

卧龙电气（600580）：成长路径清晰、增长明确的综合电气设备龙头 买入（维持）

电气设备

当前股价：16.66 元 6 个月目标价：21.00 元

本报告关注点：

报告日期：2010 年 3 月 3 日

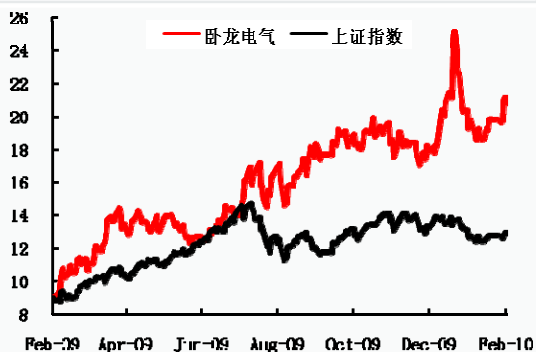
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,232	2,922	3,684	4,670
(+/-)	4.46%	30.91%	26.08%	26.76%
营业利润	228	343	435	534
(+/-)	57.33%	50.37%	26.81%	22.69%
归属于母公司 的净利润	197	280	350	427
(+/-)	52.72%	41.70%	25.20%	21.86%
每股收益（元）	0.53	0.75	0.94	1.15
市盈率（倍）	31	22	18	14

公司基本情况（2010 年 03 月 02 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	37,067/37,067
流通市值（亿元）	61.75
每股净资产（元）	4.39
资产负债率（%）	46.30

股价表现（最近一年）



联系人：天相电气设备组

021-58824282-839 chenlong@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 续上篇调研报告，在此次深度报告中我们对公司分业务现状及前景进行了详细的分析，认为公司是一家成长路径清晰、增长明确的综合电气设备龙头；
- 公司未来三年净利润复合增长率将达到30%左右，具备较强的增长潜力，是良好的长期投资品种，投资者应长期持有分享收益。

投资要点：

- **公司主营业务发展稳健。**变压器、电机和电池是公司三大支柱业务。自上市以来公司取得了超常规发展：营业收入、净利润年复合增长率分别达到40%、31%；预计未来三年公司净利润年复合增长率仍将达到30%以上。
- **我们与市场上不同的观点：2010年，公司变压器业务仍将保持高速增长，电机业务将实现爆发性增长，电池业务增速将放缓，我们的理由是：**
 - **变压器业务保持高速增长：**（1）2010年铁路基建投资持续加大，变压器订单饱满；（2）银川卧龙技改初步完成，产能将得到进一步扩充；（3）北京华泰09年仅并表8个月，10年将并表12个月；（4）北京华泰整合初见成效，产能也将得到进一步的释放；（5）超高压募投项目进展顺利，2011年将开始贡献盈利。预计2010年变压器业务将增长65%左右。
 - **电机业务实现爆发性增长：**（1）出口复苏好于预期，推动电机走出低谷；（2）伺服电机募投项目于2010年投产，随着下游需求恢复，将成为业绩增长新亮点；（3）高压变频器2010年产量将达到100台，开始贡献盈利；（4）节能电机全系列产品已取得认证，产品符合国家节能减排政策要求，节能电机募投项目前景广阔。预计2010年电机业务将增长45%左右。
 - **电池业务增速将放缓：**3G投资增速放缓但保持在高位，电池业务短期增速放缓；公司已研制成功大容量锂电池，未来向动力电池发展，下游需求旺盛，长期前景看好。
- **外延扩张值得期待：**公司具备较强的资产收购整合能力，当前公司存在资产并购动力，外延扩张给公司业绩带来的增长值得期待。
- **参股子公司贡献稳定收益：**预计公司参股子公司绍兴商行和卧龙置业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。



- **盈利预测与评级。**预计2010 -2012年EPS分别为0.75元、0.94元、1.15元，以3月2号收盘价16.66元计算，对应的市盈率分别为22倍、18倍、14倍，公司未来三年复合增长率达30%，我们认为2010年合理动态PE应在28倍左右，以2010年0.75元的计算出6个月目标价为21.00元，目前公司股价距离目标价尚有近30%的上涨空间。相比于公司短期业绩快速增长来说，我们更看好公司的长期发展前景，重申“买入”的投资评级。
- **公司面临的主要风险：**行业政策风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险、大盘系统性风险。



正文目录

1.	公司概况	3
1.1	历史沿革及主营业务	3
1.2	公司下属企业及业务领域	4
1.3	股权结构	4
1.4	维持历年高分红额度，注重股东回报	4
2.	行业前景分析	5
2.1	轨交建设提速、智能电网建设，驱动变压器行业快速发展	5
2.2	“出口复苏+下游需求恢复+节能减排”，电机行业前景看好	8
2.3	受 3G 投资驱动，UPS 电源行业迎来发展的春天	11
3.	主营业务分析	12
3.1	公司主营业务稳步发展	12
3.2	变压器业务是公司未来发展的重点之一	13
3.3	电机业务有望迎来快速增长	15
3.4	电源电池业务布局未来	17
4.	外延扩张值得期待	18
5.	参股子公司贡献稳定的投资收益	19
6.	公司财务分析	20
6.1	产品结构优化提升公司盈利能力	20
6.2	资产负债率逐年提升，存在融资需求	21
6.3	公司具备优秀的现金管理能力	21
7.	公司远景分析：未来的“东方西门子”	22
7.1	全球电气设备龙头对我们的启示	22
7.2	公司的目标：“东方西门子”	23
8.	盈利预测及投资建议	24
8.1	盈利预测	24
8.2	公司估值及投资建议	26
9.	风险提示	27



图表目录

图表 1 公司自上市以来发生的并购重组事件	3
图表 2 公司 2009 年分产品收入和毛利占比	3
图表 3 卧龙电气主要参股控股子公司	4
图表 4 卧龙电气股权结构图	4
图表 5 公司上市以来保持较高的分红额度	5
图表 6 铁路规划调整后的铁路基本建设投资规模预测	6
图表 7 电气化铁路历年投产里程及预测	6
图表 8 两大电网公司历年投资规模及预测	7
图表 9 全国变压器产量趋势	8
图表 10 我国变压器行业竞争格局	8
图表 11 全国微电机产量趋势图	9
图表 12 电机出口走出低谷	9
图表 13 国内外微特电机下游市场需求分布	10
图表 14 国内空调产量显现上升趋势	10
图表 15 高效率电动机 (EPACT) 与一般工业电动机效率平均值的比较	11
图表 16 2008 年国内中小电机行业前十大企业	11
图表 17 近两年我国基站设备投资趋势 (单位: 万信道)	12
图表 18 三大运营商资本支出预测	12
图表 19 公司主营业务毛利占比变化	13
图表 20 公司营业收入、归属母公司净利润趋势图	13
图表 21 变压器业务历年收入和毛利及其占比情况	14
图表 22 公司产品辐射区域示意图	15
图表 23 公司电机业务相关子公司	15
图表 24 公司电机业务收入分解	16
图表 25 公司历年出口及占销售收入之比情况	16
图表 26 电源电池业务历年销售收入情况	17
图表 27 锂离子电池与其他电池比较	18
图表 28 预计增发完成后新增产能情况	18
图表 29 上市以来卧龙电气股价变化图 (前复权) 及收购路线图	19
图表 30 公司子公司银川卧龙自收购以来业绩表现	19
图表 31 公司参股子公司投资收益贡献情况及预测	20
图表 32 公司毛利率、净利率、净资产收益率变化趋势图	20
图表 33 公司历史偿债能力指标、电气设备行业上市公司 09 年偿债能力指标比较	21
图表 34 公司应收帐款周转率、存货周转率、与经营活动产生的现金流变化趋势图	21
图表 35 全球电气设备市场分额	22
图表 36 2008 年 Siemens 收入结构与全球收入分布	23
图表 37 西门子的并购历程	23
图表 38 公司主要产品销售收入预测	25
图表 39 卧龙电气盈利预测表	26
图表 40 重点关注电气设备上市公司市盈率比较	27

1. 公司概况

1.1 历史沿革及主营业务

卧龙电气的前身是陈建成董事长等六人创办于 1984 年的浙江省上虞县多速微型电机厂，经过十几年的艰苦创业，公司逐步发展壮大，于 1998 年变更设立为浙江卧龙电机股份有限公司，通过机制创新和管理创新，使这家县级小厂于 2002 年在上海证券交易所成功上市交易。

上市后的卧龙电气进入资本运营期，2002 年公司兼并浙江蓄电池集团有限公司并组建成浙江卧龙灯塔电源有限公司，进入电源领域；2003 年收购湖北电机厂并组建成武汉卧龙湖北电机有限公司；2004 年与日本松下电器合资组建浙江卧龙家用电机有限公司；2005 年入主银川变压器厂并组建成银川卧龙变压器有限公司，进入变压器领域；2007 年收购欧力卧龙振动机械有限公司；2009 年 4 月收购北京华泰变压器 51% 的股权，与集团控股公司合计持有华泰变压器 69.12% 的股权。

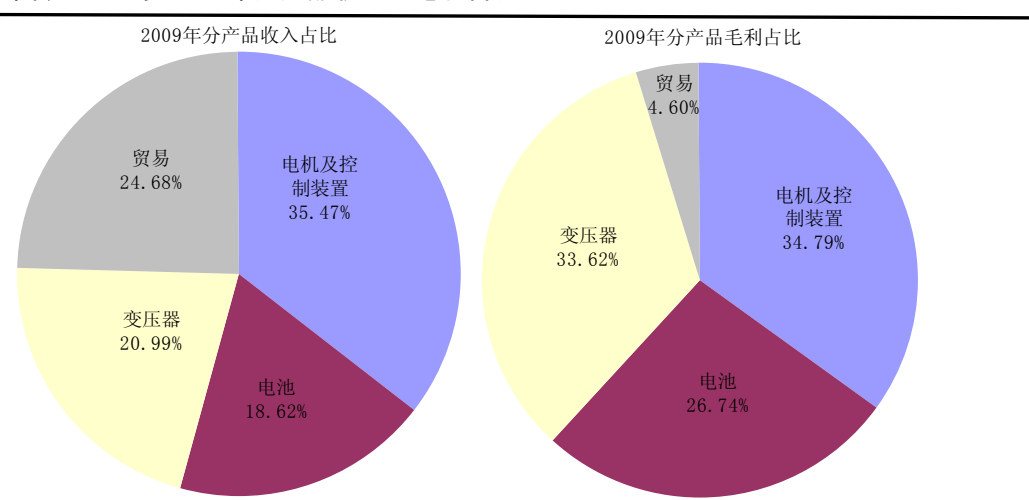
图表 1 公司自上市以来发生的并购重组事件

年份	收购或组建公司	新增业务
2002	浙江灯塔蓄电池股份有限公司	蓄电池及配件
2003	湖北电机厂	电机、配电柜及成套设备
2004	浙江卧龙家用电机有限公司（组建合资公司）	家电用马达及零配件
2005	银川变压器有限公司	铁路牵引变压器、电力变压器
2007	欧力卧龙振动机械有限公司	振动机械
2009	北京华泰变压器有限公司	变压器、变电站、硅整流器

资料来源：公司公告 天相投顾

卧龙电气从家用电器电机制造起家，经过多年发展，已经从成长为一家综合电气设备产品和服务提供商，产品涵盖家用电器电机、工业驱动及控制电机、微电机等全系列的电机产品，UPS 电源，铁路和轨道交通牵引变压器及整流设备，电力变压器等，公司在电机、铁路和轨道交通牵引变压器、网络能源等领域均位居国内领先地位。

图表 2 公司 2009 年分产品收入和毛利占比



资料来源：公司公告 天相投顾



1.2 公司下属企业及业务领域

公司以电机产品起家，2002 年进入电源领域，2005 年进军变压器领域，变压器产品后来居上，贡献了公司近三分之一的盈利，目前公司已经形成电机及控制装置、电源电池和变压器三大支柱业务。

图表 3 卧龙电气主要参股控股子公司

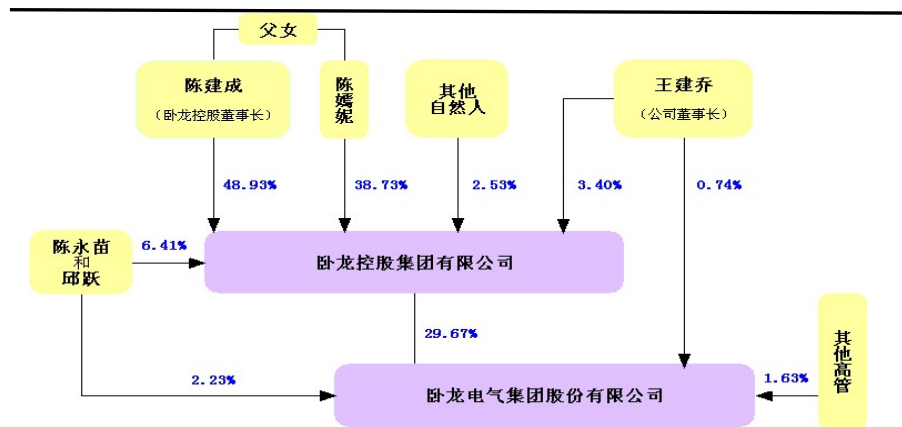
序号	主要参控股子公司	主营业务	注册资本（万元）	表决权比例	是否合并报表
1	武汉卧龙电机有限公司	电机、配电柜及成套设备	5,000	90%	是
2	浙江卧龙家用电机有限公司	家电用马达及零配件	1,400（万美元）	60%	是
3	绍兴-欧力卧龙振动机械有限公司	振动机械	325（万美元）	49%	是
4	杭州卧龙电气研究院有限公司	伺服电机、高压变频等产品的	10,000	99.50%	是
5	浙江卧龙灯塔电源有限公司	蓄电池及配件	11,000	94.37%	是
6	绍兴卧龙灯塔橡塑有限公司	塑料，橡胶制品	126	48.13%	是
7	银川卧龙变压器有限公司	变压器	8,000	92.50%	是
8	北京华泰变压器有限公司	变压器、变电站、硅整流器	3,726	51%	是
9	浙江卧龙变压器有限公司	变压器设计与制造	1,000	100%	是
10	上海卧龙国际商务股份有限公司	商务咨询、进出口贸易	2,500	60%	是
11	浙江卧龙国际贸易有限公司	进出口贸易	1,000	90%	是
12	卧龙国际（香港）有限公司	进出口贸易	500（万港元）	100%	是
13	意大利电动力公司（ELDRIS. R. L）	买卖材料、机器及机械零部件	99,600（欧元）	77.00%	是
14	浙江卧龙置业投资有限公司	房地产投资	25,853	19.15%	否
15	绍兴市商业银行	金融业务	98,366	7.52%	否

资料来源：公司公告 天相投顾

1.3 股权结构

卧龙电气高管通过对公司第一大股东的控制以及直接持有公司股权，实际上已经完成对公司管理层的收购。陈建成先生是公司的实际控制人。2010 年 3 月公司以资本公积转增股票 8,554 万股于 2010 年 3 月 2 日上市，上市后公司总股本变为 37,067 万股，最新的股权结构如下所示。

图表 4 卧龙电气股权结构图



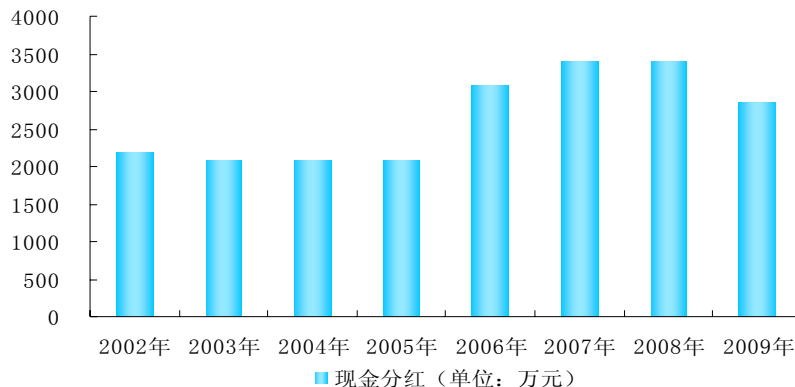
资料来源：公司公告 天相投顾

1.4 维持历年高分红额度，注重股东回报

公司自 2002 年上市以来每年均采取分红形势回报股东，上市七年以来，分红额

度呈现逐年增长态势，累计分红达到 1.84 亿元，占公司从市场融资总额（5.59 亿元）的比例达到 32.91%；最近三年公司累计分红 9,890 万元，占公司最近三年实现的年均可分配利润的 94.56%，充分表明公司注重股东回报。

图表 5 公司上市以来保持较高的分红额度



数据来源：公司公告 天相投顾整理

2. 行业前景分析

卧龙电气通过兼并浙江蓄电池，主业拓展到电源行业；入主银川变压器，进入变压器行业，并一举成为国内轨道交通牵引变压器的龙头企业；收购北京华泰有利于公司变压器业务优势互补，公司未来前景非常值得期待。

目前轨道交通建设、坚强智能电网建设以及 3G 持续高额投资，使输配电行业、轨道交通行业以及通讯行业均处于景气周期，我们认为公司将长期受益于输配电行业、轨道交通行业以及通讯行业的快速发展。

2.1 轨交建设提速、智能电网建设，驱动变压器行业快速发展

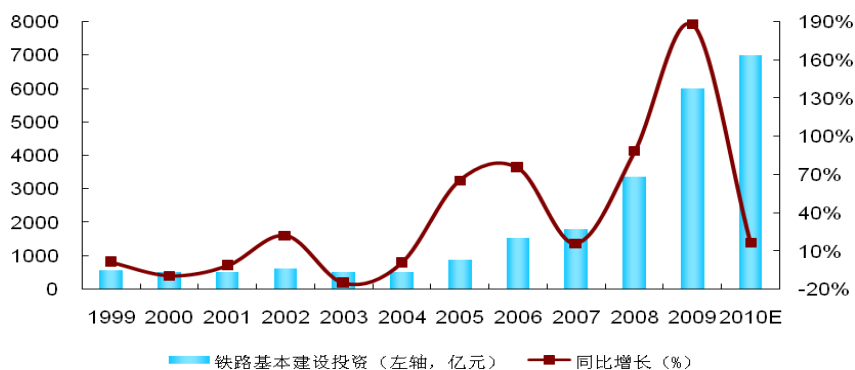
公司目前生产的牵引变压器和电力变压器产品主要应用于轨道交通电气化建设和电网建设，公司将受益于轨道交通和电网建设的投资力度的加大。

（1）轨交建设提速，驱动牵引变压器快速增长

2005 年底，铁道部制定了“十一五”发展战略规划，在规划的指导下，我国铁路基本建设投资额增长较快，2007 年投资额较 2004 年增长了 243.22%。新复线铺轨里程每年均保持在 1,800 公里左右。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。2008 年 10 月，铁道部修改了中长期铁路网建设规划，计划到 2010 年全国营业里程达到 9 万公里，电气化率超过 45%；到 2020 年，营业里程达到 12 万公里，电气化率超过 60%；同期国务院将“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。2009 年铁路基建投资额度达到 6005 亿元，我们预计 2010 年铁路基本建设投资将达到 7000 亿元左右，增幅较 2009 年有明显的收缩，预计 2010 年后增幅会继续回落，但基本建设投资总额仍将保持在较高水平。



图表 6 铁路规划调整后的铁路基本建设投资规模预测

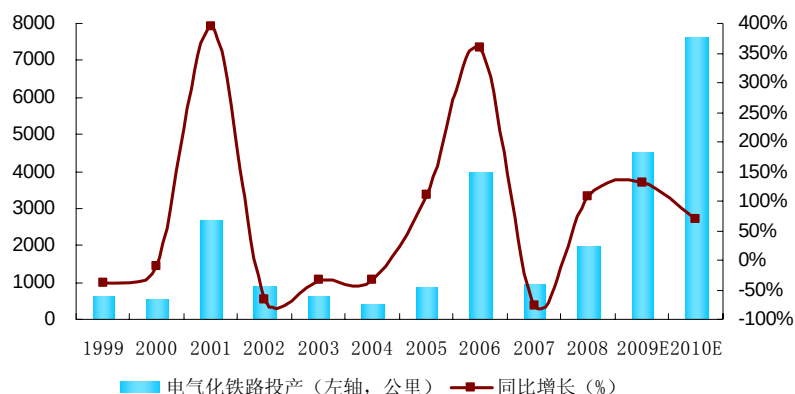


数据来源：铁道部 天相投顾

电气化铁路建设为国内牵引变压器制造企业带来发展的机遇。截止到2008年年底，我国铁路营运里程达7.97万公里，电气化铁路里程仅为2.75万公里，电气化率为34.60%，根据《中长期铁路网规划》（调整），预计到2010年，电气化里程还需增长约1.30万公里。按照每40-50公里需要一个牵引变电站，一个牵引变电站需要两台牵引变压器计算，预计到2010年牵引变压器市场将新增600台左右的需求。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历史性机遇，铁路电气化进程的加快将加速铁路牵引变压器需求的增长。目前，牵引变压器的主要供应商为银川卧龙、云南变压器厂和长沙变压器厂，三者所占市场份额合计为80%左右，电气化铁路投资力度加大，三家变压器公司将分享牵引变压器新增市场。

城市轨道交通的快速发展开创轨道交通牵引变压器美好前景。截至2009年上半年，我国北京、上海、广州、南京、天津、重庆、武汉、深圳等城市轨道交通运营里程已达800多公里，其中北京、上海两城市已超过200公里；全国正在建设的共有20条线路，总长为603公里。根据国家已批准的15个城市的城市轨道交通网络规划，在近10年中还将建设1733公里；此外，尚有若干城市的轨道交通网络规划正在报批过程中。轨道交通的快速发展将加快城市轨道交通的牵引变压的需求增长。目前，国内生产城市轨道交通牵引变压器厂商主要为北京华泰和顺特电气，两者所占市场份额合计为80%左右，北京华泰是目前国内唯一能够生产成套牵引整流设备的企业，在国家加快城市轨道交通建设速度的大背景下，生产轨道交通牵引变压器企业前景看好。

图表 7 电气化铁路历年投产里程及预测



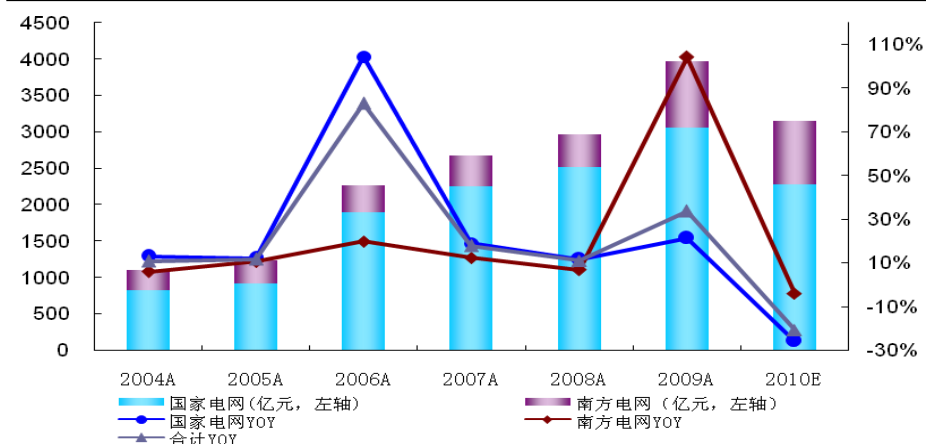
数据来源：铁道部 天相投顾

(2) 未来电网高投入可期，变压器前景广阔

国家电网“十一五”规划的电网预计总投资将达 12,150 亿元，年均达 2,430 亿元，而“十五”期末的 2005 年国家电网公司的投资仅为 1,070 亿元，年均增幅两倍以上。南方电网公司“十一五”规划的电网预计总投资将达 2,340 亿元，年均投资 468 亿元，而“十五”期末的 2005 年南方电网公司的投资仅为 305 亿元，年均增幅 53.44%。

2008 年 11 月国务院宣布 4 万亿元大规模投资计划，国家电网和南方电网相应公布投资计划，国家电网计划未来 2-3 年投资 1.16 万亿元、南方电网计划未来 2 年增加投资 600 亿元用于电网建设，较原计划投资规模分别增加 54.74%、55.98%。2009 年、2010 年由于受经济危机影响，电网公司投资增速有较大的回落。但是目前，国家正在制定智能电网的发展规划，2010 年 1 月国家电网内部发布了其 2010 年“一号文件”《关于加快推进坚强智能电网建设的意见》，要求大力推进智能电网建设，未来智能电网的建设，将使 2010 年以后电网投资保持在较高水平。

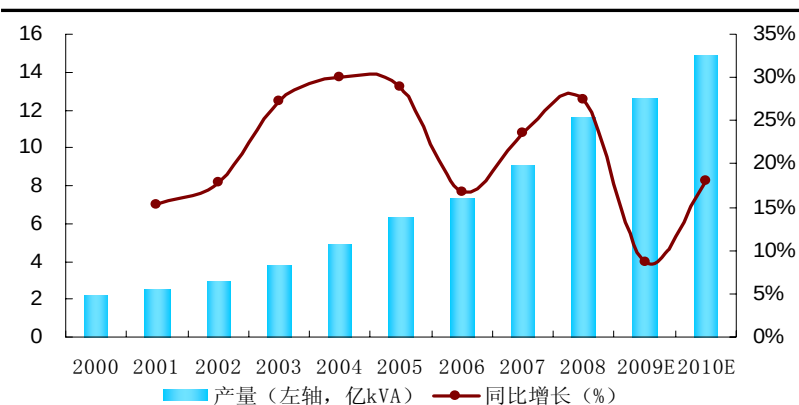
图表 8 两大电网公司历年投资规模及预测



资料来源：国家电网、南方电网、天相投顾

坚强智能电网的建设，城乡电网改造的加速，我国输变电行业迎来发展的良好机遇。根据我国电力工业发展规划，“十一五”及今后的十年是输变电设备行业发展的黄金时期。2000 年国内变压器行业主要生产企业的产量只有 2.18 亿 kVA，据中国电器工业协会统计，2008 年全国变压器产量为 11.61 亿 kVA，8 年之间的年均符合增长达到了 23.25%，2009 年受宏观经济影响增速放缓预计约为 9% 左右，但是变压器产量将超过 12 亿 kVA，预计未来三年平均增长 20% 左右。

图表 9 全国变压器产量趋势



资料来源：中国产业分析平台 天相投顾

(3) 变压器子行业发展现状

从整体上看,中国变压器行业竞争激烈,外资大型跨国公司抢占了很大市场份额,国内变压器制造企业数量也在快速增长。1995 年之前,中国变压器企业只有 100 多家,2004 年底则发展到 1000 多家,其中,具备生产规模的企业接近百家。目前,我国中低端变压器市场竞争激烈,具备 220KV 变压器生产能力的企业有 19 家,具备 110KV 变压器产品生产能力的企业约百家。

图表 10 我国变压器行业竞争格局

竞争力	主要参与者	特点	市场分额
第一梯队	ABB、西门子、东芝	具有技术和资本优势的跨国集团	30%
第二梯队	天威保变、西安西电、特变电工	超高压产品传统优势,龙头地位	20%-30%
第三梯队	江苏华鹏、顺特电气、青岛变压器、三变变压器、卧龙电气、云南变压器	具有稳定的市场份额和品牌优势,有独特的经营方式和细分产品市场	15%-30%
第四梯队	其他	生产规模和创新能力和处于较弱地位	5%-15%

资料来源：天相投顾

高端变压器市场格局相对稳定,具备 500KV 等级及以上变压器生产能力的企业主要有外资企业和国内“沈、西、保”三大变压器企业。目前外资企业和“沈、西、保”分处国内第一、第二阵营,形成第一、第二阵营两强对峙的局面:外资大型跨国集团加大中国市场拓展力度,争取扩大产品市场占有率;国内变压器生产企业也积极拓展市场,争夺市场份额;因此“第三阵营”将成为决定行业格局的重要因素。

经过几年的发展,目前第三阵营的企业基本完成了产业布局,并逐渐形成了一定气候,重新划分了第一和第二阵营企业的市场份额,并充实了我国自主品牌和产品的竞争实力。预计未来随着第三阵营企业进一步发展壮大,将有更多企业晋级为第二阵营,打破目前第一、第二两强对峙的市场格局。考虑到需求增长的影响,我们认为国内处于第三阵营的细分行业龙头未来将有较大的发展空间。

2.2 “出口复苏+下游需求恢复+节能减排”, 电机行业前景看好

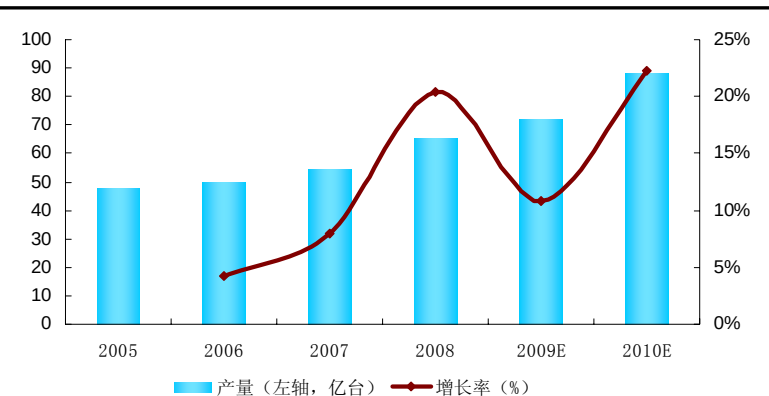
(1) “出口复苏”, 推动行业走出低谷

目前我国已成为世界微电机的主要生产国和出口国,是全球微电机产品的最大制



造基地。2007 年全球微电机年产量约 90 亿台，中国年产量约 54 亿台，约占世界总产量的 60%；2008 年保持快速增长态势，达到 65 亿台；2009 年受全球宏观经济影响，出口下降幅度较大，预计全年增速会放缓，随着全球经济的回暖，预计 2010 年电机产量将重拾升势，保持快速增长。

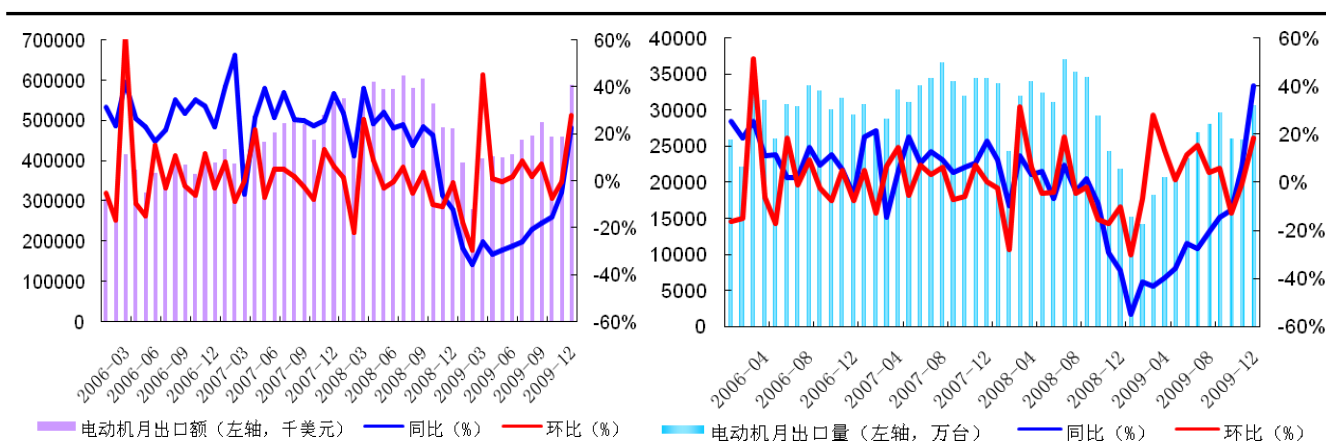
图表 11 全国微电机产量趋势图



资料来源：《中国微特电机市场分析报告》 天相投顾

2008 年下半年，受经济危机影响，电机行业出口逐步走向低谷，随着全球经济的复苏，电机行业出口量已经开始明显走暖。从 2009 年 3 月以来，环比增速基本上均保持正增长，而同比降幅也开始迅速收窄，由 1 月份的同比负增长近 60%回升至 12 月份同比正增长 28.10%。出口形势的转好，推动电机行业走出低谷，预计 2010 年上半年出口将继续向好。

图表 12 电机出口走出低谷

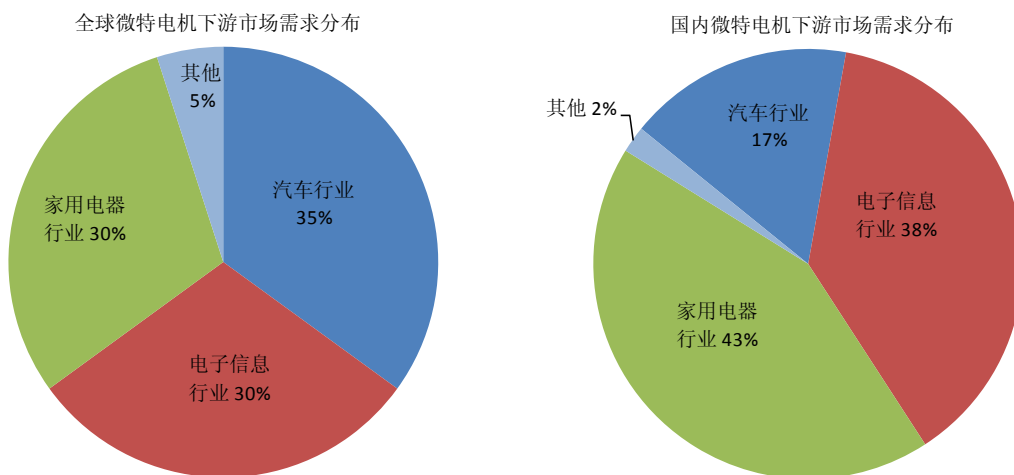


资料来源：海关总署 天相投顾

(2) “下游需求恢复”，行业加速走出低谷

电机行业的用途广泛，下游行业主要有家电行业、汽车行业、电子信息产业、机械装备等，其中家电行业对电机需求较大。目前发达国家微特电机的家庭平均拥有量为 80-130 台，而我国大城市的平均家庭拥有量大约在 20-40 台，大大低于西方发达国家的水平。若每人平均增加 1 台，则我国全年微电机需求量将年增 13 亿台，国内微特电机市场发展潜力较大。

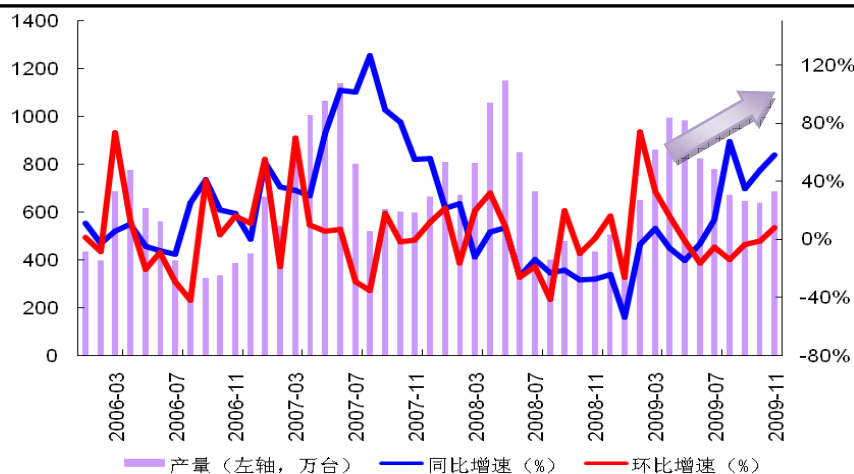
图表 13 国内外微特电机下游市场需求分布



资料来源：天相投顾

家用电器行业对电机的需求占总需求的 30% 以上，而家电行业中空调对电机的需求占据电机总需求较大的份额。空调产量近几年步入低谷，对电机的需求也日趋下降，2009 年空调产量开始恢复增长，将对电机产生的需求也逐步增加。目前国内空调产量已经呈现上升趋势，预计 2010 年将继续保持上升趋势，对电机的需求也将稳步增加。下游需求的恢复，必将推动电机行业加速走出低谷。

图表 14 国内空调产量显现上升趋势



资料来源：国家统计局 天相投顾

(3) “节能减排”政策助力高效标准实施，利于行业长期发展

电机的用电量平均占世界各国总用电量的 40% 以上，占工业用电量的 60% 以上。据美国、欧盟等统计，电动机用电量约占总用电量的 42%~50%，而中小型交流电动机用电量占电动机总用电量的 90% 左右。随着全球能源趋紧，电机效率的提高，对节约能源意义重大，是节能减排的重要手段。世界主要国家和国际组织为推动电机效率的提高，纷纷采取提高电机效率标准，强制推行高效率电机的生产和应用。

图表 15 高效率电动机（EPACT）与一般工业电动机效率平均值的比较

功率 (hp)	1	2	3	5	7.5	10	25	50	75	100	200	平均值
EPACT效率 (%)	82.5	84.0	87.5	87.5	89.5	89.5	92.4	93.0	94.0	94.5	95.0	89.95
一般工业电动机效率值 (%)	76.8	81.1	81.4	83.9	84.7	86.4	87.7	91.5	92.1	91.9	94.0	87.25
损耗下降值 (%)	24.6	15.4	32.8	22.4	31.4	22.8	27.2	17.7	24.1	32.1	16.7	24.30

资料来源：天相投顾

我国是亚洲第一大电力消耗国，年发电量和用电量均居世界第二位，而用电量大部分电机所消耗，因此提高电动机能效水平对我国当前所实施的节能减排政策具有重大意义。2006 年 5 月，原国家信息产业部发布《信息产业科技发展“十一五”规划和 2020 年中长期规划（纲要）》，明确提出**新型节能微电机技术是国家未来 5~15 年新型元器件重点发展技术**；2006 年 8 月修订发布的《中小型三相异步电动机能效限定值及能效等级》标准规定从 2011 年 7 月 1 日起，高效率电机（二级效率）为最低效率标准，禁止普通效率电机（三级效率）的生产。提高能效标准必将淘汰技术创新和产品升级能力不强的企业，利于行业长期发展。

目前我国各类电机生产厂家近 2,000 家，其中中小型电机主要生产企业 300 余家，行业集中度低，前十大企业在 800 亿元的市场规模中仅占 10%左右的份额，集中度明显低于其他制造类行业。

图表 16 2008 年国内中小电机行业前十大企业

序号	企业名称	销售总额（万元）	
		2007年	2008年
1	卧龙控股集团有限公司	261,297	360,936
2	湘电集团有限公司	248,347	326,419
3	南京汽轮电机（集团）有限责任公司	296,212	300,081
4	上海电气集团上海电机厂有限公司	220,927	236,351
5	西安西玛电机（集团）股份有限公司	147,756	182,543
6	中国北车集团永济电机厂	153,939	180,612
7	山东华力电机集团股份有限公司	130,972	174,833
8	章丘海尔电机有限公司	101,080	160,159
9	南阳防爆电机集团	115,586	150,453
10	佳木斯电机股份有限公司	119,698	145,210

资料来源：《电器工业》 天相投顾

能效标准的提高，将促使行业内拥有规模效应、技术创新和产品升级能力强、资金实力雄厚的企业在激烈的市场竞争中胜出，并最终成为行业的整合者，从而提高行业集中度，引导行业向**高效节能、智能化**方向发展，有利于行业长期发展。

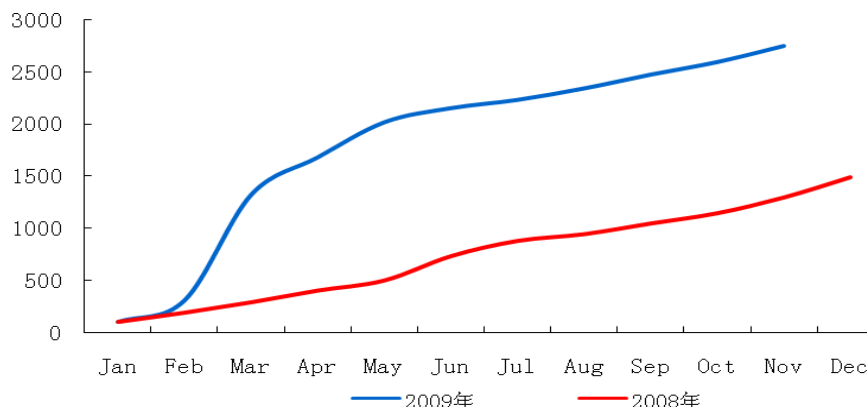
我们认为在电机出口逐步走出低谷、国家推行节能减排政策的大背景下，处于行业龙头企业通过提高技术，研制新型节能型电机产品，将获得良好的发展机遇，市场份额有望进一步提高。

2.3 受 3G 投资驱动，UPS 电源行业迎来发展的春天

UPS 电源广泛应用于计算机网络、通信网络和设备以及电力等行业，其下游厂商主要是通讯网络运营商、通讯设备制造企业等。2008 年国家推动电信行业重组并正

式发布 3G 牌照，受此类事件刺激，我国用于基站设备投资大幅增长，2009 年 1 月-11 月累计投资同比增长达到 112%。

图表 17 近两年我国基站设备投资趋势（单位：万信道）



资料来源：国家统计局 天相投顾

在 3G 牌照正式发布后，三家电信运营商计划 2009 年投资 1700 亿元用于 3G 建设；三年内 3G 建设投资约为 4000 亿元。我们预计，2008 年、2009 年和 2010 年国内三大运营商资本开支将分别达到 3028 亿元、3709 亿元和 3347 亿元，同比增速分别为 41%、22%、-9%，2010 年及以后虽然同比增速会放缓，但是投资额度依然维持在高位。3G 投资的正式启动，将使 UPS 电源市场产生巨大的需求，从而为 UPS 电源生产企业带来高速增长的机会。

图表 18 三大运营商资本支出预测

单位：亿元	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
中国移动	645	833	870	1193	1593	1739	1710	1555
中国电信	713	569	523	491	730	870	734	801
中国联通	396	447	463	464	705	1100	903	961
合计	1754	1848	1856	2148	3028	3709	3347	3317
同比增长率（%）	—	5.35%	0.43%	15.74%	40.95%	22.48%	-9.76%	-0.90%

资料来源：天相投顾

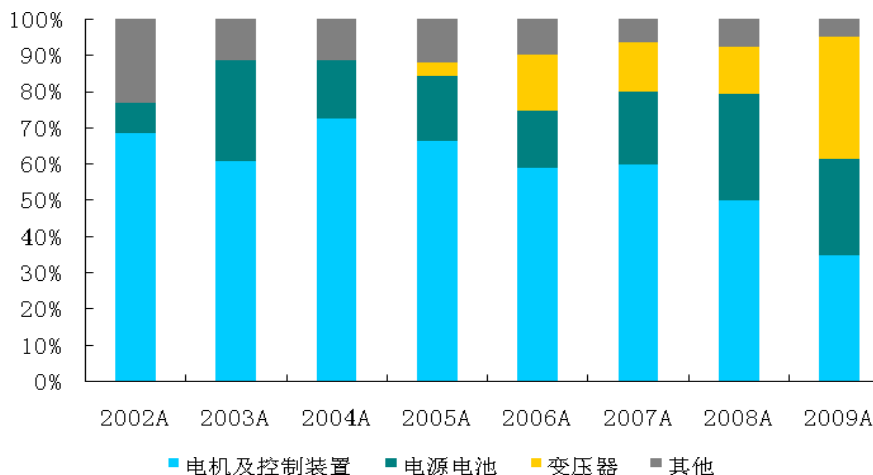
3. 主营业务分析

3.1 公司主营业务稳步发展

公司以电机产品起家，2002 年进入电源领域，2005 年进军变压器行业，目前公司已经形成电机及控制装置、电源电池和变压器三大支柱业务。2009 年，电机、电源电池和变压器分别贡献了 34.79%、26.74%和 33.62%的盈利。近几年，虽然电机业务所占比例有所下降，但未来仍是公司的主要利润来源之一。



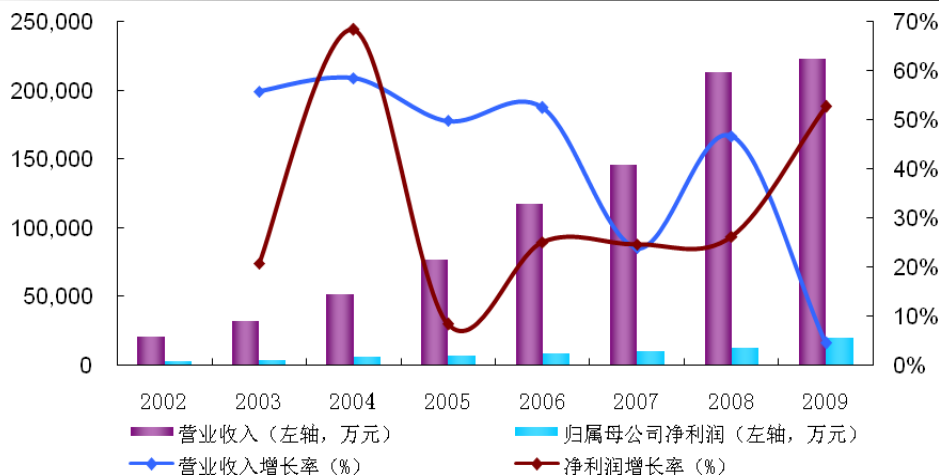
图表 19 公司主营业务毛利占比变化



资料来源：公司公告 天相投顾

自上市以来,公司经营业务规模得到了超常规的发展:营业收入由2002年的2.08亿元上升到2009年的22.32亿元,收入增长接近11倍,年复合增长率约为40.36%;净利润由2002年的0.30亿元提升到2009年的1.97亿元,净利润增长超过6.6倍,年复合增长率约为31.02%。外延式的并购壮大仅仅是业绩增长的途径之一,近几年公司所处行业以及公司自身的快速发展也是公司业绩增长的源动力。

图表 20 公司营业收入、归属母公司净利润趋势图



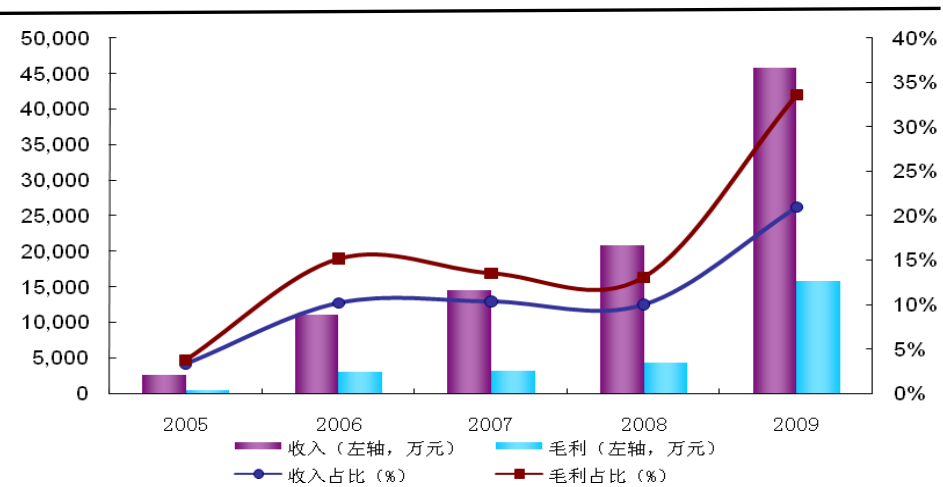
资料来源：公司公告 天相投顾

3.2 变压器业务是公司未来发展的重点之一

公司是2005年开始进入变压器领域,相比公司电机业务和电源电池业务,公司是最晚涉足变压器业务,但是经过近几年的发展,变压器业务已经成为公司成长最快的业务,收入和盈利逐年提升,2009年全年变压器收入达到4.59亿元,虽然占销售收入之比不足21%,却贡献了33.62%的盈利。变压器业务具备较强的盈利能力,是公司未来发展的重点之一。



图表 21 变压器业务历年收入和毛利及其占比情况



资料来源：公司公告 天相投顾

公司变压器业务经营主体是银川卧龙和北京华泰变压器。银川卧龙主要生产铁路牵引变压器和电力变压器。目前国内铁路牵引变压器的生产厂家不到 10 家，铁道部定点企业 3-4 家，主要有银川卧龙变压器有限公司、云南变压器电气股份有限公司和长沙顺特变压器厂，三者合计约占我国铁路牵引变压器市场 80% 的份额，其中银川卧龙占据 40% 左右的市场份额，处于领先地位，市场竞争压力相对较小。轨道交通和坚强智能电网的建设，将给公司带来较大的收益，2009 年公司变压器业务收入增长达到 120% 以上即是很好的佐证。

受益轨道交通行业持续景气以及整改产能释放，变压器业务增长短期无忧。北京华泰变压器是公司 2009 年上半年收购的，主要生产城市轨道交通变压器及成套整流设备，收购完成后公司即开始对北京华泰进行整合，目前北京华泰已经开始盈利。收购北京华泰之后，北京华泰和银川卧龙有望形成优势互补，拓展更广阔的市场空间。2009 年北京华泰仅并表 8 个月，2010 年将全部并表，目前公司对北京华泰的整合已初见成效，随着北京华泰业绩逐步启动以及银川卧龙技改所增加的产能逐步释放，对公司盈利贡献将逐步放大。受益于轨道交通行业持续景气，目前公司订单饱满，**预计 2010 年公司变压器业务业绩增长将超过 50%。**

募投项目投产，变压器业务持续增长可期。“十一五”期间，铁路电气化改造、新建电气化铁路、客运专线、高速铁路致牵引变压器的需求量较大，根据《中长期铁路网规划》（调整），预计到 2010 年，牵引变压器市场将新增 600 台左右的需求。按照平均每台 500 万元的价格计算，市场空间约为 30 亿元左右，公司占比为 40% 左右，保守估计公司将享有 12 亿元的订单，但是公司牵引变压器产能总计不到 4.5 亿元，严重受限于产能的制约，产能瓶颈亟待解决。公司于 2009 年就开始筹划公开增发项目，已经股东大会通过，等待证监会批准，目前公司利用自有资金正在积极实施公开增发项目，已征用土地 435.6 亩，投入 7000 万元资金，若增发项目按照计划顺利实施，将于 2011 年投产，2013 年达产，达产后将新增变压器产能 1,697 万 kVA，届时公司产能瓶颈将得到极大的缓解。**预计 2011 年公司变压器业务业绩将继续保持高速增长，增长速度达到 35% 左右，公司变压器业务将突破 10 亿元关口。**

合理布局，谋求未来。公司拟增发项目重点是建设浙江上虞变压器厂，主要用于生产 220kV 和 500kV 变压器，其中 500kV 变压器产能约占 30-40%。项目建成后将是

公司地区布局更加合理：银川卧龙和北京华泰覆盖西北和华北，由于运输问题，难以辐射南方市场，上虞厂建成后，距离目标市场更近，水运发达，减少成本，同时可以利用杭州湾开拓海外市场。目前公司已在北京成立了变压器事业部，统一规划全国市场。在当前国家超高压电网建设加快步伐的时候，公司适时进入超高压领域，公司有望利用自身的技术和区位优势，在我国高压、超高压领域占有更多的市场份额。

图表 22 公司产品辐射区域示意图



资料来源：公司网站

3.3 电机业务有望迎来快速增长

公司是以电机业务起家，先后收购或组建了武汉卧龙、卧龙家电、卧龙伺服和欧力卧龙等公司，目前已形成涵盖家用电器电机、工业驱动及控制电机、微电机、振动机械等全系列的电机产品。公司是电机行业内的龙头企业，连续 10 年名列国内电机行业之首。主导产品在细分市场占有率高，具备良好的规模效应。凭借规模优势和较强的成本控制能力，目前公司电机业务毛利率约 20%，较市场平均毛利率 12% 高出 8 个百分点，显示出公司产品具备较强的竞争力。

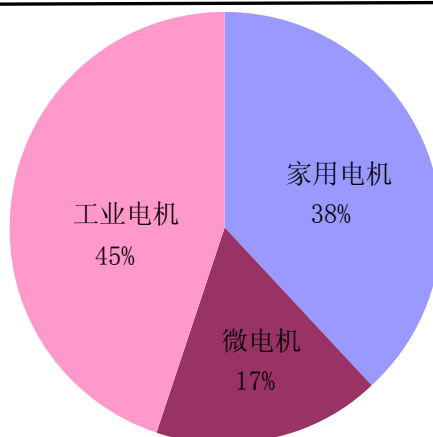
图表 23 公司电机业务相关子公司

子公司	表决权比例	主营业务
武汉卧龙电机有限公司	90%	电机、配电柜及成套设备制造等
浙江卧龙家用电机有限公司	60%	生产、销售家电用马达及零配件
绍兴-欧力卧龙振动机械有限公司	49%	振动机械制造
杭州卧龙电气研究院有限公司	99.5%	伺服电机、高压变频、环境检测等产品的研发与制造

资料来源：天相投顾

公司目前电机产品总产能为 2000 万台左右，其中家用电器电机产品经营主体是与松下合资的浙江卧龙家用电机有限公司，产品主要为空调配套，主要客户为松下、美的和格力等，占据 12% 左右的市场份额；工业电机和微电机生产主要分布在公司本部和武汉卧龙电机有限公司，公司是微电机领域龙头企业，技术水平和生产规模都位于行业前列；绍兴-欧力卧龙振动机械有限公司是与意大利 OLIS. P. A 合资公司，主要生产高档振动机械产品，销量在全球同类机械中处于第二位，全国第一，增长速度很快。目前公司家用电机产品、微电机产品和工业电机（包括振动机械）占电机业务的收入之比分别为 38%、17% 和 45%，其中电机出口以家用电机和微电机为主。

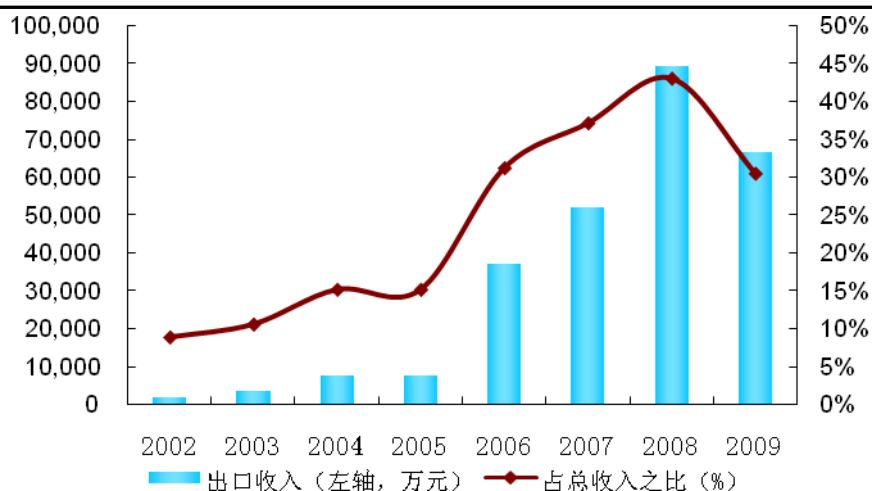
图表 24 公司电机业务收入分解



资料来源：公司公告 天相投顾

“出口复苏+下游需求恢复”，电机业务不再悲观。2009 年全年受海外金融危机影响，公司出口受到较大影响，出口较 08 年同期减少 2.27 亿元，占销售收入之比较 08 年同期下降 13.8 个百分点，出口大幅下降。统计数据显示海外经济在逐步恢复，国内电机出口下降幅度也明显收窄，公司出口情况较整体形势乐观。公司电机出口业务下半年逐步复苏，拉动电机业务下降幅度明显收窄，而下游需求的恢复将助力电机业务实现正增长。

图表 25 公司历年出口及占销售收入之比情况



资料来源：公司公告 天相投顾

“伺服电机项目投产+变频器规模化生产”，电机业务爆发性增长有望成为现实。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、纺织机械、包装机械等行业，目前这些行业对电机的需求在逐步恢复，因此伺服电机将成为公司业绩增长的一大亮点；而公司自主研发的大功率高压变频器目前已实现批量化生产，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，公司变频器产品对公司盈利贡献将逐步增加。我们预计随着公司伺服电机项目投产、变频器规模化生产以及下游需求恢复，2010 年公司电机业务增长速度将达到 45% 左右。

行业竞争激烈，产品升级是唯一出路。国家规定从 2011 年 7 月 1 日起，高效率



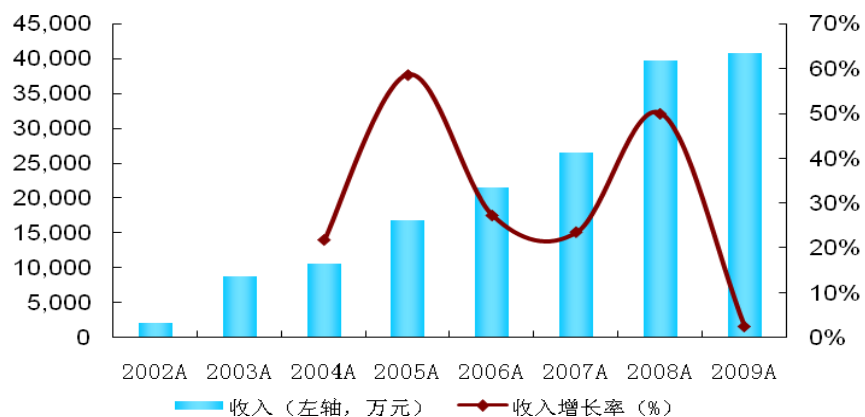
电机（二级效率）为最低效率标准，禁止普通效率电机（三级效率）的生产，这符合国家当前实施的节能减排政策。提高电机能效标准意味着国内较多生产普通效率电机、技术创新能力不强的企业将面临被市场淘汰，从而给技术创新和产品升级能力强的企业提供发展的良机。公司是电机行业龙头，拥有省级企业技术研发中心、博士后科研工作站，并与浙大等十余家大专院校、科研机构建立了长期的科技合作关系，技术创新和产品升级能力强，并且公司资金实力雄厚，市场份额有望在行业整合中得到进一步提高。

目前公司已研制出新型高效节能中小型电机全系列产品，较原有普通电机效率提高 3%-5%，损耗降低 20%-30%，将极大节约能源，符合国家节能减排政策。公司拟增发项目之一即是对现有中小型交流电机进行技术改造，生产公司研制出的高效节能型电机。项目建设期为两年，2011 年投产，2012 年达产，达产后将新增年产 400 万 KW 高效节能中小型交流电机的生产能力。预计拟增发项目投产后将大幅提高公司电机业务收入增速，公司 2011 年电机业务增速将达到 25%左右。

3.4 电源电池业务布局未来

公司电源电池业务经营主体是公司子公司卧龙灯塔，公司持股 94.37%。卧龙灯塔前身为浙江灯塔蓄电池有限公司，2002 年被公司收购，主要产品为铅酸电池，90%以上用于通讯基站。卧龙灯塔被收购之后，盈利状况逐步好转，从收购至今，年复合增长率超过 20%，已经成为公司重要的盈利来源。

图表 26 电源电池业务历年销售收入情况



资料来源：公司公告 天相投顾

3G 投资力度加大，公司是最大受益者。目前国内生产 UPS 电源的企业虽然约有 2000 家，但是大部分均是规模较小的企业，销售额超过 2 亿元的企业仅有 5 家。公司 2008 年 UPS 电源销售收入为 3.97 亿元，2009 年仅上半年收入就已经达到 2.27 亿元，已经成功跻身为国内通讯设备用 UPS 电源行业的龙头企业，所占市场份额为 10%左右。当前三大运营商加大 3G 投资力度，用于基站设备投资大幅增长，公司是最大受益者，2009 年公司电池业务实现收入 4.07 亿元。2009 年电池业务同比增长 2.45%，相较于 08 年同比 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（成本占电池总成本约 50%左右）价格下降，公司电池产品价格相应有所下降，导致公司产量增速较快但是

销售额增速放缓。预计 2010 年三大运营商投资增速会继续放缓，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，预计 2010 年公司电池业务增长速度将达到 10%左右。

实施产业升级，产品向高端方向发展。目前国内用于通讯用电源主要是阀控密封式铅酸蓄电池，阀控密封式铅酸蓄电池技术成熟，但是容量小、寿命短，且存在污染，不符合国家产业发展政策，未来将被锂离子蓄电池逐步替代，锂离子将成为未来移动式和大容量电能存储的主要手段，代表未来发展方向。为保障公司在蓄电池领域的市场份额和行业地位，公司目前正在进行产业升级，实施大容量锂离子电池增发项目，为未来锂离子电池替代公司产品现有市场领域作技术储备。

图表 27 锂离子电池与其他电池比较

技术参数	锂离子电池	铅酸电池	镍镉电池	镍电池
额定工作电压 (V)	3.2—3.7	2	1.2	1.2
重量比能量(Wh/Kg)	105-140	20	50	65
体积比能量(Wh/l)	360	45	150	200
充放电寿命(次)	800	300	500	500
自放电率(%/月)	< 5	25-30	25-30	30-35
有无记忆效应	无	无	有	无
有无污染	无	有	有	无

资料来源：公司公告 天相投顾

公司拟增发项目之一即是形成年产 20 万 kwh 大容量锂离子电池生产能力，按照平均 2000 元/kwh 的价格计算，项目达产后将新增销售收入约 4 亿元；按照 30%的毛利率计算，将新增净利润达到 6500 万元左右。目前公司已研制成功大容量锂电池，2010 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，锂电池将成为公司未来的增长点。

图表 28 预计增发完成后新增产能情况

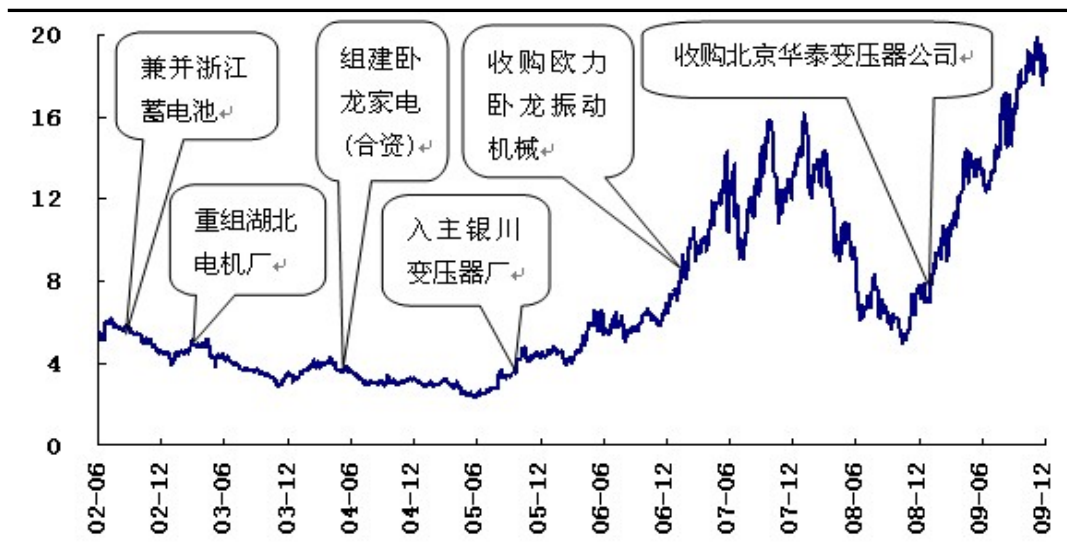
产品名称	产品容量	年产量(万 kwh)
锂离子电池	8-20 Ah	5
	40-80 Ah	7
	100-150Ah	8
合 计		20

资料来源：公司公告 天相投顾

4. 外延扩张值得期待

公司具备强大的收购整合能力，自上市以来，进行过多起并购重组事件，先后进入电源、变压器领域。公司较为成功的外延式扩张范例是收购浙江灯塔蓄电池公司和银川变压器厂。2002 年和 2005 年公司曾先后以较低的价格收购浙江灯塔蓄电池公司和银川变压器厂，并迅速培育成为公司新的增长点。2009 年全年，二者合计贡献了 35.38%的收入、68.03%的净利润，卧龙灯塔和银川卧龙已经成为公司主要利润来源。

图表 29 上市以来卧龙电气股价变化图（前复权）及收购路线图



资料来源：公司公告 天相投资分析系统

我们以公司收购银川变压器厂为例：2005 年，公司收购处于破产的银川变压器厂并将其重组为银川卧龙变压器有限公司，公司先后投入约 1 亿元资金对银川卧龙进行整合。收购当年银川卧龙就实现盈利，经过几年的发展银川卧龙从最初处于破产走出困境，到 2009 年实现净利润高达 6,894 万元，累计贡献净利润接近 1.4 亿元，净利润快速增长，年投入回报率约 28%，银川卧龙已经成为公司的重要盈利来源。

图表 30 公司子公司银川卧龙自收购以来业绩表现

	2005	2006	2007	2008	2009
净利润（万元）	163	1637	1987	3241	6894
增长率（%）		904.28%	21.41%	63.10%	112.72%

资料来源：公司公告 天相投顾

公司于 2009 年 4 月收购北京华泰变压器。收购北京华泰之后，公司拥有银川卧龙和北京华泰两大变压器生产基地。北京华泰变压器的优势在于生产城市轨道交通变压器及成套整流设备，存在的问题是北京华泰市场主要在北京，外省市份额较少。收购北京华泰有利于银川卧龙充分利用其生产变压器成套产品的优势，生产铁路牵引变电站成套设备，而北京华泰则可以利用银川卧龙的渠道优势进入外省市的城市轨道交通市场。目前公司在北京已成立变压器事业部，统筹负责产品研发和销售，公司有望利用其较强的整合能力，形成公司新的增长亮点。

公司 2009 年 10 月发布公告主动放弃发行公司债券，转而寻求低成本融资渠道——公开增发。目前公开增发预案已经公司股东大会通过，若今年上半年公司增发顺利实施，将为公司资产收购创造条件，预计公司将选择和公司主营业务协同作用和关联度强的标的进行收购，外延式扩张给公司业绩带来的增长值得期待。

5. 参股子公司贡献稳定的投资收益

公司目前持有绍兴商业银行 7,400 万股，占其总股本 7.52%，是其第二大股东。绍兴商业银行是绍兴地方财政控制的商业银行，被中国银监会列为全国城市商业银行“一类行”，连续三年入选全国城商行 50 强，排名全国城商行第九位。绍兴商业银行

是按股份制规范设立的商业银行，无历史负担和存接的不良资产，总体资产质量良好。从该行 2007 年公布的年报来看，该行业务发展很快，贷款结构合理，不良贷款率仅 1.21%，我们预计未来可以保持这种良好的发展势头。预计绍兴商行给公司贡献的投资收益逐年增长，2010 年-2012 年贡献投资收益分别为 1000 万元、1150 万元、1250 万元。

公司同时还参股浙江卧龙置业投资有限公司，持有其 19.15% 的股权。卧龙置业持有卧龙地产 62.85% 的股权，是其第一大股东。卧龙地产主营房地产开发，项目分布在全国二三线城市，居民潜在购买力水平高，市场空间大，公司现有可结算面积 218.75 万平米，可满足公司未来 5-7 年开发所需，公司未来业绩增长有保障。预计卧龙置业 2010 年-2012 年给公司贡献投资收益分别为 2015 万元、2418 万元、4151 万元。

图表 31 公司参股子公司投资收益贡献情况及预测

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
占同期营业利润比例（%）		13.03%	16.09%	14.51%	10.68%	8.78%	8.19%	7.77%

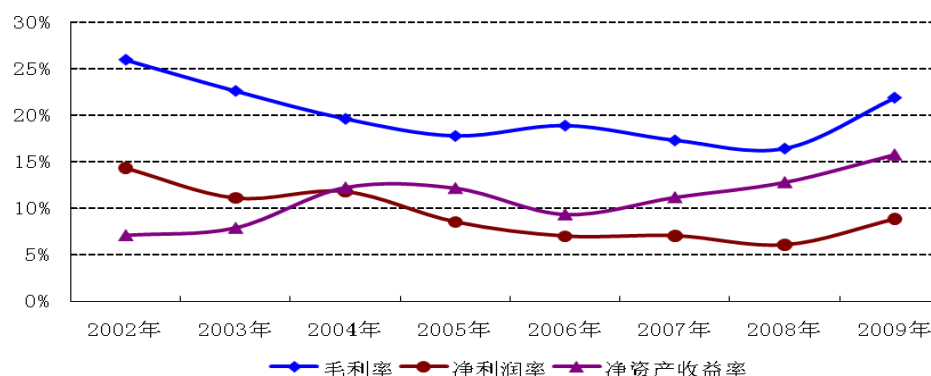
资料来源：公司公告 天相投顾

6. 公司财务分析

6.1 产品结构优化提升公司盈利能力

公司净资产收益率近几年持续提高。毛利率在经过近几年的降低后，09年开始回升。2009年毛利率达到21.84%，同比提升5.46个百分点。毛利率变化的重要原因是产品结构的优化以及原材料价格的下降。产品结构的变化不仅影响收入结构也影响收入增长，由于公司毛利率较高的电源电池和变压器产品收入占比逐步提高以及公司所使用的原材料铜、硅钢片、铅价格自08年下半年开始走低，导致公司产品综合毛利率提高。

图表 32 公司毛利率、净利率、净资产收益率变化趋势图

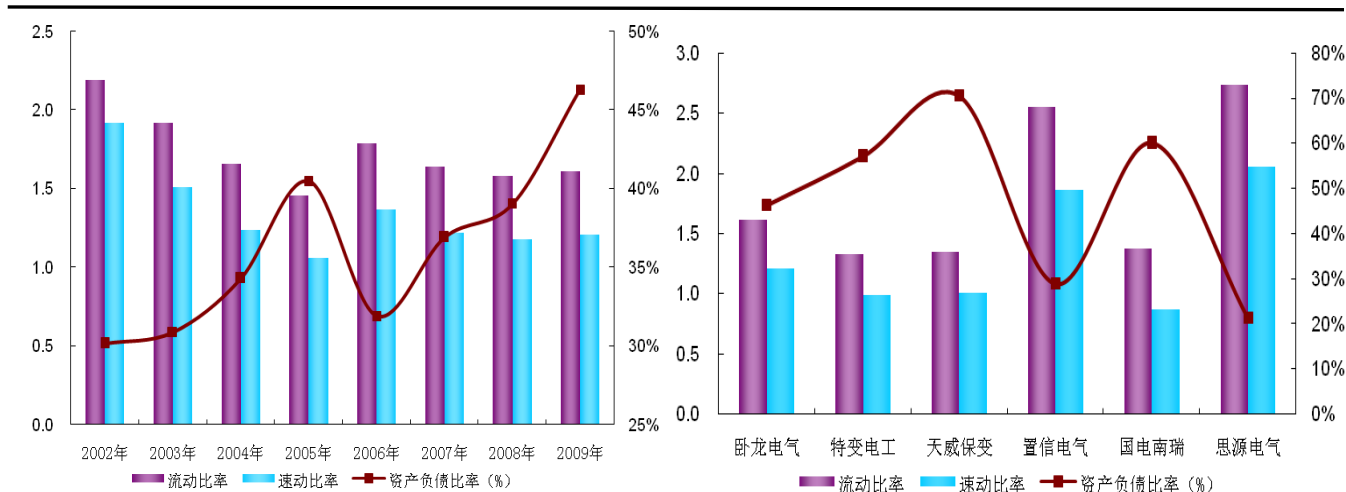


资料来源：公司公告 天相投资分析系统

6.2 资产负债率逐年提升，存在融资需求

公司流动比率、速动比率和资产负债率与电气设备行业优质上市公司相比均处于正常水平，表明公司长期偿债能力和短期偿债能力较好。但是公司近年资产负债率持续走高，处在历史最高位，表明公司存在融资需求。公司 09 年 10 月发布放弃发行公司债券的公告，寻求低成本融资渠道——公开增发，预计公司公开增发成功后，公司资产负债率将大大降低，从而降低公司财务风险。

图表 33 公司历史偿债能力指标、电气设备行业上市公司 09 年偿债能力指标比较



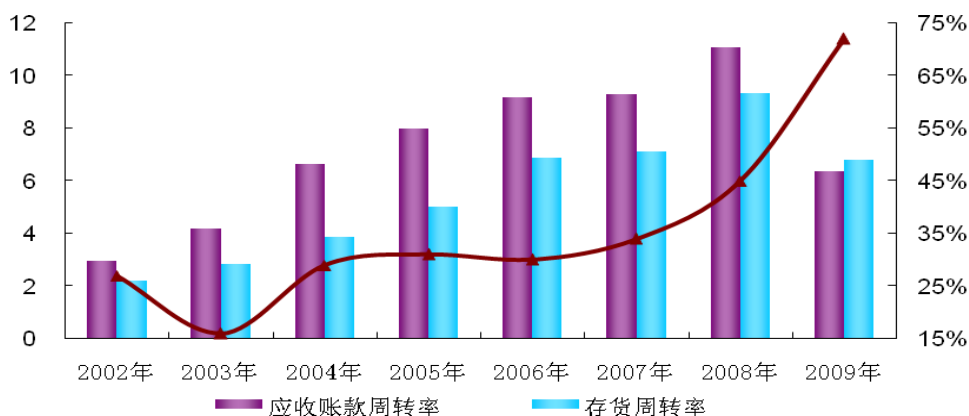
资料来源：公司公告 天相投资分析系统

注：卧龙电气和特变电工偿债能力指标为 2009 年数据，其他公司为 2009 年 1-9 月数据

6.3 公司具备优秀的现金管理能力

从02年开始，公司应收账款周转率逐年提高，货款回笼情况良好；公司存货周转率也逐年提升，最近两年均在7次以上，处于行业内较高水平，反映出公司存货管理能力在不断提升；公司现金流状况良好，2007年、2008年、2009年公司经营活动产生的现金净流量分别为0.95亿元、1.27亿元、2.04亿元，反映出公司优秀的现金管理能力。

图表 34 公司应收帐款周转率、存货周转率、与经营活动产生的现金流变化趋势图



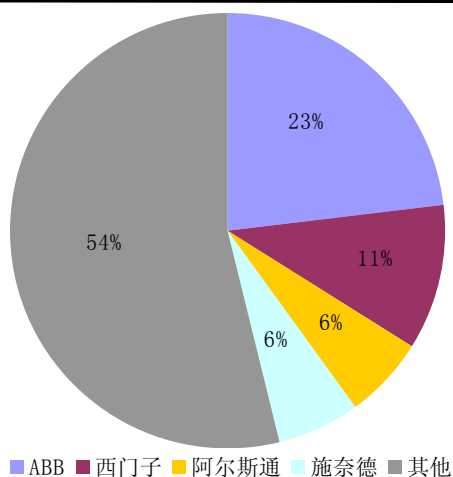
资料来源：公司公告 天相投资分析系统

7. 公司远景分析：未来的“东方西门子”

7.1 全球电气设备龙头对我们的启示

目前全球电气设备市场以欧洲的 ABB、西门子、阿尔斯通和施耐德四家领导企业，这四家企业共同控制全球近一半的市场。

图表 35 全球电气设备市场分额

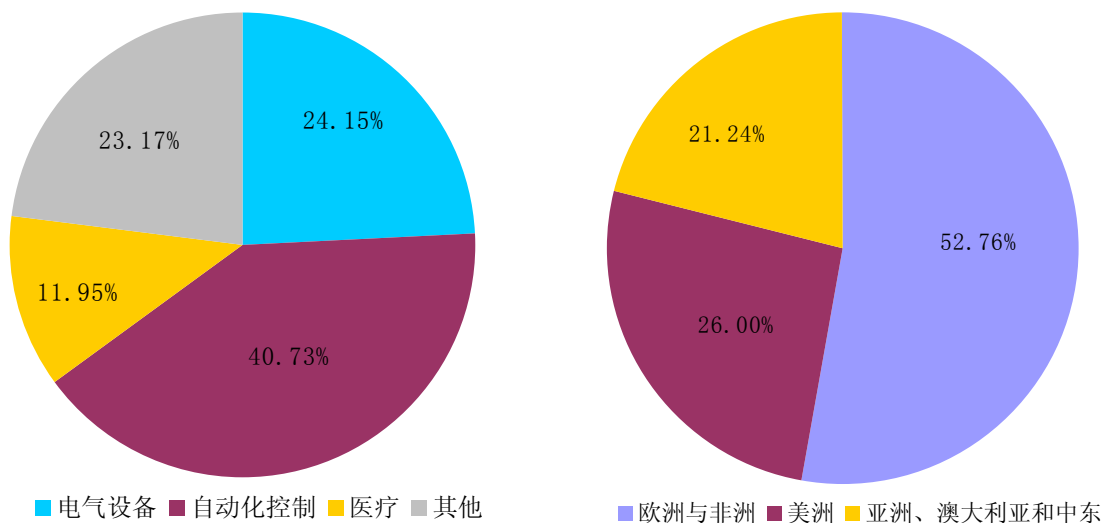


资料来源：中国机械工业联合会 天相投顾

我们认为，仅凭借单一业务的优势是无法形成这样的竞争力和竞争格局的，能进入综合实力前几名的企业在不同业务上都是有竞争优势的。因为只有这样的业务结构，企业才能给客户提供最可靠经济最合理的完整解决方案。

以全球最大的电气与电子公司 Siemens 为例。Siemens 集团位列全球 500 强企业，是全球最大的电气设备制造商之一，2008 年收入达 935 亿欧元，其中电气设备收入为 226 亿欧元。公司可以生产从低压到超高压的输变产品，同时还涉足工业自动化与控制产品等业务，在这些领域也能排到全球前三名。Siemens 公司能够生产输变电领域的所有产品，电压等级从低压到特高压，输变电领域的不同客户可以共享相同的研发平台和相似的客户群，规模效应显著。

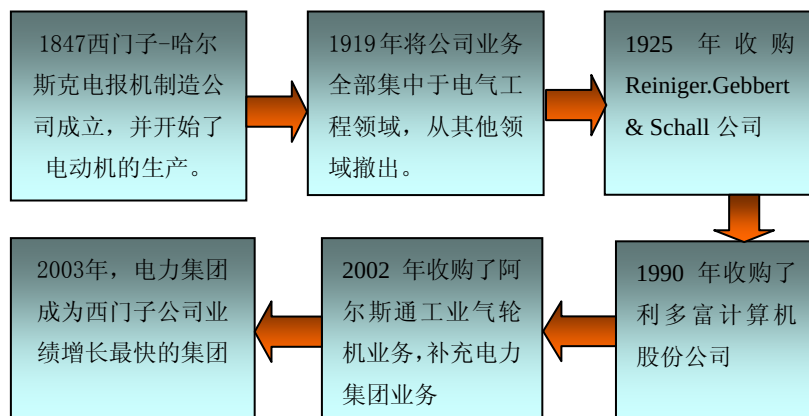
图表 36 2008 年 Siemens 收入结构与全球收入分布



资料来源：Siemens Annual Report 2008 天相投顾

全球电气设备行业不断通过合并、并购或者合作的方式来提高行业及企业的竞争力，达到双赢互利的目的。Siemens 公司，通过不断的合并重组，由电气工程技术领域扩张到交通、医疗、通讯等电气工程技术的上下游领域，成为全球最大的电气与电子公司之一。

图表 37 西门子的并购历程



资料来源：天相投顾

Siemens 公司通过并购，不仅强化现有业务，也实现了在一种未来能够占优势的关键业务领域的技术延伸与拓展。

7.2 公司的目标：“东方西门子”

目前，国内共有超过两万多家各类电气设备企业，其中相当大部分是由于受到当地政府的保护而生存下来的。与跨国公司相比，国内企业单位规模过小、产品线不完整，使得在未来国际竞争中存在诸多劣势。电气设备行业为了实施“走出去”战略，提高行业集中度也是必然手段，未来电气设备行业可能面临行业大规模整合。

从产品价格来看，价格优势一直是中国产业的主要竞争力。同类电气设备产品，中国制造将比欧美日制造便宜 20-30%。对于发展中国家，这种价格上的较大差异无疑是极具吸引力和竞争力的。当前，国外把先进制造业逐步转移到中国，国内电气设备龙头企业的产品技术和制造能力都得到了极大的提升，企业知名度也显著提升。在当前金融危机之下，国内电气设备行业的价格优势更加显现，国内电气设备企业迎来“走出去”的良好机遇。

公司牵引变压器和中小电机产品均位居国内第一，扩产完成后公司的变压器和中小电机产能均将得到极大的提高，而且公司拥有省级企业技术研发中心、博士后科研工作站，与清华大学、浙江大学等十余家大专院校、科研机构建立了长期的科技合作关系，对确立长期竞争优势有着重要意义。公司具有良好的海外市场开拓记录，公司生产的电机产品多次出口美国、欧洲等海外地区，研制产品的市场适应性强。同时，公司将 2010 年的市场开拓重心放在海外市场，正是将产能释放和市场拓展相协调的战略部署。为了实施“走出去”战略，公司已经从生产电机单一产品的企业向生产变压器、电池、电机等产品的综合电气设备企业发展。

公司具有并购整合的传统优势，管理层具有高超的资本运作能力。公司的战略清晰，确立了以高新科技为先导，将产业经营和资本运营相结合，电机、变压器、UPS 电源三大领域协同发展，最终成为全球信赖的电气服务商。公司以西门子公司为发展目标，争取成为“东方西门子”，目前公司已经通过控股上海协通进出口公司储备国际化人才，公司近年出口业务占公司销售收入稳定在 30%以上，公司国际化战略已经开始初露端倪。我们预计未来公司可能利用海外经济危机之机，尝试利用国际资本通过合资合作方式在国外设点、办厂、收购兼并企业，进一步进行国际化，实现公司“走出去”战略，成为一家具备全球竞争力的综合电气设备服务商。

8. 盈利预测及投资建议

8.1 盈利预测

盈利预测前提和假设：

- 1) 随着宏观经济的好转以及出口环境的改善，以及前次公司募投项目投产，变频器产品规模化生产，公司电机业务 2010 年将实现高速增长，增幅达到 45%左右，2011 年及 2012 年随着公司募投电机项目投产，电机业务增速仍将达到 25%左右的增速；
- 2) 2010 年 3G 基建投资放缓，公司电源电池业务将受到一定的影响，预计增速达到 10%左右，2010 年及以后随着公司募投项目锂电池逐步投产，增速将有所恢复，预计将会达到 35%左右；
- 3) 受益轨道交通持续景气以及北京华泰整合逐见成效，公司变压器业务 2010 年实现业绩增长将达到 65%；2011 年随着公司超高压项目投产，变压器业务收入将突破 10 亿元；
- 4) 公司所采用原材料主要是硅钢片（约占变压器和电机总成本 20%左右）、铜（约占变压器和电机总成本 20%左右）和铅（占蓄电池成本 50%以上），

预计 2010 年公司综合毛利率受原材料价格上升的影响会有所回落，2011 年及以后随着公司高端产品占比逐步提升，公司综合毛利率将稳中有升；

- 5) 公司控股子公司欧力卧龙、卧龙灯塔、卧龙家电、卧龙研究院和北京华泰分别被认定为高新技术企业，有效期自 2008 年至 2010 年，除卧龙家电是合资企业，09 年减半征收，2010 年按 15%征收所得税之外，欧力卧龙、卧龙灯塔、卧龙研究院和北京华泰均减按 15%征收；银川卧龙 2009-2010 年减半征收企业所得税；由于高新技术企业减按 15%的税率征收企业所得税，将对公司有积极的影响；
- 6) 公司 2010 年-2012 年实现投资收益分别为 3,015 万元、3,568 万元、4,151 万元；
- 7) 若 2010 年公司增发成功，预计公司财务费用将有较大幅度降低，预计 2010 年-2012 年公司期间费用率控制在 9.6%左右水平；
- 8) 按照公司以资本公积转增股票上市后的总股本 3.71 亿股计算。

根据以上假设前提，我们预计 2010-2012 年分别实现归属母公司的净利润 2.80 亿元、3.50 亿元、4.27 亿元，分别同比增长 41.70%、25.20%、21.86%；实现每股收益 0.75 元、0.94 元、1.15 元。

图表 38 公司主要产品销售收入预测

	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
电源电池	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%
电源电池	——	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%	20.00%	20.00%
电源电池	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：公司年报 天相投顾

图表 39 卧龙电气盈利预测表

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)	0.35	0.53	0.75	0.94	1.15

数据来源：公司年报 天相投顾

8.2 公司估值及投资建议

我们根据 2010 年 3 月 2 日收盘价计算，公司 2010-2012 年动态 PE 分别为 22 倍、18 倍、14 倍，对重点关注的其他电气设备企业与公司市盈率进行比较，发现公司的市盈率水平在同类上市公司中处于最低水平。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，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 31 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 0.75 元的 EPS 计算出 6 个月目标价为 21.00 元，尚有 26% 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，维持公司投资评级为“买入”。

图表 40 重点关注电气设备上市公司市盈率比较

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	41	26	21
天威保变	0.81	0.67	0.98	37	45	31
置信电气	0.34	0.53	0.69	50	32	25
国电南瑞	0.67	0.90	1.08	84	62	52
思源电气	0.79	2.04	1.15	39	15	27
平均	——	——	——	50	36	31
卧龙电气	0.35	0.53	0.75	48	31	22

资料来源：天相投资分析系统

注：市盈率按照 2010 年 3 月 2 日收盘价计算得到

9. 风险提示

1. 行业政策风险

公司主营产品为变压器、电源电池以及电机，广泛应用于轨道交通建设、电网建设以及通信、家用电器、工业机械等行业，受国家政策影响较大，若未来国家对相关行业支持力度有所下降，公司业绩增幅也将收缩，因此公司面临行业政策收缩的风险。

2. 公司增发项目未能通过审核的风险

虽然公司公开增发预案已经通过股东大会审议通过，但是还需要经过中国证监会审核批准。若公司此次增发项目未能通过证监会审核通过，将对公司未来的发展产生较大的影响。

3. 汇率波动风险

公司正在积极开拓海外市场，2007年、2008年和2009年公司出口收入分别为5.21亿元、8.95亿元和6.67亿元，占公司营业收入分别为35.76%、41.86%和30.52%。公司出口主要以美元、欧元等计价和结算，如果人民币汇率或相关币种汇率发生波动，将对公司财务状况产生较大影响。

4. 原材料价格波动的风险

公司所采用原材料主要是硅钢片（约占变压器和电机总成本20%左右）、铜（约占变压器和电机总成本20%左右）和铅（占蓄电池成本50%以上），原材料价格的大幅波动将导致公司毛利率不稳定。

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