

卧龙电气(600580)

业务均衡发展，关注出口复苏

✍ 韩若冰 王祺
☎ 021-38676045 021-38676720
✉ hanruobing@gtjas.com wangzhen@gtjas.com

本报告导读： 年报符合预期，预计公司 10、11、12 年每股收益分别为 0.93、1.19、1.55 元，维持谨慎增持评级。

投资要点：

- **全年业绩符合预期。**2009 年卧龙电气实现营业收入 22.32 亿元，归属上市公司股东净利润 1.97 亿元，同比分别增长 4.46%、52.72%，净利润较年度计划超额完成 23.38%。全年每股收益 0.69 元。
- **毛利率增长带动业绩。**公司 09 年综合毛利率 21.84%，同比提升 5.46 个百分点。分业务方面，电机、变压器及蓄电池毛利率分别为 21.18%、34.59%、31.01%，同比分别增长 2.16、13.75、6.27 个百分点。原材料价格下降与高毛利产品占比提升带来的业务结构优化是毛利率上升的主要原因，预计 2010 年会略有下降。
- **费用率有所上升。**公司销售费用率与管理费用率较去年分别上升 1.1、1.4 个百分点，主要原因为产品运输费用、工资薪酬及技术开发支出的增加。预计 10 年销售收入的显著提升也将使得费用率回落。
- **变压器业务成为核心动力。**公司 09 年收购北京华泰，从原有铁路领域扩展到城市轨道交通等市场，变压器业务全年收入同比增长 120%。未来公司将在现有电力、牵引变压器业务基础上，继续延伸至高压领域，变压器业务将被打造成为公司核心产业。
- **电机出口回升企待 10 年。**受全球金融危机影响，公司原有主业电机产品出口出现较大幅度下降。2010 年随着海外消费需求复苏，我们预计出口增速将超过 40%，同时高压电机、变频器等业务也值得期待。
- **价格与季节因素拖累蓄电池业务。**公司上半年增长较快的 UPS 电源，即蓄电池业务，受原材料价格上升以及通信公司招标季节性因素影响，全年收入增速回落。我们仍看好 2010 年新产能投产后的业务情况。此外公司投资锂电池业务也将放入卧龙灯塔，有望成为公司未来新增长点。
- 我们预计公司 10、11、12 年每股收益分别为 0.93、1.19、1.55 元。公司业务布局全面，在多数领域竞争力较强，我们认为给予 10 年 28 倍市盈率是合理的，对应目标价 26 元。由于股价前期涨幅较大，我们认为短期上涨空间有限，维持谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,457	2,137	2,232	3,174	3,890
(+/-)%	35.0%	46.7%	4.5%	42.2%	22.6%
经营利润 (EBIT)	136	171	248	325	441
(+/-)%	16.8%	25.8%	44.9%	31.2%	35.7%
净利润	102	129	197	265	336
(+/-)%	28.5%	26.3%	52.7%	34.1%	26.9%
每股净收益 (元)	0.36	0.46	0.69	0.93	1.19
每股股利 (元)	0.12	0.12	0.10	0.13	0.17

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营利润率 (%)	9.3%	8.0%	11.1%	10.2%	11.3%
市盈率	69.3	54.9	35.9	26.8	21.1
股息率 (%)	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： 谨慎增持
上次评级：谨慎增持
目标价格： ¥26.20
上次预测：¥17.20
当前价格： ¥22.58
2010.01.20

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.50 ~ 25.05
总市值 (百万元)	7,142
总股本/流通 A 股 (百万股)	285/285
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	7.1
日均成交值 (百万元)	108.2

资产负债表摘要 (12/09)

股东权益 (百万元)	1,208.26
每股净资产	4.26
市净率	5.9
资产负债率	32.6%

52 周内股价走势图**相关报告**

电源及变压器业绩如期大幅增加
(09.07.31)

作者简介:

韩若冰:男, 清华大学材料科学与工程专业, 工学博士。2008 年进入国泰君安证券, 从事电力设备、新能源设备行业研究。

王稹:男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券销售交易总部, 从事家用电器行业的研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com