



资本货物/工业

卧龙电气 (600580)

## 持续贯彻外延扩张，增发补血做强主业

	谷琦彬 (分析师)	刘骁 (分析师)	洪荣华 (分析师)
	010-59312711	010-59312823	021-38675854
	guqibin@gtjas.com	liuxiao009336@gtjas.com	hongronghua@gtjas.com
证书编号	S0880513050004	S0880512040002	S0880514080002

### 本报告导读:

公司海外并购快速切入机器人领域，而收购南阳防爆将完善产品布局并与 ATB 实现协同，同时增发补血引入战略投资者，进一步贯彻做强电机+控制主业的战略。

### 投资要点:

- **维持“增持”评级。**由于收购和定增尚未完成，我们维持 2014-16 年 0.47/0.60/0.77 元的 EPS 预测和 13.20 元目标价。未来催化剂或包括：1) 在集成化趋势下，或进一步完善电机电控产业链；2) 电动汽车电机、节能电机、高铁变压器发展速度有望超市场预期。
- **外延扩张再下两城，切入机器人与防爆电机。**公司先后公告收购意大利 SIR 公司 89% 的股权及南阳防爆 60% 的股权。SIR 为欧洲领先的机器人应用集成应用商，在处理加工、灵活拾取、视觉识别等方面技术一流，在航天航空、汽车制造等行业具有广泛应用，我们认为公司凭借收购快速切入机器人领域，同时可有效加强控制类产业短板。南阳防爆是国内领先的专用电机供应商，在防爆电机、核电电机和节能电机领域位居行业前列，我们认为与南阳防爆的强强联手可进一步补充公司产业链，更可嫁接 ATB 同类高端产品，实现市场渠道协同。
- **增发补血引入战略投资者，有利于聚集做强电机电控主业。**公司公布了定向增发预案，拟以 9.03 元/股向 9 名特定投资者非公开发行股票不超过 2.2 亿股，募集资金总额为不超过 20 亿元，用于偿还银行贷款及补充流动资金。公司在 2 年内已发起 5 起电机+控制的产业链并购，我们认为增发将有利于公司外延扩张战略的进一步落实，而实际控制人和管理层参与增发则显示了其对公司长期发展信心。我们看好公司重新战略聚焦做强主业，打造世界一流的电机系统集成商。
- **风险提示：**ATB 新市场开拓进度慢于预期，电控系统拓展慢于预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,507	5,728	6,852	8,203	9,514
(+/-)%	-20%	128%	20%	20%	16%
经营利润 (EBIT)	131	433	646	821	993
(+/-)%	29%	230%	49%	27%	21%
净利润	118	364	523	671	850
(+/-)%	6%	210%	44%	28%	27%
每股净收益 (元)	0.11	0.33	0.47	0.60	0.77
每股股利 (元)	0.17	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	5.2%	7.6%	9.4%	10.0%	10.4%
净资产收益率 (%)	4.6%	10.2%	13.1%	14.7%	16.0%
投入资本回报率 (%)	5.4%	11.4%	13.2%	15.3%	18.1%
EV/EBITDA	32.0	19.5	14.6	11.7	9.3
市盈率	99.0	32.0	22.2	17.4	13.7
股息率 (%)	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **13.20**

上次预测: 13.20

当前价格: 10.48

2015.01.14

### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.90-11.15
总市值 (百万元)	11,638
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,111/688
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	62%
日均成交量 (百万股)	8.47
日均成交值 (百万元)	84.33

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,687
每股净资产	3.32
市净率	3.2
净负债率	43.04%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.05	0.06
Q2	0.03	0.09
Q3	0.08	0.12
Q4	0.16	0.20
全年	0.33	0.47

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	6%	72%
相对指数	-10%	-31%	12%

### 相关报告

《电动汽车、节能电机双轮驱动》2014.12.02

《拟收购海尔电机，贯彻主业聚焦战略》2014.07.14

《乘电动汽车行业景气之东风》2014.06.23

《激励方案提升管理层动力》2014.06.16

《被忽视的分布式光伏电站业务》2014.01.21

模型更新时间: 2015.01.13

**股票研究**

工业  
资本货物

**卧龙电气 (600580)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 13.20**

上次预测: 13.20

**当前价格: 10.48**

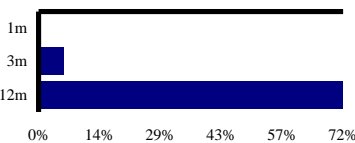
公司网址

www.wolong.com.cn

**公司简介**

公司主营各类电机及控制装置, 家电类电机与日本松下合资经营, 主导产品是日本松下、美国艾默生等国际知名企业的配套生产基地, 产品出口遍布五大洲, 出口量逐年翻番增长。公司依托雄厚的科技力量、博士后科研工作站, 以及与多家高等院校、国际知名企业的合作关系, 具有行业领先的技术创新优势, 相继获得省部级科技成果 49 项, 火炬项目 5 项, 国家级重点新产品 9 项, 专利 163 项。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

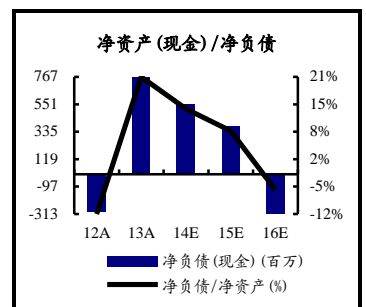
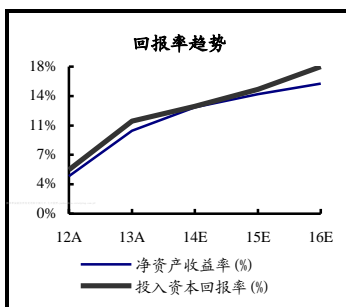
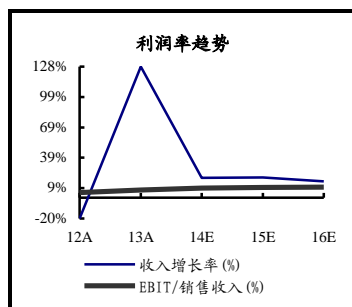
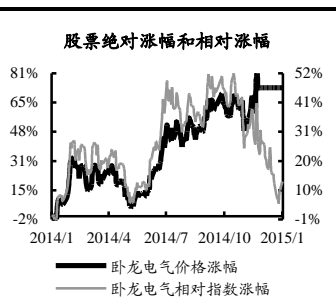
5.90-11.15

市值 (百万)

11,638

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	2,507	5,728	6,852	8,203	9,514
营业成本	2,026	4,412	5,208	6,217	7,168
税金及附加	12	13	16	19	22
销售费用	149	393	453	530	614
管理费用	189	477	530	618	716
EBIT	131	433	646	821	993
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	18	17	25	25	25
财务费用	68	138	92	83	65
营业利润	71	270	580	744	950
所得税	16	-51	43	54	68
少数股东损益	18	43	49	46	59
净利润	118	364	523	671	850
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	967	1,561	1,601	1,651	2,101
其他流动资产	0	62	0	0	0
长期投资	324	358	358	358	358
固定资产合计	1,492	2,623	2,736	2,833	2,914
无形及其他资产	326	906	731	741	750
资产合计	4,773	8,889	8,243	9,326	9,917
流动负债	1,959	3,750	3,180	3,655	3,444
非流动负债	25	1,257	709	711	714
股东权益	2,553	3,582	4,006	4,566	5,305
投入资本(IC)	2,166	4,356	4,545	4,981	5,090
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	118	495	601	763	924
折旧与摊销	85	203	187	203	219
流动资金增量	183	-836	442	-348	-22
资本支出	-117	-329	-91	-283	-283
自由现金流	268	-466	1,139	335	839
经营现金流	274	270	897	670	1,179
投资现金流	-107	-955	-66	-258	-258
融资现金流	-215	933	-791	-362	-471
现金流净增加额	-48	248	40	50	450
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-20.3%	128.4%	19.6%	19.7%	16.0%
EBIT 增长率	29.2%	230.2%	49.2%	27.1%	21.0%
净利润增长率	5.9%	209.8%	43.7%	28.2%	26.8%
利润率					
毛利率	19.2%	23.0%	24.0%	24.2%	24.7%
EBIT 率	5.2%	7.6%	9.4%	10.0%	10.4%
净利润率	4.7%	6.4%	7.6%	8.2%	8.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	4.6%	10.2%	13.1%	14.7%	16.0%
总资产收益率(ROA)	2.5%	4.1%	6.3%	7.2%	8.6%
投入资本回报率(ROIC)	5.4%	11.4%	13.2%	15.3%	18.1%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	113	71	71	71	71
应收账款周转天数	110	78	75	73	70
总资产周转天数	699	435	456	391	369
净利润现金含量	2.33	0.74	1.72	1.00	1.39
资本支出/收入	5%	6%	1%	3%	3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.6%	56.3%	47.2%	46.8%	41.9%
净负债率	-11.7%	21.4%	13.7%	8.3%	-5.9%
<b>估值比率</b>					
PE	99.0	32.0	22.2	17.4	13.7
PB	2.8	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	32.0	19.5	14.6	11.7	9.3
P/S	2.9	2.0	1.7	1.4	1.2
股息率	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

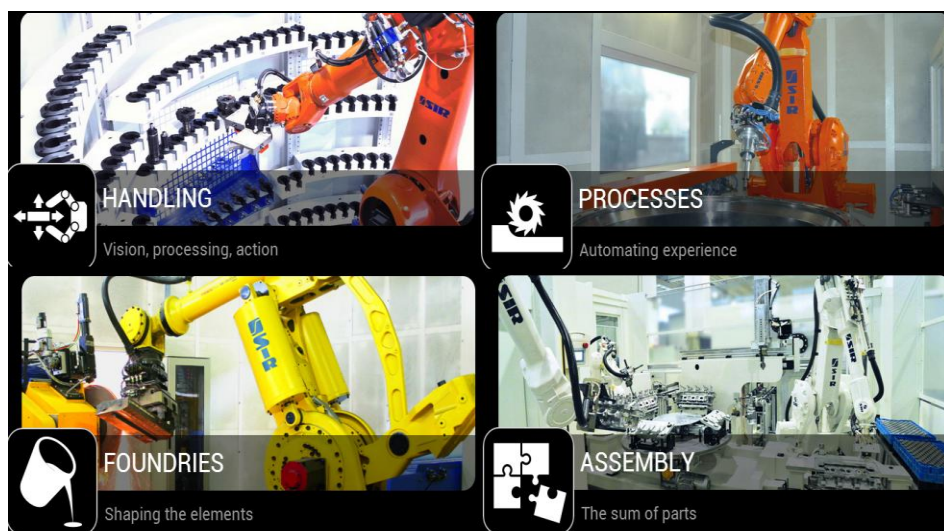


## 1. 外延收购再下两城

### 1.1. 海外并购快速切入机器人领域

公司停牌期间披露收购意大利机器人公司 SIR 的 89% 股权，交易价格为 17,800,016 欧元。意大利 SIR 公司是欧洲顶尖的机器人集成应用制造商，致力于提供成套工业生产自动化解决方案与工业生产机器人化的前端性技术研发和制造，尤其是在航天航空、汽车制造、冶金铸造、工程机械、家用电器、物流等行业具有广泛应用。拥有在处理加工、灵活拾取、视觉识别、焊接或处理的复合等机器人集成系统方面的国际一流技术。截止 2013 年底，SIR 总资产 16,053 千欧元、净资产 3,912 千欧元，2013 年 SIR 营业收入 27,663 千欧元，净利润 1,460 千欧元。

图 1 意大利 SIR 公司部分产品解决方案



数据来源：SIR 网站

我们认为 SIR 的收购意义重大，意味着公司在控制领域迈出了外延扩张第一步。公司重新聚集主业，做大做强电机+电控的战略已明确，但此前的 ATB、美的清江和海尔电机的并购都是集中在电机产品线，而控制类产品仍然主要依靠公司内生成长，本次 SIR 的收购对于工业自动化和控制领域的技术提升、产品线丰富具有战略意义，有利于公司打造国际一流的电机集成商。

### 1.2. 拟大手笔收购南阳防爆

公司与深圳市平安创新资本投资有限公司、涛石能源股权投资基金、上海鸿石商贸有限公司、南阳防爆投资有限责任公司、南阳特电投资有限公司、上海瑞鸿股权投资合伙企业、杭州天诺投资有限公司、浦江睿丰投资合伙企业、上海博音投资合伙企业、深圳市德宝文化用品专业市场有限公司、北京九合寰宇投资有限公司及北京瑞源投资中心等出人签订了《股份转让框架协议》，南防集团 60% 股份的转让价格初定为 17.1 亿元。

南阳防爆是国内位居行业前列的著名电机企业，主要产品有高低压各类防爆电机、普通电机、电动/发电机、轻型发电机、防爆风机、防爆电器及监控仪表等，产品主要应用于石油、煤炭、化工、冶金、电力、国防、核电等领域，年生产能力 1000 万千瓦，功率范围为 0.12 千瓦~100,000 千瓦，销售网络遍布国内外，产品出口 40 多个国家和地区，被中国机电产品进出口商会授予 AAA 最高信用等级。南防集团科研实力雄厚，先后参与 1 项国际标准、12 项国家标准和 39 项行业标准的制修订工作，获得国家专利 104 项，其中发明专利 9 项，并与中科院、清华大学、西安交通大学等国内著名高校和科研院所建立了长期合作关系。

图 2 公司的三代核电技术水泵电机



数据来源：南阳防爆网站

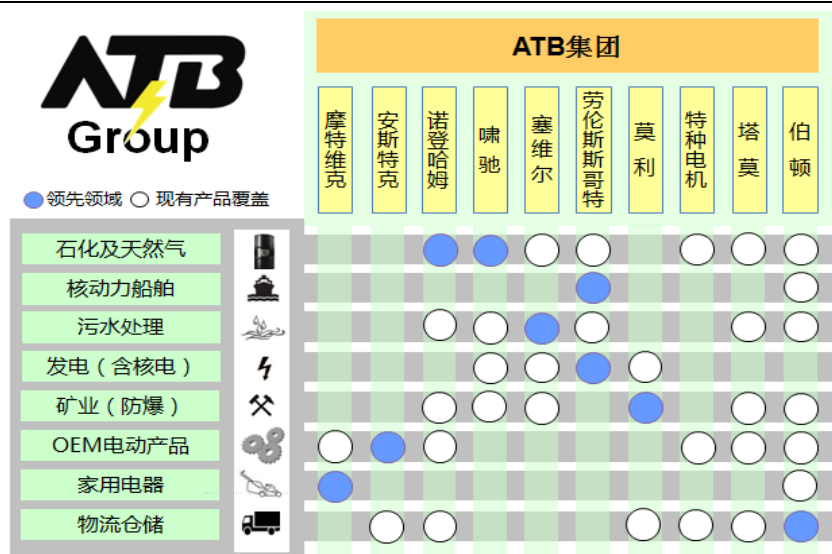
图 3 公司的井下矿用通风机



数据来源：南阳防爆网站

**强强联手丰富产品链，与 ATB 体现市场协同效应。**我们认为南阳防爆的收购可进一步补充公司的电机产业链，南阳防爆市场地位领先，具有明显品牌效应。另外更重要的是南阳防爆的下游应用领域与公司海外的 ATB 较为相似，公司可利用南阳防爆的市场渠道嫁接 ATB 同类领先高端产品到国内市场，在短时间内打通国际-国内市场，提升 ATB 增长潜力，挖掘进口替代的金矿。

图 4 ATB 现有产品线



数据来源：公司宣传资料

## 2. 定增补血引入战略投资者，有助于继续聚集主业

公司披露非公开发行股票预案，拟以 9.03 元/股的价格向 9 名特定投资者非公开发行股票，发行数量不超过 2.21 亿股，募集资金的总额为不超过 20 亿元，募集资金将用于偿还银行贷款及补充流动资金。本次非公开发行股票的发行对象为卧龙控股、光大保德信、安徽投资、安徽铁路、温州隆涵、杭州百赛、陈建成、陈永苗、王建乔。

图 5 本次增发对象及认购数量

序号	发行对象	认购股数 (股)	认购金额 (万元)
1	卧龙控股	33,369,880	30,133.00
2	光大保德信	94,743,078	85,553.00
3	安徽投资	27,685,492	25,000.00
4	安徽铁路	27,685,492	25,000.00
5	温州隆涵	2,000,000	1,806.00
6	杭州百赛	16,000,000	14,448.00
7	陈建成	6,000,000	5,418.00
8	陈永苗	2,000,000	1,806.00
9	王建乔	12,000,000	10,836.00
合计		221,483,942	200,000.00

数据来源：公司公告

**参与增发显示信心，引入战略投资者助力公司长期发展。**本次增发预案中控股股东、实际控制人和管理层共现金认购 5 亿元，我们认为这进一步显示了其对公司长期发展信心。同时安徽投资、安徽铁路等战略投资者的引入有利于公司整合资源，进一步开拓市场。

**增发补血有助于外延扩张战略的落实。**近年公司不断利用自有资金和财务杠杆进行一系列的企业并购，延伸产业布局。继 2013 年 ATB 注入上市公司后，公司又进行了清江电机、章丘电机、意大利 SIR 股份公司等多次企业收购，并签订了南阳防爆并购的框架协议。其中多次外延收购为现金收购，加之公司自身经营，目前公司的负债率处于高位，增发补血有利于降低财务费用，并助力未来公司进一步外延扩张的落实。

## 3. 盈利预测与投资建议

由于收购和增发尚未完成，我们维持 2014-16 年 5.23/6.71/8.50 亿元的净利润预测，对应 0.47/0.60/0.77 元的 EPS 预测。

我们看好公司在内生发展的同时贯彻外延并购战略，重新战略聚焦做强

主业，打造世界一流的电机系统集成商，维持 13.2 元目标价不变，对应行业平均的 2015 年 20 倍动态 PE，维持“增持”评级。

#### 4. 风险提示

- ATB 新市场开拓进度慢于预期

ATB 目前仍主要依赖欧洲市场，中国市场的开拓较慢，我们判断南阳防爆将和 ATB 形成市场渠道方面的协同效应，但仍存在新市场开拓进度慢于预期的可能性。

- 电控系统拓展慢于预期

公司电控产品目前体量较小，主要产品为纺机伺服等，依托国内外科研机构发展技术，我们认为电控是公司战略方向之一，但其内生和外延的发展进度仍存在不确定性。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		