

顺利收购 GE 低压电机业务， 贸易战中美并购第一单！

事件

公司临时董事会审议通过了《关于收购通用电气小型工业电机业务相关资产的议案》，公司就收购美国通用电气公司下属小型工业电机业务相关资产（以下简称“SIM”）与交易对手方通用电气签订《股份和资产购买协议》，交易主要涉及生产小型工业电机的业务资产，资产主要包括通用电气工业电机墨西哥股份公司 100% 股权、通用电气电机服务股份公司 100% 股权及其他 13 家实体涉及与本业务有关的资产与雇员。该等业务资产交易基本购买价格为 1.42 亿美元。

简评

贸易战影响无忧，全球拓展加速推进

公司以 1.42 亿美元购买通用公司生产小型工业电机的业务资产，包括其墨西哥工厂、电机服务公司及相关资产和雇员，并取得通用电机 10 年品牌使用权。目前，该收购事宜已通过 CFIUS 的审核，进展顺利。公司出口美国产品销售额比例在 4% 以下，贸易战对公司影响不大，此次收购使得公司的全球化布局加速，受贸易战影响微乎其微。

坚守国内市场，积极拓展海外市场

公司在 EV 电机上积极布局，紧跟新能源汽车行业发展。公司是按照数量计算最大的新能源汽车驱动电机生产商之一，并入选了科技部新能源汽车重点专项的电机系统研发项目，获得了政策支持。国内客户已包含北汽、上汽、广汽、吉利、众泰等乘用车及中通、珠海银隆和安凯汽车等商用车客户，是北汽“爆款”车型 EC 系列的主力供应商。在海外，有望达成与世界主流豪车生产厂家及其供应商的战略合作关系，现已签订 50 万辆电机订单。公司的子公司意大利希尔机器人公司直接为特斯拉提供自动化生产线。

二季度业绩有望持续高速增长

受益于油气等下游行业的复苏以及 EV 电机等的持续发力，公司 2018 年第二季度业绩增速预计超过 90%。2018 年第一季度公司实现营业收入 24.70 亿元，同比增长 10.68%；归母净利润 1.16 亿元，同比增长 238.39%；扣非后归母净利润 7454 万元，同比增长 173.49%，EPS 为 0.0898 元，同比增长 238.87%。

成本上升带动价格上涨，需求改善促进毛利提高

公司从 2017 年起就通过适当提高产品售价来抵消原材料上涨的冲击。另外，公司的高压电机及驱动产品由于下游能源投资需求的持续改善，产品毛利也有所提高。

卧龙电气 (600580)

维持

买入

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-85130418

执业证书编号：S1440516090001

发布日期：2018 年 06 月 28 日

当前股价：7.46 元

目标价格 6 个月：13.60 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-13.38/	-10.94/-13.51	10.23/9.32
12 月最高/最低价 (元)		9.48/6.72
总股本 (万股)		129,340.96
流通 A 股 (万股)		111,052.72
总市值 (亿元)		96.49
流通市值 (亿元)		82.85
近 3 月日均成交量 (万)		1,287.88
主要股东		
浙江卧龙舜禹投资有限公司		32.8%

股价表现



相关研究报告

18.06.20	【中信建投电新】卧龙电气：EV 电机国内外齐发力，需求增长提高毛利
18.05.23	【中信建投电新】卧龙电气：创始人再任董事长，坚定战略谋发展
18.05.22	【中信建投电新】卧龙电气：油价上涨带动订单增长，贸易战结束确保市场开拓

盈利预测与估值参考

盈利预测

针对公司现有主营业务，我们有以下预测假设：

1. 受益于下游油气行业的复苏，公司高压电机及驱动业务可保持在较高增速，预计公司 18-19 年高压电机及驱动营收增长率分别为 30%、10%，毛利率保持稳定在 25%左右；
2. 新能源汽车产业高速稳定发展的行业背景下，公司积极拓展海内外客户，尽管补贴退坡落地可能带来短期新能源汽车产销量的下降，但行业整体将会健康平稳发展。看好公司低压电机及驱动业务，预计公司 18-19 年低压电机及驱动业务营收保持高增速分别为 15%、15%，毛利率维持稳定在 20%左右；
3. 公司在微特电机及控制业务上积极开拓优质客户，加上家电行业 2017 的回暖以及补库，将带动未来两年公司业务高速增长，毛利率有望逐步提升至 17%左右，预计 18-19 年营收增速分别为 18%、10%；
4. 变压器业务 2017 年开始剥离，已经完成剥离的银川变压器和浙江变压器，为公司带来了较大的非经营性收益增加，在 2018 年剩余变压器的剥离以及逐步进行的电源等非核心业务的剥离将给公司 18-19 未来两年的非经营性收益增加。

基于以上假设，我们得到公司 18-19 年营收分别为 123.93、140.61 亿元，整体毛利率分别为 23%、21%。

图表1： 公司营收、毛利率预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
高压电机及驱动营收（百万元）	2141.42	1756.11	2344.36	3071.11	3378.22
增长率（%）	-	-18%	33%	31%	10%
毛利率（%）	29%	15%	22%	28%	25%
低压电机及驱动营收（百万元）	2686.96	3273.14	3591.30	4309.56	4912.90
增长率（%）	-	22%	10%	20%	14%
毛利率（%）	27%	29%	29%	25%	22%
微特电机及控制营收（百万元）	1777.48	1892.95	2361.60	2857.54	3143.29
增长率（%）	-	7%	25%	21%	10%
毛利率（%）	15%	13%	12%	17%	16%
特种变压器营收（百万元）	860.07	706.05	574.54	0.00	0.00
增长率（%）	-	-18%	-19%	-	-
毛利率（%）	24%	25%	17%	24%	25%
蓄电池营收（百万元）	362.40	364.49	413.83	434.52	217.26
增长率（%）	-	1%	14%	5%	-50%
毛利率（%）	18%	20%	16%	18%	18%
其他营收（百万元）	1645.30	921.20	800.41	1720.88	2409.23
增长率（%）	-	-44%	-13%	115%	40%

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
毛利率 (%)	9%	16%	17%	22%	22%
营收汇总 (百万元)	9473.63	8913.94	10086.04	12393.61	14060.91
营收增长率 (%)	37%	-6%	13%	23%	13%
毛利率 (%)	21%	21%	21%	23%	21%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表2： 公司业绩拆分及盈利预测

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
高压电机 净利润 (亿元)		-0.60	-0.58	1.50	1.66	1.79
净利润增长率 (%)			3%	359%	10%	8%
净利润率%		-0.03	-0.03	0.05	0.06	0.06
低压电机 (含 EV) 净利润 (亿元)		1.60	1.80	4.30	5.03	5.64
净利润增长率 (%)			13%	139%	17%	12%
净利润率%		0.05	0.04	0.08	0.09	0.09
微特电机 净利润 (亿元)		0.45	0.86	1.40	1.52	1.61
净利润增长率 (%)			91%	63%	9%	6%
净利润率%		0.02	0.03	0.05	0.04	0.04
其他 净利润 (亿元)		1.43	0.32	0.20	0.60	1.20
净利润增长率 (%)			-78%	-38%	200%	100%
净利润率%		0.07	0.02	0.01	0.03	0.06
经营性净利润 (亿元)	4.35	2.88	2.02	7.40	8.81	10.24
净利增长率		-34%	-17%	208%	19%	16%
净利润率%	0.05	0.03	0.02	0.06	0.06	0.07
非经常损益 (亿元)			4.83	0.60	1.10	1.15
总利润 (亿元)			6.65	7.26	9.03	10.36

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

估值参考

公司主营业务为电机及其驱动，覆盖高压电机及驱动、低压电机及驱动、微特电机及控制等，我们选取同行业可比公司大洋电机、方正电机、江特电机，上述公司 2018-2019 年预测 EPS 平均值分别为 0.36、0.47，对应 PE 分别为 27、21 倍。考虑到卧龙电气相关业务成长性较强，近年开始业绩呈现高增长态势，我们认为公司合理估值为 20 倍，对应目标价 13.60 元。维持“买入”评级。

图表3：可比公司估值对比表

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E
002249.SZ	大洋电机	0.22	0.17	0.29	0.37	48.25	40	24.26	18.67
002196.SZ	方正电机	0.45	0.29	0.40	0.50	56.43	32	23.78	19.02
002176.SZ	江特电机	0.14	0.19	0.39	0.53	105.00	59	32.52	23.91
平均值		0.27	0.22	0.36	0.47	70	44	26.85	20.53
600580.SH	卧龙电气	0.20	0.52	0.56	0.70	42.9	16.7	15.3	12.3

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

风险分析

1. 新能源汽车产销不及预期；
2. 新能源汽车整车客户开拓进度缓慢；
3. 低压电机下游客户开拓不及预期；
4. 宏观经济复苏缓慢，导致油气业务景气度降低；
5. 家电行业需求不足，行业竞争加剧，业务毛利率降低。

指标分析

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
业绩表现					
收入增长率	-5.9%	13.1%	22.9%	13.5%	9.8%
净利增长率	-29.7%	162.5%	9.2%	24.2%	14.9%
EBITDA 增长率	-9.4%	63.7%	-3.2%	19.8%	7.4%
EBIT 增长率	-18.7%	104.5%	-8.4%	25.3%	7.3%
营业利润率	-27.9%	141.6%	-17.6%	39.4%	9.9%
EBITDA Margin (%)	9.4%	13.7%	10.8%	11.4%	11.1%
ROE	5.0%	11.8%	11.9%	13.2%	13.5%
ROIC	6.1%	9.9%	8.3%	11.6%	12.1%
ROIC - WACC	0.7	1.2	1.0	1.4	1.5
价值评估					
P / E	43.8	16.7	15.3	12.3	10.7
EV / 收入	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EV / EBITDA	16.5	9.9	10.5	8.4	8.3
EV / EBIT	28.5	13.6	15.3	11.7	11.6
EV / NOPLAT	31.4	17.2	20.7	12.9	12.9
EV / IC	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3
P / B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
Dividend Yield (%)	0.3%	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%
每股指标					
报表 EPS	0.20	0.52	0.56	0.70	0.80
经常性 EPS	3.97	4.39	4.72	5.31	5.97
每股红利	43.8	16.7	15.3	12.3	10.7
每股经营现金流	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
每股净资产	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
流动性					
净负债 / 权益	188.5%	177.4%	191.9%	163.8%	167.9%
总负债 / 总资产	65.3%	64.0%	65.7%	62.1%	62.7%
流动比率	1.25	1.26	1.31	1.35	1.37
速动比率	0.95	0.96	0.94	1.04	1.02

报表预测

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	10,086.0	12,393.6	22.9%	14,060.9	13.5%	15,436.8	9.8%
营业成本	7,920.8	9,515.9	20.1%	11,063.4	16.3%	12,171.4	10.0%
营业税金及附加	75.3	76.6	1.7%	98.7	29.0%	106.3	7.7%
营业费用	763.6	860.1	12.6%	843.7	-1.9%	972.5	15.3%
管理费用	937.4	1,103.0	17.7%	992.7	-10.0%	1,136.1	14.5%
财务费用	265.2	279.1	5.3%	260.3	-6.8%	256.2	-1.6%
资产减值损失	48.2	35.8	-25.8%	32.2	-10.1%	38.7	20.4%
公允价值变动收益	2.0	100.6	4847.2%	99.6	-1.0%	200.1	100.9%
投资净收益	657.0	13.0	-98.0%	18.0	38.5%	20.0	11.1%
营业利润	773.1	636.7	-17.6%	887.5	39.4%	975.5	9.9%
营业外收入	266.8	551.0	106.6%	296.9	-46.1%	371.6	25.1%
营业外支出	154.2	97.3	-36.9%	109.0	12.0%	120.2	10.2%
利润总额	885.7	1,090.4	23.1%	1,075.4	-1.4%	1,226.9	14.1%
所得税	214.3	283.5	32.3%	98.9	-65.1%	122.7	24.0%
净利润	671.4	806.9	20.2%	976.5	21.0%	1,104.2	13.1%
少数股东损益	6.2	80.7	1203.6%	74.6	-7.6%	68.3	-8.4%
归属母公司净利润	665.2	726.2	9.2%	901.9	24.2%	1,035.9	14.9%
EBITDA	1,377.7	1,333.4	-3.2%	1,597.2	19.8%	1,715.1	7.4%
EPS（摊薄）	0.52	0.56	9.2%	0.70	24.2%	0.80	14.9%
资产负债表（百万元）							
流动资产	9,321.0	12,090.1	29.7%	12,479.9	3.2%	15,209.0	21.9%
现金	2,081.1	1,786.9	-14.1%	1,960.9	9.7%	1,234.9	-37.0%
应收账款	3,775.2	5,313.4	40.7%	5,622.8	5.8%	6,212.0	10.5%
其它应收款	922.0	1,143.6	24.0%	1,356.1	18.6%	3,103.4	128.8%
预付账款	251.0	224.8	-10.4%	316.0	40.6%	265.5	-16.0%
存货	2,179.6	3,371.3	54.7%	2,898.0	-14.0%	3,863.9	33.3%
其他	112.0	250.0	123.1%	326.0	30.4%	529.3	62.4%
非流动资产	7,454.5	7,036.2	-5.6%	7,004.4	-0.5%	7,028.4	0.3%
长期投资	205.5	225.5	9.7%	250.5	11.1%	280.5	12.0%
固定资产	2,827.6	2,635.5	-6.8%	2,439.6	-7.4%	2,234.5	-8.4%
无形资产	965.1	1,069.6	10.8%	1,176.1	10.0%	1,282.9	9.1%
其他	3,456.2	3,105.6	-10.1%	3,138.2	1.1%	3,230.5	2.9%
资产总计	16,775.5	19,126.3	14.0%	19,484.4	1.9%	22,237.5	14.1%
流动负债	7,412.9	9,260.8	24.9%	9,214.7	-0.5%	11,112.4	20.6%
短期借款	3,218.9	3,000.0	-6.8%	3,000.0	0.0%	3,335.9	11.2%
应付账款	2,080.2	3,206.4	54.1%	3,124.3	-2.6%	3,975.7	27.2%
其他	2,113.7	3,054.4	44.5%	3,090.3	1.2%	3,800.8	23.0%
非流动负债	3,315.9	3,313.7	-0.1%	2,883.1	-13.0%	2,823.8	-2.1%

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
长期借款	2,541.2	2,500.0	-1.6%	2,000.0	-20.0%	2,000.0	0.0%
其他	774.7	813.7	5.0%	883.1	8.5%	823.8	-6.7%
负债合计	10,728.7	12,574.5	17.2%	12,097.8	-3.8%	13,936.2	15.2%
少数股东权益	387.1	463.8	19.8%	537.1	15.8%	603.9	12.4%
归属母公司股东权益	6,046.7	6,551.8	8.4%	7,386.6	12.7%	8,301.3	12.4%
负债和股东权益	16,775.5	19,126.3	14.0%	19,484.4	1.9%	22,237.5	14.1%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	316.7	580.8	83.4%	1,728.5	197.6%	300.1	-82.6%
净利润	671.4	726.2	8.2%	901.9	24.2%	1,035.9	14.9%
折旧摊销	393.1	417.6	6.2%	449.4	7.6%	483.3	7.5%
财务费用	279.4	279.1	-0.1%	260.3	-6.8%	256.2	-1.6%
投资损失	-657.0	-13.0	-98.0%	-18.0	38.5%	-20.0	11.1%
营运资金变动	-524.5	-1,010.5	92.7%	-39.3	-96.1%	-1,723.7	4286.4%
其它	154.3	181.3	17.5%	174.2	-3.9%	268.4	54.1%
投资活动现金流	-693.4	-73.6	-89.4%	-672.0	812.5%	-890.0	32.4%
资本支出	-544.0	543.4	-199.9%	-20.0	-103.7%	-5.0	-75.0%
长期投资	18.3	-	-100.0%	-	-	-	-
其他	-167.7	-617.0	268.0%	-652.0	5.7%	-885.0	35.7%
筹资活动现金流	318.4	-801.3	-351.7%	-882.5	10.1%	-136.1	-84.6%
短期借款	143.9	-218.9	-252.2%	-	-100.0%	335.9	-
长期借款	107.1	-41.2	-138.4%	-500.0	1114.5%	-	-100.0%
其他	67.4	-541.2	-902.6%	-382.5	-29.3%	-472.0	23.4%
现金净增加额	-58.3	-294.2	404.7%	174.0	-159.1%	-726.0	-517.2%

资料来源：公司公告，中信建投证券

分析师介绍

报告贡献人

研究服务

黎韬扬: 北京大学硕士, 军工行业首席分析师。2015-2017 年新财富军工行业第一名团队核心成员。

王革: 中科院电气工程硕士, 4 年光伏电池研发和产业化经验, 1 年公司管理经验, 2 年证券行业研究经验。2018 年加入中信建投证券研究发展部。wanggezgs@csc.com.cn

赵越: 清华大学工学博士, 电力设备与新能源行业分析师, 2017 年加入中信建投证券研究部。zhaoyuezgs@csc.com.cn

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhouri@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师惠 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

李雪梅 lixuemeizgs@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859