3	13,845.0	15,547.6
增长率(%)	13.15%	9.82%	11.53%	12.08%	12.30%
归母净利润(百万元)	665.22	636.81	978.00	996.06	1,199.09
增长率(%)	162.51	-4.27%	53.58%	1.85%	20.38%
净资产收益率(%)	11.75%	10.54%	14.49%	13.42%	14.50%
每股收益(元)	0.51	0.49	0.76	0.77	0.93
P/E	24.24	25.32	16.49	16.19	13.45
P/B	2.85	2.67	2.39	2.17	1.95

资料来源：Wind，公司财报，东兴证券研究所

公司简介：

公司主营电机，在工业电机领域位列全球第三。

未来3-6个月重大事项提示：

2020.4.29 披露2019年年报。

交易数据

52周股价区间(元)	12.47-6.78
总市值(亿元)	162.26
流通市值(亿元)	161.94
总股本/流通A股(万股)	130121/129866
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.15

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024 liyish@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554033 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480119070043

1. 与 ZF 在汽车电机领域的合作进展

公司在新能源汽车电机领域布局多年, 已成为中国市场的重要供应商。据微信公众号“卧龙集团”2019年12月18日文章相关信息, 公司承担工信部新能源汽车电机智能制造新模式应用项目, 建成年产20万台新能源汽车电机的数字化工厂。据2018年年报披露, 公司2018年新能源汽车驱动电机产量接近8万台, 为北汽、东风小康、上汽通用五菱、众泰等乘用车客户, 以及宇通、福田、中通、厦门金龙、南京金龙等商用车客户供货。

据公告, ZF (采埃孚) 公司成立于1915年, 在40个国家拥有约230个生产基地, 是全球最大的汽车供应商之一。据ZF官网, ZF在新能源汽车领域已与梅赛德斯-奔驰、宝马、菲亚特·克莱斯勒等一线车企开展合作。据微信公众号“卧龙集团”2019年11月20日文章相关信息, ZF早在2016年初就成立了电驱动技术事业部, 截至彼时在全球范围内拥有超过9000名员工。

据2019年6月11日公告, 公司与ZF签订定点函, 将为其提供新能源汽车电机及其零部件, 对应车型在其生命周期内销售预估金额为22.59亿元, 于2020~2026年履约。据2019年11月20日公告, 公司与采埃孚中国就设立合资公司相关事项签署《备忘录》, 公司认缴3,985万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%, 采埃孚中国认缴额占比26%。据当日微信公众号“卧龙集团”文章信息, 合资公司总部将设在中国上虞, 同时特许在欧洲的塞尔维亚及北美地区设立制造工厂, 产品范围包括应用于电动车、插电式混合动力车和微混混合动力车的汽车牵引电机。

我们认为, 若与ZF的合资公司组建后运营顺利, 公司后续有望获得更多来自ZF的新能源电机相关产品订单。展望未来, 如经营顺利, 新能源汽车市场将成为公司电机业务未来十年的重要增长点, 公司亦将借助与ZF的合作打开欧洲市场, 提高在该领域的国际认可度与品牌价值。我们预计, 2019~2021年公司的新能源汽车电机业务收入将分别达到3.55亿元、6.20亿元、10.05亿元, 2025年有望冲刺50亿元。

2. 收入与成本预测

我们对公司2018-2021年的收入与毛利率统计与预测, 如表1所示。其中, 新能源汽车电机归类于“低压电机及驱动”业务分项。

表1: 公司分项业务收入与成本预测 (至2021年)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,076.03	12,353.33	13,845.07	15,547.65
年增速	9.82%	11.53%	12.08%	12.30%
综合毛利率	26.13%	26.64%	27.09%	27.04%
业务1: 高压电机及驱动				
营业收入 (百万元)	2,893.83	3,162.01	3,399.16	3,643.90
年增速	23.44%	9.27%	7.50%	7.20%
毛利率	30.43%	30.68%	30.60%	30.60%
业务2: 低压电机及驱动				

营业收入 (百万元)	4,319.15	5,246.58	6,245.32	7,474.12
年增速	20.27%	21.47%	19.04%	19.68%
毛利率	30.04%	30.06%	30.61%	30.12%
业务 3: 微特电机及控制				
营业收入 (百万元)	2,410.48	2,699.25	2,920.59	3,139.63
年增速	2.07%	11.98%	8.20%	7.50%
毛利率	15.12%	17.33%	17.50%	17.50%
业务 4: 电池				
营业收入 (百万元)	475.68	492.05	500.00	510.00
年增速	14.95%	3.44%	1.62%	2.00%
毛利率	17.71%	16.86%	17.20%	17.20%
业务 5: 贸易				
营业收入 (百万元)	411.30	290.49	300.00	300.00
年增速	34.26%	-29.37%	3.27%	0%
毛利率	4.83%	4.35%	4.35%	4.35%
业务 6: 其他 (主营)				
营业收入 (百万元)	274.05	167.96	180.00	180.00
年增速	155.72%	-38.71%	7.17%	0%
毛利率	42.48%	45.00%	45.00%	45.00%
非主营业务				
营业收入 (百万元)	291.53	295.00	300.00	300.00
年增速	-69.68%	1.19%	1.69%	0%
毛利率	44.98%	32.70%	32.70%	32.70%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所预测

3. 风险提示

公司新能源汽车电机业务经营或低预期; 成本费用管控或不达预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	9,321.01	9,608.0	10,671.	11,986.37	13,473.32	营业收入	10,086.04	11,076.03	12,353.33	13,845.07	15,547.65
货币资金	2,081.13	1,558.1	2,143.4	2,174.98	2,570.05	营业成本	7,920.84	8,182.08	9,062.07	10,094.97	11,343.29
应收账款	2,659.36	3,199.3	3,412.7	3,912.06	4,344.19	营业税金及附	75.27	68.88	84.51	90.41	103.94
其他应收款	1,115.87	890.14	992.80	1,112.68	1,249.51	营业费用	763.58	744.69	815.32	865.32	963.95
预付款项	250.96	194.76	194.78	160.12	140.66	管理费用	937.41	912.61	1,020.39	1,142.18	1,262.47
存货	2,179.62	2,459.5	2,482.7	2,900.15	3,183.27	财务费用	265.19	216.24	359.53	305.23	266.10
其他流动资产	105.06	207.83	272.02	386.93	495.30	研发费用	0.00	256.25	285.80	320.32	359.71
非流动资产合计	7,454.46	8,846.5	7,429.3	7,065.28	6,705.32	资产及信用减值损失	48.24	63.40	35.00	36.09	37.28
长期股权投资	205.52	247.97	247.97	247.97	247.97	公允价值变动收益	2.03	48.54	299.79	0.00	0.00
固定资产	2,827.64	3,684.6	3,389.8	3,095.07	2,800.30	投资净收益	656.98	56.42	80.00	90.30	94.50
无形资产	965.09	1,238.7	1,164.4	1,094.55	1,028.88	加: 其他收益	37.54	53.34	58.30	64.03	70.47
其他非流动资产	133.57	149.48	0.00	0.00	0.00	营业利润	773.13	794.71	1,126.56	1,144.89	1,375.87
资产总计	16,775.47	18,454.	18,101.	19,051.66	20,178.64	营业外收入	266.76	23.39	20.00	22.00	24.00
流动负债合计	7,412.86	9,107.3	8,251.3	8,536.97	8,827.11	营业外支出	154.18	29.61	25.00	25.00	25.00
短期借款	3,218.94	3,680.2	2,750.4	2,450.07	2,283.72	利润总额	885.71	788.48	1,121.56	1,141.89	1,374.87
应付账款	2,080.17	2,416.5	2,493.5	2,859.19	3,166.99	所得税	214.29	100.46	143.56	145.82	175.78
预收款项	377.50	337.82	414.28	432.32	490.56	净利润	671.41	688.02	978.00	996.06	1,199.09
一年内到期非流动负债	373.69	785.84	785.84	785.84	785.84	少数股东损益	6.19	51.21	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3,315.87	2,878.6	2,674.9	2,669.13	2,659.08	归属母公司净利润	665.22	636.81	978.00	996.06	1,199.09
长期借款	2,541.17	2,040.1	2,040.1	2,040.12	2,040.12	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
负债合计	10,728.73	11,986.	10,926.	11,206.09	11,486.20	成长能力					
少数股东权益	387.08	425.17	425.17	425.17	425.17	营业收入增长	13.15%	9.82%	11.53%	12.08%	12.30%
实收资本(或股本)	1,288.90	1,293.1	1,293.1	1,293.16	1,293.16	营业利润增长	141.65%	2.79%	41.76%	1.63%	20.18%
资本公积	1,867.48	1,861.8	1,861.8	1,861.88	1,861.88	归母净利润增长	162.51%	-4.27%	53.58%	1.85%	20.38%
未分配利润	2,599.98	3,095.3	3,789.0	4,505.36	5,361.79	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5,659.67	6,043.4	6,749.6	7,420.39	8,267.28	毛利率(%)	21.47%	26.13%	26.64%	27.09%	27.04%
负债和所有者	16,775.47	18,454.	18,101.	19,051.66	20,178.64	净利率(%)	6.66%	6.21%	7.92%	7.19%	7.71%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利率	3.97%	3.45%	5.40%	5.23%	5.94%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	11.75%	10.54%	14.49%	13.42%	14.50%
经营活动现金	316.73	974.71	810.27	921.07	1,139.55	偿债能力					
净利润	671.41	688.02	978.00	996.06	1,199.09	资产负债率	63.95%	64.95%	60.36%	58.82%	56.92%
折旧摊销	1,258.78	1,540.1	0.00	294.77	294.77	流动比率	1.26	1.05	1.29	1.40	1.53
财务费用	265.19	216.24	359.53	305.23	266.10	速动比率	0.96	0.78	0.99	1.06	1.17
应付账款的变化	330.65	-540.03	-213.37	-499.30	-432.13	营运能力					
预收账款的变化	160.99	-39.69	76.46	18.04	58.24	总资产周转率	0.61	0.63	0.68	0.75	0.79
投资活动现金	-693.40	-1,450.	1,288.9	-57.39	-54.38	应收账款周转率	3.57	3.78	3.74	3.78	3.77
公允价值变动收益	2.03	48.54	299.79	0.00	0.00	应付账款周转率	4.96	4.93	5.03	5.17	5.16
长期股权投资减少	-572.74	36.39	786.22	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	656.98	56.42	80.00	90.30	94.50	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.49	0.76	0.77	0.93
筹资活动现金	318.39	-7.09	-1,514.	-832.12	-690.10	每股净现金流(最新摊薄)	-0.05	-0.37	0.45	0.02	0.31
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	4.38	4.67	5.22	5.74	6.39
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	4.26	0.00	0.00	0.00	P/E	24.24	25.32	16.49	16.19	13.45
资本公积增加	-6.82	-5.60	0.00	0.00	0.00	P/B	2.85	2.67	2.39	2.17	1.95
现金净增加额	-58.28	-482.61	585.24	31.57	395.07	EV/EBITDA	8.76	8.26	10.54	10.59	9.32

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

首席分析师：郑丹丹

郑丹丹，华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015 “慧眼识券商” 分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼” 中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

分析师：李远山

李远山，西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

研究助理：张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。