

卧龙电驱 (600580)

证券研究报告

2020年02月20日

低估的潜在电机跨国龙头 20年估值仅18倍

卧龙电驱是【多级别+多领域+多品牌】的跨国电机龙头。公司业务分为电机电控、蓄电池、光伏电站和贸易，产地横跨亚太、欧非和美洲，下游涉及新能源汽车、工业机器人、油气、家电等多个行业。公司聚焦主业，电机营收占比89%，规模在中国电机制造商中位列第二，即将跨入国际电机巨头行列。

全球新能源汽车渗透提速，推动电机需求进入快速发展期。预计全球新能源汽车电机需求空间到2025年将达到517亿，为19年的3.5倍。国内电机供应格局中，外资供应商正在崛起，在未来拥有较大竞争潜力。

合资绑定采埃孚，实现全球龙头车企新能源车型的电机配套。公司与全球电机巨擘采埃孚签订七年供货协议，销售预估金额22.59亿元。未来合资公司将在中、欧、美布局全球制造基地，预计公司新能源汽车电机业务将因此受益。

产品线全面覆盖，主业平稳，夯实基盘和规模优势。

- 低压电机：下游运用于汽车、工业机器人领域。公司全球市场份额排名第四，亚太排名第一。在工业机器人领域，公司旗下的SIR机器人公司已为特斯拉、法拉利、宝马、保时捷等著名汽车厂家配套制造汽车生产线。
- 高压电机：下游以石油天然气行业运用最多。行业需求见底明显，竞争格局趋于稳定，预计大宗商品价格平稳，高压电机需求趋向稳定增长态势。
- 微特电机：下游主要运用于家电行业。全球家电市场稳步增长，中国农村家电保有量仍有较大空间，带动微特电机市场需求充足。公司聚焦优质客户，以盈利为导向，毛利率持续提升。

我们预计卧龙电驱2019-2021年营收124/140/157亿元，归母净利润9.8/9.9/11.5亿元，在行业平均30x的PE下对应2020年业绩目标价23元，首次覆盖，给予“买入”评级。若考虑龙头溢价及流动性溢价，公司将获得估值溢价。

风险提示：新能源汽车下游需求不及预期；公司与采埃孚的合作不及预期；油气行业、家电行业景气度低于预期。

投资评级

行业	电气设备/电机
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.25元
目标价格	23元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,301.21
流通A股本(百万股)	1,298.66
A股总市值(百万元)	18,542.27
流通A股市值(百万元)	18,505.84
每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	62.64
一年内最高/最低(元)	14.45/7.12

作者

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

王纪斌 分析师
SAC执业证书编号：S1110519010001
wangjibin@tfzq.com

胡婷 联系人
huting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,086.04	11,076.03	12,392.24	14,020.28	15,673.00
增长率(%)	13.15	9.82	11.88	13.14	11.79
EBITDA(百万元)	1,377.68	1,601.57	1,659.59	1,661.92	1,845.54
净利润(百万元)	665.22	636.81	978.25	988.71	1,150.95
增长率(%)	162.51	(4.27)	53.62	1.07	16.41
EPS(元/股)	0.51	0.49	0.75	0.76	0.88
市盈率(P/E)	27.87	29.12	18.95	18.75	16.11
市净率(P/B)	3.28	3.07	2.56	2.34	2.12
市销率(P/S)	1.84	1.67	1.50	1.32	1.18
EV/EBITDA	9.40	7.30	13.18	12.67	11.41

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 卧龙电驱：多级别+多领域+多品牌的跨国电机龙头.....	4
2. 电机行业分析：高压见底回升，低压高速发展，微特稳中有进.....	6
2.1. 高压电机：油气行业需求回暖，推动行业见底回升.....	6
2.2. 微特电机：产品线全面覆盖 国内外市场同时扩张.....	8
2.2.1. 受益于全球家电需求稳步增长 公司微特电机需求稳固.....	8
2.2.2. 汽车电子化趋势明确 单车微特电机需求有较大潜力.....	9
2.3. 低压电机：工业机器人和新能源汽车引领需求增长.....	11
2.3.1. 工业机器人国产替代空间广阔.....	11
2.3.2. 全球电动汽车进入“苹果”时代 驱动电机需求跟随增长.....	13
3. 公司价值分析：整合全球资源 发力成长板块.....	16
3.1. 卧龙电驱三十六年崛起道路 优质品牌强效联合.....	16
3.2. 公司高压电机在全球与 ABB、西门子等巨头同台竞技.....	20
3.3. 公司低压电机业务全球第四 亚太第一.....	20
3.4. 与采埃孚深度合作 新能源电机业务有望受益.....	21
4. 投资建议.....	23
4.1. 财务分析与盈利预测.....	23
4.2. 估值建模.....	25
5. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：卧龙电驱产地横跨全球.....	4
图 2：卧龙电驱主要业务.....	4
图 3：卧龙电驱部分子公司股份构成图.....	5
图 4：高压电机行业销售均价（元/kw）.....	6
图 5：卧龙电驱高压电机营收增速与各行业增速对比（%）.....	6
图 6：中国煤炭价格指数（2006 年=100）.....	7
图 7：中国钢材综合价格指数（1994 年 4 月=100）.....	7
图 8：WTI 原油价格指数（\$/bbl）.....	7
图 9：中国核电站并网数量和计划新建数量（座）.....	7
图 10：2014-2019 年部分下游行业固定资产投资完成额累计同比（%）.....	7
图 11：全球家电市场规模（单位：百亿美元）.....	8
图 12：家电全球用户量&普及率.....	8
图 13：城市&农村家电百户保有量（台）.....	8
图 14：中国家电及其细分市场预测.....	8
图 15：卧龙电驱微特电机产品种类及下游运用.....	9
图 16：传统车成本结构拆分.....	9
图 17：Model 3 成本结构拆分.....	9

图 18: 不同级别车用微特电机数量 (个)	10
图 19: 微特电机在汽车领域使用广泛	10
图 20: 我国工业机器人销售额&增长率	12
图 21 我国劳动力人口&占总人口比重	12
图 22: 我国制造业平均工资	12
图 23: 全球工业电机行业市场规模&增长率	13
图 24: 2017-2019 年新能源乘用车销量	14
图 25: 全球新能源车电机需求空间预测	15
图 26: 卧龙电驱并购历程图 (亿元, %)	16
图 27: 卧龙电驱研发费用及占比 (万元, %)	18
图 28: 2009-2019H1 公司业务板块营业收入占比	19
图 29: 2019H1 公司业务板块营收占比 (单位: %)	19
图 30: 2015-2018 年高压电机生产、销售、库存量 (万 kW)	20
图 31: 2015-2019H1 高压电机业务营收和毛利率变化	20
图 32: 公司低压电机营业收入&增长率	21
图 33: 公司低压电机毛利&毛利率	21
图 34: 卧龙电驱新能源电机主要客户	21
图 35: 卧龙电驱与采埃孚达成合作	22
图 36: 卧龙电驱营业收入&毛利率	23
图 37: 卧龙电驱归母净利润&归母净利率	23
图 38: 卧龙电驱三项费用率 (%)	24
图 39: 卧龙电驱扣非归母净利润&扣非归母净利率	24
图 40: 卧龙电驱各地区营收 (万元)	24
图 41: 卧龙电驱各地区毛利率 (%)	24
图 42: A 股电机上市公司历年营收规模对比 (万元)	25
图 43: A 股电机上市公司历年利润规模对比 (万元)	25
图 44: A 股电机上市公司商誉/总资产占比 (%)	26
表 1: 国内新能源汽车电机装机量&市场份额	15
表 2: 卧龙电驱并购公司情况 (单位: 万元)	17
表 3: 公司主营业务战略变化	18
表 4: 公司低压电机领域收购历程	21
表 5: 2018 年参控股公司情况 (单位: 万元)	23
表 6: 分业务销量增速假设	25
表 7: 卧龙电驱可比上市公司估值对标	26

1. 卧龙电驱：多级别+多领域+多品牌的跨国电机龙头

卧龙电驱是全球领先的电机电驱跨国制造商。公司创建于 1984 年，经过三十多年的创新发展，公司产地遍布欧亚、美洲大陆，已在中国、越南、英国、德国、奥地利、意大利、波兰、塞尔维亚、墨西哥、印度拥有 39 个制造工厂和 4 个技术中心。

图 1：卧龙电驱产地横跨全球

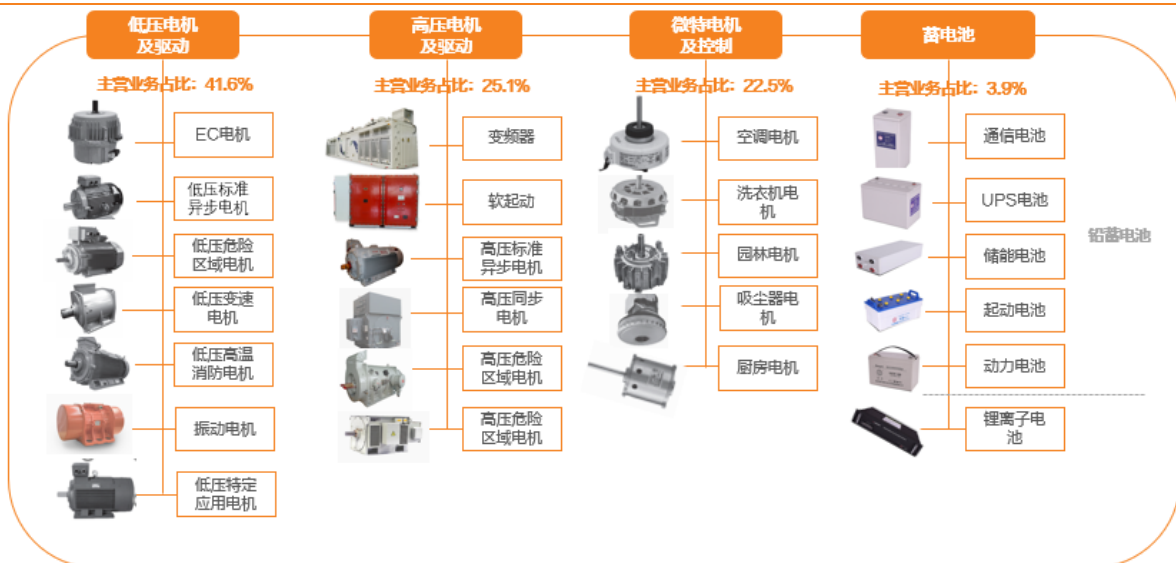


资料来源：公司官网、公司年度报告、天风证券研究所

多级别+多领域+多品牌，有望跨入国际电机巨头行列。公司业务有电机电控、蓄电池、光伏电站等。其中电机电控为主要业务，营收占比 89%。公司在中国电机制造商中位列第二（仅次于德昌电机），未来有望跨入国际电机巨头行列。

- 多级别：公司电机电控产品可分为低压、高压、微特电机，2019H1 营收占比分别 41.6%、25.1%、22.5%；
- 多领域：下游涉及新能源汽车、油气、家电、石化、冶金、电力、军工、核电等多个行业；
- 多品牌：在国内，拥有卧龙、南阳防爆等领先品牌；在国际，拥有 Brook Crompton、Morley、Laurence Scott、ATB 等品牌以及通用电气 GE 十年品牌使用权；

图 2：卧龙电驱主要业务



资料来源：公司官网、公司年度报告、天风证券研究所

陈氏父女控股，参股公司遍布全球。陈氏父女为实控人：陈建成直接掌控 1.64%的股份，陈建成、陈嫣妮通过卧龙控股分别掌握公司 22.3%、17.7%的股权，是公司的实际控制人。2018 年，卧龙电驱营业总收入 110.76 亿元，同比+9.82%；归母净利润 6.4 亿元，同比-4.27%，其中子公司南阳防爆、欧力卧龙、意大利控股分别贡献净利 4.31 亿元、0.43 亿元、0.38 亿元。公司 2020 年 1 月 21 日，公告披露 2019 年度业绩预增公告，预计 2019 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 97,800 万元左右，同比+53.58%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 70,100 万元左右，同比+19.51%。

图 3：卧龙电驱部分子公司股份构成图



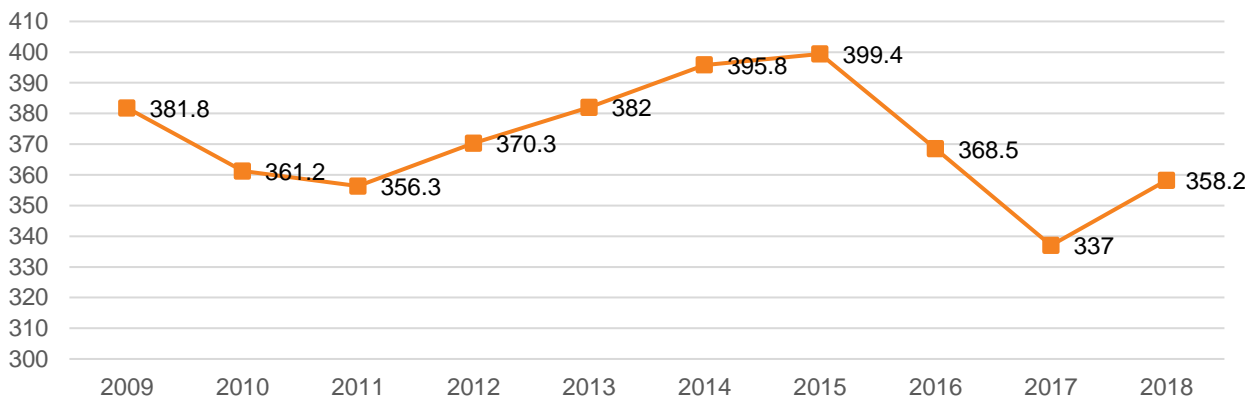
资料来源：公司公告、天风证券研究所 注：投资出资比例截至 19Q3

2. 电机行业分析：高压见底回升，低压高速发展，微特稳中有进

2.1. 高压电机：油气行业需求回暖，推动行业见底回升

公司高压电机需求主要受油气行业景气影响。高压电机（额定电压 1000V 以上）产品主要应用于主要应用于石化、煤炭、煤化工、冶金、电力、油气、军工、核电等多个领域，其中以石油天然气行业运用最多。2016 年，受装备制造需求持续低迷、价格下滑的影响，油气开采、煤炭、冶金等行业营收缩水，高压电机行业竞争激烈，导致 2016-2017 年高压电机终端价格接连下滑。2017-2018 年，受益于油气、煤炭、钢铁等多个下游行业复苏，制造设备需求增长，高压电机终端价格回升。

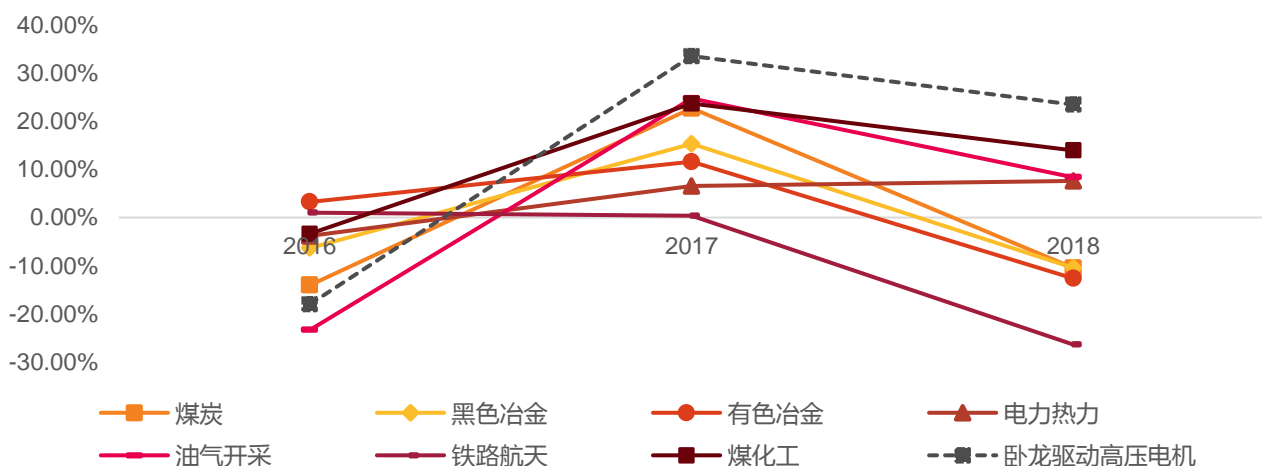
图 4：高压电机行业销售均价（元/kw）



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

2016-2017 年，公司高压电机电驱业务营收和毛利率下滑。而随着油气行业复苏，2017-2018 年，公司毛利率也从 2016 年的 15.3%恢复到 18 年的 30.4%，营收创新高，达到 28.9 亿元。

图 5：卧龙电驱高压电机营收增速与各行业增速对比（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

我们预计，高压电机的下游行业维持底部复苏，推动高压电机需求增长。多个下游行业固定资产投资同比上升，我们认为未来将持续增加投入：

- 1) **煤炭**：煤炭开采企业的整合提高了行业集中度，增加了煤企的议价能力，持续高位的利润空间将刺激行业对开采设备的升级换代；
- 2) **石油**：中国的石油需求增速放缓，稳健增长，预计 2030 年达到峰值，成为最大的石油消费国。

4) **核电**: 我国将推进能源革命, 构建低碳能源体系, 核能是重要选择, 同时随我国聚焦产业自主化, 助推国产装备制造“走出去”战略, 核电相关辅助产业发展有望高速发展。

我们认为未来大宗商品价格短时间不会出现大幅下跌的情况, 给上游行业充足的利润空间, 吸引企业供应复产, 公司的高压电机及驱动系统作为大宗商品开采链上的重要设备, 市场需求也将延续高增长态势。

图 6: 中国煤炭价格指数 (2006 年=100)



资料来源: 中国煤炭工业协会, 天风证券研究所

图 7: 中国钢材综合价格指数 (1994 年 4 月=100)



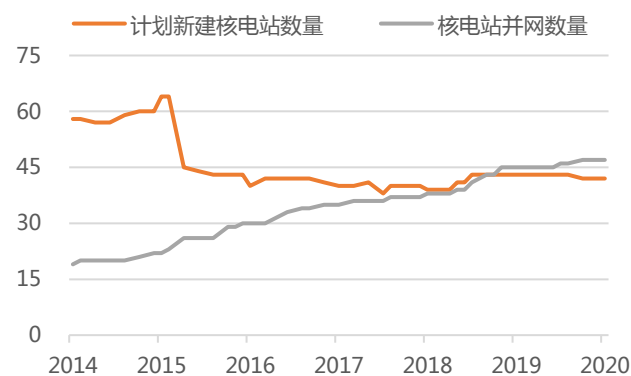
资料来源: 中国钢铁工业协会, 天风证券研究所

图 8: WTI 原油价格指数 (\$/bbl)



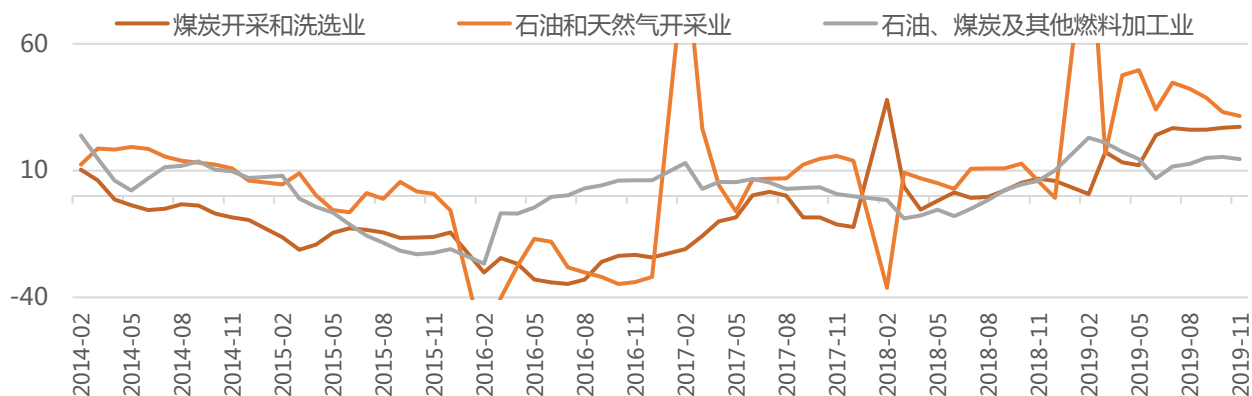
资料来源: NYMEX, 天风证券研究所

图 9: 中国核电站并网数量和计划新建数量 (座)



资料来源: 世界核协会, 天风证券研究所

图 10: 2014-2019 年部分下游行业固定资产投资完成额累计同比 (%)



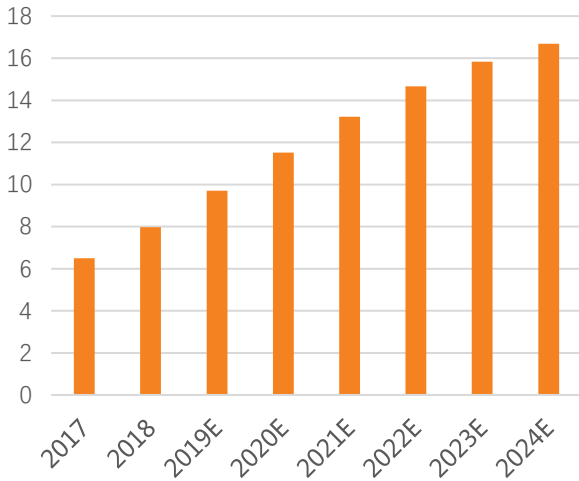
资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

2.2. 微特电机：产品线全面覆盖 国内外市场同时扩张

2.2.1. 受益于全球家电需求稳步增长 公司微特电机需求稳固

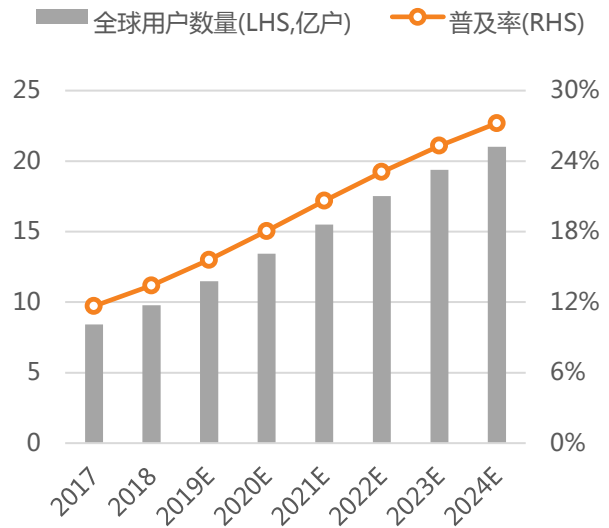
在全球范围内,家电市场规模持续增长,根据 statista 预测,2017-2024 年的 CAGR 为 9.7%,到 2024 年全球将有 1669.2 亿美元;2020 年家电全球用户普及率 18.1%,预计 2024 年将达到 27.2%。卧龙电驱坐拥全球市场,未来海外市场渗透空间宽广。

图 11: 全球家电市场规模 (单位: 百亿美元)



资料来源: statista、天风证券研究所

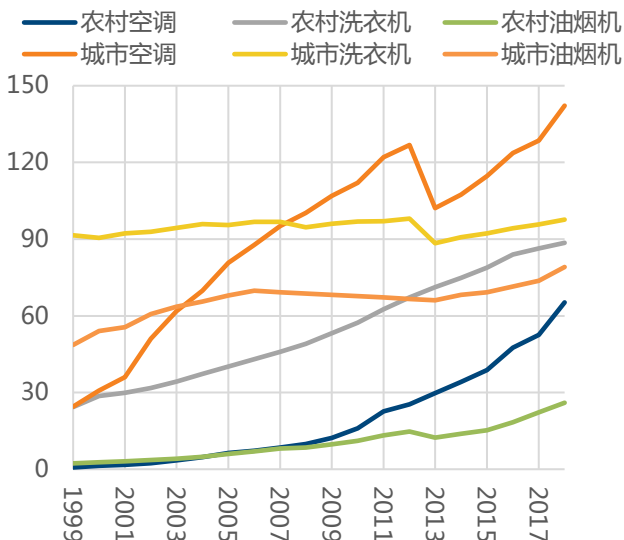
图 12: 家电全球用户量&普及率



资料来源: statista、天风证券研究所

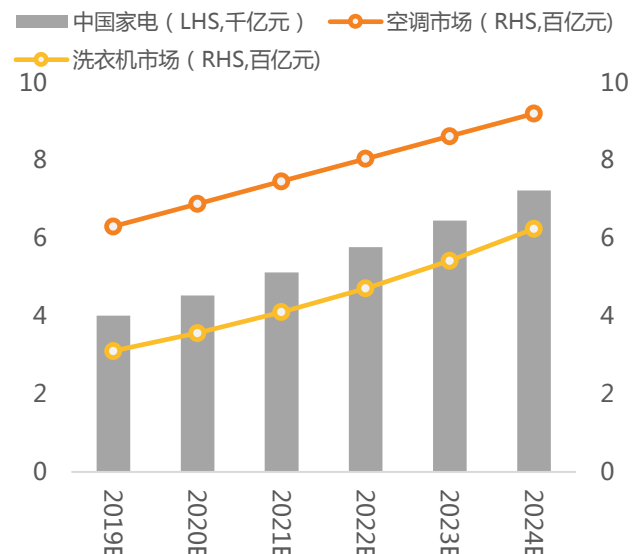
农村家电保有量仍有较大空间,微特电机需求稳健增长。在过去 20 年间,家电市场在中国迅速增长:城镇家庭空调保有量 CAGR 达到 9.7%;在农村,1999-2018 年,空调、抽油烟机、洗衣机百户保有量的 CAGR 分别 27.0%、13.6%、7.0%。农村与城市的家电百户保有量差距不断减小,但仍有一定差距,依据中国的农村体量,为未来家电提供充足空间。预计在未来五年,家电市场、空调、洗衣机国内销售金额 CAGR 将分别为 12.5%,7.9%、15.0%,为卧龙电驱微特电机国内销售的稳健增长提供了市场。

图 13: 城市&农村家电百户保有量 (台)



资料来源: Wind、国家统计局、天风证券研究所

图 14: 中国家电及其细分市场规模预测



资料来源: 前瞻研究院、天风证券研究所

图 15：卧龙电驱微特电机产品种类及下游运用

应用大类	电机种类	优势	具体应用
空调电机	AC 电机	采用可恢复热保护器，安全可靠	空调、净化器
	冷冻压缩电机	工艺成熟，质量稳定，DC 电机正弦波控制，易于安装	冰箱、空调
	PSC 电机	低噪音、高扭矩、技术成熟、短时过载能力强	空调
	BLDC 电机	低噪音、低振动、高效率、高可靠性、无极平稳快速调速	商用、家用空调
洗衣机电机	PSC、DDM 电机	低噪音、力矩大、效率高，可以实现变频控制，控制简单	波轮洗衣机
	Universal、BPM、DD 电机	高效率、高转速、大力矩、无级调速	滚筒洗衣机
园林电机	串激电机、BLDC 电机	电机功率密度高，转速高、体积小，带高效自冷风叶	高压清洗机、割草机
吸尘器电机	吸尘器电机	高转速、大流量、同类电机高的耐久时间和较低的噪音	吸尘器
厨房小电机	厨房电机	超低噪音、低振动、超高效率、高可靠性	油烟机、豆浆机、搅拌机

资料来源：公司官网，天风证券研究所

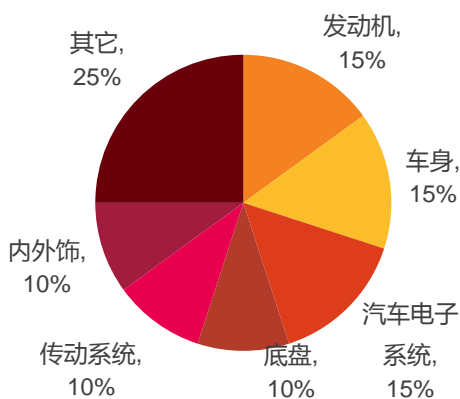
卧龙电驱全面覆盖微特电机，目前产品主要应用于国内外家电行业。微特电机相比大型电机，入门技术门槛较低、竞争激烈。2014 年 8 月，完成对章丘海尔并购后，实现家用电器的覆盖后，卧龙凭借着产品的高效率、低噪声、耐用性等优势，在市场竞争中突出重围。在海外市场，卧龙电驱完成了印度 KNITEOEM 空调、大金马来西亚 BMS/BML、日本三菱商用空调等项目，承接章丘海尔 LG、三星、惠而浦、伊莱克斯等客户；在国内市场，作为暖通制冷领军企业，产品以空调为主，覆盖洗衣机、园林、吸尘器、厨房小家电等方面，配套客户如新飞等。

2.2.2. 汽车电子化趋势明确 单车微特电机需求有较大潜力

跟随新能源汽车进入“苹果”时代，未来汽车电子化比例大幅提升。从表象上，汽车产业变革体现为电动车的崛起、智能驾驶的渗透、车联网应用试点，而其本质上为汽车“全面电子化”的三个表现形式。从本质看，电池制造技术进步使得车载大容量电池成为可能，车用 ECU 数量大增，数据计算处理能力得以提升；未来车辆驱动将从机械传动全面转为“电信号”控制。而通信技术的进步使得大流量信息交互成为可能，也为高精度低延时的即时通信铺平了道路。

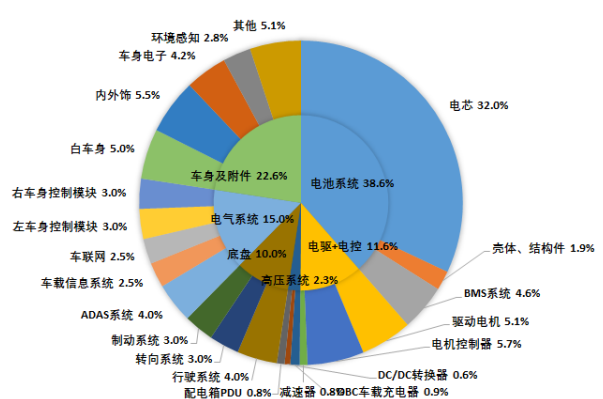
从成本结构看，传统车主要成本为动力系统、车身、汽车电子系统。其中动力系统（发动机+传动系统）占比 25%，车身、汽车电子各占约 15%。而新能源车汽车电子成本占比 67.5%。电池系统为第一大成本构成，占比 38.6%。新能源车三电系统占比约 50.2%，加上高压系统、电气系统，整体汽车电子部件成本占比约 67.5%。

图 16：传统车成本结构拆分



资料来源：中商情报网、天风证券研究所

图 17：Model 3 成本结构拆分

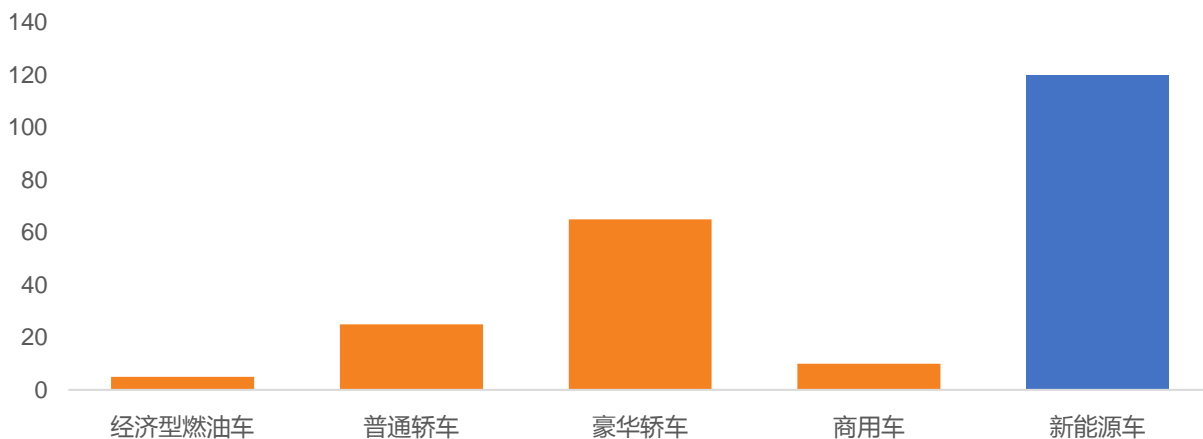


资料来源：第一电动、天风证券研究所

除新能源动力系统将变速箱增加/改为 1-2 个驱动电机外，电动助力转向系统、电子悬架系统、汽车稳定性控制系统、汽车巡航控制系统、ABS、车身系统（车窗、门锁、座椅、

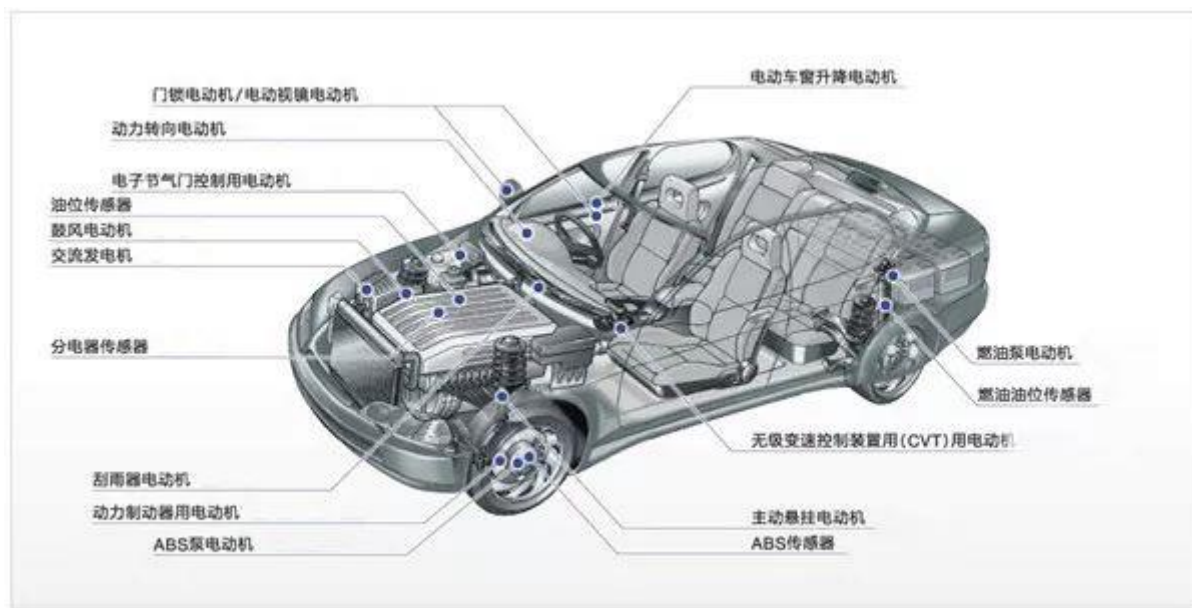
后视镜、雨刷、天窗等) 将大量使用到微特电机。ADAS 系统的渗透将会大大增加微特电机的使用量。未来随着汽车电子化趋势深化, EV、PHEV、MHEV 类型车辆渗透率提升, 5G 背景下智能驾驶进入商用阶段, 车用电机的数量将持续增长。公司微特电机种类齐全, 未来有充足能力切入汽车微特电机领域。

图 18: 不同级别车用微特电机数量 (个)



资料来源: 中国报告网、天风证券研究所

图 19: 微特电机在汽车领域使用广泛



资料来源: 旺材电机与电控、天风证券研究所

2.3. 低压电机：工业机器人和新能源汽车引领需求增长

公司低压电机所处行业，产品种类多样，行业布局广泛。低压电机和电控系统作为新能源汽车和工业机器人的重要组成部分，在新能源汽车和智能制造行业的快速发展下，预计未来此项业务可以得到较快发展。其低压电驱产品主要应用于压缩机、水泵、风机、工业机器人、造纸机械和新能源汽车等方面。其中，卧龙电驱作为新能源汽车驱动系统的领军企业，产品覆盖了从乘用车、商用车到物流车的全产业链，形成以驱动电机、纯电驱动牵引系统、混合动力牵引系统和汽车喷涂自动化系统、抛光打磨自动化系统、整车组装自动化系统在内的完整产品链。

低压电机将成为卧龙电驱业务增长最快的业务板块。卧龙电驱的低压电机业务在近几年持续高速增长，现已占到公司主营收入的 40%以上。在业务持续扩张的同时，低压电机毛利率稳中有升至 30%左右。特别是新能源汽车部分，我们将分机器人和新能源汽车两大部分详述。

图 8：公司低压电机主要产品

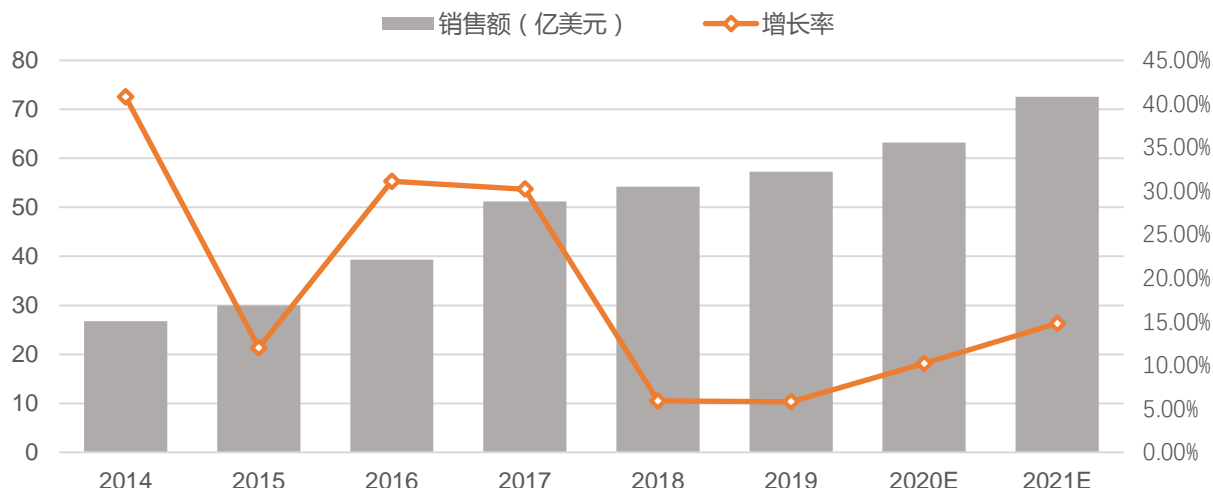


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.3.1. 工业机器人国产替代空间广阔

我国工业机器人市场国产化空间广阔。中国是全球第一大工业机器人应用市场。在工业机器人领域，全球知名生产厂商主要集中在以日、美、德等为代表的发达国家，如瑞典 ABB，日本的发那科（FANUC）、安川电机（YASKAWA）以及德国的库卡（KUKA）为代表的四大家族。工业机器人主要核心零部件控制器、伺服电机、减速器也主要被“四大家族”垄断，但随着近年来政府不断推进产业支持，国内企业的不断突围，国内工业机器人国产化率不断提升，2018 年上半年机器人本体销售国产占比由 2015 年的 19.42%左右上升到 28.48%。与此同时，我国工业机器人的整体销量也保持增长，连续 5 年成为全球最大工业机器人市场。

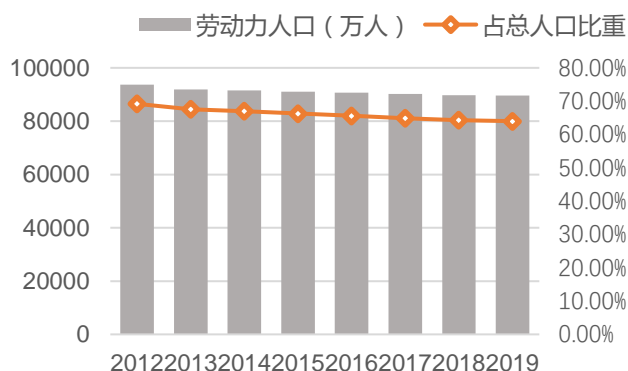
图 20：我国工业机器人销售额&增长率



资料来源：中国电子学会、天风证券研究所

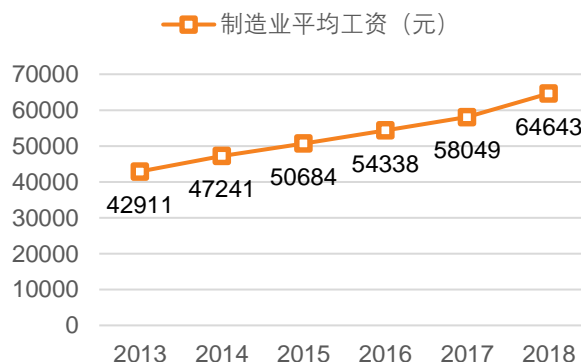
老龄化+人口红利渐消，推动工业自动化发展。我国 60 周岁以下劳动力人口持续减少，占总人口的比重在 7 年间下降了 5%，某些沿海城市甚至出现“用工荒”。与之相对的是中国制造业的年平均工资持续上涨，对比东南亚地区已经开始丧失人力成本优势。随着中国老龄化程度的不断加大，以及劳动力成本的不断提升，未来工业机器人行业为代表的智能制造是我国制造业转型的必由之路，制造业升级进程中工业电机的市场需求也将持续放大。工业机器人的高性价比以及满足个性化定制需求的特质都将支撑起未来的充足市场。

图 21 我国劳动力人口&占总人口比重



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

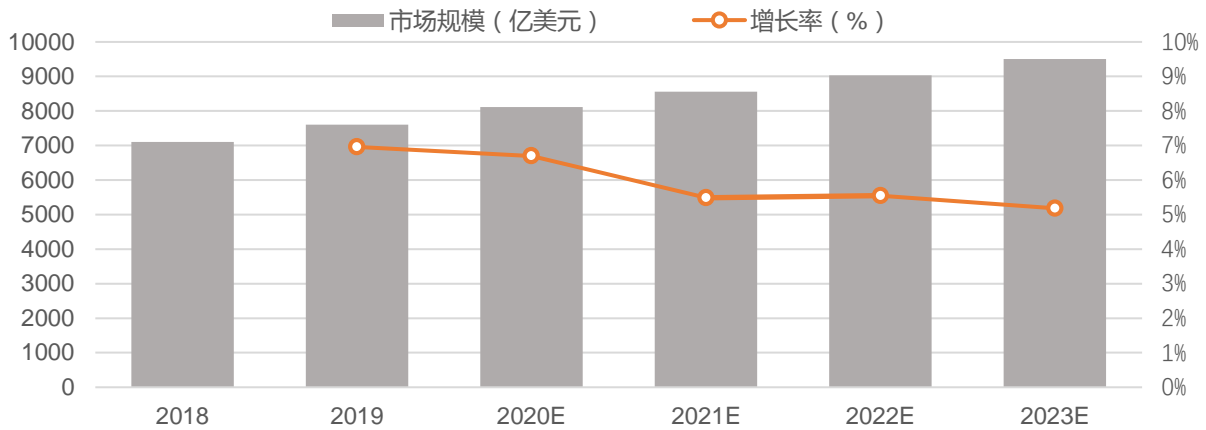
图 22：我国制造业平均工资



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

工业电机的行业空间充足。全球范围内对高效节能电机的需求正在不断上升，下游市场驱动系统产量不断上升也增加了对电机的需求。在工业设计和制造过程中，高效率、自动化的设备正越来越受到追捧。据前瞻预测，全球工业电机市场将迎来新一轮的增长，在未来 5 年，全球工业电机市场有望以 5%-7% 的年综合增长率发展，预计在 2020 年将突破 8000 亿美元，至 2023 年达到 9500 亿美元。

图 23：全球工业电机行业市场规模&增长率



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

2.3.2. 全球电动汽车进入“苹果”时代 驱动电机需求跟随增长

全球政策同时推进新能源汽车发展。在国内，双积分政策等一系列的新能源车补贴政策频频出台，对汽车制造企业，电动车基础设施建设和消费者都有优惠，旨在促进新能源汽车在我国的普及和发展。放眼全球，欧美等发达国家也积极布局新能源汽车的市场，通过各种补贴优惠政策和法案，推动新能源车市场的发展，促进传统燃油车到电动汽车的转变。

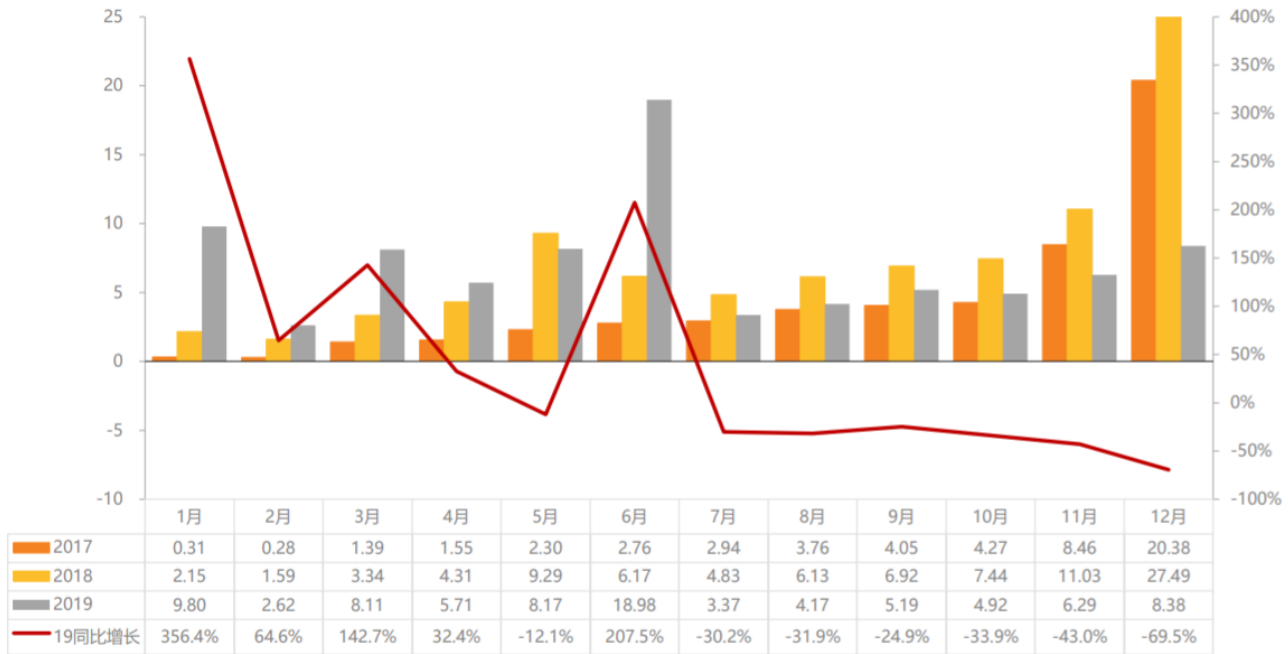
表 5：各国新能源汽车政策

时间	国内政策	国外政策
2016	发布《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》，中央财政将继续安排资金对充电基础设施建设、运营给予奖补，并制定了奖励标准。	德国：推出电动汽车补贴、减免税款等一系列优惠政策，以刺激电动汽车在德发展。
2017	《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》出台，实施双积分政策，促进节能与新能源汽车协同发展。	美国：通过 ZEV 法案，规定在加州及其他 9 个州内销量超过一定数量车企需达到一定的环保汽车的比例。
2018	出台《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，完善补贴政策，强化监督管理，优化应用环境	法国：推出“环保补贴”和“换车补贴”，鼓励淘汰柴油车，刺激电动车销售。
2019	发布《绿色出行行动计划(2019—2022 年)》，推进绿色车辆规模化应用，加快充电基础设施建设。	德国：提高对新能源汽车行业的财政补助，并将原定于 2020 年底结束的补贴政策延长至 2025 年底。

资料来源：工信部、国务院、电车资源、天风证券研究所

国内新能源车市场有望自 2020 年进入第二个快速增长期。国内新能源乘用车市场在 2019 年之前经历了补贴引导下的快速发展期，2019 年 7 月之后，由于补贴大幅退坡，增速有所下滑。根据中汽协的数据，2019 年我国新能源乘用车总销量为 106 万辆，同比增长仅 0.7%。但随着 2020 年各大车企的新能源车型不断推出，特别是特斯拉 Model3、大众 ID.3、比亚迪汉、荣威 Ei6、丰田奕泽等诸多新车型的上市，行业有望由补贴驱动转向需求驱动，进入第二个快速增长期。

图 24：2017-2019 年新能源乘用车销量



资料来源：中汽协、天风证券研究所

海外新能源车企规划明显提速。在国内外政策推动下，各大车企加速布局新能源车市场，积极向电动化方向转型。各大车企明确未来新能源的投入规划，到 2025 年，各大主流车企都将大规模新增新能源车型。海外新能源车市场将逐步放量，迎来高速增长期，电驱电控作为核心部件也将迎来市场需求的快速上升。

表 6 各车企新能源车规划

车企	规划
大众	大众汽车预计将在 2023 年底实现 100 万辆电动车的战略目标。大众汽车品牌有望在 2025 年完成 150 万辆电动车的生产目标。
宝马	到 2021 年，宝马集团将拥有五款全电车型；到 2025 年，宝马新能源家族将增至 25 款，包括 12 款纯电动汽车，预计销售占比达到 15%-25%。
奔驰	奔驰计划在 2022 年前发布超过 50 款新能源汽车，其中包括 10 款以上纯电动汽车。而到 2025 年，奔驰的新能源汽车产品要占到其销售份额的 15%—25%。
奥迪	奥迪计划在 2025 年前推出超过 30 款新能源车型，其中纯电动车型达到 20 款，而混合动力车型为 10 款。预计到 2025 年其新能源车型的销量占比将达到 40%。
丰田	到 2025 年，丰田在华所有车型都将配备电动化车型；并且在 2030 年实现新能源车型（包括纯电车型、混动车型）销量大于纯燃油车型。
福特	2025 年底将在华推 50 款新车，其中有 8 款为纯电动车，将包含 SUV。

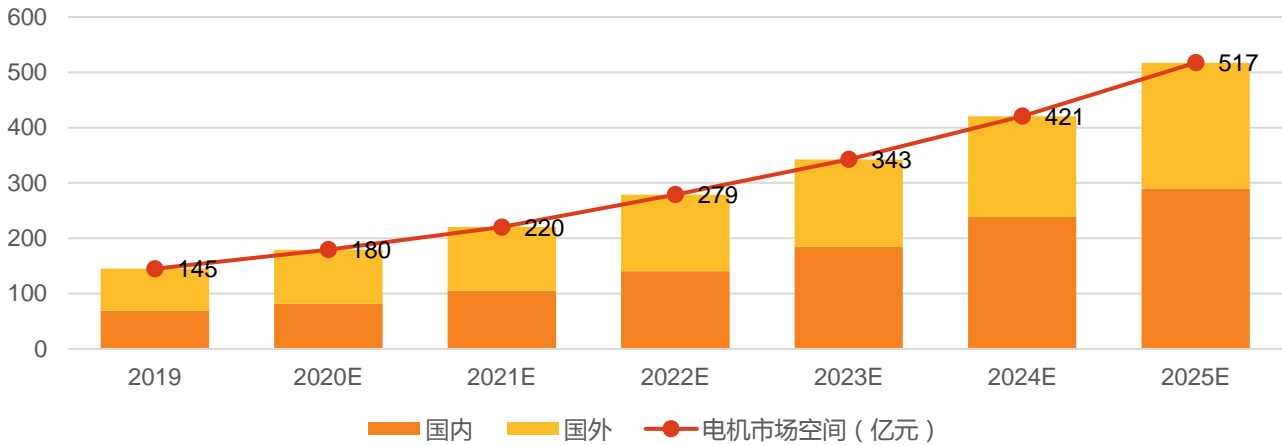
资料来源：宝马官网、盖世汽车、大众官网、奥迪官网、太平洋汽车、天风证券研究所

全球新能源汽车电机需求空间到 2025 年将达到 517 亿，为 19 年的 3.5 倍。根据我们测算，随着全球电动化加速，国内外新能源车在 2020-2025 年迅速渗透，将带来 517 亿电机需求空间。

核心假设：

- 2025 年中国新能源车渗透率达到 25%；
- 2020-2025 年世界新能源汽车复合增速为 30%；
- 电机单价水平按年均 5% 的速度下降；

图 25：全球新能源车电机需求空间预测



资料来源：中汽协、天风证券研究所

电机供应格局生变，供应全球的 Tier1 零部件巨头有较大竞争潜力。目前国内电机供应格局仍以厂商、自主第三方、合资第三方为主要势力。其中弗迪动力作为比亚迪独立的纯电动、混动和传动动力总成供应商，在整车上应用最多。大洋电机、精进电动以北汽新能源和吉利为背书，在电机供应商排行榜中位列二、三位。

但未来，随着低端车份额清退，供应全球高端车企的 Tier1 零部件巨头有较大竞争潜力。原先中国自主第三方电机供应商以供应低端乘用车品牌、A00 级车、客车为主，但随着这些低端乘用车份额的清退，特斯拉、ABB、大众等品牌引领电动车市场走向高端，整个供应体系将倒向车企自供电机厂和外资 Tier1 龙头。目前，全球龙头 Tier1 日本电产、博世、大众变速器、采埃孚等外资供应商正在崛起，进入国内新能源车电机装机前十，在未来拥有较大竞争潜力。如卧龙电驱这样绑定国际龙头 Tier1 巨头的二供供应商也将通过他们打开流量入口，深入高端电动化供应体系。

表 1：国内新能源汽车电机装机量&市场份额

品牌	装机量 (套)	市场份额 (%)
弗迪动力	218116	20.20%
大洋电机	101386	9.40%
精进电动	83649	7.80%
方正电机	62875	5.80%
华域电动	61982	5.70%
奇瑞新能源	45456	4.20%
大众变速器	43323	4.00%
上海电驱动	42538	3.90%
蔚然动力	40408	3.70%
日本电产	37328	3.50%

资料来源：NE 时代、天风证券研究所

3. 公司价值分析：整合全球资源 发力成长板块

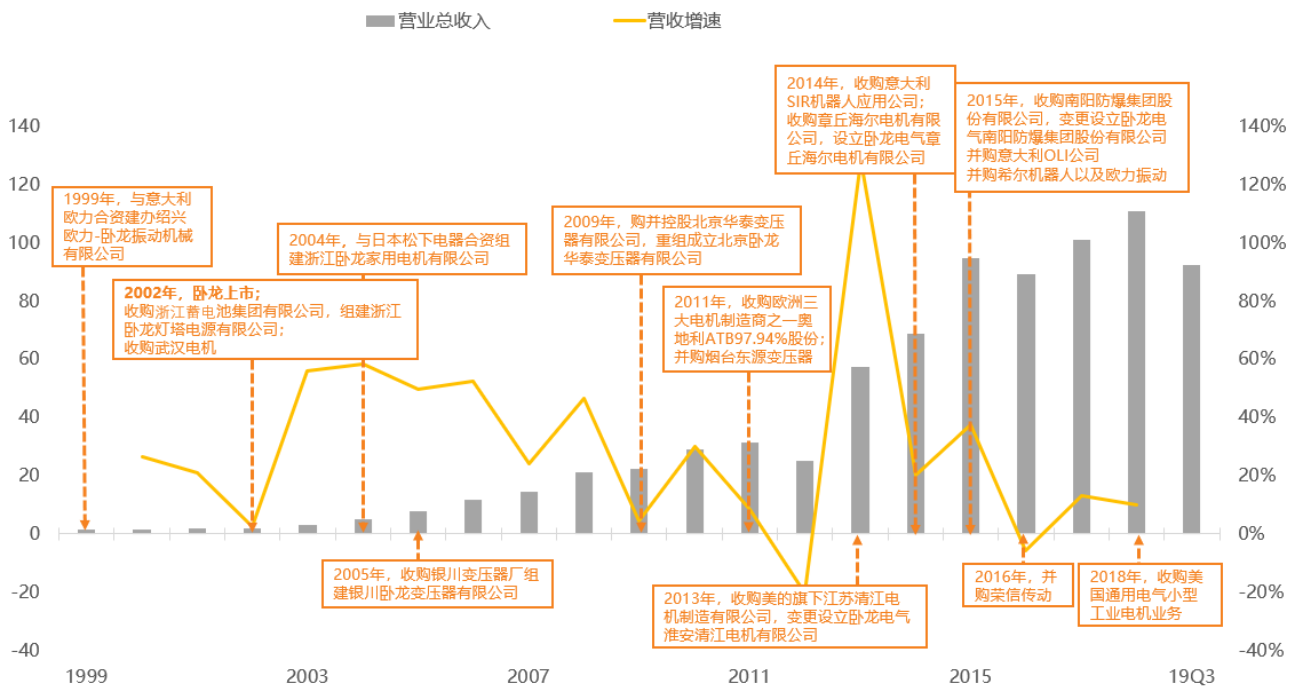
3.1. 卧龙电驱三十六年崛起道路 优质品牌强效联合

公司 1984 年成立，呈现出“电池→变压器→电机控制”的并购战略，持续做大电机业务。

- **电池领域：**公司在 2002 年实现上市，并购浙江蓄电池，成立了卧龙灯塔；
- **变压器领域：**2005-2011 年，先后兼并了银川变压器、卧龙华泰、烟台变压器，变压器业务规模不断扩大；
- **电机领域：**从 2002 年起不断壮大。02 年收购武汉电机；2011 年，收购欧洲三大电机制造商之一奥地利 ATB 97.9% 股份，一举成为全球综合能力靠前电机供应商；2013 年收购美的旗下清江电机，2014 年收购章丘海尔电机，完成家电电机全覆盖；2015 年收购南阳防爆、OLI；2016 年，收购融信传动，完善高压技术；2018 年，收购 GE 小型电机业务，拓展北美市场，发展中低压业务。现在，公司拥有 OLI、GE、ATB 等多项优质品牌和 SIR 机器人的技术加持，在电机领域稳步前进。

公司客户认可度高。在新能源汽车电机领域，成功获得采埃孚纯电动车电机定点；在工业机器人领域，旗下的 SIR 机器人公司为特斯拉、法拉利、宝马、保时捷等著名汽车厂家配套制造汽车生产线；在传统领域，作为“中国石化行业百佳供应商”，深度配套中石油、中海油等供应链，参与世博会、水立方、各地机场等项目。

图 26：卧龙电驱并购历程图（亿元，%）



资料来源：公司官网、天风证券研究所

前期由外延收购驱动，业务规模不断攀升。2011 年，卧龙出资 1 亿欧元，收购 ATB 97.94% 的股份（ATB 是欧洲第三大电机制造商，2010 年营收体量 3.1 亿欧元）；2015 年，公司增资 5.7 千万欧元，对欧力卧龙的持股比例从 49% 增加到 85.8%；15 年 3 月，出资 16.8 亿元，收购南阳防爆 60% 股份，拓宽核电、军工市场、完善电机控制业务，其当年净利润为 1.0 亿元，2016 年增资 11.2 亿元，对南阳防爆持股比例达 100%。2018 年，卧龙斥资 1.6 亿美元，收购 GE 子公司，全年新增公司 6 家，并表子公司达 62 家。

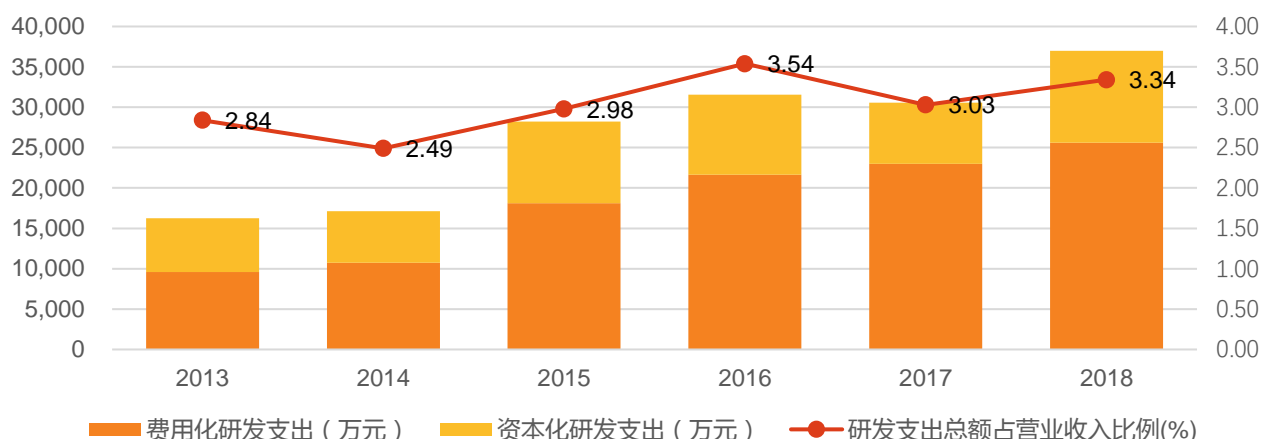
表 2：卧龙电驱并购公司情况（单位：万元）

公司	收购时间	收购效果	当年总资产	当年净利润	当年营收	经营范围	持股比例	出资
卧龙灯塔	2002.08	发展上游供应链，拓展电池生产	11142.4	96.3	2038.0	生产、销售蓄电池及配件	90%	5310
武汉电机	2002.12	增大电机品种，改良技术	-	-	未运营	电机、配件	60%	3000
卧龙家用电机	2004.5	融入国际市场、松下品牌效应、掌握技术	13199.9	-96.0	-	家电用马达及其零部件	60%	840USD
银川卧龙	2005.7	涉及铁路变压器	7355.4	163.0	-	变压器的生产、销售及维修	85%	3400
卧龙华泰	2009.4	增加变压器业务种类	14629.0	1310.9	8280.6	干式变压器、油浸变压器、组合式变电站、硅整流器	51%	4080
ATB	2011.10	提升品牌力国际影响力、技术改良、采购升级	24106EUR	-1516EUR	31446EUR	定制大型电机	98%	10050EUR
烟台东源变压器	2011.1	拓展变压器业务	56,068.92	473.43	39786.5	变压器、其他输配电及控制设备	70%	11663.75
清江电机	2013.10	发展压缩机电机和 中高压电机业务	-	5578.4	14839.0	各类电机及生产用原辅材料的生产销售及产品的售后服务等	100%	15573
卧龙章丘海尔	2014.8	完成对家用电机的全覆盖	62807.5	3146.0	49133.2	家用类电机系列产品包括西永电机及控制的全覆盖	70%	22400
南阳防爆	2015.3	电机及控制产业完善；核电技术、拓宽核电、军工市场	302535.1	10185.9	148628.4	防爆电机、普通电机、核级电机等产品的研发、制造、销售及修理	60%	168000
OLI	2015.12	全球营销网络、品牌效应	60701.4	729.0	1420.2	振动器	80%	40619.237
卧龙希尔机器人	2015.3	自动化技术，智能化生产流水线等技术落地	12870.0	636.9	19031.0	集成、设计、开发工业机器人；制造、销售工业机器人及其零部件；进出口业务	89%	12629.456
欧力卧龙	2015	子公司增资	16251.9	4012.3	16323.6	动电机、振动器、料位器、振动棒	85.8%	5724.9EUR
荣信传动	2016.6	高压电机技术，与 ATB/南阳防爆协同作用	22419.1	1764.1	15968.8	高压变频、高压软起、特种电源	90%	11925.8
GE-GIM	2018.7	拓展北美市场、中低压业务	72586.6	-	-	生产小型工业电机	100%	105910.9

资料来源：公司年度报告、天风证券研究所

公司逐步由并购驱动转向研发驱动。公司目前确立了电机电控核心供应商的发展战略，逐步剥离非主业，并推进由外延并购和内生长相结合的发展模式向主要依靠研发驱动的增长模式的转变。公司推行产品线全生命周期管理 PLM 系统，接手核四代、ECM、空客大飞机引擎叶片机器人打磨生产线等高大上项目和 WE3、WE4、TEFC、全球绝缘整合等平台项目，目前完成了核三代“华龙一号”中压核级电动机、大功率多相变频电机、WE3 高效电机研发等的研发工作，在家用类电机及控制技术、大功率驱动控制技术、高效电机等领域的研究开发方面达到了国内领先水平，部分产品达到国际领先水平。

图 27：卧龙电驱研发费用及占比（万元，%）



资料来源：wind、天风证券研究所

剥离电动自行车、变压器等非核心业务，专注电机。卧龙电驱根据自身发展阶段不断调整业务战略，根据战略剥离边缘业务。目前公司定位电机业务，目标剥离重点为电动自行车、变压器等，使电机核心业务占比逐步提升，现在电机控制业务已实现聚焦，营收占比约 90%。

- 1) **剥离电动自行车**：2005 年，卧龙开始逐步放弃电动车业务，2007 年 2 月 7 日，卧龙彻底剥离电动车事业部；
- 2) **剥离变压器业务**：2005 年开始，卧龙电驱开始经营变压器业务，主营铁路牵引变压器，2007 年业务拓宽到多种变压器，2017 年，彻底剥离变压器业务，转让了北京变压器 51%、烟台变压器 70%、卧龙变压器 100%、银川卧龙 92.5% 的股权，专注于电机控制业务。

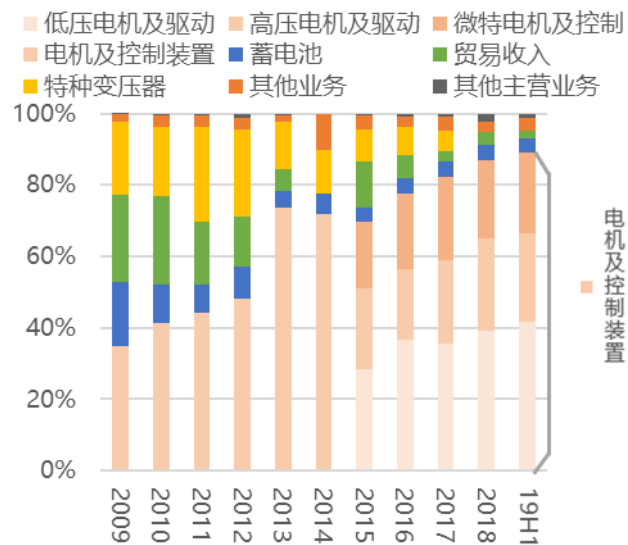
表 3：公司主营业务战略变化

时间	主营业务战略变化
2002	各种微分电机及其电子控制装置和电动车等产品。
2005	各类电机及其控制装置、网络能源和铁路牵引变压器等。
2007	各类电机及其控制装置、网络能源、特种变压器等。
2009	各类电机及其控制装置、变压器、蓄电池等。
2017 以后	电机及控制业务、电源电池、光伏电站业务等

资料来源：公司各年年度报告、天风证券研究所

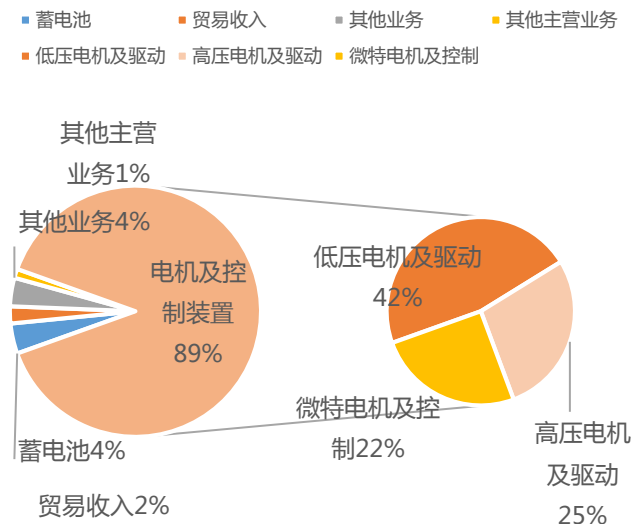
业务格局趋于稳定，电驱占比攀升。2013 年，电机及控制业务占比迅速提高，从 48.0% 上升到的 73.7%，此后电机及控制板块的营收占比整体攀升，目前已提升到 19H1 的 89.1%。2017 年，公司剥离变压器业务后，卧龙电驱的营收格局趋于稳定，19H1，低压、高压、微特电机控制、蓄电池、贸易的营收占比分别为 41.6%、25.1%、22.5%、3.9% 和 1.2%。卧龙电驱作为“2018-2019 年度优秀供应商”（全国机泵网），产品广泛应用于家电、冶金、煤矿、水治理、轨道交通、电力核电、新能源汽车等 18 个行业，**现新能源电驱年产 8 万台，已经配套北汽等品牌，19 年 11 月，卧龙与采埃孚签约，加入其供应链，供应电机部件。**

图 28：2009-2019H1 公司业务板块营业收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 29：2019H1 公司业务板块营收占比 (单位: %)

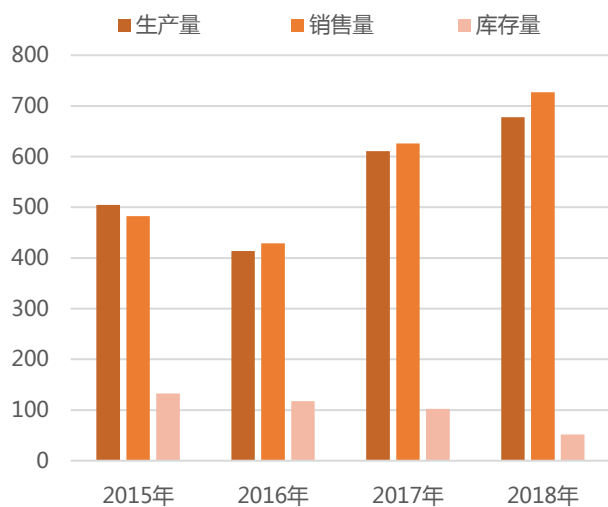


资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 公司高压电机在全球与 ABB、西门子等巨头同台竞技

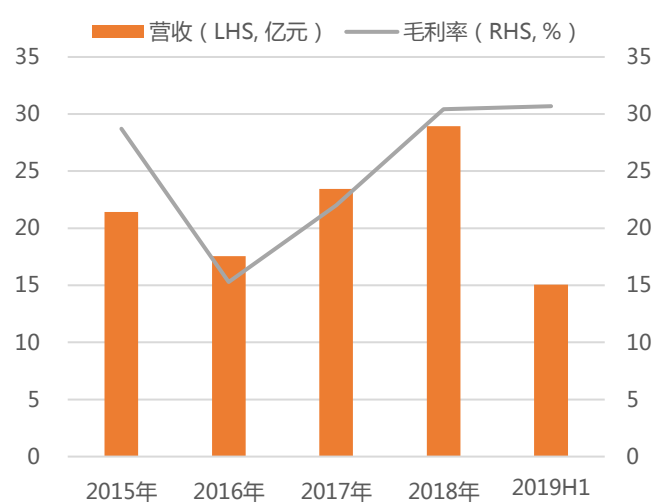
2011 年，公司收购 ATB，利用其在全球市场的营销服务网络和品牌影响力，使得高端电机与卧龙电驱当时的产品结构形成互补；2013 年，收购清江电机，拓展其压缩机电机和中高压电机产品业务；2015 年，收购国内大型电机龙头企业南阳防爆，完善防爆电机、普通电机、核级电机等产品线；2016 年，收购荣信传动、荣信高科、荣信电机，补全高压变频产品线，同时组建 ATB 和南阳防爆的合资公司，实质性降低西欧高压工厂的生产成本。2018 年，南阳防爆新厂区项目投产，建设内容包括 TEFC 高压防爆电机项目、承接 GE 大型发电机和同步机项目、承接欧洲产能转移项目等，成为全球最大防爆电机生产基地，预计带来每年 50 亿元营收。公司高压电机在国内市场大炼化项目中有较高的市场占有率，核心客户包括中国石化、中国石油、中国海油、恒力、荣盛、恒逸、盛虹等；在全球市场上与 ABB、西门子等巨头同台竞技。

图 30：2015-2018 年高压电机生产、销售、库存量（万 kW）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：2015-2019H1 高压电机业务营收和毛利率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 公司低压电机业务全球第四 亚太第一

放眼全球，瑞士 ABB、德国西门子和巴西万高集团占据着低压电机市场的主导地位。全球工业电机的市场规模已超过 900 亿美元，2017 年装机量已达到 3980 万台，预计未来还会以 4.5% 的年复合增长率持续增长，其中亚太地区占据着超过 40% 的市场份额，并以较快的速度持续扩张。卧龙电驱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。此块业务的增长主要得益于下游行业的复苏带来的需求增长以及收购通用电气旗下的 GIM 公司。

卧龙电驱的低压电机产品种类多样、布局广泛。其低压电驱产品主要应用于压缩机、水泵、风机、工业机器人、造纸机械和新能源汽车等方面。其中，卧龙电驱作为新能源汽车驱动系统的领军企业，产品覆盖了从乘用车、商用车到物流车的全产业链，形成以驱动电机、纯电驱动牵引系统、混合动力牵引系统和汽车喷涂自动化系统、抛光打磨自动化系统、整车组装自动化系统在内的完整产品线。

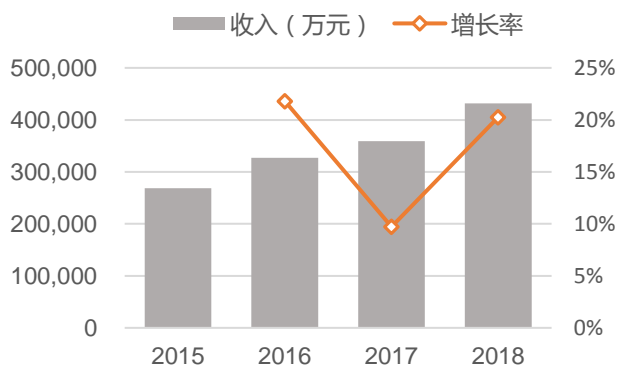
多次并购整合，助力电驱业务扩张。公司在近几年的时间内，开展了多次并购整合，大力发展小型电机的研发、生产和销售。卧龙电驱在 2018 年完成了对通用电气小型工业电机业务的收购，获得了 GE 墨西哥蒙特雷工厂，其主要产品包括 1~1750 马力的低压电机和 TEFC 中压电机。此次收购使公司获得了进入美洲市场的生产基地和销售渠道，有助于公司扩大在北美地区的销售，完善了公司的全球化布局。本次对 GE 的收购使得卧龙电驱获得了十年 GE 品牌使用权，可以有效的提升公司产品在低压工业电机分销渠道的品牌影响力和市场竞争力。

表 4：公司低压电机领域收购历程

时间	公司	效果	持股
2015.3	南阳防爆	完善电机及控制产业	60%
2015.12	OLI	构建全球营销网络	80%
2015.3	卧龙希尔机器人	加强自动化生产技术	89%
2015	欧力卧龙	发动电机、振动器产品	85.8%
2018.7	GE (GIM)	拓展北美市场	100%

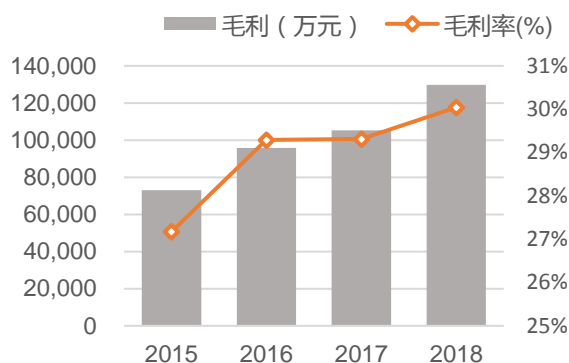
资料来源：公司各年年度报告、天风证券研究所

图 32：公司低压电机营业收入&增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 33：公司低压电机毛利&毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

子公司意大利 SIR 为装备自动化行业驱动系统解决方案的领军企业。公司于 2014 年收购意大利 SIR 机器人应用公司，公司产品覆盖了从搬运、焊接、加工、物流、铸造到装配的全产业链，形成以伺服电机、驱动控制、机器人和系统解决方案在内完整的产品链，在飞机、汽车制造、工业自动化生产等行业提供定制化、一体化的装备自动化产品解决方案。目前，SIR 机器人公司已为特斯拉、法拉利、宝马、保时捷等著名汽车厂家配套制造汽车生产线，也参与了 GE 航空发动机精修项目、邦飞利减速机全自动装配线项目、采埃孚 8HP 变速箱壳体压铸自动化及后处理等工业项目。

3.4. 与采埃孚深入合作 新能源电机业务有望受益

公司低压电机新能源业务在国内配套北汽、东风小康、上汽通用五菱、众泰等乘用车企业以及宇通、福田、中通、金龙等商用车客户。2018 年，公司新能源汽车驱动电机销量实现大幅增长，全年产量接近 8 万台。2019 年 12 月正式与采埃孚签订供货协议，为采埃孚及新能源汽车市场提供电机及其部件。采埃孚作为世界顶级的汽车零部件供应商，是奔驰、宝马、奥迪等德系高端车型的主力供应商。受益于采埃孚和各大企业良好的合作关系以及新能源车市场的广阔前景，新能源汽车事业部将迎来高速发展期。

图 34：卧龙电驱新能源电机主要客户



资料来源：公司公告、天风证券研究所

与采埃孚深度合作，新能源电机业务有望腾飞。自 2018 年 5 月起，卧龙和采埃孚双方团队就已开始就潜在合作展开初步的考察和讨论。2019 年 6 月 11 日，公司与采埃孚签订定点函，为其提供新能源车电机及其零部件，**对应销售预估金额为 22.59 亿元，项目周期为 2020-2026 年。**同年 11 月 18 日，卧龙电驱与采埃孚在上海签署合资企业谅解备忘录。双方将共同组建新能源汽车电机合资公司，卧龙电驱认缴 3,985 万欧元并以汽车电机业务单元的全部资产出资，占合资公司注册资本的 74%，采埃孚中国占比 26%。

建造全球工厂，供应 EV、PHEV、HEV 全系列车型电机。公司总部将设立在中国上虞，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。双方将凭借全球联合采购的优势，率先准备面向未来市场需求的产品，预计公司新能源汽车电机业务将因此迎来高速增长。

图 35：卧龙电驱与采埃孚达成合作



资料来源：公司官网、天风证券研究所

4. 投资建议

4.1. 财务分析与盈利预测

公司子公司虽多，但财务披露较为详尽。公司由于下游细分领域广阔，因此子公司较为众多，但整体披露较为完整。2018 年公司主要参控股公司情况如下：

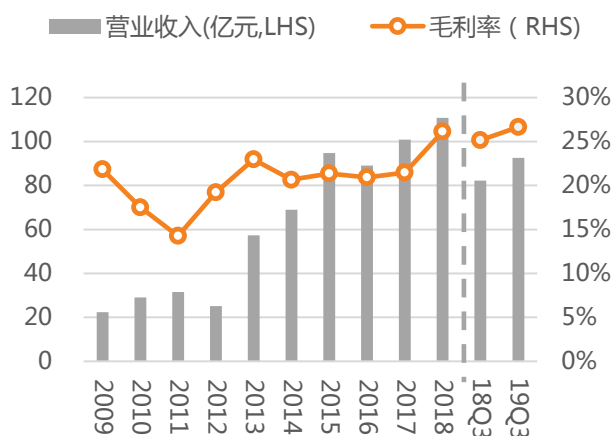
表 5：2018 年参控股公司情况（单位：万元）

公司名称	主要业务	注册资本	公司持股	总资产	净资产	营业收入	净利润
南阳防爆	防爆电机、普通电机、核级电机等产品的研发、制造、销售及修理	34,632	100%	402,775.3	200,517.3	266,186.7	43,099.7
济南电机	电机、电机配件、电器、农机配件、汽车配件的制造及销售	20,289	70%	101,072.0	41,918.3	125,909.6	2,433.1
清江电机	电机及原辅材料产销售后；船用辅机、减速机的生产销售；电机检测服务等	32,310	100%	88,819.3	48,041.0	50,552.9	2,543.0
欧力卧龙	制造销售振动电机、振动器、料位器、振动棒等	325	90.4%	34,208.4	28,057.9	28,811.2	4,795.9
荣信传动	电气传动与控制系列变频器等	5,311	90.4%	53,616.3	23,877.4	35,757.4	3,189.6
香港卧龙控股	贸易、投资	10,000	100%	557,769.7	140,106.6	447,566.3	-6,022.6
意大利控股	贸易、投资	11,000	100%	83,072.7	19,072.8	34,566.9	3,834.9
意大利投资	贸易、投资	50,000	100%	40,883.4	7,160.1	30,530.7	3,543.9
浙江龙能	光伏产品；机电设备安装；进出口业务	10,000	51%	83,323.8	24,450.1	19,293.4	6,858.0
卧龙灯塔	生产、销售蓄电池及配件	11,000	98.9%	53,993.2	28,423.5	45,434.4	474.6
上海卧龙	咨询、服务，货物及技术的进出口业务	2,500	100%	8,031.8	2,397.5	85,890.8	19.1

资料来源：公司公告、天风证券研究所 注：数值为 2018 年

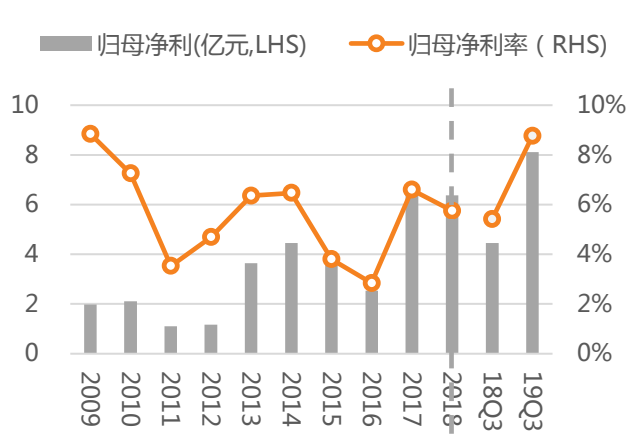
卧龙电驱长期营收复合增速近 20%，毛利率已稳于 25%以上。2009-2018 年，由于收购业务和战略革新，营收从 22.3 亿元上升到了 110.8 亿元，CAGR 达 19.5%。归母净利在 2016 年下降后恢复，18 年达到 6.4 亿元，近九年 CAGR 达 13.9%。

图 36：卧龙电驱营业收入&毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 37：卧龙电驱归母净利润&归母净利率

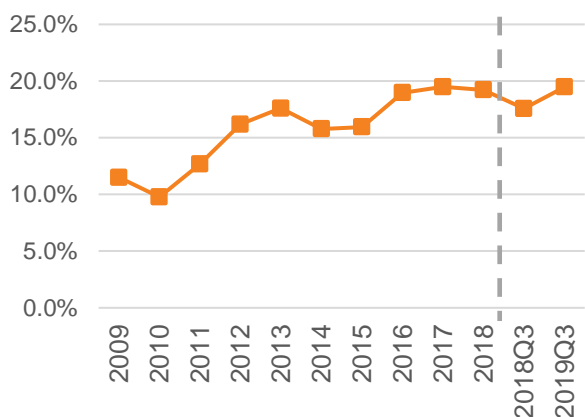


资料来源：Wind、天风证券研究所

17-18 年，随能源行业景气度复苏，公司盈利能力已迅速恢复。2016 年，由于 1) 石油、煤炭行业“去产能”，景气度低迷，装备投资减少，电机、变压器竞争激烈，导致产品价

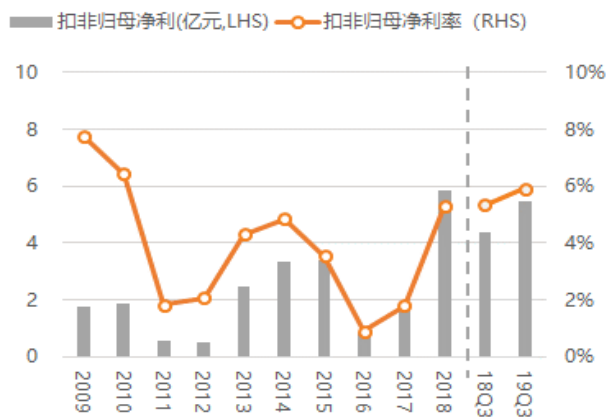
格、销量下滑，公司归母净利润有所下滑。17年-18年，能源行业产能复苏，装备投资需求有所恢复，2017、2018年扣非归母净利润增长125%、222%；公司强成本管控+下游需求恢复，使得卧龙电驱的毛利率提升，已连续5季度稳定在25%以上。

图 38：卧龙电驱三项费用率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

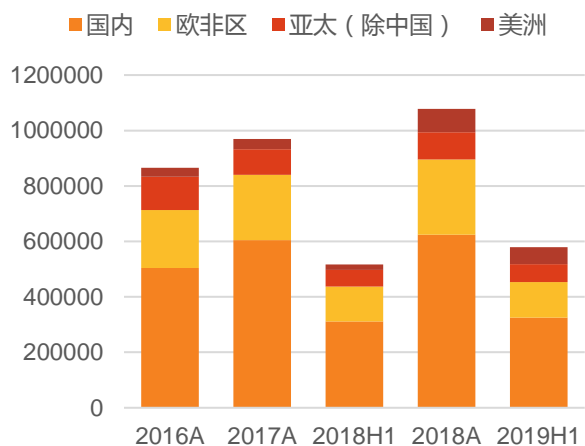
图 39：卧龙电驱扣非归母净利润&扣非归母净利润率



资料来源：Wind、天风证券研究所

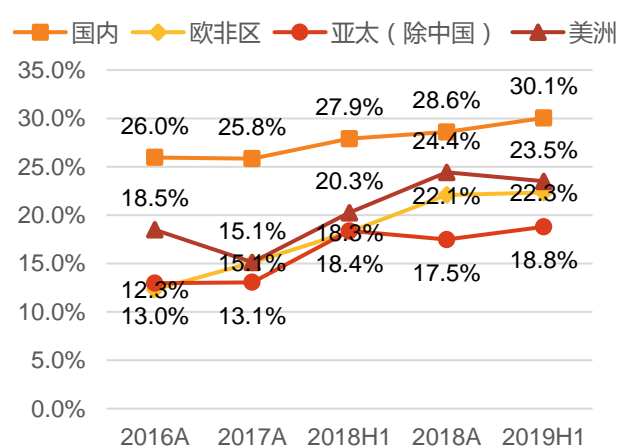
公司业务遍布全球，增强经营稳定性。目前公司经营范围跨越亚洲、欧非、美洲三大区域，经营稳定性强。19H1 中国、欧非、亚太、美洲营收占比约为 55%、22%、11%、10%，毛利占比约为 61%、18%、8%、9%。其中，由于中国较低的人力成本及较高的生产效率，毛利率最高且不断提升，19H1 毛利率突破 30%，欧非、亚太地区毛利率在 20%-25%之间波动，美洲地区毛利率有较大增长潜力。

图 40：卧龙电驱各地区营收（万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 41：卧龙电驱各地区毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

低压电机：受益于采埃孚和 ABB 等欧洲各大企业良好的合作关系以及新能源车市场的广阔前景，新能源汽车电机电驱事业部将迎来高质量发展期。老龄化+用人成本上升推动工业自动化发展，加大工业机器人使用率，从而增加公司工业低压电机需求。

高压电机：未来大宗商品价格短时间不会出现大幅下跌的情况，给上游行业充足利润空间，吸引企业供应复产，公司的高压电机及驱动系统作为大宗商品开采链上的重要设备，市场需求也将延续高增长态势。

微特电机：全球家电稳步增长，国内农村家电保有量仍有较大空间，带动微特电机市场需求充足。农村与城市的家电百户保有量差距不断减小但仍有一定差距，依据中国的农村体量，为未来家电提供充足空间。公司主要做海外家用电器的优质客户，预计未来将保持年均 10% 的复合增速。

表 6：分业务销量增速假设

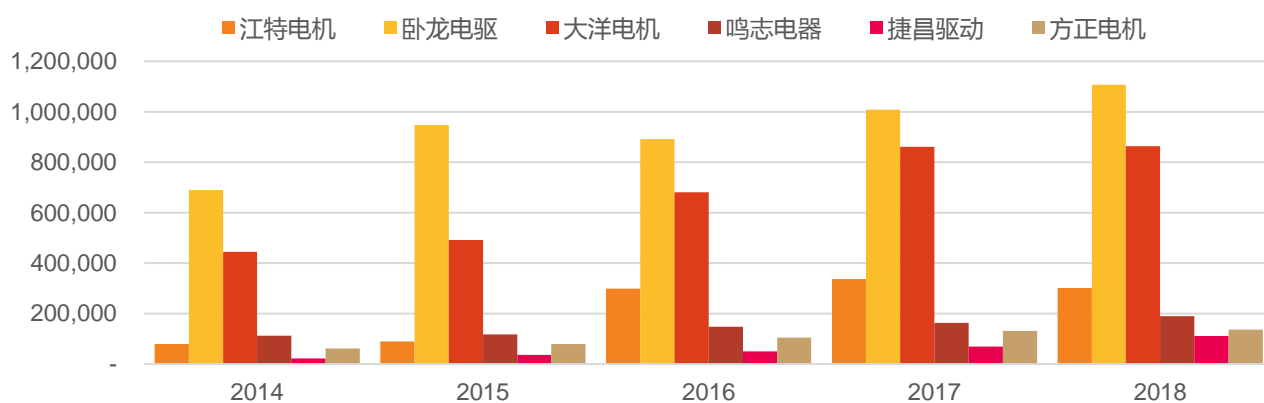
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
低压电机及驱动 (万 kW)	15.8%	14.0%	6.6%	23.4%	25.0%	25.0%	30.0%
高压电机及驱动 (万 kW)	345.0%	-11.1%	46.0%	16.1%	8.0%	8.0%	8.0%
微特电机及控制 (万台)	36.4%	11.5%	4.7%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
蓄电池 (万 kVA)	-6.3%	4.0%	9.4%	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 估值建模

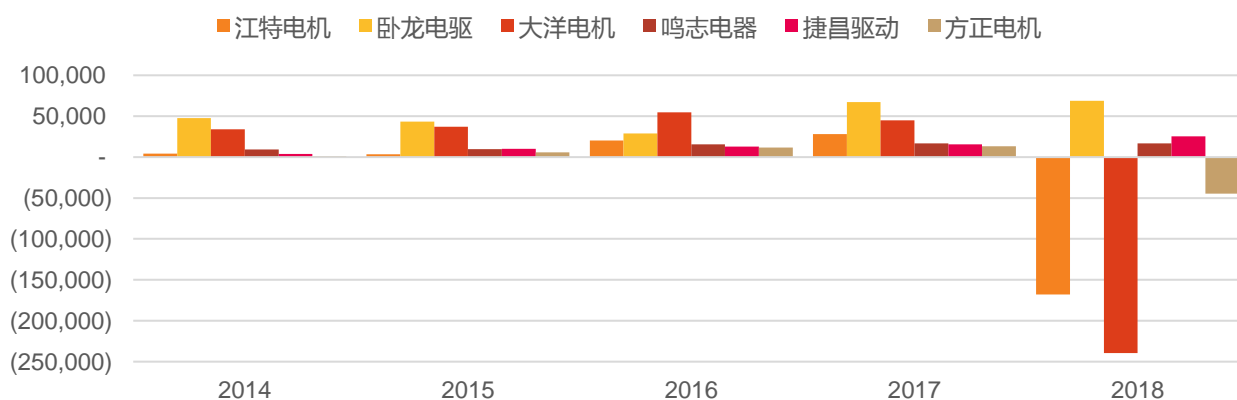
A 股规模最大、盈利稳定性强。从 2014-2018 年，卧龙电驱一直为电机电驱行业 A 股上市公司中总营收规模最大的企业，其次是 2015 年收购上海电驱动的大洋电机。2018 年，受电机行业竞争加剧、多笔高额溢价收购的股权投资大幅商誉计提影响，大洋电机、方正电机、江特电机等企业出现大面积亏损，而卧龙电驱由于多元化经营、合理收购、全球化业务布局，商誉减值风险较低，经营稳定性强。

图 42：A 股电机上市公司历年营收规模对比 (万元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

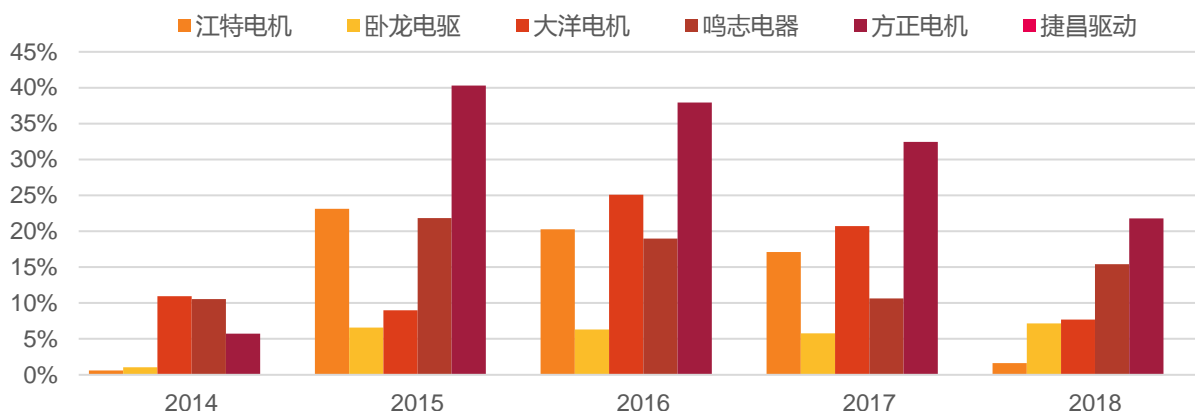
图 43：A 股电机上市公司历年利润规模对比 (万元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

合理收购，商誉减值风险显著低于同行。过去几年电机行业出现高频收购重组潮。对比中国其他电机上市公司，卧龙电驱虽多次收购，但商誉资产占比一直维持于 7%，商誉减值风险较小。截至 2018 年，公司商誉 13 亿元，较 17 年增长 3.5 亿元，主因以 10.59 亿元购入美国通用电气公司下属小型工业电机业务相关资产 (GIM)，溢价率 45.91%。

图 44: A 股电机上市公司商誉/总资产占比 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

选取 A 股电机上市公司大洋电机、方正电机、鸣志电器、捷昌驱动作为卧龙电驱的可比公司分析, 上述四家企业营收、利润规模均不如卧龙电驱, 而估值水平平均高于卧龙电驱, 以 2020 年预测业绩为基准, 四家可比公司的平均 PE 为 30x。

我们预计卧龙电驱 2019-2021 年营收 124/140/157 亿元, 归母净利 9.8/9.9/11.5 亿元, 在行业平均 30x 的 PE 下对应 2020 年业绩目标价 23 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。若考虑龙头溢价及流动性溢价, 公司将获得估值溢价。

表 7: 卧龙电驱可比上市公司估值对标

公司代码	公司名称	市值		归母净利润 (亿元)				PE		
		2020/2/18	2018	2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
002249	大洋电机	94.62	-23.76	3.56	2.25	2.49	-4.2	26.6	42.1	38.0
002196	方正电机	25.22	-4.44	0.57	1.07	1.50	-5.2	44.4	23.6	16.9
603728	鸣志电器	47.88	1.67	2.08	2.64	3.25	28.5	23.0	18.1	14.7
603583	捷昌驱动	100.59	2.54	3.07	3.80	4.81	31.5	32.7	26.5	20.9
	平均							31.7	27.6	22.6
600580	卧龙电驱	175.40	6.37	9.78	9.90	11.20	17.5	17.9	17.7	15.7

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

- 新能源汽车下游需求不及预期：目前全球新能源汽车需求与 2025 年预计目标还有较大差距，若下游需求难以匹配产业规划，将使得公司新能源低压电机业务营收不及预期。
- 公司与采埃孚的合作不及预期：公司目前与采埃孚的合作处于落地后的初期，后续配套订单规模还要根据客户发包量确定，影响公司低压电机营收增速。
- 油气行业、家电行业景气度低于预期：公司高压电机业务与油气行业景气度相关，微特电机业务与家电行业景气度相关，若下游行业景气度较低，将会加剧行业竞争，公司相关电机毛利率有可能因此下滑。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,081.13	1,558.17	1,858.84	2,396.99	2,547.82
应收票据及应收账款	3,581.39	4,290.62	5,200.67	5,197.92	6,391.28
预付账款	250.96	194.76	294.76	263.12	352.06
存货	2,179.62	2,459.55	2,716.71	3,075.29	3,370.58
其他	1,227.92	1,104.96	756.67	1,583.55	1,088.19
流动资产合计	9,321.01	9,608.06	10,827.64	12,516.87	13,749.92
长期股权投资	205.52	247.97	247.97	247.97	247.97
固定资产	2,827.64	3,684.61	3,681.08	3,651.74	3,603.14
在建工程	520.84	423.70	338.59	293.01	261.11
无形资产	1,121.97	1,351.85	1,252.56	1,153.28	1,053.99
其他	2,778.48	3,138.46	3,076.54	3,054.61	3,068.07
非流动资产合计	7,454.46	8,846.59	8,596.74	8,400.61	8,234.27
资产总计	16,775.47	18,454.65	19,424.38	20,917.47	21,984.19
短期借款	3,218.94	3,680.28	3,926.83	4,000.00	4,000.00
应付票据及应付账款	2,767.40	3,429.70	3,065.44	4,204.29	4,039.29
其他	1,426.51	1,997.38	1,817.13	1,863.62	2,177.63
流动负债合计	7,412.86	9,107.36	8,809.39	10,067.91	10,216.92
长期借款	2,541.17	2,040.12	1,980.01	1,500.00	1,500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	774.70	838.54	891.40	834.88	854.94
非流动负债合计	3,315.87	2,878.66	2,871.41	2,334.88	2,354.94
负债合计	10,728.73	11,986.02	11,680.81	12,402.79	12,571.86
少数股东权益	387.08	425.17	503.35	582.36	674.33
股本	1,288.90	1,293.16	1,301.21	1,301.21	1,301.21
资本公积	1,867.48	1,861.88	1,861.88	1,861.88	1,861.88
留存收益	4,752.38	5,254.24	5,939.02	6,631.12	7,436.78
其他	(2,249.09)	(2,365.83)	(1,861.88)	(1,861.88)	(1,861.88)
股东权益合计	6,046.75	6,468.63	7,743.58	8,514.68	9,412.33
负债和股东权益总	16,775.47	18,454.65	19,424.38	20,917.47	21,984.19

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	671.41	688.02	978.25	988.71	1,150.95
折旧摊销	393.10	411.48	247.93	254.20	259.80
财务费用	279.36	299.15	219.66	203.03	184.19
投资损失	(656.98)	(56.42)	(75.00)	(80.00)	(85.00)
营运资金变动	(531.35)	(472.35)	(1,103.25)	(26.54)	(990.94)
其它	161.21	104.83	332.17	79.01	91.98
经营活动现金流	316.73	974.71	599.76	1,418.42	610.98
资本支出	337.36	1,706.97	7.14	136.52	59.94
长期投资	28.50	42.44	0.00	0.00	0.00
其他	(1,059.26)	(3,199.64)	(246.13)	(136.52)	(54.94)
投资活动现金流	(693.40)	(1,450.23)	(238.99)	0.00	5.00
债权融资	6,133.81	6,506.24	6,447.28	6,066.66	6,130.98
股权融资	(295.62)	(289.92)	342.34	(153.03)	(134.19)
其他	(5,519.80)	(6,223.41)	(6,849.72)	(6,793.89)	(6,461.94)
筹资活动现金流	318.39	(7.09)	(60.10)	(880.26)	(465.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(58.28)	(482.61)	300.66	538.15	150.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,086.04	11,076.03	12,392.24	14,020.28	15,673.00
营业成本	7,920.84	8,182.08	9,067.34	10,145.96	11,291.36
营业税金及附加	75.27	68.88	64.44	70.10	78.36
营业费用	763.58	744.69	810.45	911.32	1,018.74
管理费用	937.41	912.61	1,040.95	1,191.72	1,340.04
研发费用	0.00	256.25	285.02	322.47	391.82
财务费用	265.19	216.24	219.66	203.03	184.19
资产减值损失	48.24	63.40	41.37	51.00	51.92
公允价值变动收益	2.03	48.54	253.99	0.00	0.00
投资净收益	656.98	56.42	75.00	80.00	85.00
其他	(1,356.64)	(267.79)	(657.98)	(160.00)	(170.00)
营业利润	773.13	794.71	1,192.00	1,204.68	1,401.55
营业外收入	266.76	23.39	25.00	25.00	25.00
营业外支出	154.18	29.61	30.00	30.00	30.00
利润总额	885.71	788.48	1,187.00	1,199.68	1,396.55
所得税	214.29	100.46	130.57	131.97	153.62
净利润	671.41	688.02	1,056.43	1,067.72	1,242.93
少数股东损益	6.19	51.21	78.18	79.01	91.98
归属于母公司净利润	665.22	636.81	978.25	988.71	1,150.95
每股收益(元)	0.51	0.49	0.75	0.76	0.88

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	13.15%	9.82%	11.88%	13.14%	11.79%
营业利润	141.65%	2.79%	49.99%	1.06%	16.34%
归属于母公司净利润	162.51%	-4.27%	53.62%	1.07%	16.41%
获利能力					
毛利率	21.47%	26.13%	26.83%	27.63%	27.96%
净利率	6.60%	5.75%	7.89%	7.05%	7.34%
ROE	11.75%	10.54%	13.51%	12.46%	13.17%
ROIC	9.73%	10.64%	13.09%	11.85%	13.51%
偿债能力					
资产负债率	63.95%	64.95%	60.13%	59.29%	57.19%
净负债率	67.02%	76.49%	59.25%	43.10%	38.07%
流动比率	1.26	1.05	1.23	1.24	1.35
速动比率	0.96	0.78	0.92	0.94	1.02
营运能力					
应收账款周转率	2.67	2.81	2.61	2.70	2.70
存货周转率	4.65	4.78	4.79	4.84	4.86
总资产周转率	0.61	0.63	0.65	0.70	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.51	0.49	0.75	0.76	0.88
每股经营现金流	0.24	0.75	0.46	1.09	0.47
每股净资产	4.35	4.64	5.56	6.10	6.72
估值比率					
市盈率	27.87	29.12	18.95	18.75	16.11
市净率	3.28	3.07	2.56	2.34	2.12
EV/EBITDA	9.40	7.30	13.18	12.67	11.41
EV/EBIT	12.96	9.67	15.50	14.96	13.27

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com