

卧龙电气（600580）：快速成长的综合电气设备产品和服务提供商 买入（上调）

电气设备 2010 年 02 月 09 日

天相电气设备 021-58824282 转 839 chenlong@txsec.com

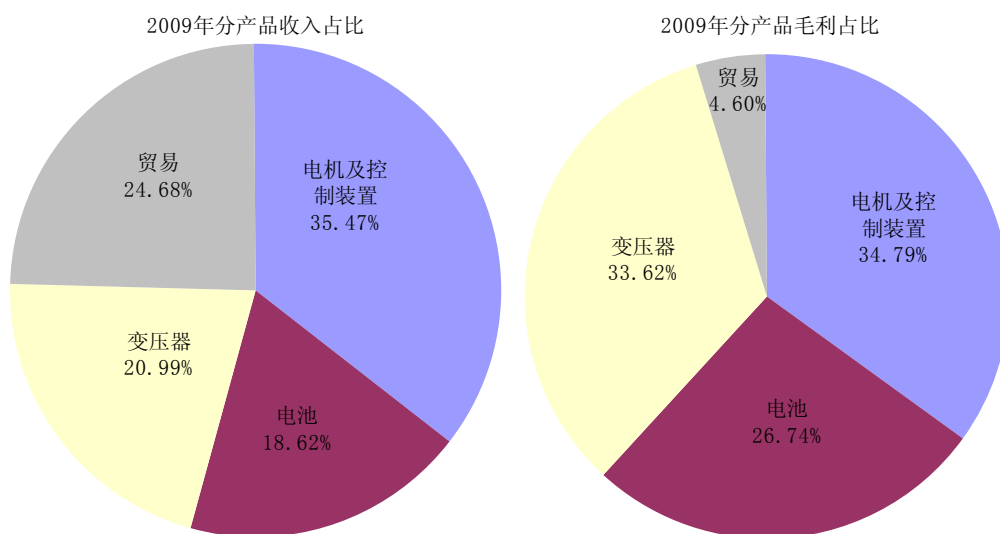
事件描述：

近期，我们对公司进行了实地调研，主要就公司经营情况和发展前景与公司高管进行了深入交流，并参观了公司家用空调电机生产基地。

评论：

公司主营各类电机及控制系统、轨道交通变压器和电力变压器、电源电池三大产业，同时兼顾贸易业务。公司在电机及控制系统、电源电池、轨道交通变压器和电力变压器等领域均居国内领先地位；主导产品在国内市场占有率达 20% 以上。目前公司已拥有上虞、绍兴、杭州、银川、武汉、北京六大生产基地、六大产业园区，产品覆盖全国市场，新建的上虞生产基地，背靠杭州湾，辐射全球市场，公司以电机产品起家，经过多年发展，已经成长为一家具备较强竞争力的综合电气设备产品和服务提供商。

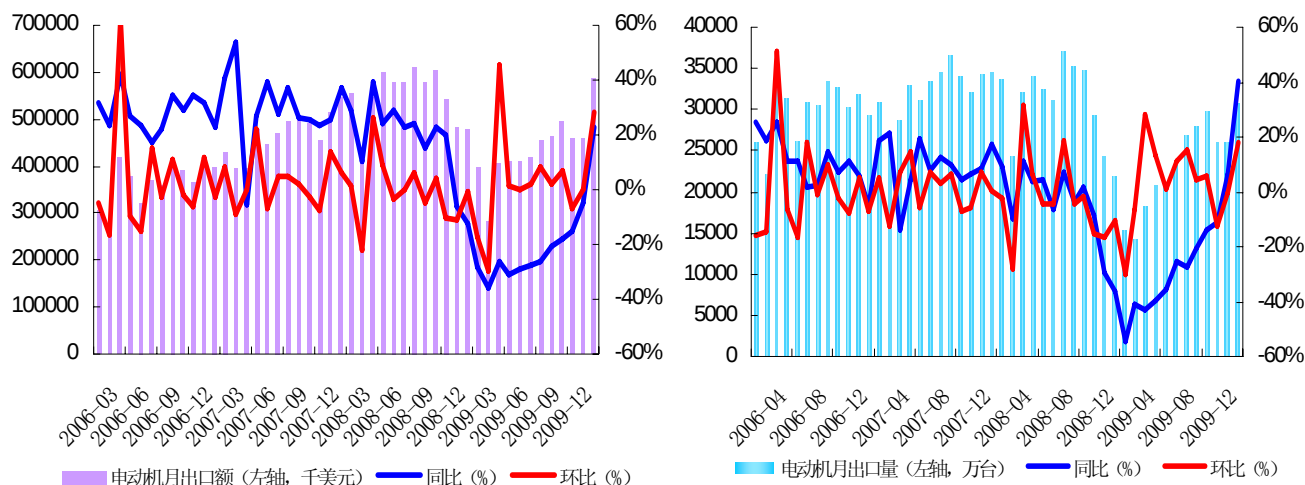
图表 1 公司 2009 年分产品收入和毛利占比



资料来源：公司年报、天相投顾

1、“出口复苏+国内下游需求恢复+节能减排”，公司电机业务将迎来爆发性增长。2009 年，公司电机业务实现收入 7.75 亿元，同比下降 11%，主要原因在于受国外经济危机影响，公司 09 年全年出口同比下降 25%，由于公司出口主要以电机为主，出口下降导致公司电机业务出现大幅度下降。我们认为 2010 年公司电机业务将迎来爆发性增长，主要理由如下：（1）随着国外经济的好转，电机出口复苏趋势基本确立，使得公司电机出口出现较明显的复苏势头；（2）公司 06 年募投项目交流永磁伺服电机及其全数字化伺服驱动装置产业化项目预计将于 2010 年投产，开始贡献收益；公司伺服电机主要应用于机床、包装机械等行业，随着下游需求的恢复，伺服电机将成为公司业绩增长的一大亮点（3）公司自主研发的大功率高压变频器实现批量化生产，预计 2010 年产量将突破 100 台，随着节能减排政策的实施，变频器需求旺盛，公司变频器产品前景看好；（4）公司募投项目产品中小型高效节能电机全系列产品在 09 年取得认证，技术处于行业内领先地位，目前公司节能电机项目厂房正在建设中，预计 2011 年下半年开始投产，电机业务未来几年快速增长可期。

图表 2 电机出口额与出口量均开始走出低谷



资料来源：海关总署、天相投顾

2、变压器业务是公司未来发展重点，受益轨道交通行业持续景气，未来仍将保持快速增长。2009 年公司变压器业务实现收入 4.59 亿元收入，同比增长达到 120%，主要原因是：（1）铁路投资大幅增长，09 年全年铁路基本建设投资达到 6005 亿元，同比增长 77.9%，高于此前市场预期；（2）09 年上半年收购北京华泰，并开始并表。我们预计公司变压器业务未来仍将保持快速增长，主要是基于以下几点考虑：（1）2008 年铁道部公布的《中长期铁路网规划（调整）》，到 2010 年，我国铁路营业里程将达到 9 万 km，电气化率达到 45%；到 2020 年，铁路营业里程达到 12 万 km，电气化率达到 60%以上；根据该规划，我国铁路投资将保持持续景气，对公司铁路变压器需求巨大；（2）2010 年铁路部门计划安排固定资产投资 8235 亿元，其中基本建设投资 70000 亿元，较 09 年增长 16.56%，预计电气化铁路将投产 6401 公里，较 09 年建设规模更加庞大；（3）09 年北京华泰收入仅并表 8 个月，2010 年收入将全部并表，北京华泰的整合在 09 年已初见成效，在 2010 年业绩将得到大幅提升；（4）公司超高压变压器募投项目已征用土地 435.6 亩，投入资金 7000 万元，预计将于 2011 年投产，届时公司产能瓶颈将得到极大的缓解。轨道交通的持续景气，铁路投资力度的加大，公司变压器业务将继续保持快速增长。

3、电池业务短期内增速放缓，大容量锂电池前景看好。2009 年公司电池业务实现收入 4.07 亿元，同比仅增长 2.45%，相较于 08 年同比仅 50%的增长幅度，增速有较大的回落，主要原因是：（1）08 年在 3G 投资开始启动时，业绩大幅增长，收入基数提高；（2）09 年下半年 3G 基建投资放缓，影响公司通讯基站用电池需求增速；（3）电池所用原材料铅价格下降，产品价格有所下降。预计 2010 年三大运营商投资增速会有所放缓，但是投资额度依然保持在高位，因此公司电池产品短期需求无忧，但是增速会受到一定影响。目前公司已研制成功大容量锂电池，今年将开始批量生产，公司未来目标是向动力电池发展，下游需求旺盛，发展前景广阔。

4、贸易业务将走出低谷。公司出口业务包括贸易出口和自营出口，2008 年公司贸易出口和自营出口分别为 5.31 亿元和 3.64 亿元，2009 年分别为 4.60 亿元和 2.07 亿元，贸易业务出现一定的程度下滑。公司贸易业务经营主体主要为公司子公司卧龙国际和卧龙商务，目前卧龙国际经营较为正常，卧龙商务近两年受困于诉讼案件，08 年和 09 年分别计提了 496 万元、726 万元大额坏账准备，致使卧龙商务一直处于亏损状态，公司目前已经根据预计不可收回金额，计提了 100%的坏账准备，虽然诉讼案件仍在审理中，但是诉讼结果对公司的不利影响较小。随着国内外经济的逐步复苏，预计公司贸易业务 2010 年将走出低谷，逐步走上正轨。

5、参股子公司贡献稳定投资收益。公司分别持有绍兴商行和卧龙置业 7.52%、19.15%的股权，每年均给公司贡献稳定的投资收益，两家参股子公司质地较好，未来业绩增长有保障，预计两家参股子公司 2010 年-2012 年合计给公司贡献投资收益分别为 3015 万元、3568 万元、4151 万元。

图表 3 公司参股子公司历年贡献投资收益情况及预测

参股子公司	持股比例	贡献投资收益（单位：万元）						
		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
浙江卧龙置业	19.15%	900	1287	1224	1550	2015	2418	2901
绍兴商业银行	7.52%	605	605	882	888	1000	1150	1250
投资收益合计		1505	1892	2106	2438	3015	3568	4151

资料来源：公司公告、天相投顾

6、公司现金流充沛，募集资金总额减少不影响公司募投项目进程。公司 2010 年 1 月 26 日发布公告称将原拟定募集资金总额 10.8 亿元减少为 9.7 亿元，其中减少的 1.1 亿元原计划用于补充公司流动资金，用于募投项目资金额度不变。公司 09 年每股经营现金流为 0.72 元，并且呈现逐年上升的趋势，另外公司持有货币资金高达 5.13 亿元，现金流较为充沛。目前公司拟募投项目均已开始建设，募集资金总额减少不影响公司募投项目建设进程，相反，在当前资本市场情况下，减少募集资金总额更有利于公司公开增发顺利通过审核，对公司募投项目的顺利实施将产生积极作用。

7、公司近期内股价催化剂。（1）公司一季度业绩大幅超出市场预期；（2）公司签订重大合同；（3）公司公布资产收购计划。

8、盈利预测与评级：

假设条件：

- 1、公司拟增发项目顺利实施，分业务收入达到既定目标；
- 2、2010-2012 年公司参股子公司每年均贡献稳定的投资收益；
- 3、原材价格不出现快速上涨，公司综合毛利率稳中略降；
- 4、2010 年增发成功后公司财务费用率有较大幅度降低，2010 年-2012 年公司期间费用率控制在 10%左右；
- 5、实际所得税率维持在 11.5%左右的水平；

我们略为调整公司的盈利预测，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.98 元、1.23 元和 1.50 元，以昨日收盘价 18.80 元计算，对应的动态市盈率分别为 19 倍、15 倍和 13 倍。

在国家持续加大轨道交通投资力度、推行节能减排政策以及出口逐步复苏的大背景下，公司有望长期受益，未来业绩增长有保障，我们预计公司未来 3 年归属母公司的净利润复合增长率将达到 30%左右，参考目前电气设备优质上市公司 28 倍的平均市盈率水平，我们认为给予公司 2010 年 28 倍的动态 PE 较为合理，以 2010 年 0.98 元的 EPS 计算出 6 个月目标价为 27.44 元，尚有 46%的上涨空间。相比公司短期业绩的快速增长来说，我们更看好公司长期发展前景，认为公司是长期投资品种，上调公司投资评级为“买入”。

9、风险提示：1、原材料价格波动导致公司毛利率不稳定的风险；2、汇率波动的风险；3、出口复苏的进程和力度存在一定不确定性；4、大盘系统性风险。



图表 4 分业务盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入（单位：万元）						
电机及控制装置	92,226	87,120	77,532	112,421	140,527	175,658
蓄电池	26,488	39,725	40,697	44,766	60,434	81,587
变压器	14,601	20,815	45,877	75,698	102,192	137,959
贸易	16,638	59,264	53,948	59,343	65,277	71,805
收入增长率（%）						
电机及控制装置	——	-5.54%	-11.01%	45.00%	25.00%	25.00%
蓄电池	——	49.97%	2.45%	10.00%	35.00%	35.00%
变压器	——	42.56%	120.41%	65.00%	35.00%	35.00%
贸易	——	256.20%	-8.97%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）						
电机及控制装置	15.15%	19.02%	21.18%	20.50%	30.00%	29.00%
蓄电池	17.64%	24.27%	31.01%	30.50%	30.00%	29.00%
变压器	21.69%	20.84%	34.59%	31.00%	30.00%	29.00%
贸易	2.41%	4.26%	4.03%	4.15%	4.15%	4.15%
主营业务综合毛利率（%）	16.65%	15.98%	21.59%	21.43%	21.61%	21.79%

数据来源：公司公告、天相投资分析系统

图表 5 卧龙电气盈利预测

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	213,693	223,225	292,228	368,430	467,008
营业收入增长率（%）	46.71%	4.46%	30.91%	26.08%	26.76%
综合毛利率（%）	16.38%	21.84%	21.43%	21.61%	21.79%
二、营业成本	178,680	174,466	229,599	288,828	365,229
营业税金及附加	805	902	1,227	1,547	1,961
资产减值损失	1,980	1,801	2,316	2,708	3,141
期间费用	19,820	25,656	27,762	35,369	47,401
其中：销售费用	8,576	11,495	14,465	17,316	21,716
管理费用	8,669	12,238	14,319	17,685	21,482
财务费用	2,574	1,923	-1,023	368	4,203
期间费用率（%）	9.27%	11.49%	9.50%	9.60%	10.15%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2,106	2,436	3,015	3,568	4,151
三、营业利润	14,515	22,836	34,339	43,545	53,427
营业利润增长率（%）	23.47%	57.33%	50.37%	26.81%	22.69%
营业利润率（%）	6.79%	10.23%	11.75%	11.82%	11.44%
加：营业外收入	2,317	2,866	2,350	2,420	2,500
减：营业外支出	212	139	360	480	500
四、利润总额	16,620	25,564	36,329	45,485	55,427
利润总额增长率（%）	26.52%	53.82%	42.11%	25.20%	21.86%
减：所得税	1,837	2,931	4,178	5,231	6,374
五、净利润	14,782	22,632	32,151	40,255	49,053
净利润增长率（%）	20.77%	53.11%	42.06%	25.20%	21.86%
其中：归属于母公司所有者净利润	12,926	19,740	27,972	35,022	42,676
归属于母公司所有者净利润增长率（%）	26.25%	52.72%	41.70%	25.20%	21.86%
少数股东损益	1,856	2,892	4,180	5,233	6,377
摊薄每股收益（元）	0.45	0.69	0.98	1.23	1.50

数据来源：公司公告、天相投资分析系统



图表 6 重点关注的电气设备上市公司比较

公司简称	预测/实际EPS（元）			预测/实际PE（倍）		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
特变电工	0.54	0.87	1.07	40	25	20
天威保变	0.81	0.67	0.98	34	41	28
置信电气	0.34	0.53	0.69	46	30	23
国电南瑞	0.67	0.90	1.08	74	55	46
思源电气	0.79	2.04	1.15	36	14	25
平均	——	——	——	46	33	28
卧龙电气	0.45	0.69	0.98	41	27	19

数据来源：天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100