

强烈推荐-B (上调)

卧龙电气 600580.SH

目标估值: 21.40-26.10 元

当前股价: 18.03 元

2010 年 5 月 4 日

基础数据

上证综指	2870
总股本 (万股)	37067
已上市流通股 (万股)	37067
总市值 (亿元)	70
流通市值 (亿元)	70
每股净资产 (MRQ)	3.4
ROE (TTM)	16.6
资产负债率	43.9%
主要股东	卧龙控股集团
主要股东持股比例	22.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	33	85
相对表现	20	40	62



相关报告

1、《卧龙电气 (600580) - 调整产品结构, 加强高附加值产品》2010/1/18

王鹏, CFA

0755-25310483

wpeng@cmschina.com.cn

S1090207100175

受益于节能电机和高铁牵引变压器市场大发展

近期我们对卧龙电气进行了实地调研, 与公司董事长和董秘进行了交流。2010 年公司多种电机产品和牵引变压器的市场需求快速增长, 公司及时扩充了部分产能。年内公司将通过公开增发扩大变压器和节能电机产能, 并加快实现锂离子电池的产业化。

- **电机市场大幅增长, 多种产品订单充足:** 2010 年公司的变频空调电机需求量大幅增长, 生产任务饱满。伺服电机需求大幅上升, 其原因是服装生产企业产能扩张, 伺服电机主要用于缝纫机配套, 预计 2010 年伺服电机的产量将扩大一倍。工业电机订单也有较大增长。在新产品方面, 公司研制的汽车 ABS 系统油泵电机已经通过产品认证, 进入高端微电机市场。中央空调电机也开始批量供货。公司自主研发的大功率高压变频器 2010 年产量将超过 100 台。此外公司将加快实现节能中小型电机的扩产。
- **牵引变压器市场地位稳固, 产能进一步提高:** 铁路牵引变压器生产企业银川卧龙公司原有设计产能 500 万千伏安, 经技术改造 2010 年产能有望提高到 900 万千伏安。在我国的高铁项目中, 公司先后中标武广线、郑西线、沪宁线、沪杭线等项目, 在手订单充足, 预计 2010 年销售收入将大幅增长。
- **积极开发锂离子电池产品:** 卧龙电气与哈工大合作开发磷酸铁锂蓄电池产品, 并将其作为公司增发项目之一。公司计划建成 20 万千伏安时锂离子电池产能, 生产的首批磷酸铁锂蓄电池将首先在电信领域试用, 未来将逐步扩展至光伏和风电储能领域。
- **企业并购将带来超预期增长:** 卧龙电气自成立以来完成了多起收购项目, 具有很强的收购重组能力。未来公司将继续在现有电机、变压器和蓄电池三大业务领域中进行企业并购, 预计 2010 年内将完成新的收购项目, 从而为公司带来超预期的增长。
- **上调为“强烈推荐-B”投资评级:** 如暂不考虑增发摊薄的影响, 预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.79, 1.01 和 1.22 元, 按 2010 年 30 倍市盈率估值, 目标价格为 21.4-26.1 元, 上调为“强烈推荐-B”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2137	2232	3152	3960	4855
同比增长	47%	4%	41%	26%	23%
营业利润(百万元)	145	228	369	475	576
同比增长	23%	57%	62%	29%	21%
净利润(百万元)	129	197	294	375	453
同比增长	26%	53%	49%	28%	21%
每股收益(元)	0.46	0.69	0.79	1.01	1.22
PE	39.5	26.0	22.8	17.8	14.7
PB	5.1	4.1	4.5	3.7	3.1

资料来源: 招商证券

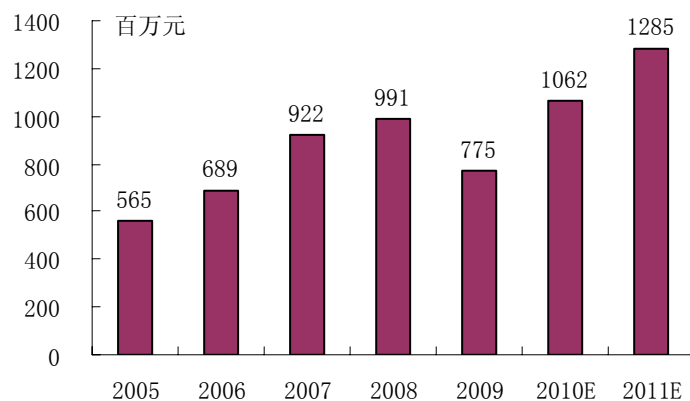
一、电机市场大幅增长，多种产品订单充足

卧龙电气是我国电机行业的龙头企业，主要生产空调电机、微型家用电机和工业电机（包括震动机械）等全系列电机产品，销售收入处于我国电机行业首位。

2010 年公司的变频空调电机需求量大幅增长，生产任务饱满，二季度和四季度将是交货高峰。伺服电机需求也大幅上升，主要原因是服装生产企业产能扩张，伺服电机主要用于缝纫机配套。预计 2010 年伺服电机的产量将扩大一倍。高速串激电机主要用于家用电器，订单保持稳定。工业电机订单也有较大增长。

在新产品方面，公司研制的汽车 ABS 系统油泵电机已经通过产品认证，进入高端微电机市场。中央空调电机也开始批量供货。公司自主研发的大功率高压变频器 2009 年已开始批量生产，2010 年产量将超过 100 台。此外公司已研制出新型高效节能中小型电机，该产品较原有普通电机效率提高 3%-5%，损耗降低 20%-30%。2010 年公司将加快实现节能型电机的扩产。

图 1：卧龙电气电机产品营业收入统计及预测



资料来源：招商证券

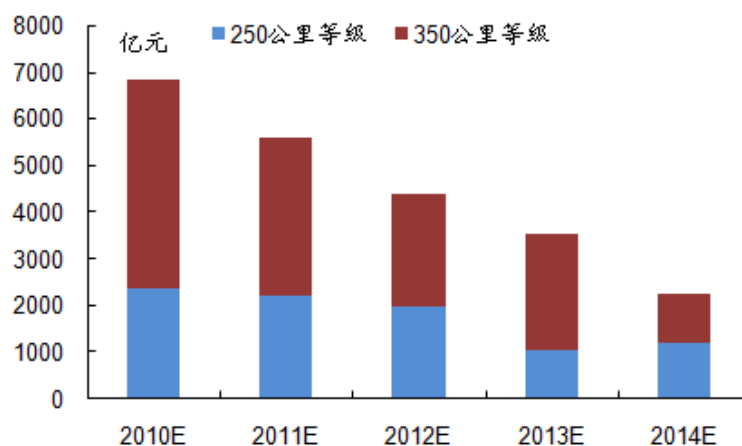
二、牵引变压器市场地位稳固，产能进一步提高

公司变压器业务经营主体是银川卧龙变压器有限公司和北京华泰变压器有限公司。

银川卧龙主要生产铁路牵引变压器和电力变压器。目前铁道部定点牵引变压器生产企业有 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。目前制约公司进一步增长的因素主要是产能问题。公司原有设计产能 500 万千伏安，经技术改造 2010 年产能有望提高到 900 万千伏安。

在我国的高铁项目中，银川卧龙先后中标武广线、郑西线、沪宁线、沪杭线等项目，在手订单充足，预计 2010 年销售收入将大幅增长。从 2010 年至 2014 年是我国高铁建设的高峰期，对牵引变压器的需求将保持在较高水平，同时铁路电气化改造的市场空间也非常巨大。到 2012 年底，我国铁路营业里程将达到 11 万公里以上，其中客运专线和城际铁路将达到 1.3 万公里，复线率和电气化率分别达到 50% 以上。

图 2：我国高铁建设投资额预测

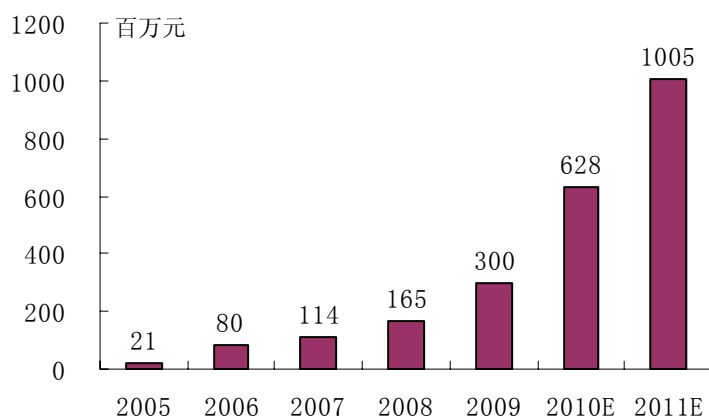


资料来源：招商证券

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，目前国内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。卧龙电气于 2009 年 4 月收购北京华泰后，对其原有的国有企业机制进行了大幅调整，通过内部挖潜，2010 年产能将有所提高。北京华泰在手订单主要集中在北京、南京和东北地区，未来公司将逐步加大在南方地区的市场开拓力度。

目前全国已有 25 个大中城市正在建设地铁，规划总投资超过 9000 亿。截至 2008 年底，我国城轨地铁运营里程已超过 800 公里；到 2016 年，营运里程将增至 2500 多公里，到 2020 年将达到 4800 多公里。根据我们对重点城市地铁项目的跟踪，10 年全国城轨地铁新增运营里程超过 480 公里，比 09 年增长 130%。城市轨道交通每 2 公里需要一个变电站，一套变电站设备投资在 140 万元左右，预计未来三年的市场空间在 10 亿元左右。

图 3：卧龙电气变压器产品营业收入统计及预测



资料来源：招商证券

三、蓄电池产品收入稳定，积极开发锂离子电池产品

公司控股子公司卧龙灯塔是移动基站用 UPS 的龙头企业之一，产能为 80 万千伏安时，占市场份额的 7% 左右。在中国电信 2009 年度集中采购招标的 2V 系列和 12V 系列招标中，卧龙灯塔综合排名第四名。

卧龙电气与哈工大合作开发磷酸铁锂蓄电池产品，并将其作为公司增发项目之一。公司计划建成 20 万千伏安时锂离子电池产能，生产的首批磷酸铁锂蓄电池将首先在电信领域试用，未来将逐步扩展至光伏和风电蓄能领域。公司将来还有可能涉及蓄电池正极材料的生产。公司生产的锂离子电池预计使用寿命为 5 年，价格为同类铅酸电池的 4 至 5 倍，但未来 5 年之内随着技术的发展锂离子电池的价格将下降至铅酸电池的 1.5 倍左右。这将有利于锂离子电池市场的快速发展。

表 1：锂离子电池与其他电池的参数比较

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)	小于 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

预计 2010 年公司的蓄电池业务收入增速在 15% 左右，未来该业务的增长将主要取决于锂离子电池的产业化进程。

四、增发方案加强公司三大主业竞争实力

公司于 2009 年 11 月公告，拟公开增发不超过 8000 万股，募集资金不超过 10.8 亿元，其中 5.2 亿元投资上虞高压、特高压变压器项目，3 亿元投资高效节能中小型电机改造项目，1.5 亿元投资大容量锂离子电池项目，1.1 亿元补充流动资金。

2010 年 4 月 9 日，该增发方案获得证监会审核通过，目前正在等待正式批文。增发项目的基本情况如下：

1) 高压超高压变压器项目：该项目由上虞卧龙变压器有限公司进行，总投资 5.2 亿元，建设期 2 年，主要生产高压和超高压变压器产品。项目完成后新增变压器产能 1697 万千伏安，可实现年销售收入 9.4 亿元，利润总额 1.49 亿元。根据项目的进展情况，预计 2010 年底可完成变压器厂房的建设，2011 年将开始生产。该生产基地将成为卧龙电气在南方的铁路牵引变压器、城市轨道交通牵引变压器和电力变压器的重要支点。

2) 高效中小型电机项目：总投资 3 亿元，项目建设期 2 年，建成后新增产能在 400 万千瓦 (56 万台)，可实现年销售收入 6 亿元，利润总额 1 亿元。公司分别按照美国和欧盟的电机标准设计的高效中小型电机，在海外具有较大的市场空间。目前公司正加紧电机厂房的扩建工作。

3) 锂离子电池项目: 该项目由卧龙灯塔实施, 总投资 1.5 亿元, 其中固定资产投资 1.2 亿元, 建成后形成 20 万千伏安时锂离子电池, 可实现年销售收入 4 亿元, 利润总额 6723 万。预计 2010 年 5 月份公司的生产设备将初步到位, 7 月份有望进入试生产阶段。进一步量产计划要视首批产品的试用情况而定。

五、企业并购将带来超预期增长

卧龙电气自成立以来完成了多起收购项目, 具有很强的收购重组能力。卧龙电气于 2002 年收购的浙江卧龙灯塔电源有限公司和于 2005 年收购的银川卧龙变压器有限公司, 使公司成功进入蓄电池和铁路牵引变压器行业, 并成为行业的龙头企业。2009 年 4 月公司又收购了北京华泰变压器有限公司, 进入城市轨道交通变压器和成套整流设备领域。

未来公司将继续在现有电机、变压器和蓄电池三大业务领域中进行企业并购, 预计 2010 年内将完成新的收购项目, 从而为公司带来超预期的增长。公司控股的上海卧龙国际商务股份有限公司主要是为公司未来进行海外企业并购进行人才储备。公司将逐步把收购视野扩展至海外市场。

表 2: 卧龙电气企业并购业绩

时间	收购企业	新增业务
2002 年	卧龙灯塔蓄电池股份有限公司	蓄电池
2003 年	湖北电机厂	电机、配电柜及成套设备
2005 年	银川变压器有限公司	铁路牵引变压器、电力变压器
2007 年	欧力卧龙振动机械有限公司	振动机械
2009 年	北京华泰变压器有限公司	城轨牵引变压器、成套牵引整流设备

资料来源: 公司公告

六、投资收益有望迈上新台阶

卧龙电气的投资收益主要来源于参股的绍兴市商业银行和浙江卧龙置业投资有限公司。公司目前持有绍兴商业银行 7400 万股, 占其总股本 7.52%, 是其第二大股东。绍兴商业银行连续三年入选全国城商行 50 强, 排名全国城商行第九位。该银行业务稳定, 不良贷款率较低, 预计未来每年贡献投资收益可稳定占 900 万元左右。

卧龙置业投资有限公司是卧龙电气参股公司之一, 卧龙电气持有其 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。目前公司 2010 年和 2011 年地产销售收入基本确定, 2010 年相对于 2009 年预计将有 80% 以上的增长。我们预计 2010 年和 2011 年卧龙置业投资有限公司每年贡献投资收益预计在 2800 万元左右。

综上所述, 2010 年和 2011 年卧龙电气投资收益有望达到 3700 万元左右。

七、盈利预测与投资评级

我们对卧龙电气的业绩预测基于以下假设：

- 1、由于变频空调电机、伺服电机、中小型节能电机的市场需求大幅提高，2010 年公司电机收入增速将达到 37% 左右。电机毛利率因原材料成本升高而略有下降。
- 2、变压器业务由于高铁订单饱满，公司通过技术改造和内部挖潜，在产能上有了进一步的提高，2010 年变压器收入将增长 1 倍左右。变压器毛利率波动较小。
- 3、2010 年蓄电池业务增速较 2009 年将有所恢复，收入增速在 15% 左右。毛利率因原材料成本升高而有所下降。
- 4、随着宏观经济和海外市场的回暖，2010 年公司贸易收入将较 2009 年有较大改善，预计全年收入增长将达到 20% 左右。

如暂不考虑增发摊薄的影响，我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.79、1.01 和 1.22 元，按 2010 年 30 倍市盈率估值，目标价格为 21.4-26.1 元，上调至“强烈推荐-B”的投资评级。

风险因素：公司电机产品市场受宏观经济的影响较大，具有明显的周期性。蓄电池业务受电信行业基站建设投资的影响很大，业绩具有不可控性。目前公司主要通过不断开发新产品，扩大电机产品和蓄电池产品的应用领域来减小公司整体业绩的波动。

表 1、销售收入结构预测

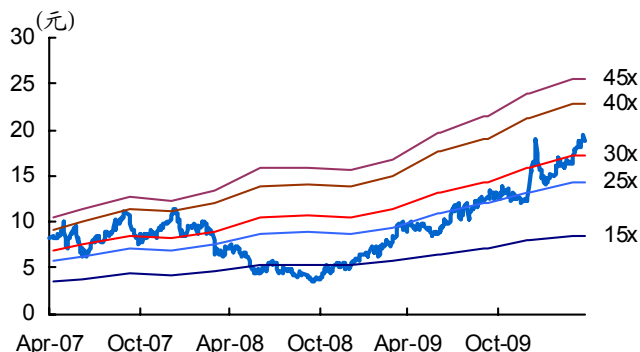
单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2136.7	2231.9	3152.0	3959.4	4854.4
电机及控制装置	991.2	775.3	1062.2	1306.5	1528.6
网络能源	397.2	406.9	467.9	491.3	515.9
特种变压器	208.1	458.7	917.4	1422.0	2033.4
贸易	592.6	539.4	647.3	679.6	713.6
其他	104.8	5.5	6.1	6.3	6.5
其他业务收入	58.3	46.1	51.2	53.7	56.4
收入增长率	46.7%	4.5%	41.2%	25.6%	22.6%
电机及控制装置	7.5%	-21.8%	37.0%	23.0%	17.0%
网络能源	49.9%	2.4%	15.0%	5.0%	5.0%
特种变压器	42.5%	120.4%	100.0%	55.0%	43.0%
贸易	256.3%	-9.0%	20.0%	5.0%	5.0%
毛利率	16.4%	21.8%	21.3%	21.0%	20.4%
电机及控制装置	14.4%	21.2%	19.5%	18.6%	16.8%
网络能源	24.3%	31.0%	28.7%	27.3%	26.0%
特种变压器	20.9%	34.6%	31.5%	29.3%	27.5%
贸易	4.3%	4.0%	3.5%	3.1%	2.8%
其他	22.9%	22.2%	21.5%	21.1%	20.5%

资料来源：招商证券

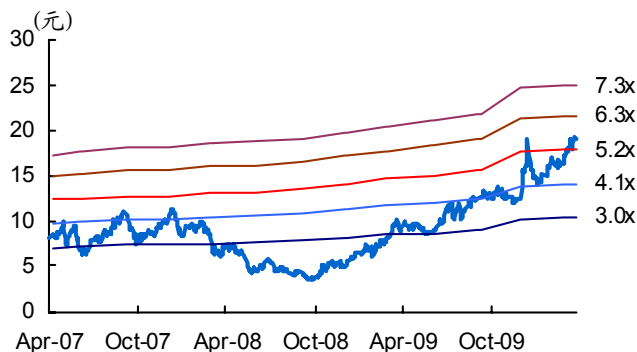
表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2137	2232	3152	3960	4855
营业成本	1787	1745	2481	3127	3866
营业税金及附加	8	9	13	16	19
营业费用	86	115	149	179	212
管理费用	87	122	153	176	194
财务费用	26	19	20	20	19
资产减值损失	20	18	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	24	37	37	35
营业利润	145	228	369	475	576
营业外收入	23	29	12	12	12
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	166	256	380	486	587
所得税	18	29	44	56	68
净利润	148	226	337	430	520
少数股东损益	19	29	43	55	67
归属于母公司净利润	129	197	294	375	453
EPS (元)	0.46	0.69	0.79	1.01	1.22

资料来源: 招商证券

图 4: 卧龙电气历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 卧龙电气历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《卧龙电气（600580）-调整产品结构，加强高附加值产品》2010/1/18

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1156	1715	1935	2229	2857
现金	363	513	480	481	783
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	38	58	76	79	92
应收款项	309	434	538	661	793
其它应收款	43	29	38	40	49
存货	294	425	531	654	792
其他	110	256	273	313	348
非流动资产	715	953	1286	1573	1612
长期股权投资	164	227	227	227	227
固定资产	395	462	812	1113	1164
无形资产	42	147	133	119	107
其他	114	116	115	114	113
资产总计	1871	2668	3221	3802	4469
流动负债	731	1065	1355	1561	1777
短期借款	263	279	300	300	300
应付账款	277	378	521	625	735
预收账款	113	299	412	503	599
其他	78	109	122	132	143
长期负债	0	170	170	170	170
长期借款	0	170	170	170	170
其他	0	0	0	0	0
负债合计	731	1235	1525	1731	1947
股本	283	285	371	371	371
资本公积金	319	396	310	310	310
留存收益	408	572	793	1112	1497
少数股东权益	129	180	223	278	344
母公司所有者权益	1011	1253	1474	1793	2178
负债及权益合计	1871	2668	3221	3802	4469

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	127	204	401	390	454
净利润			294	375	453
折旧摊销			42	54	59
财务费用			20	20	19
投资收益			(37)	(37)	(35)
营运资金变动			(27)	(112)	(139)
其它			110	91	97
投资活动现金流	(82)	(191)	(399)	(350)	(100)
资本支出			(400)	(350)	(100)
其他投资			1	0	0
筹资活动现金流	(50)	120	(34)	(39)	(52)
借款变动			21	0	0
普通股增加			86	0	0
资本公积增加			(86)	0	0
股利分配			(73)	(56)	(68)
其他			17	17	16
现金净增加额	(4)	134	(33)	1	302

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2137	2232	3152	3960	4855
营业成本	1787	1745	2481	3127	3866
营业税金及附加	8	9	13	16	19
营业费用	86	115	149	179	212
管理费用	87	122	153	176	194
财务费用	26	19	20	20	19
资产减值损失	20	18	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	24	37	37	35
营业利润	145	228	369	475	576
营业外收入	23	29	12	12	12
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	166	256	380	486	587
所得税	18	29	44	56	68
净利润	148	226	337	430	520
少数股东损益	19	29	43	55	67
母公司所有者净利润	129	197	294	375	453
EPS (元)	0.46	0.69	0.79	1.01	1.22

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	47%	4%	41%	26%	23%
营业利润	23%	-	62%	29%	21%
净利润	26%	53%	49%	28%	21%
获利能力					
毛利率	16.4%	21.8%	21.3%	21.0%	20.4%
净利率	6.0%	8.8%	9.3%	9.5%	9.3%
ROE	12.8%	15.8%	19.9%	20.9%	20.8%
ROIC	10.8%	11.6%	15.9%	17.2%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	46.3%	47.3%	45.5%	43.6%
净负债比率	14.1%	16.8%	14.6%	12.4%	10.5%
流动比率	1.6	1.6	1.4	1.4	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.0	1.0	1.2
营运能力					
资产周转率	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1
存货周转率	6.6	4.8	5.2	5.3	5.3
应收帐款周转率	7.8	6.0	6.5	6.6	6.7
应付帐款周转率	6.8	5.3	5.5	5.5	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.46	0.69	0.79	1.01	1.22
每股经营现金	0.45	0.72	1.08	1.05	1.23
每股净资产	3.57	4.39	3.98	4.84	5.88
每股股利	0.12	0.10	0.12	0.15	0.18
估值比率					
PE	39.5	26.0	22.8	17.8	14.7
PB	5.1	4.1	4.5	3.7	3.1
EV/EBITDA	31.7	22.7	14.0	11.0	9.2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏，CFA：工学学士，MBA，7 年证券从业经验，从 2007 年起任招商证券电力设备行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。