

研究员：
史海昇
机械行业与电力
设备行业
shihaiseng@stocke.com.cn
(21)64718888-1737

卧龙电气（600580）

——3G 与高铁建设助推下的高成长公司

投资要点：

◇ 公司 09 年上半年业绩表现较为理想

报告期内，公司全年实现主营业务收入 10.82 亿元，比上年同期增长 3.05%；实现营业利润 1.31 亿元，同比增长 31.46%；净利润为 1.46 亿元，同比增长 46.86%；每股收益 0.37 元。

◇ 公司盈利能力较强

报告期内，公司表现出较强的盈利能力，产品的综合毛利率较 08 年同期提高 5.14 个百分点，其中增速较快的 UPS 电源产品与牵引变压器两项业务占比增加较快，其盈利能力明显高于传统的电机业务。

◇ UPS 电源与牵引变压器业务增长迅猛

公司通信网络用 UPS 电源产品 09 年上半年销售收入为 2.27 亿元，同比增长 22.53%，毛利率接近 30%；牵引变压器产品 09 年上半年销售收入增加 149.62%，在销售收入中的占比为 19.92%，较 08 年底提高 9.86 个百分点，成为业绩增长最快的产品系。以上两大业务将成为公司未来几年主要的利润增长点。

◇ 估值与评级

公司 09 年上半年每股收益 0.37 元，考虑到我国通信网络建设的逐步铺开以及高速铁路发展的提速，公司未来几年的增长将较为确定。预计公司 09 年 EPS 为 0.68 元，目前股价对应 PE 为 23 倍，调升公司为“强烈推荐”评级。

◇ 风险因素

钢材涨价风险、技术滞后风险、3G 网络铺设速度降低风险、竞争对手增多风险。

联系人

张燕华
(8621)64718888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

一、公司基本财务情况

表 公司基本财务分析

	06 年中报	07 年中报	08 年中报
盈利能力			
净资产收益率-摊薄(%)	4.9	7.49	9.72
销售毛利率(%)	17.98	17.21	22.35
销售费用 / 营业总收入(%)	3.64	3.62	4.79
管理费用 / 营业总收入(%)	4.46	3.71	5.63
财务费用 / 营业总收入(%)	1.24	1.21	0.68
资产减值损失 / 营业总收入(%)	0.71	0.53	0.34
扣除非经常损益后的净利润 / 净利润(%)	94.26	99.37	97.79
营运能力			
存货周转率(次)	2.57	3.19	2.71
应收账款周转率(次)	3.15	3.7	2.87
总资产周转率(次)	0.44	0.6	0.53
偿债能力			
资产负债率(%)	35.48	41.59	42.38
速动比率	1.24	1.12	1.14
现金流量			
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入(%)	92.43	90.7	90.04
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入(%)	5.59	0.93	5.4

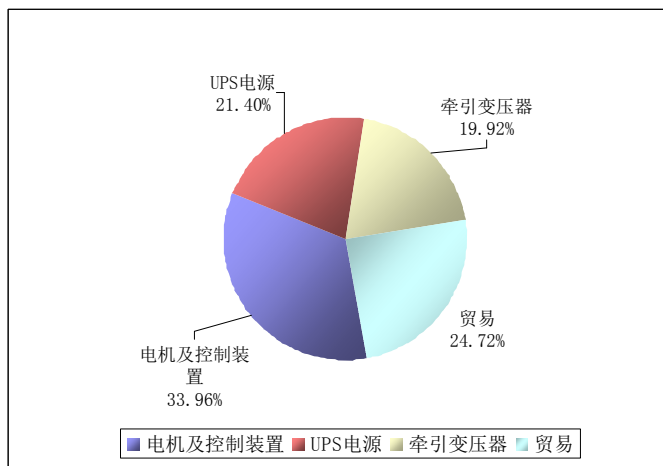
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

报告期内，公司表现出较强的盈利能力，产品的综合毛利率较 08 年同期提高 5.14 个百分点，其中增速较快的 UPS 电源产品与牵引变压器的毛利率水平明显高于传统电机产品（电机产品为家用电器配套），成为公司盈利能力提升的主要原因。公司在净利润分别同比增长 46.86% 的同时，销售费用、管理费用、财务费用合计较 2007 年增加 33.97%，其中销售费用的增加主要用于 UPS 电源产品与牵引变压器的大规模营销网络建设。报告期内公司资产负债率略有上升，但仍保持行业内较低水平，由于存货（主要为电机产品）消化加快，速动比率指标有所上升。公司报告期末持有现金 3.74 亿元，相当充裕。

二、公司主营业务发展情况

公司主营产品为电机、UPS 基站电源和特种变压器（主要为铁路牵引变压器）。

图 公司产品结构情况（按收入金额）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1、电机及控制装置

报告期内，传统业务电机与控制装置仍然是公司的主要收入来源，其在全公司全部销售收入中的占比为 43%（贸易业务主要为电机产品）。最初，公司以特种电机起家，特种电机毛利率 20%左右（普通电机只有 12-15%），目前公司生产的电机在国内家电市场占有 20%的份额，家电行业重点企业——海信、美的、大金、日立、LG 都是公司的长期客户，此外，目前小家电（豆浆机、搅拌机、碎纸机、料理机等）市场增速有所加快。

电机行业发展状况。 目前我国微电机生产及配套厂家在 2000 家以上，约占全球总产量 60% 的微电机在我国生产。未来微电机的发展趋势是高效化、无刷化、永磁化和智能化。由于微电机属于传统的机电制造行业，且是一种劳动密集型和材料密集型产品，市场竞争将日趋激烈，只有技术创新和产品升级能力强、资金实力雄厚的企业将在激烈的市场竞争中胜出。日本一直用家庭微电机的数量来衡量一国经济的发达程度，美国家庭在 58 左右，我国约为 14，差距还非常大，近年国内电机市场增速保持在 20% 上下，全球范围这一增速为 5%。但预计随着全球金融危机以及国内家电出口增速的下滑，电机业务在 2009 年的增速将放缓，但出现负增长的可能性不大。

2、通信网络 UPS 电源

公司网络用 UPS 电源产品 06 年销售规模为 2 亿元，08 年为 3.97 亿元，毛利率达到 24.27%，09 年上半年销售收入已经达到 2.27 亿元，随着技术的成熟和配方（主要为铅和酸等）的改进，公司已经将产品的生产周期从 22 天缩短到 18 天，生产效率大幅提升。08 年以来，通信基站用 UPS 电源需求十分旺盛，公司一直计划在绍兴兴建一个 UPS 电源的产业基地，目前土地使用权已经拿到，预计 09 年下半年可以实现一个 6 亿产值的 UPS 生产基地，UPS 电源产品有望成为公司 09 年业绩增长的主要支撑力量之一。

UPS 电源行业发展状况。 UPS 电源是通信产业的重要产品，镍氢、锂离子等新型电池的商业化应用仍停留在手机、笔记本电脑等小型产品上，大容量电池在技术上还不成熟，成本不占优势。目前 UPS 电源的技术发展方向

是由传统的开口铅酸 UPS 电源向阀控式密封铅酸 UPS 电源转变,从而来提升高倍放电性能和电量储存时间,增强 UPS 电源的安全性和抗污性。网络用 UPS 电源作为通信产业的主流产品,进入门槛较高,主要表现为制造技术要求高,部分关键技术需要从国外引进;产品生产需要许可证;产品在通信行业销售需要入网许可证;投资较大,环境保护要求高等,所以进入门槛较高。

3、牵引变压器

公司牵引变压器产品已经成为一个十分强劲的利润增长点,虽然 08 年在公司销售收入中占比仅 10.06%,但增速最快,09 年上半年销售收入增加 149.62%,在销售收入中的占比为 19.92%,较 08 年底提高 9.86 个百分点。公司该项业务完全按生产能力接单,产品供不应求,09 年上半年的市场份额在 40%左右,预计未来可以达到约 25%的毛利率水平。

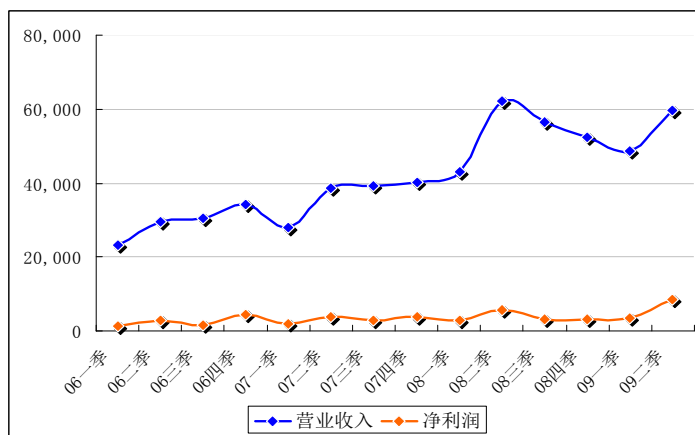
牵引变压器行业发展状况。 牵引变压器主要用于电气化铁路方面,按照《中长期铁路网规划》,到 2010 年,铁路网营业里程达到 8.5 万公里左右,电气化铁路 3.5 万公里;到 2020 年,铁路营业里程将达到 10 万公里,电气化率达到 50%,设备国产化达到 80%以上。通常电气化铁路要求每隔 50 公里就要设立一个变电站(单个变电站一般采用“一电一备份”的配置),由此带来的牵引变压器市场规模将较为可观。2008 年 10 月,国务院将“十一五”铁路发展规划的投资额由 1.25 万亿元增加到 2 万亿元。大规模铁路建设与铁路设备国产化为国内铁路牵引变压器制造企业带来了较好的发展机遇。

表 公司利润增长情况(按季度)

项目	2007 四季度	2008 一季度	2008 二季度	2008 三季度	2008 四季度
营业总收入(万元)	62,024.34	56,344.54	52,369.65	48,582.02	59,599.67
利润总额(万元)	6,534.34	3,746.38	2,870.31	4,321.77	9,100.51
净利润(万元)	5,672.90	3,115.10	3,139.23	3,581.12	8,458.95

资料来源:公司公告、浙商证券研究所

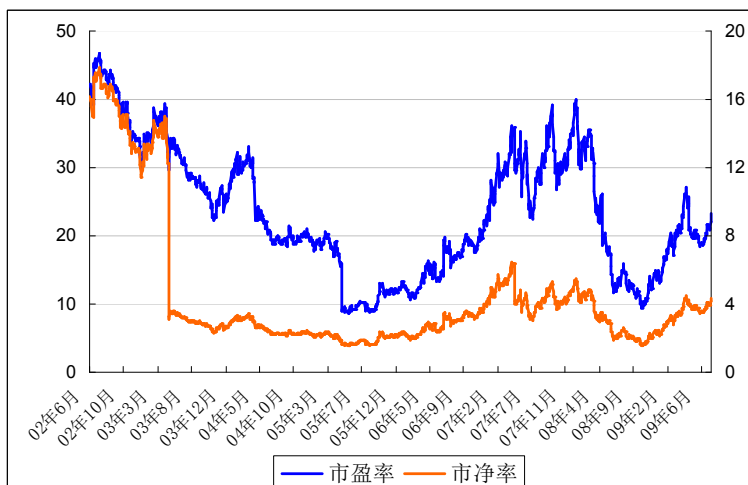
图 08 年公司销售收入与净利润增长情况(万元)



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

三、估值与评级

图 2002 年以来公司市盈率与市净率走势情况



资料来源: WIND 资讯、浙商证券研究所

公司 09 年上半年每股收益 0.37 元, 考虑到我国通信网络建设的铺开以及高铁建设的提速, 公司未来几年的增长将较为确定。预计公司 09 年 EPS 为 0.68 元, 目前股价对应 PE 为 23 倍, 调升公司为“强烈推荐”评级。

四、风险因素

(1) 钢材涨价风险

钢材在公司总成本中占有一定比重, 09 年的钢材价格的反复对公司备货时机的选择将造成一定困难;

(2) 技术滞后风险

公司不断加大 UPS 电源与牵引变压器产品的研发力度, 但随着行业的发展, 技术更新不断加快, 若公司不能及时主动地根据市场变化提高产品科技含量, 将可能逐步落后于主要竞争对手;

(3) 3G 网络铺设速度降低风险

公司 UPS 电源主要用于通信网络, 若国内 3G 网络建设速度放缓, 则将影响公司 UPS 电源的销售进度;

(4) 竞争对手增多风险

公司牵引变压器市场份额较大, 但随国内高铁建设的提速, 该产品市场需求将不断扩大, 可能导致国内部分技术实力较强的输变电设备制造商加速进入这一领域, 从而造成市场竞争的加剧。

研究员介绍:

史海昇: 计算机科学与技术专业本科, 世界经济学硕士, 2008 年加入浙商证券研究所, 现为机械与电力设备行业研究员, 拥有六年上市公司及证券行业从业经历。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。