

电气设备

2020 年 09 月 08 日

卧龙电驱 (600580)

——全球电机行业龙头，新能源电机快速发展

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2020 年 09 月 07 日

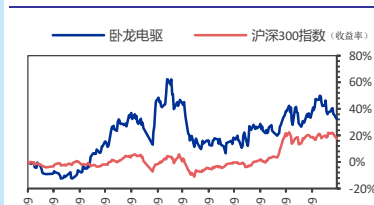
收盘价（元）	12.29
一年内最高/最低（元）	16.05/8.09
市净率	2.2
息率（分红/股价）	1.22
流通 A 股市值（百万元）	16058
上证指数/深证成指	3292.59/13284.03

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	5.49
资产负债率%	62.88
总股本/流通 A 股（百万）	1308/1307
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

张雷 A0230519100003
zhanglei@swsresearch.com

研究支持

陈明雨 A0230120040001
chenmy@swsresearch.com
黄华栋 A0230120050002
huanghd@swsresearch.com

联系人

黄华栋
(8621)23297818x 转
huanghd@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是全球电机龙头企业。**公司主营电机电控产品的研发、生产、销售，兼有少量蓄电池等其他业务，是与瑞典 ABB、德国西门子等并驾齐驱的龙头企业。2019 年公司实现营收 124.16 亿元，同比增长 12.10%，归母净利润 9.63 亿元，同比增长 51.23%。2020 年上半年，公司实现营收 59.44 亿元，同比下降 1.10%，实现归母净利润 3.62 亿元，同比下降 40.72%。
- **全球电动化加速，公司携手采埃孚，新能源电机有望爆发。**受政策扶持及碳排放法规驱动，全球电动化进入加速阶段。2014-2019 年全球新能源汽车销量由 26 万辆增长到 203 万辆，5 年 CAGR 为 50%；预计 2020-2022 年，全球销量分别为 280 万辆、400 万辆和 510 万辆。作为新能源车核心零部件，预计到 2022 年全球新能源电机及电控市场规模将达到 408 亿元，较 2018 年增长近 1.5 倍。公司和全球汽车零部件巨头采埃孚成立合资子公司，切入奔驰、宝马等整车厂新能源电机供应链，新能源电机业务有望迎来爆发。
- **高压电机业务稳中有进，公司龙头地位稳固。**随着当前全球基建投入加大，高压电机市场需求有缓慢增长趋势。2018 年公司高压电机全球市占率达 11.1%，与西门子、ABB 位列前三甲。公司收购并消化欧洲第三大电机生产商 ATB，协调 ATB 产能东移，使得欧洲电机业务成本大幅降低；同时切入了高附加值电机应用领域，摆脱了大众化低端制造困境，未来高压电机龙头地位有望维持。
- **小家电及汽车电子化需求向好，微特电机获业务新增长点。**2012-2018 年我国小家电市场规模从 1673 亿元增长至 3553 亿元，六年 CAGR 为 13.4%。小家电市场规模的持续扩张将驱动配套的微特电机需求量提升。新能源汽车促进整车电子化，一台汽车内各类微特电机数量将达到上百个。公司紧跟家电领域集成化、智能化、一体化趋势和微特电机领域无刷化趋势，无刷直流电机产品占比持续提升，无刷直流电机将成微特电机业务新增长点。
- **维持盈利预测，维持“买入”评级：**公司是全球电机及其控制领域龙头企业，牵手采埃孚受益欧洲电动化加速。我们维持公司盈利预测，预计 20-22 年公司归母净利润分别为 9.64、11.58、13.88 亿元，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.74、0.89、1.06 元/股，当前股价对应 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍。公司主业是电机及控制装置，我们选取电机及控制装置板块的江苏雷利、微光股份、长鹰信质、鸣志电器作为可比公司，2020 年行业平均 PE 为 26 倍。综合考虑公司业绩成长性及安全边际，我们给予公司 2020 年行业平均估值 26 倍，对应当前股价有 53% 的上涨空间。维持“买入”评级。
- **风险提示：**欧洲电动化进展不及预期；公司技术研发不及预期；原材料价格波动风险。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	12,416	5,944	13,241	15,118	17,279
同比增长率（%）	12.1	-1.1	6.6	14.2	14.3
归母净利润（百万元）	963	362	964	1,158	1,388
同比增长率（%）	51.2	-40.7	-	20.2	19.9
每股收益（元/股）	0.74	0.28	0.74	0.89	1.06
毛利率（%）	27.0	25.7	27.1	27.4	27.7
ROE（%）	13.8	5.0	12.0	12.6	13.2
市盈率	17		17	14	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

维持盈利预测，维持“买入”评级：公司是全球电机及其控制领域龙头企业，牵手采埃孚受益欧洲电动化加速。我们维持公司盈利预测，预计 20-22 年公司归母净利润分别为 9.64、11.58、13.88 亿元，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.74、0.89、1.06 元/股，当前股价对应 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍。公司主业是电机及控制装置，我们选取电机及控制装置板块的江苏雷利、微光股份、长鹰信质、鸣志电器作为可比公司，2020 年行业平均 PE 为 26 倍。综合考虑公司业绩成长性及安全边际，我们给予公司 2020 年行业平均估值 26 倍，对应当前股价有 53% 的上涨空间。维持“买入”评级。

关键假设点

2020-2022 年公司低压电机及驱动产品销量分别为 1988、2385、2863 万 kW；

2020-2022 年公司高压电机及驱动产品销量分别为 810、875、945 万 kW；

2020-2022 年公司微特电机及控制产品销量分别为 5609、6282、7036 万台。

有别于大众的认识

市场将公司定位为传统电机生产商，认为受制于下游工业增速放缓，电机行业规模及公司业务量难以持续快速增长。我们认为公司的工业电机高效性能突出，公司积极拓展海外市场，通过收购整合优质资产，完成了全球业务布局。目前公司在维持低生产成本的同时，继续向高附加值产品领域延伸，未来全球市占率有望进一步提升。随着公司非主业资产的剥离，公司财务费用有望下降，盈利能力也将进一步改善。

市场普遍认为公司在新能源电机板块竞争力不足，我们认为公司自 2013 年布局新能源电机业务，目前通过采埃孚切入海外新能源车电机市场，随着欧洲电动化速度加快，公司有望直接受益。

股价表现的催化剂

海外电动化逐步推进；公司新能源车电机订单落地。

核心假设风险

欧洲电动化进展不及预期；公司技术研发不及预期；原材料价格波动风险。

目录

1. 全球电机电控领域龙头企业	6
2. 低压电机加速全球布局，新能源业务有望迎来爆发	11
2.1 受益全球电动化加速，配套采埃孚新能源业务有望爆发	11
2.2 低压电机市场地位领先，收购 GE 业务深化全球布局	14
3. 外延并购带动高压电机市占率提升	17
3.1 各国基建投入拉动全球高压电机市场缓慢增长	17
3.2 兼并吸收 ATB，配合全球产能东移	20
4. 微特电机需求稳定，汽车应用或成新增长点	22
5. 盈利预测与估值	25
6. 风险提示	28

图表目录

图 1：卧龙电驱主要产品展示.....	6
图 2：卧龙电驱生产基地研发中心的全球布局.....	6
图 3：卧龙电驱主要发展历程.....	7
图 4：公司 2015-2020H1 营业收入情况（单位：百万元，%）.....	8
图 5：公司 2015-2020H1 归母净利润情况（单位：百万元，%）.....	8
图 6：2015-2019 年公司分业务主营占比（单位：%）.....	8
图 7：2015-2019 年公司电机业务收入结构（单位：%）.....	8
图 8：2015-2019 年公司整体及各业务毛利率（单位：%）.....	9
图 9：卧龙电驱股权结构图（截止 2020 年 6 月 30 日）.....	9
图 10：2014-2024E 全球及中国新能源汽车销量情况（单位：万辆，%）.....	12
图 11：全球新能源电机电控市场规模（单位：亿元，%）.....	12
图 12：卧龙电驱乘用车新能源电机产品展示.....	14
图 13：采埃孚“三合一”集成式电驱动桥产品展示.....	14
图 14：2016 全球不同能效低压电机数量占比（单位：%）.....	14
图 15：2022E 全球不同能效低压电机数量占比（单位：%）.....	14
图 16：2016-2017 年低压电机亚太市场份额前十（单位：%）.....	15
图 17：2016-2017 年低压电机全球市场份额前十（单位：%）.....	15
图 18：2015-2019 年公司低压电机业务营收情况（单位：百万元，%）.....	15
图 19：卧龙电驱部分低压电动机产品展示.....	16
图 20：我国制造业工人时薪与工业机器人小时成本对比（单位：元）.....	16
图 21：全球及国内工业机器人市场空间（单位：亿美元）.....	16
图 22：卧龙电驱旗下希尔（SIR）工业机器人产品展示.....	17
图 23：全球高压电机下游行业市场交易额占比（单位：%）.....	17
图 24：卧龙电驱高压电机下游行业营收占比（单位：%）.....	17
图 25：2013-2019 全球石油产量（单位：百万吨）.....	18
图 26：2012-2018 全球天然气产量（单位：十亿立方米）.....	18
图 27：2018-2019 国内主要钢材消费行业钢材消耗量（单位：百万吨）.....	19
图 28：2013-2019 国内核电累计装机容量（单位：万千瓦）.....	19

图 29 : 2009-2018 年国内高压电机市场规模 (单位 : 亿元 , %)	19
图 30 : 2017-2018 年全球高压电机市场份额前十 (单位 : %)	19
图 31 : 2015-2019 年公司高压电机业务营收 (单位 : 百万元 , %)	20
图 32 : 卧龙电驱部分高压电动机产品展示	21
图 33 : 卧龙电驱部分变频器产品展示	21
图 34 : 2015-2019 年公司微特电机业务营收情况 (单位 : 百万元 , %)	22
图 35 : 全球微特电机应用领域市场份额占比 (单位 : %)	22
图 36 : 2012-2020E 我国小家电行业规模 (单位 : 亿元 , %)	23
图 37 : 全球及我国的小家电各细分品类市场占比情况 (单位 : %)	23
图 38 : 微特电机汽车应用一览	23
图 39 : BLDC 家电应用领域	24
表 1 : 公司 2019 年主要产品产销量情况 (单位 : 万 kW , 万台 , %)	9
表 2 : 公司前十大股东明细 (单位 : 股 , % ; 截止 2020 年 6 月 30 日)	10
表 3 : 卧龙电驱重要子公司情况 (单位 : 万元 , %)	10
表 4 : 公司员工持股计划实施进度 (单位 : 万股 , 元/股)	11
表 5 : 全球新能源电机第三方供应商情况	12
表 6 : 2017-2019 年国内驱动电机总成产品市占率排名 (不含出口) (单位 : %)	13
表 7 : 可比公司估值 (单位 : 亿元、元/股、倍)	25
表 8 : 关键假设表 (单位 : 百万元 , %)	25
表 9 : 利润表 (单位 : 百万元)	26
表 10 : 资产负债表 (单位 : 百万元)	27
表 11 : 现金流量表 (单位 : 百万元)	28

1. 全球电机电控领域龙头企业

公司是全球范围内电机及电机驱动领域的龙头企业。卧龙电机成立于 1984 年，早期专注于日用电机的研发销售，经过 30 余年的发展，现已成长为一与德国西门子、瑞士 ABB 并驾齐驱的全球电机电控领域龙头企业。公司以电机及其驱动控制为核心，同时涉及蓄电池等业务，主要产品包括低压电机及其驱动、高压电机及其驱动、微特电机及其控制、新能源汽车驱动电机、高压发电机、工业机器人等。公司旗下拥有卧龙、南阳防爆、ATB、Brook Crompton、Morley、Laurence Scott、Schorch、希尔（SIR）等众多知名品牌，在中国、越南、英国、德国、奥地利、意大利、波兰、塞尔维亚、西班牙、印度拥有 39 个制造工厂和 4 个技术中心。公司经营产品在油气、石化、电力、采矿、轨道交通、建筑楼宇、环保及水处理、设备自动化、新能源汽车等领域广受好评，在各大下游行业积累了一大批稳定合作的优质客户。

图 1：卧龙电驱主要产品展示



资料来源：公司官网，申万宏源研究

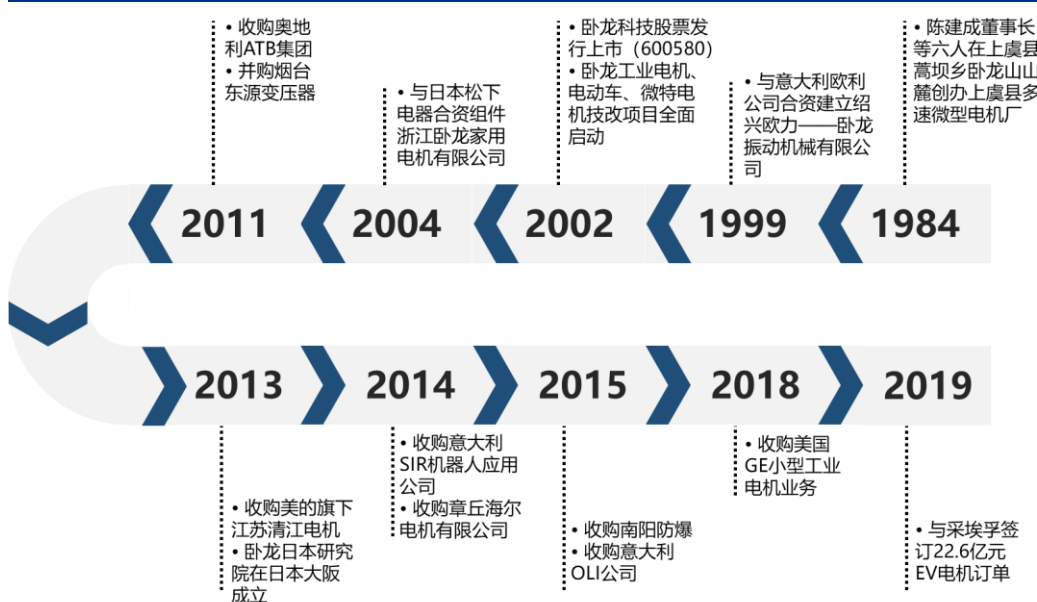
图 2：卧龙电驱生产基地研发中心的全球布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

优质资产并购完成全球电机业务布局。公司 1984 年成立于浙江上虞县蒿坝乡，30 多年来深耕电机电控，陆续收购兼并了奥地利 ATB 集团、清江电机、意大利 SIR 机器人、章丘海尔电机、南阳防爆、意大利 OLI 公司、美国通用电气小型工业电机业务等一众国内国际知名的电机企业，通过不断协同调整，逐步实现了国内产能与海外市场对接、国内低价劳动与海外先进技术互补，成功完成由本土向全球的电机业务扩张。

图 3：卧龙电驱主要发展历程

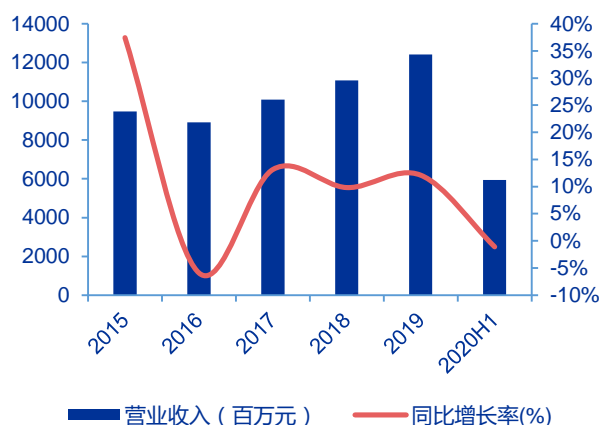


资料来源：公司官网，申万宏源研究

全球化布局推动公司营收不断提升。2019 年公司实现营业收入 124.16 亿元，同比增长 12.10%，归母净利润 9.63 亿元，同比增长 51.23%。营收、盈利增长主要得益于近年

来公司完成消化 ATB、南阳防爆，收购 GE 小型工业电机业务，全球布局逐步完善，全球协同的研发、生产、销售能力不断提高。2016-2019 年，公司营收从 89.14 亿元增长至 124.16 亿元，三年复合增长率达 11.68%。2020 年上半年，公司营业收入为 59.44 亿元，同比下降 1.10%，归母净利润为 3.62 亿元，同比下降 40.72%。

图 4：公司 2015-2020H1 营业收入情况（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

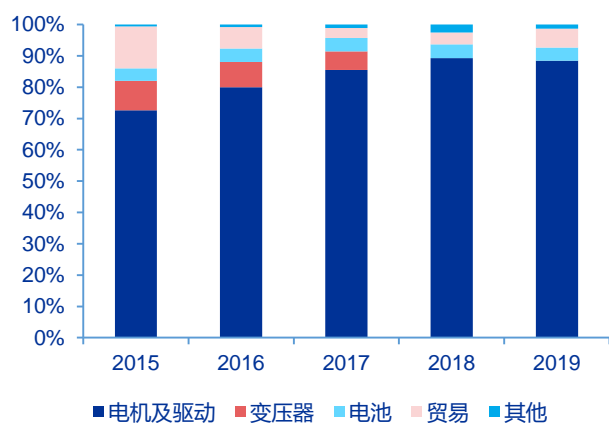
图 5：公司 2015-2020H1 归母净利润情况（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

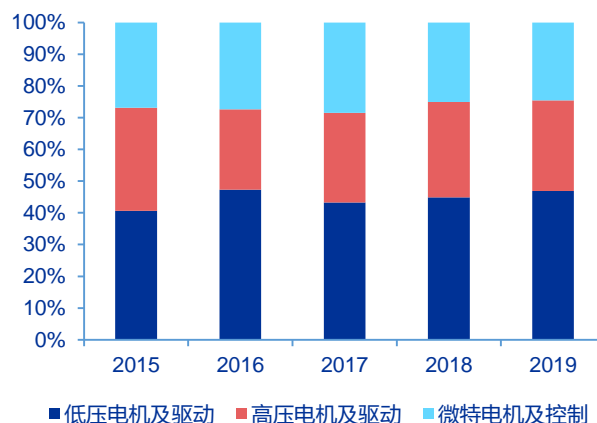
专注于电机及电驱动业务，低压、高压及微特电机业务三足鼎立。2015-2019 年，公司电机驱动及控制业务主营占比由 72.58% 逐步增长至 88.45%。在电机及控制装置中，可分为高压、低压、微特电机三款产品，2019 年公司低压电机主营占比 41.51%，高压电机主营占比 25.26%，微特电机主营占比 21.68%。此外公司贸易收入占主营的 6.09%，蓄电池业务主营占比为 4.15%。

图 6：2015-2019 年公司分业务主营占比（单位：%）



资料来源：choice，申万宏源研究

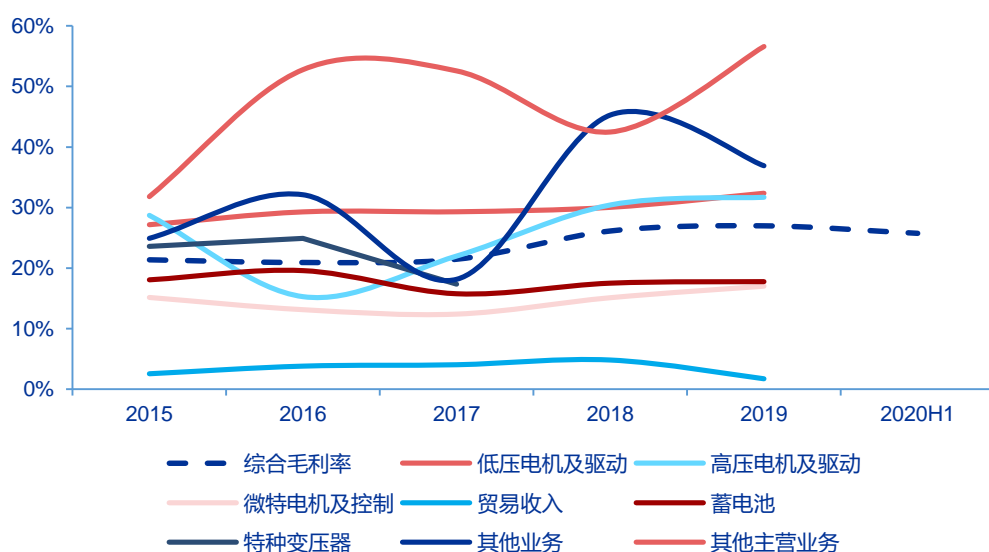
图 7：2015-2019 年公司电机业务收入结构（单位：%）



资料来源：choice，申万宏源研究

技术创新优势推动毛利率稳定增长。2016-2019 年公司整体毛利率稳定增长，分别为 20.93%、21.47%、26.13%和 26.98%。从具体业务来看，2019 年公司低压、高压、微特电机业务毛利率分别为 32.37%、31.70%、17.02%，蓄电池业务毛利率为 17.77%，较 2018 年均呈同比增长态势，主要系公司的高新技术推进了产品的转型升级，提升了产品的竞争能力和议价能力所致。2020 年上半年，公司实现综合毛利率 25.74%，同比下降 0.88 个百分点。

图 8：2015-2019 年公司整体及各业务毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

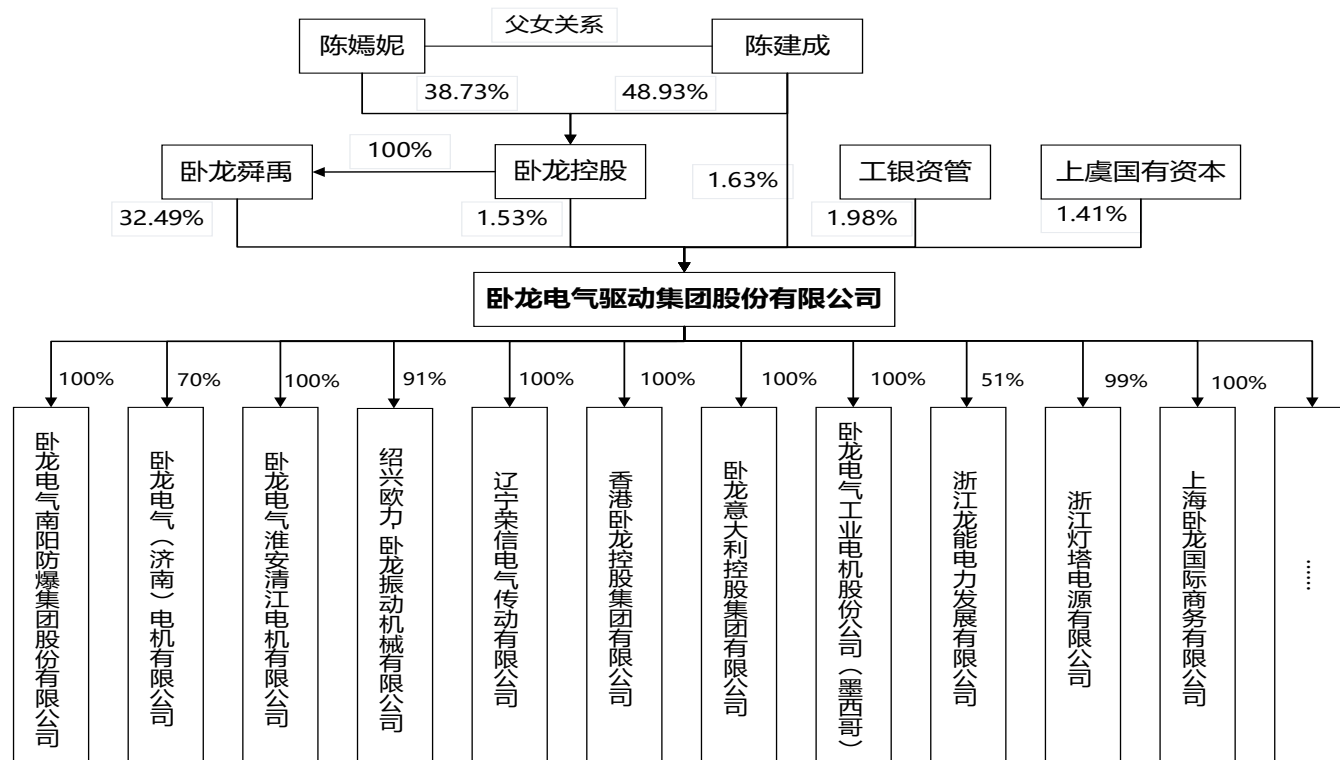
表 1：公司 2019 年主要产品产销量情况（单位：万 kW，万台，%）

	生产量	销售量	库存量	生产量同比	销售量同比	库存量同比
高压电机（万 kW）	781	764	69	15.19%	5.09%	32.69%
低压电机（万 kW）	1940	1930	188	12.36%	12.91%	6.09%
微特电机（万台）	5124	5008	458	19.16%	10.18%	34.05%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

董事长陈建成为公司实际控制人。公司第一大股东为浙江卧龙舜禹投资有限公司，持股比例 32.49%，第二、三、四大股东分别是卧龙控股 2020 非公开可交债担保及信托财产专户、工银资管（全球）有限公司和公司董事长陈建成，持股比例分别为 11.53%、1.98%、1.63%。董事长陈建成通过控制卧龙控股及其全资子公司卧龙舜禹及自身持股成为公司的实际控制人，其女陈嫣妮持有卧龙控股 38.73%的股份。

图 9：卧龙电驱股权结构图（截止 2020 年 6 月 30 日）



资料来源：choice，申万宏源研究

表 2：公司前十大股东明细（单位：股，%；截止 2020 年 6 月 30 日）

排名	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
1	浙江卧龙舜禹投资有限公司	422,798,480	32.49%
2	卧龙控股-海通证券-卧龙控股 2020 非公开可交债担保及信托财产专户	150,000,000	11.53%
3	工银资管(全球)有限公司-客户资金(交易所)	25,800,000	1.98%
4	陈建成	21,149,956	1.63%
5	JPMORGAN CHASE BANK,NATIONAL ASSOCIATION	19,421,860	1.49%
6	绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司	18,311,142	1.41%
7	卧龙控股集团有限公司	17,622,561	1.35%
8	杨德强	13,700,000	1.05%
9	杨春艳	13,600,000	1.05%
10	香港中央结算有限公司(陆股通)	11,477,005	0.88%
	合 计	713,881,004	54.86%

资料来源：Wind，申万宏源研究

子公司数量众多，分布遍及海内外。卧龙电驱名下子公司数量众多，至 2019 年末合并报表子公司达 62 家。公司子公司以制造业企业为主，兼有商品流通、投资管理方向公司，其中不乏清江电机、南阳防爆、希尔机器人、OLI 等海内外知名企业。

表 3：卧龙电驱重要子公司情况（单位：万元，%）

序号	子公司名称	主营业务	注册资本	公司持股比例
----	-------	------	------	--------

1	卧龙电气南阳防爆集团股份有限公司	防爆电机、核级电机	34434 万元	100%
2	卧龙电气（济南）电机有限公司	电机、电机配件	20289 万元	70%
3	卧龙电气淮安清江电机有限公司	电机、电机材料	32310 万元	100%
4	绍兴欧力-卧龙振动机械有限公司	振动电机、振动器	325 万美元	91%
5	辽宁荣信电气传动有限公司	电气传动、变频器	5311 万元	100%
6	香港卧龙控股集团有限公司	贸易、投资	10000 万美元	100%
7	卧龙意大利控股集团有限公司	贸易、投资	11000 万欧元	100%
8	卧龙电气工业电机股份公司（墨西哥）	低压电机	119010 万比索	100%
9	浙江龙能电力发展有限公司	光伏发电	10000 万元	51%
10	卧龙电气集团浙江灯塔电源有限公司	蓄电池	11000 万元	99%
11	上海卧龙国际商务有限公司	商务咨询、进出口	2500 万元	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

重视员工利益，股权激励助力公司长久发展。为促进公司的健康发展，保留吸引优秀业务骨干，公司推出了 2018-2020 年员工持股计划，每年一期，目前 2019 年激励计划已经实施完毕。员工持股计划的实施将促进公司中长期发展，健全公司长期、有效的激励约束机制，进一步提高公司竞争力。

表 4：公司员工持股计划实施进度（单位：万股，元/股）

实施时间	激励标的物	激励方式	激励总数(万股)	授予价格(元/股)
2018 年 4 月	期权	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票	2503	8.71
2018 年 5 月	股票	上市公司定向发行股票	451	4.79
2019 年 1 月	期权	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票	367	8.16

资料来源：wind，申万宏源研究

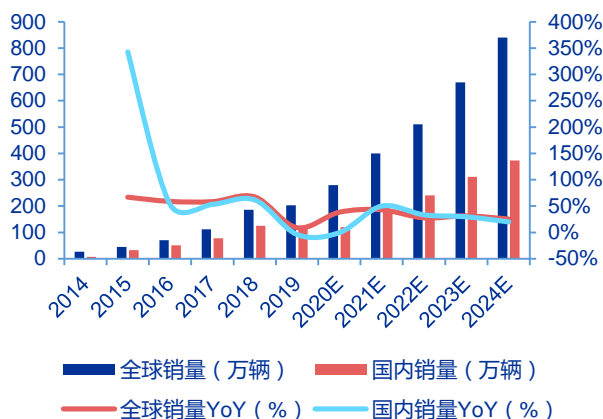
2. 低压电机加速全球布局，新能源业务有望迎来爆发

2.1 受益全球电动化加速，配套采埃孚新能源业务有望爆发

全球电动化加速，催生电机电控强劲需求。2020 年以来，欧盟及法国、德国等国家地区推出增值税优惠、车辆购置补贴及设立配套投资基金等电动车扶持政策，刺激当地新能源车市场；叠加碳排放法规落地，全球电动化有望加速发展。2014-2019 年全球新能源汽车销量由 26 万辆增长到 203 万辆，5 年 CAGR 为 50%；预计 2020-2022 年，全球销量分别为 280 万辆、400 万辆和 510 万辆。在新能源汽车上电池、电机、电控被称作电动动力总成系统“三大件”，其中电机作为核心零部件之一，直接决定了新能源汽车爬坡、加速度、最高速等重要指标的性能。根据前瞻产业研究院数据，2018 年全球新能源电机及电

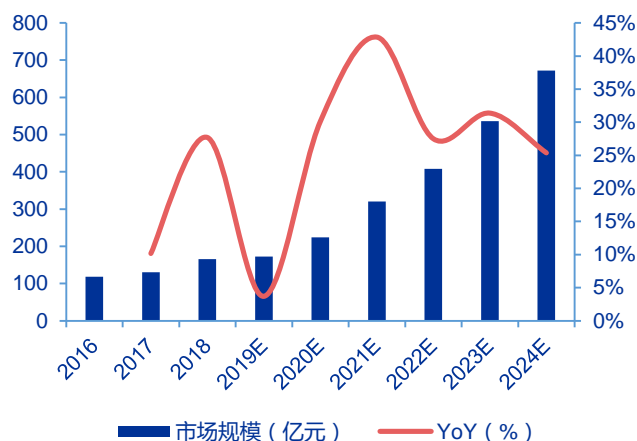
控市场规模达 166 亿元，同比增长 28%；我们预计到 2022 年，全球新能源电机及电控市场规模将达到 408 亿元，较 2018 年增长近 1.5 倍。

图 10 2014-2024E 全球及中国新能源汽车销量情况（单位：万辆，%）



资料来源：Marklines，中汽协，申万宏源研究

图 11 :全球新能源电机电控市场规模(单位 :亿元 ,%)



资料来源：前瞻产业研究院，Marklines，申万宏源研究

国内新能源电机市场集中度高，整车厂和第三方供应商为主要参与者。新能源电机行业主要由整车厂和从事新能源电机电控供应的第三方企业占据，特斯拉、北汽新能源、比亚迪等全球新能源汽车巨头企业的驱动电机主要依靠自产。我国新能源电机市场集中度较高，从装机量角度看，2017-2019 年行业 CR10 分别为 56.36%、72.90%和 68.20%。2019 年装机量排名第 1 为比亚迪，市场地位领先主要系其“自产自销”供货模式，为产品出货提供了保障；排名第 2-5 分别为大洋电机、精进电动、方正电机和华域电机，均为第三方电机供应商。

表 5：全球新能源电机第三方供应商情况

序号	新能源电机供应商	新能源电机业务特点	合作企业
1	西门子 (SIEMENS)	电力以及混合动力驱动的电机电，功率范围从 30 kW 到 170 kW	法雷奥、上海申沃客车、绿驰汽车、北汽新能源、沃尔沃汽车、起亚汽车、大众汽车
2	日立 (HITACHI)	将从现在的以发动机为中心，逐渐转变为以电动机、变频器为主的电力传动技术。	本田
3	大陆集团 (Continental)	产品包括电励磁同步电机，永磁同步电机 (PMSM) 和感应电机 (IM) 等。其高压轴驱动系统高度集成，将电机、变速箱及功率电子集为一体，能应用于从 80kW-130kW 的所有性能水平，广泛用于各类车型。	戴姆勒、百度、蔚来汽车、一汽解放、滴滴出行
4	博世 (BOSCH)	博世的 eAxle 电驱动系统可扩展模块化平台，使不同功率产品快速开发并适配于不同车型，大大缩短开发周期。同时，该系统可实现高度集成化，体积较传统电动汽车动力总成系统减少了 20%。	大众、戴姆勒、宝马、美国尼古拉 (Nikola) 公司

5	大洋电机	产品功率范围覆盖广，包括 7.5kW、15kW、20kW、30kW、60kW、110kW 和 130kW 等系列，广泛用于 2T--8T 城市环北汽福田、上汽、一汽、江淮汽车卫车，12m 纯电动客车、迷迪轿车(福田)、萨博车系等。
---	------	---

资料来源：第 1 电动，申万宏源研究

表 6：2017-2019 年国内驱动电机总成产品市占率排名（不含出口）（单位：%）

排名	2017		2018		2019	
	企业	市占率	企业	市占率	企业	市占率
1	比亚迪	14.95%	比亚迪	22.69%	比亚迪	20.20%
2	北汽新能源	11.84%	大洋电机	10.37%	大洋电机	9.40%
3	上海电驱动	4.99%	安徽巨一	7.23%	精进电动	7.80%
4	精进电动	4.73%	精进电动	6.10%	方正电机	5.80%
5	江铃新能源	4.62%	联合汽车电子	5.41%	华域电动	5.70%
6	联合汽车电子	3.78%	大地和	5.01%	奇瑞新能源	4.20%
7	巨一动力	3.15%	合普动力	4.87%	大众变速器	4.00%
8	郑州宇通	2.98%	华域汽车	4.82%	上海电驱动	3.90%
9	方正电机	2.67%	英博尔	3.74%	蔚然动力	3.70%
10	山东德洋电子	2.65%	方正电机	2.66%	日电产	3.50%
合计	-	56.36%	-	72.90%	-	68.20%

资料来源：精进电动公告，申万宏源研究

配套采埃孚切入全球主流车企供应链，新能源电机业务有望迎爆发。公司于 2013 年成立新能源电机事业部，进入新能源汽车电机电控市场。2019 年，公司与采埃孚签订 22.6 亿元新能源电机订单。采埃孚是国际知名汽车零部件巨头，客户包括奔驰、宝马、菲亚特-克莱斯莱等高端品牌，目前已量产电机+电控+减速器“三合一”智能集成化电驱动桥产品，并于 2019 年获得与宝马和 FCA 的乘用车混合动力变速器的大额订单，开始为戴姆勒 EQC 提供电驱动系统。

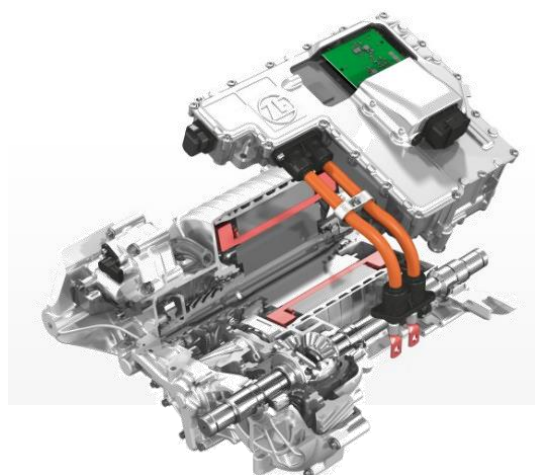
2020 年 3 月公司与采埃孚正式签订合资合同，成立卧龙采埃孚汽车电机有限公司，开展应用于电动车、插电式混合动力车、微混合动力车的驱动电机研发生产销售业务，并在非创新型电机领域形成排他性条款。作为国内最大的电机制造商，公司在产品研发制造面积累深厚，多年来在军工、核电等领域的高质量产品交付展现出了强大可靠的品控、供货能力，本次获得采埃孚的新能源电机订单，并与采埃孚建立合资公司，彰显出公司作为全球电机大厂，在产品研发、测试、销售方面的国际竞争力。目前公司与采埃孚海外定点项目已经成功实现量产，产能爬坡情况比较理想，新项目定点准备工作有序开展。

图 12：卧龙电驱乘用车新能源电机产品展示



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 13：采埃孚“三合一”集成式电驱动桥产品展示

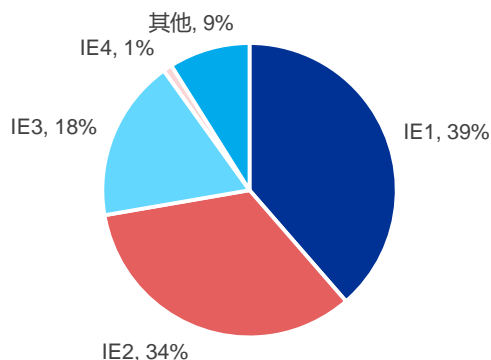


资料来源：采埃孚官网，申万宏源研究

2.2 低压电机市场地位领先，收购 GE 业务深化全球布局

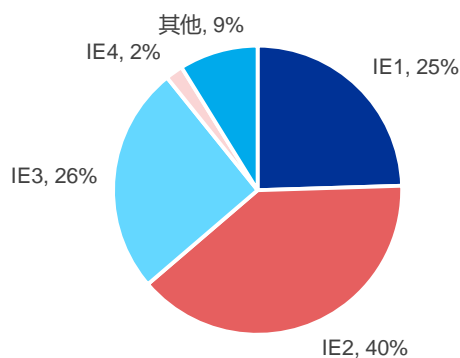
节能高效是低压工业电机发展趋势。低压电机一般指工作电压小于 1000V 的电机，主要用于工业生产自动化领域，由于在工业领域，电机耗电量约占工业用电量的 75%左右，提升工业电机的能效等级成为各国节能减排的重点措施之一。欧盟根据电机效率将输出功率为 7.5-375 千瓦之间的电机分为了 IE1（标准能效）、IE2（高效）、IE3（优质高效）、IE4（超高效）四个等级，目前 IE2 是工业自动化领域电机使用主流标准，随着人们对高能效的追求，IE1 电机将逐渐被淘汰，IE3 甚至 IE4 等级电机将获得更广泛的应用，据 IHS Markit 估计，2022 年全球 IE3 电机数量占比将由 2016 年的 18%提升至 26%。

图 14：2016 全球不同能效低压电机数量占比（单位：%）



资料来源：IHS Markit，申万宏源研究

图 15：2022E 全球不同能效低压电机数量占比（单位：%）



资料来源：IHS Markit，申万宏源研究

低压工业电机市场竞争格局稳定，公司市占率位列亚太第一。根据 IHS Markit 的数据，目前全球工业电机市场规模约 1200 亿元，国内市场规模约为 270 亿元。2017 年低压工业

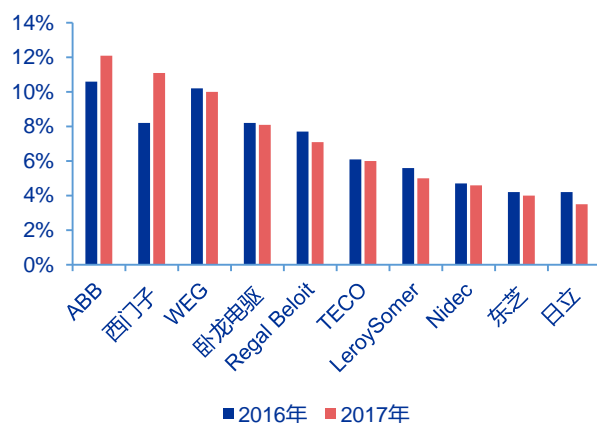
电机领域全球市场份额排名前四分别是 ABB、西门子、WEG 和卧龙电驱，而在亚太地区卧龙电驱已经超越西门子、ABB 等外资企业，市占率排名第一。由于市占率较高的企业均属全球电机巨头企业，工业低压电机市场竞争格局相对稳定。

图 16 2016-2017 年低压电机亚太市场份额前十(单位：%)



资料来源：IHS Markit，申万宏源研究

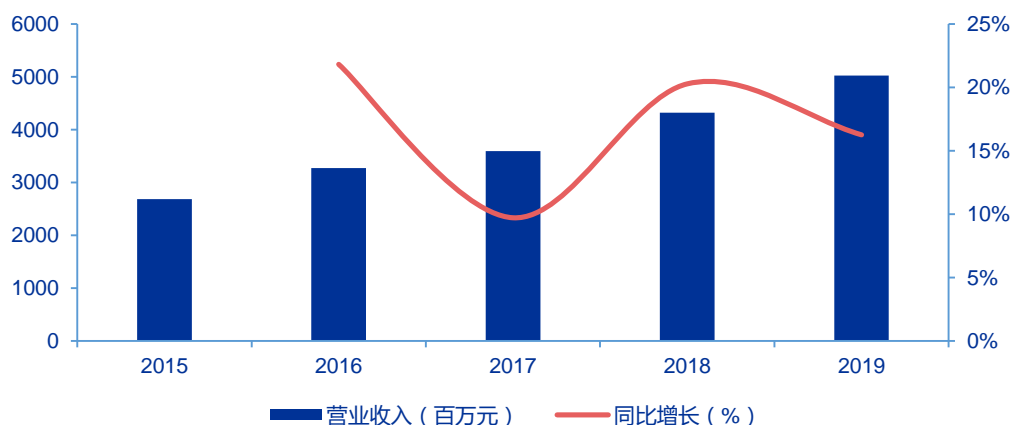
图 17：2016-2017 年低压电机全球市场份额前十(单位：%)



资料来源：IHS Markit，申万宏源研究

公司低压电机业务营收持续增长，产品高效能优势突出。2016-2019 年，公司低压电机业务收入三年间复合增长率达 15.3% 2019 年业务营收 50.21 亿元 同比增长 16.25%，营收增长主要来自于 GE 小型工业电机业务并表。2017 年公司低压电机占据市场份额约 8%，全球排名第 4。对于低压工业电机而言，节能高效是未来发展的重要趋势，公司较早开始布局高效电机市场，目前除了有符合 IE3 标准的 WE3 系列高效电机外，还有符合 IE4 能效等级的 WE4 超高效电机以及符合北美 NEMA Premium 能效等级的 NSHE 系列电机，走在国内众多主流工业电机企业之先。

图 18：2015-2019 年公司低压电机业务营收情况(单位：百万元，%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

收购 GE 小型工业电机业务，全球业务布局再下一子。2018 年，公司完成对通用电气小型工业电机业务的收购，主要收购内容包括 GE 墨西哥蒙特雷工厂 100%股权和 GE 品牌十年使用权。通过本次收购，公司一方面借助 GE 品牌影响力，进行欧洲地区之外的产业布局，从而实现亚太、欧洲及中东、美洲的全面覆盖；另一方面，当前欧洲产品需要在当地完成组装生产，而 GE 工厂可在墨西哥完成电机产品组装后销往北美，从而享受较低的人力成本，有助于公司进一步提升海外业务竞争力。

图 19：卧龙电驱部分低压电动机产品展示



资料来源：公司官网，申万宏源研究

劳动力成本提升，国产化程度提高，工业机器人应用将成为业绩新增长点。中国是全球第一大工业机器人应用市场，长期以来相关产品主要由瑞典 ABB、日本发那科、安川电机以及德国库卡为代表的四大品牌商提供。近年来随着政府支持力度加大，我国工业机器人国产化程度不断提升，2015-2018 三年间已由 19.42%提升到 28.48%。以工业自动化领域较有代表性的 20kg 级六关节工业机器人为例，考虑本体价格、安装成本、培训成本、运营维护，一小时工作成本约 18.1 元，而根据人力资源与社会保障部数据，我国制造业工人时薪 2017 年已超过 16 元，且仍处于高速增长状态。随着中国老龄化问题的加剧，劳动力成本的不断提升，以及近年沿海城市“用工荒”的出现，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。公司旗下的工业机器人应用低压电机产品和希尔（SIR）工业机器人品牌有望成为公司低压电机业绩的新增长点。

图 20：我国制造业工人时薪与工业机器人小时成本

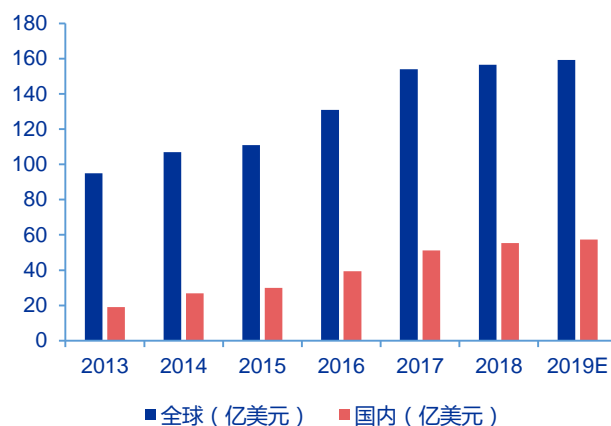
图 21：全球及国内工业机器人市场空间（单位：亿美

对比（单位：元）



资料来源：人力资源与社会保障部，观研天下，申万宏源研究

元)



资料来源：IFR（含预测），《中国机器人产业发展报告2019》，申万宏源研究

图 22：卧龙电驱旗下希尔（SIR）工业机器人产品展示



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3. 外延并购带动高压电机市占率提升

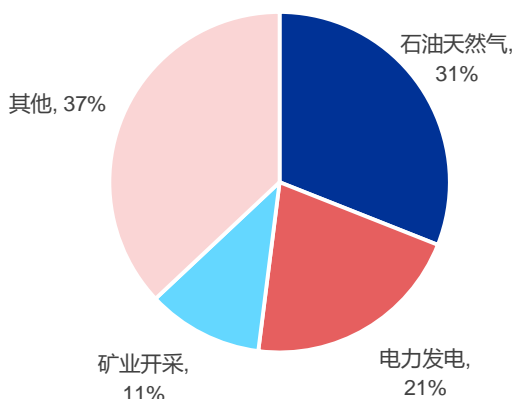
3.1 各国基建投入拉动全球高压电机市场缓慢增长

电机行业属于需求牵动型行业。电机及其控制系统是现代工业化生产中各领域不可或缺的重要组成部分，如高压电机在油气、核电、化工、冶金、造船、发电、采矿等领域发挥着重要作用，低压电机在工业生产、高危环境作业、消防、建筑、防爆等领域得到广泛使用，而微特电机则常见于家电、汽车、安防等生产日用领域。对于电机行业而言，其市场规模、景气程度很大程度上受下游各行业发展速度和需求量影响，特别对于卧龙电驱这样的全球龙头企业，在自身产能大小、全球布局协调、生产管理水平等方面已臻较高水平的情况下，下游需求往往是公司营收、盈利、发展的重要决定因素。

图 23：全球高压电机下游行业市场交易额占比（单

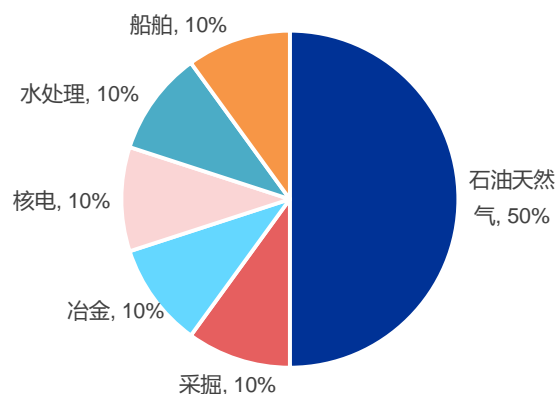
图 24：卧龙电驱高压电机下游行业营收占比（单

位：%)



资料来源：IHS Markit，申万宏源研究

位：%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

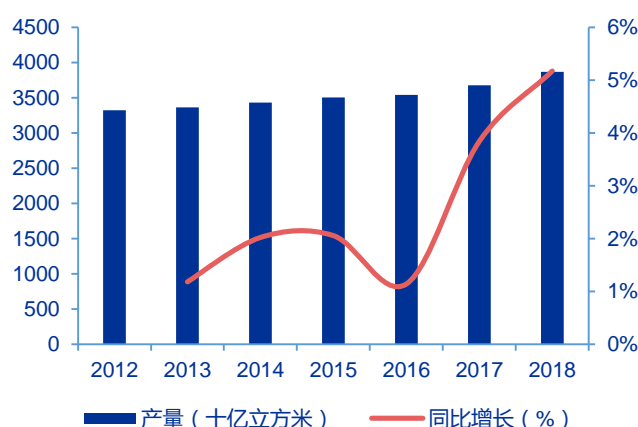
油气行业弱回暖，推动全球高压电机市场稳步增长。根据 IHS Markit 市场数据，2018 年全球高压电机市场估计已达 46.35 亿美元的规模。其市场交易额主要可以分为三大块：石油天然气占比 31%，电力发电占比 21%，矿业开采占比 11%。近年来为应对经济下行压力，世界各国都在加大对基础设施的投入，2019 年全球石油产量 45.77 亿吨，同比增长 2.2%，2018 年全球天然气产量 3.87 兆立方米，同比增长 5.17%，但因油气市场景气度、技术改造和设备提升程度有限，2020 年预计石油和天然气行业生产总体保持平稳，价格在短期见底之后稳步回升，油气应用领域的全球高压电机市场无高速增长的动力，呈现稳步增长趋势。

图 25：2013-2019 全球石油产量 (单位：百万吨)



资料来源：中国产业信息，申万宏源研究

图 26：2012-2018 全球天然气产量 (单位：十亿立方米)

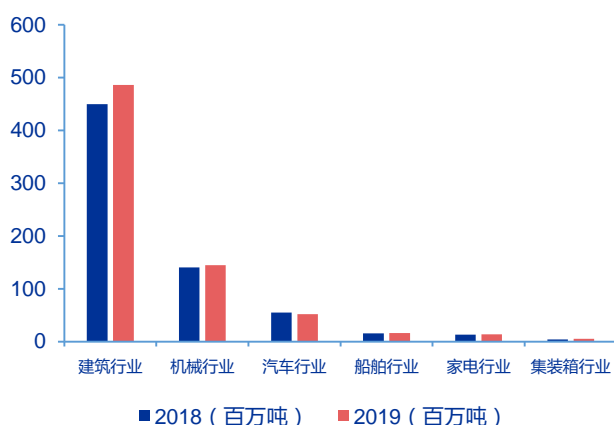


资料来源：中国产业信息，申万宏源研究

焦化、钢铁、核电发展平稳，相关需求稳中有升。当前，我国焦化行业正处于供给侧结构性改革阶段，结构转型加快，行业运行总体平稳。2019 年全国焦炭产量为 47126 万吨，同比增长 5.2%。钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长

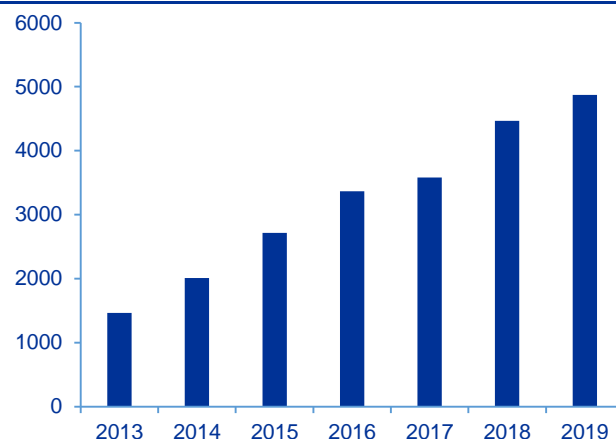
5.3%、8.3%和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。核电产业自主化水平不断提高，在国产装备制造“走出去”战略下，核电相关辅助产业发展将迈入快速发展阶段。2019 年国内核电累计装机容量为 4874 万千瓦，同比增长 9.14%；全国运行核电机组累计发电量为 3481.31 亿千瓦时，同比上升了 18.09%，约占全国累计发电量的 4.88%。焦化、钢铁、核电应用领域的高压电机市场将保持稳中有升的态势。

图 27：2018-2019 国内主要钢材消费行业钢材消耗量（单位：百万吨）



资料来源：中国钢铁工业协会，申万宏源研究

图 28：2013-2019 国内核电累计装机容量（单位：万千瓦）

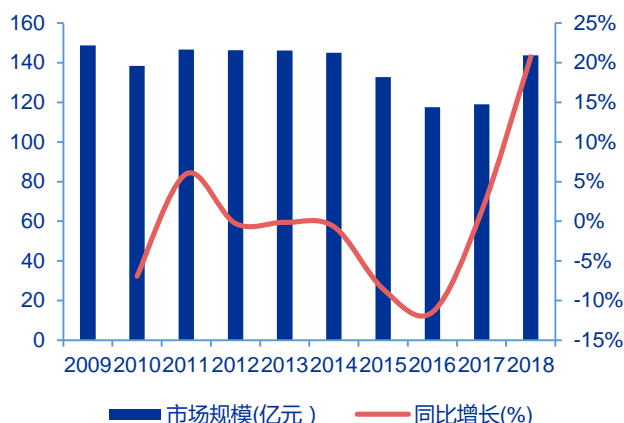


资料来源：中国电力网，申万宏源研究

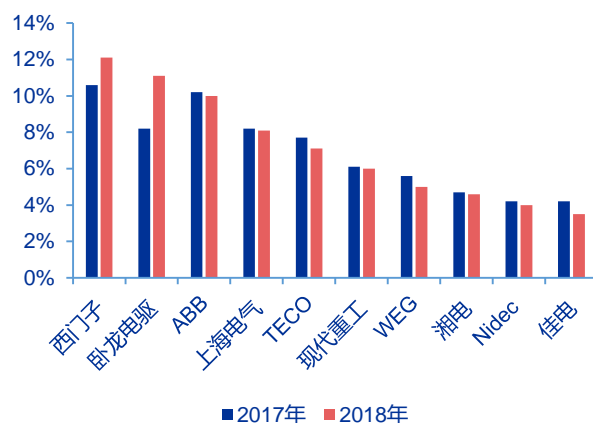
市场竞争格局稳定，西门子、卧龙、ABB 三足鼎立。根据 IHS Markit 数据，2018 年全球高压电机市场规模估计为 46.35 亿美元，中国作为高压电机市场排名第一的国家，2018 年市场规模约为 144 亿元。2018 年占据全球高压电机市场份额前十的企业中，中国企业有 4 家，包括卧龙电驱、上海电气、湘电、佳电。而西门子、卧龙电驱、ABB 占据前三甲，市场份额占比分别达到 12.1%，11.1%，10.0%。前排企业中，西门子、ABB 均为年营收百亿欧元的全球知名技术企业，涉及业务范围极广，包括工业自动化、识别定位、通信网络、半导体、医疗健康等等。上海电气与湘电，涉及业务同样广泛，并以火电、核电、风电等发电设备为主。与西门子、ABB 相比，卧龙电驱在高压电机国内市场占有率较高，通过对 ATB 的收购，在欧洲市场与之鼎足而三，但在美洲市场不占优势；与上海电气、佳电、湘电等由传统国企改制而来的国内企业相比，卧龙电驱更加专注电机业务，并通过对 ATB 的收购在海外市场拓展方面领先。

图 29：2009-2018 年国内高压电机市场规模（单位：亿元，%）

图 30：2017-2018 年全球高压电机市场份额前十（单位：%）



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

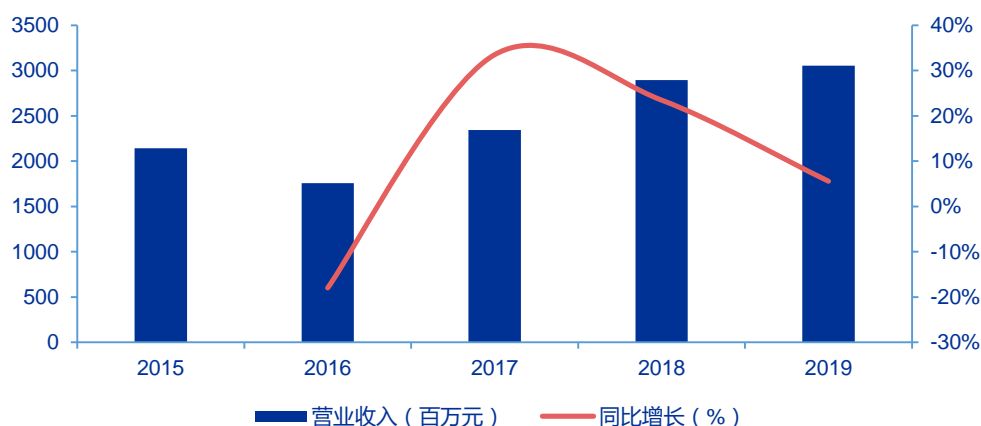


资料来源：IHS Markit，申万宏源研究

3.2 兼并吸收 ATB，配合全球产能东移

公司高压电机业务营收稳步增长，2018 年全球市占率第二。公司 2019 年高压电机及其驱动业务营收 30.55 亿元，同比增长 5.56%，2016-2019 三年间复合增长率达 20.3%。近年来的营收高增长主要是因为集团公司逐步完成了对 ATB、南阳防爆等企业的兼并消化。通过对 ATB 欧洲区公司员工的精简调整，以及海外生产技术、销售渠道与国内优秀产能、低成本优势的对接，公司高压电机业务快速提升，2018 年一跃成为全球高压电机市场份额占有率第二的龙头企业，市占率达到 11.1%。2019 年以来，因消化吸收基本完成，高压电机市场增长有限，公司相关业务发展呈现出趋缓的态势。

图 31：2015-2019 年公司高压电机业务营收（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

收购 ATB、南阳防爆，完成欧洲亚洲电机业务布局。公司 2011 年公司收购了欧洲第三大电机生产商 ATB，ATB 主要生产发电厂电站用大型电机、化学、石化和采矿等行业用防爆电机等；2016 年完成对南阳防爆的收购，南阳防爆是我国最大的防爆电机生产基地，市场占有率持续稳居国内第一。经过数年的消化融合，集团公司协调 ATB 产能东移，欧洲电

机业务成本大幅降低，在石化、采矿、煤炭等行业的地位进一步巩固，并在继承南阳防爆军工、核电用户市场的同时，加强了南阳防爆的技术能力。

吸收 ATB 协同效应显著，助力公司切入高附加值电机领域。ATB 集团是欧洲领先的马达电动和驱动系统制造商，拥有 120 余年电机驱动技术经验，是与 ABB、西门子齐名的三大品牌之一，其应用于钻井平台的大电机占有全球最大的市场份额，对 ATB 的收购首先弥补了公司在特大型电机产品方面的空白，帮助公司切入了高附加值电机应用领域，摆脱了大众化低端制造困境。其次，ATB 销售网络遍及全球，其中 70% 的销售市场在德国，公司通过收购成功打入欧洲市场，2019 年来自欧非地区的营收占比达到 23%。另一方面，因欧洲地区制造业人力成本高企，ATB 一直努力寻找新的成本洼地而不得，同时其产品市场高度集中于西欧国家，但欧洲地区工业化已基本完成，电机产品需求并不强劲，再加上 2010 年 ATB 母公司 A-TEC 深陷过快扩张造成的财务困境中，与卧龙电驱的合作成为 ATB 几乎必然的选择。兼并完成后，ATB 很快脱离财务困境，欧洲区员工得到精简，实现了产能东移，产品成功进入亚太地区市场。

图 32：卧龙电驱部分高压电动机产品展示



资料来源：公司官网，申万宏源研究

终端客户变频器+新电机模式有望成为新的增长点。变频器是一种通过控制电力半导体器件的通断作用将工频电源变换为各种频率，以实现电动机变速运行的设备，可以有效提高工业企业的能源利用率、工艺控制及自动化水平，是工业控制领域自动化控制的核心装置之一，被广泛应用在国民经济的各个领域。随着终端客户对于能效的要求不断提升，电机的高效性越来越受到重视，变频器+新电机的新模式将成为终端客户更新换代的不二选择。公司大型驱动业务板块的荣信电气传动公司是国内高压变频器的主要生产商之一，产品已经开始与高压电机配套大量应用在石油、化工、冶金、煤炭、电力、市政、水泥、军工、试验站等行业，电机+变频器组合业务有望成为公司经营的新增长点。

图 33：卧龙电驱部分变频器产品展示



BPBJV系列隔爆中高压变频器



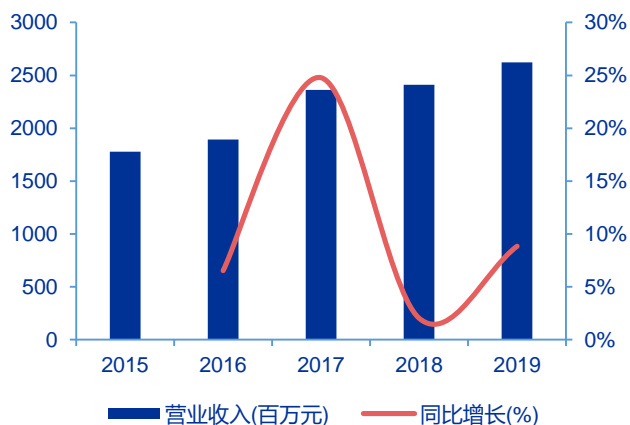
RMVC系列变频器

资料来源：公司官网，申万宏源研究

4. 微特电机需求稳定，汽车应用或成新增长点

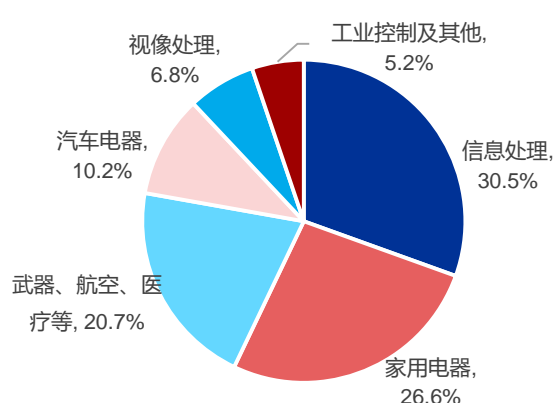
公司微特电机业务稳步增长，产品主要面向家用电器。公司微特电机业务 2016-2019 三年间复合增长率达 11.5%，2019 年业务营收 26.23 亿元，同比增长 8.84%。微特电机广泛应用于汽车、家用电器、通信设备、工业自动化设备、航空航天、农业机械等自动化领域，但包括公司在内的国内相关厂商由于起步较晚，同时配合以往我国家电、汽车等下游行业的快速发展，国内厂商主要还在从事家用电器、汽车电器等领域的微特电机业务，而较少涉足高端微特电机的研发制造。由于相关技术门槛较低，行业内鱼龙混杂，卧龙电驱主要依靠规模和综合技术占据了国内业务的优势地位，积累了美的、海尔、松下等众多海内外优质客户。

图 34 2015-2019 年公司微特电机业务营收情况（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：全球微特电机应用领域市场份额占比（单位：%）

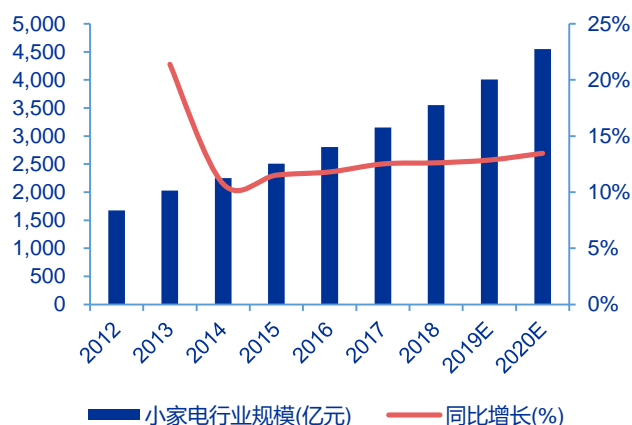


资料来源：前瞻产业研究，申万宏源研究

我国小家电行业规模快速增长，与之配套的微特电机需求量有望提升。小家电一般指功率和体积较小的家电，近年来在国内普及度越来越高。2012-2018 年我国小家电行业规模从 1673 亿元增长至 3553 亿元，六年复合增长率为 13.4%，高于家电整体市场的增长率。

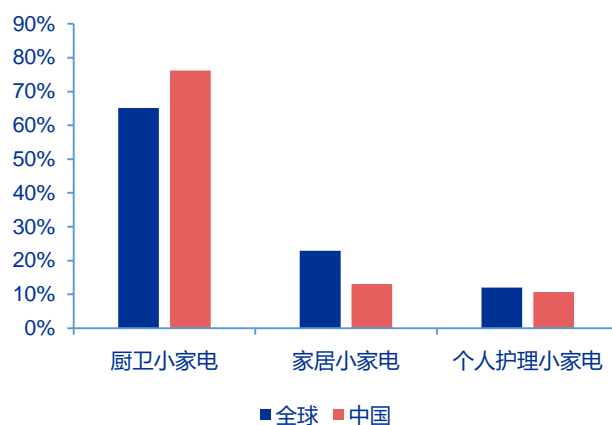
从小家电细分品类来看，厨卫小家电的市场占比最高，2019 年我国厨卫小家电的占比达到了 76.2%，而家居小家电和个人护理小家电的占比分别为 13.1%和 10.7%。随着我国居民收入水平的提高和财富积累，消费升级将带动小家电行业规模的持续快速增长。我国家用电器用微特电机需求额占微特电机市场比例的 15-25%，小家电市场规模的持续扩张，一方面驱动与之配套的微特电机需求量提升，另一方面也对微特电机在低噪音、长寿命、低功耗等方面提出更高的性能要求。

图 36：2012-2020E 我国小家电行业规模（单位：亿元，%）



资料来源：中商产业研究，中国产业信息，申万宏源研究

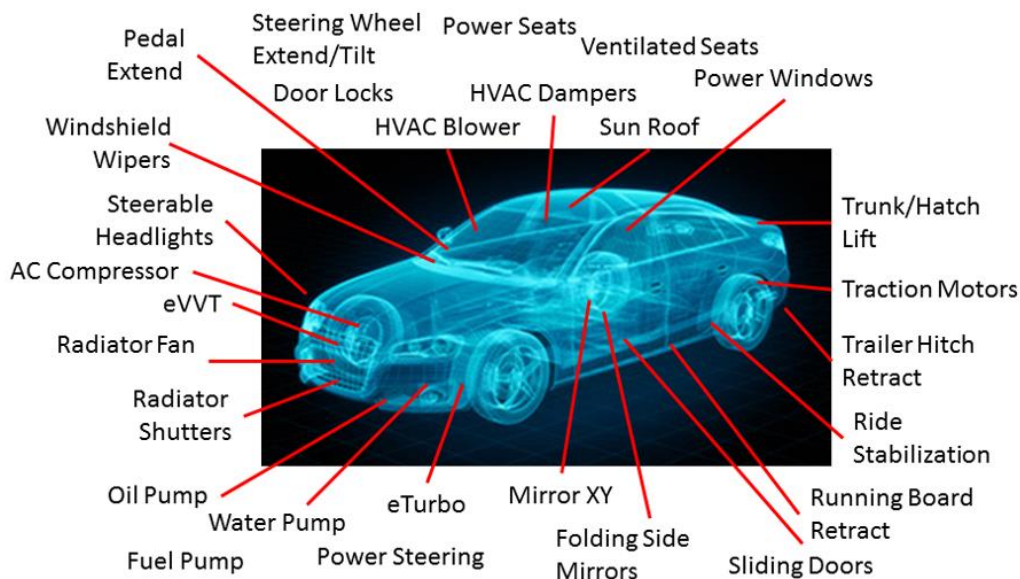
图 37：全球及我国的小家电各细分品类市场占比情况（单位：%）



资料来源：中商产业研究，申万宏源研究

新能源汽车崛起促进整车电子化，拉动微特电机需求。随着新能源汽车的崛起、智能驾驶投入实际运用、车联网概念开展应用试点，未来车辆驱动控制将由传统的机械传动或机械电传混合控制转向“电信号”控制。对于新能源汽车而言，除了 1-2 个驱动电机外，车窗、门锁、座椅、雨刷、电控悬架、电动转向等功能部件需要大量微特电机参与，如再计入高级辅助驾驶系统（ADAS），一台汽车内各类微特电机数量将达到上百个。卧龙电驱微特电机业务产品门类丰富、综合技术强，未来有充分能力进入车用微特电机应用市场。

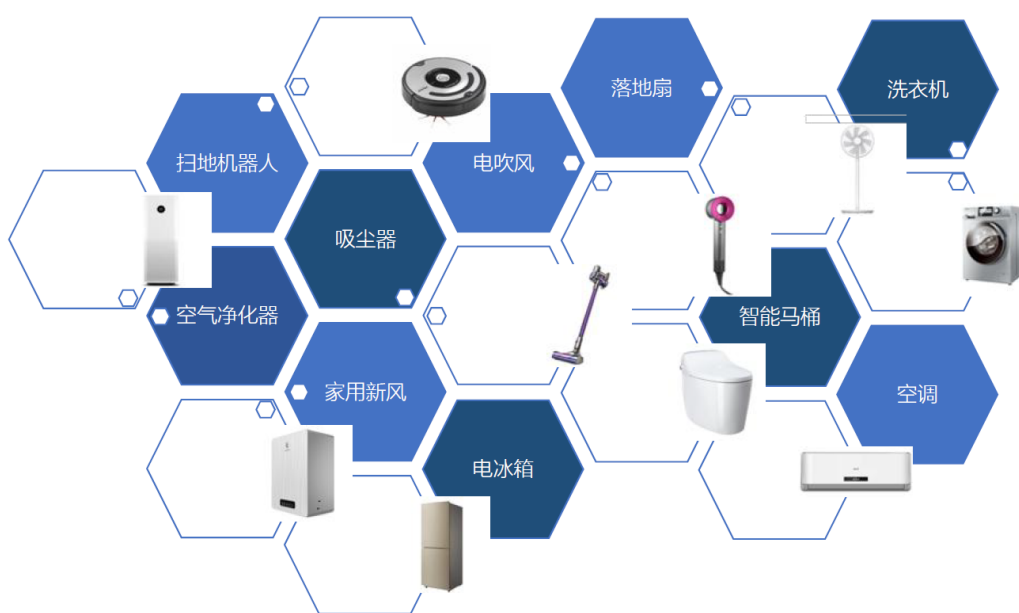
图 38：微特电机汽车应用一览



资料来源：Texas Instrument，申万宏源研究

无刷直流电机将成微特电机业务新增长点。无刷直流电机（BLDC）指以电子换向器取代了机械换向器，既具有直流电机良好的调速性能，又具有交流电机结构简单、无换向火花、运行可靠和易于维护等优点的电机。当前家电行业的无绳化、小型化、智能化、节能环保推动了 BLDC 的广泛应用，电动汽车、HVAC 的增长也对 BLDC 起到了推动作用。公司紧跟家电领域集成化、智能化、一体化趋势和微特电机领域无刷化趋势，无刷直流电机业务持续发展，有望成为新的微特电机业务增长点。

图 39：BLDC 家电应用领域



资料来源：八达威科技，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

盈利预测与估值：公司是全球电机及其控制领域龙头企业，牵手采埃孚受益欧洲电动化加速。我们预计 20-22 年公司归母净利润分别为 9.64、11.58、13.88 亿元，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.74、0.89、1.06 元/股，当前股价对应 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍。

公司主业是电机及控制装置，考虑到电机领域的龙头公司多为业务复杂度较高，与公司可比性不大，我们选取电机及控制装置板块业务结构更为相近的江苏雷利、微光股份、长鹰信质、鸣志电器作为可比公司，2020 年行业平均 PE 为 26 倍。公司以采埃孚为切入点，积极布局海外新能源电机市场，业绩有望获得快速增长。综合考虑公司业绩成长性及安全边际，我们给予公司 2020 年行业平均估值 26 倍，对应当前股价有 53% 的上涨空间。维持“买入”评级。

表 7：可比公司估值（单位：亿元、元/股、倍）

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS（元/股）				PE			
		2020/9/7	（亿元）	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300660.SZ	江苏雷利	21.06	55	0.89	1.07	1.28	1.52	24	20	16	14
002801.SZ	微光股份	31.08	48	1.40	1.22	1.42	1.59	22	26	22	19
002664.SZ	长鹰信质	16.78	67	0.77	0.78	0.93	1.21	22	22	18	14
603728.SH	鸣志电器	20.46	85	0.42	0.52	0.73	1.04	49	39	28	20
平均值								26	21	17	
600580.SH	卧龙电驱	12.29	161	0.74	0.74	0.89	1.06	17	17	14	12

资料来源：wind，申万宏源研究

表 8：关键假设表（单位：百万元，%）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	10086	11076	12416	13241	15118	17279
电机及控制装置	8297	9623	10699	11364	13063	15023
低压电机及驱动	3591	4319	5021	5208	6298	7586
高压电机及驱动	2344	2894	3055	3239	3499	3778
微特电机及控制	2362	2410	2623	2917	3267	3659
贸易收入	306	411	737	847	974	1120
蓄电池	414	476	503	528	554	582
特种变压器	575					
其他业务	494	566	478	502	527	554
营业成本(百万元)	7921	8182	9066	9651	10971	12486
电机及控制装置	6436	7081	7659	8086	9244	10577
低压电机及驱动	2539	3022	3396	3521	4219	5045
高压电机及驱动	1829	2013	2087	2203	2379	2569
微特电机及控制	2068	2046	2176	2362	2646	2964
贸易收入	294	391	724	830	955	1098

蓄电池	349	392	413	434	455	478
特种变压器	475					
其他业务	367	317	271	301	316	332
毛利(百万元)	2165	2894	3350	3590	4147	4793
电机及控制装置	1861	2542	3040	3278	3818	4445
低压电机及驱动	1053	1297	1625	1687	2078	2541
高压电机及驱动	516	881	968	1037	1120	1209
微特电机及控制	293	364	446	554	621	695
贸易收入	12	20	13	17	19	22
蓄电池	65	83	89	94	99	104
特种变压器	100					
其他业务	127	248	208	201	211	221
毛利率(%)	21%	26%	27%	27%	27%	28%
电机及控制装置	22%	26%	28%	29%	29%	30%
低压电机及驱动	29%	30%	32%	32%	33%	34%
高压电机及驱动	22%	30%	32%	32%	32%	32%
微特电机及控制	12%	15%	17%	19%	19%	19%
贸易收入	4%	5%	2%	2%	2%	2%
蓄电池	16%	18%	18%	18%	18%	18%
特种变压器	17%					
其他业务	26%	44%	43%	40%	40%	40%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：利润表（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	10,086	11,076	12,416	13,241	15,118	17,279
其中：营业收入	10,086	11,076	12,416	13,241	15,118	17,279
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	10,011	10,444	11,611	12,214	13,806	15,694
其中：营业成本	7,921	8,182	9,066	9,651	10,971	12,486
其他类金融业务成本	0	-0	0	0	0	0
税金及附加	75	69	72	79	91	104
销售费用	764	745	813	809	922	1,054
管理费用	708	913	1,042	1,033	1,179	1,348
研发费用	230	256	371	397	454	518
财务费用	265	216	246	244	189	185
加：其他收益	38	53	45	60	50	50
投资收益	657	56	82	80	50	60
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	49	331	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	-37	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-48	-63	-17	0	0	0
资产处置收益	1	5	-5	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	773	795	1,204	1,167	1,413	1,694

加：营业外收入	267	23	25	25	25	25
减：营业外支出	154	30	42	20	20	20
四、利润总额	886	788	1,187	1,172	1,418	1,699
减：所得税	214	100	179	164	205	246
五、净利润	671	688	1,008	1,009	1,212	1,453
持续经营净利润	208	688	1,008	1,009	1,212	1,453
终止经营净利润	463	0	0	0	0	0
少数股东损益	6	51	45	45	54	65
归属于母公司所有者的净利润	665	637	963	964	1,158	1,388
六、其他综合收益的税后净额	-68	-105	-7	0	0	0
七、综合收益总额	604	583	1,001	1,009	1,212	1,453
归属于母公司所有者的综合收益总额	592	534	955	964	1,158	1,388
八、基本每股收益	0.52	0.49	0.74	0.74	0.89	1.07
全面摊薄每股收益	0.51	0.49	0.74	0.74	0.89	1.06

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：资产负债表（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,608	10,122	10,696	12,845	15,358
现金及等价物	1,558	2,001	2,021	3,100	4,392
应收款项	5,383	5,220	5,608	6,278	7,040
存货净额	2,460	2,759	2,925	3,325	3,784
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	208	142	142	142	142
长期投资	1,034	1,598	628	658	688
固定资产	4,108	4,094	4,114	4,105	4,065
无形资产及其他资产	3,704	3,890	3,863	3,834	3,806
资产总计	18,455	19,704	19,301	21,442	23,917
流动负债	9,107	8,455	6,988	7,616	8,338
短期借款	4,466	3,844	2,000	2,000	2,000
应付款项	4,155	4,219	4,596	5,224	5,946
其它流动负债	487	392	392	392	392
非流动负债	2,879	3,829	3,829	4,129	4,429
负债合计	11,986	12,284	10,817	11,745	12,767
股本	1,293	1,301	1,308	1,308	1,308
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,842	1,899	1,949	1,949	1,949
其他综合收益	-484	-492	-492	-492	-492
盈余公积	297	389	476	580	705
未分配利润	3,095	3,890	4,767	5,821	7,084
少数股东权益	425	432	477	531	596
股东权益	6,469	7,419	8,484	9,696	11,150
负债和股东权益合计	18,455	19,704	19,301	21,442	23,917

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：现金流量表（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	688	1,008	1,009	1,212	1,453
加：折旧摊销减值	475	505	308	338	368
财务费用	299	285	244	189	185
非经营损失	-102	-366	-80	-50	-60
营运资本变动	-388	-274	-176	-441	-500
其它	2	37	0	0	0
经营活动现金流	975	1,196	1,304	1,248	1,446
资本开支	798	553	302	300	300
其它投资现金流	-652	-49	1,050	20	30
投资活动现金流	-1,450	-602	748	-280	-270
吸收投资	20	68	56	0	0
负债净变化	360	239	-1,844	300	300
支付股利、利息	391	439	244	189	185
其它融资现金流	4	-49	0	0	0
融资活动现金流	-7	-182	-2,033	111	115
净现金流	-518	397	20	1,079	1,291

资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示

欧洲电动化进展不及预期：全球电动化趋势确立，欧洲区以奔驰、宝马、大众为主的传统汽车厂商提出明确的电动化规划。传统汽车厂商资产投入较大、供应链冗长，可能拖慢电动化平台的更新换代速度。若欧洲电动化进展不及预期，相应的新能源电机需求将延后释放，公司新能源电机出货量受影响下降。

公司技术研发不及预期：新能源汽车技术更迭速度较快，对电机等核心零部件具有较高的性能要求。虽然公司与采埃孚签订的合作协议中具有排他性条款，但未来如果公司技术研发能力无法匹配采埃孚及其下游整车厂的要求，公司新能源电机订单可能因此下降，公司业务持续性受到影响。

原材料价格波动风险：电机产品的主要原材料为铜材和钢材等，且原材料占成本的比重较大，铜、钢属于大宗商品，相关产品价格在国内和国际市场均具有较高波动性。若未来原材料价格出现短期大幅波动，而公司无法维持有效的采购、销售价格联动机制，公司经营业绩可能受到影响。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。