



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注
研究报告

2010 年 5 月 17 日

电气设备

研究部

陈华 CFA

分析师，SAC 执业证书编号：S0080207110066

chenhua@cicc.com.cn

石冉

联系人，SAC 执业证书编号：S0080110040005

shiran@cicc.com.cn

推荐

卧龙电气(600580.CH)

高铁变压器景气周期长，收购能力应获估值溢价

主要财务信息

(人民币 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,457	2,137	2,232	2,927	3,505	4,258
(+/-)	24%	47%	4%	31%	20%	21%
主营业务利润	246	342	479	641	786	974
(+/-)	13%	39%	40%	34%	23%	24%
净利润	102	129	198	289	392	528
(+/-)	25%	26%	53%	45%	36%	35%
每股盈利 (元)	0.28	0.35	0.54	0.78	1.06	1.42
(+/-)	25%	26%	53%	45%	36%	35%
市盈率	65.1	51.6	33.6	23.1	17.0	12.6
市净率	7.3	6.6	5.3	4.7	4.0	3.4
净资产收益率	11.4%	13.4%	17.5%	21.5%	25.4%	29.0%
现金分红收益率	0.8%	1.0%	1.1%	1.7%	2.4%	3.2%
每股经营现金流(元)	(0.77)	0.51	0.52	0.57	0.94	1.26

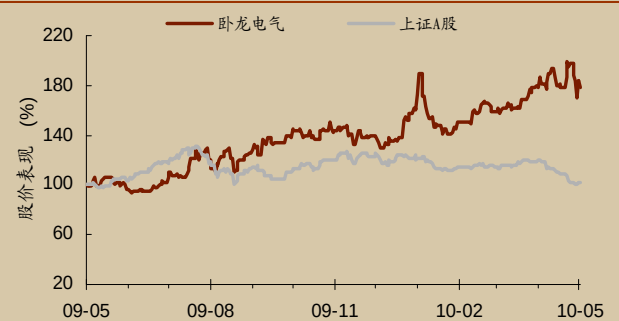
股票信息

	A股
股票代码	600580.CH
当前股价	人民币17.98
总市值 (百万)	6665
日成交量 (百万股)	14
52周最高价/最低价	人民币20.56/9.423
发行股数 (百万股)	371
其中：流通股 (百万股)	371
主要股东 (持股比例)	卧龙控股集团有限公司 (29.7%)

最近估值走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[600580.CH]	-10.10	-4.72	-4.72	+28.97
[上证A股指数]	+0.31	-14.83	-10.65	-17.74
[中金电气设备指数]	+0.21	-11.65	+1.39	-1.14

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点：

高铁牵引变压器领袖。卧龙在该市场占据半壁江山，标志性工程武广线份额更是高达八成。高铁电气设备需求滞后铁路线路建设2年，因此景气周期可以持续到2014年。在此之后轨道交通牵引变压器业务将接过火炬，维持成长的连续性。

卓越的收购整合能力。公司历史上共进行四次兼并收购。灯塔电源和银川变压器厂的业绩在收购之后出现了质的飞跃，并成为上市公司利润的主要来源，09年两个子公司加总净利润占到合并报表利润的68%。近期收购的华泰变压器厂亦将在今年取得利润的显著增长。公司历史上收购的成功案例不是偶然和幸运，而是反映了清晰的发展战略、高效的执行力、优秀的整合能力。基于这些素质，收购在未来给公司带来的发展机遇是可以复制的。

电机迎来需求复苏。卧龙的电机收入约有一半来自出口，2008-2009年受到金融危机的影响，增幅明显放缓。自从09年4季度开始，电机出口已出现回暖势头，新客户不断涌现。受低基数影响，电机收入今年将出现大幅度反弹。展望2011-2012年，受益于国内经济增长以及海外市场的开拓，电机收入仍将维持30%的高速成长。看得更长远一些，“电机+控制系统+变频器”的系统解决方案模式将获得突破，推动市场份额的提升。

财务预测：

我们预计，公司2010-2012年每股收益（增发前）分别为0.78、1.06和1.42元，同比分别增长45%、36%和35%。电机和铁路变压器业务将是公司未来成长的主要动力。公司已获得证监会批文，将于近期公开增发5468万股，增发价17.74元，筹集资金9.7亿元，主要投向变压器、节能电机和锂离子电池项目。

估值与建议：

我们采用分部估值加法，并给予公司20%的收购能力溢价，2010年目标市盈率定在31倍，对应目标价24.5元，股价有36%的上涨空间。

风险：

受电信投资下滑影响，蓄电池业务可能低于预期。

目录

投资亮点.....	3
高铁牵引变压器之王.....	3
收购整合能力卓越.....	4
电机迎来需求复苏.....	5
财务预测.....	6
估值与建议.....	9

图表目录

图表 1：电气设备采购滞后于铁路线路建设.....	3
图表 2：历年收购项目.....	4
图表 3：电机业务收入和增速.....	5
图表 4：电机业务分类.....	5
图表 5：增发募集资金投向.....	6
图表 6：历史和预测的财务指标.....	7
图表 7：盈利预测及其主要假设.....	8
图表 8：分部估值加总.....	9
图表 9：可比公司估值.....	9
图表 10：历史 P/E 和 P/B.....	9

投资亮点

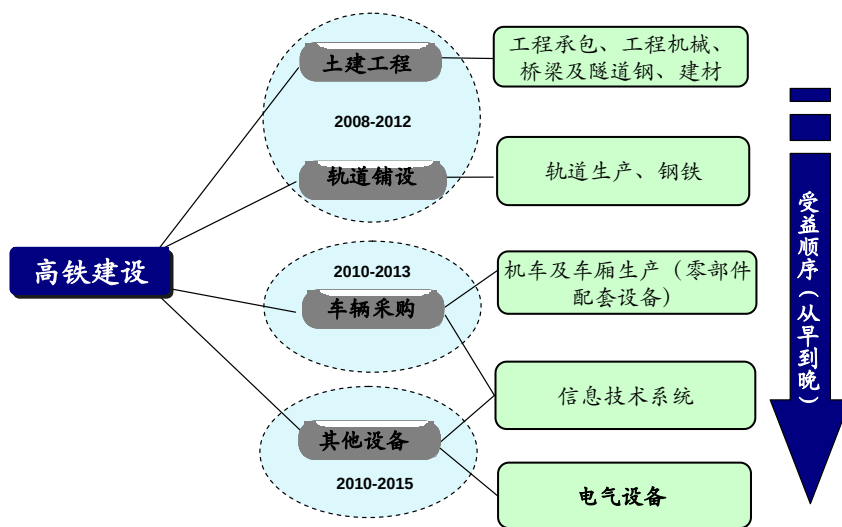
高铁牵引变压器之王

高铁电气设备景气可持续至 2014 年。电气设备招标晚于铁路施工两年左右，目前只有武广，郑西，沪杭，沪宁等四条高速铁路项目进行了电气招标，而其他高铁项目电气招标都未开始。今后将随着京沪，哈大，京石，石武等客运专线的陆续招投标，铁路用牵引变压器将迎来真正的高峰期。如果说 2012 年是高速铁路建设的高峰，那么铁路用电气设备的高峰将是 2014 年。根据目前的建设情况，每 50 公里，需要一个变电站，两台牵引变压器，价格在 500 万到 2000 万不等（不同容量价格不同），2009 年至 2012 年将新增电气化铁路 2.5 万公里，变压器需求将在 100 亿左右，年均市场为 25 亿元。

卧龙电气是我国铁路牵引变压器的领军企业。国内铁路牵引变压器市场目前基本由银川卧龙、云变股份、长沙顺特生产，这三家企业合计占有牵引变压器市场份额约 80% 以上。卧龙自 90 年代初就开始为国家电气化铁路提供各类牵引变压器。目前卧龙在高铁市场份额超过 50%。在已运行的京广高铁武广段、郑西高铁、沪宁高铁、沪杭高铁均采用卧龙电气生产的铁路专用变压器。特别值得一提的是，标志性工程武广线上卧龙产品占有率高达 80%。银川卧龙变压器厂 2009 年实现收入 3.8 亿元，同比增长 80%。

公司亦为城市轨道交通的受益者。国内城轨牵引变压器市场目前为国内两家厂家所主导，一为万家乐旗下的顺特电气，二是公司控股子公司北京华泰。卧龙电气下属北京华泰变压器厂（控股 51%，2009 年华泰营业收入 0.83 亿元），主要生产电力变压器和城市轨道交通用成套牵引整流设备，是国内唯一可以生产成套整流牵引设备的企业。2009 年北京地铁牵引设备招标中，华泰在共计 4 条线路中，独中三条（房山线、昌平线、大兴线）。北京市已开通运营的地铁 1 号线、2 号线、3 号线、5 号线、8 号线（奥运支线）、13 号线、八通线以及即将开通的 4 号线等均采用的是华泰公司的产品，北京地区市场占有率高达九成。天津、重庆、大连、南京、长春、武汉等城市轨道交通也大量采用了华泰公司的产品。

图表 1：电气设备采购滞后于铁路线路建设



资料来源：中金公司研究部

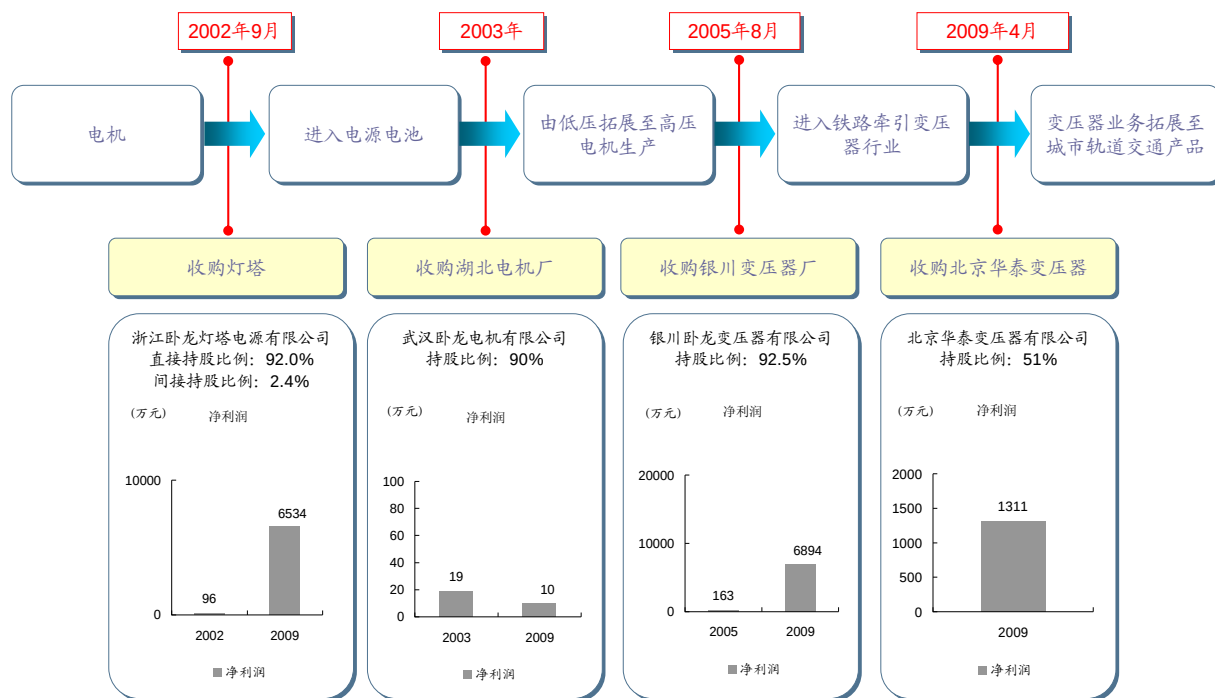
收购整合能力卓越

公司历史上共进行了四次兼并收购，体现了超群的整合能力。灯塔电源和银川变压器厂的业绩在收购之后出现了质的飞跃，并成为上市公司利润的主要来源，09 年两个子公司加总净利润占到合并报表利润的 68%。近期收购的华泰变压器厂亦将在今年取得利润的显著增长。

- 收购灯塔：2002 年花费 850 万元收购灯塔电源公司，主营业务由电机扩展至蓄电池。灯塔公司的净利润由 2002 年的 96 万元迅速增加至 2009 年的 6500 万元。
- 收购湖北电机：2003 年花费 1000 万元收购湖北电机厂，主营业务由低压电机扩展至高压电机。不过，由于该公司的产品规格与需求不符，收购至今利润平平。卧龙意识到这个问题，已于今年进行了资金投入，提升了产品参数并扩张产能。
- 收购银川变压器厂：2005 年花费 2300 万元收购银变公司，主营业务由电机、蓄电池扩展至铁路牵引变压器。银变公司的净利润由 2005 年的 163 万元迅速增加至 2009 年的 6900 万元。
- 收购华泰变压器厂：2009 年花费 4080 万元收购华泰变压器厂 51% 股权，主营业务扩展至轨道交通牵引变压器。

我们认为，公司历史上收购的成功案例不是偶然和幸运，而是反映了清晰的发展战略、高效的执行力、优秀的整合能力。我们相信基于这些素质，收购在未来给公司带来的发展机遇是可以复制的。

图表 2：历年收购项目

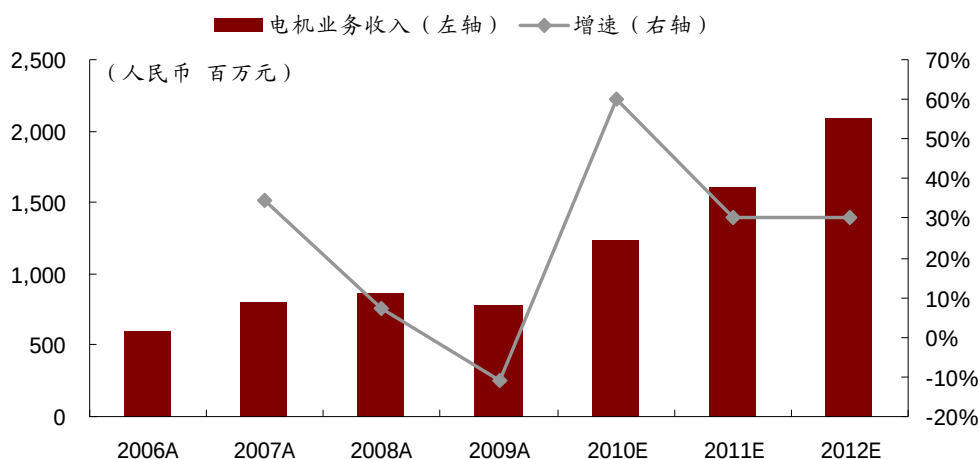


资料来源：公司数据，中金公司研究部

电机迎来需求复苏

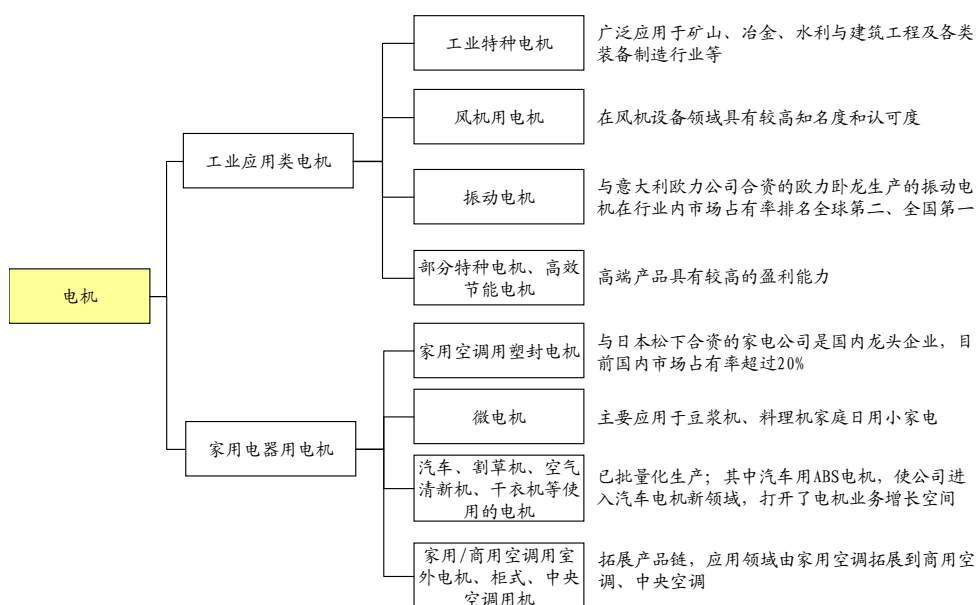
卧龙的电机收入约有一半来自出口，2008-2009 年受到金融危机的影响，增幅明显放缓。电机收入同比增速由 07 年的 34% 下降至 08 年的 7%，09 年甚至出现了下滑。不过据我们了解，自从 09 年 4 季度开始，电机出口已出现回暖势头，新客户不断涌现。我们预计受低基数影响，电机收入今年将出现同比的大幅度反弹。

图表 3：电机业务收入和增速



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：电机业务分类



资料来源：公司数据，中金公司研究部

财务预测

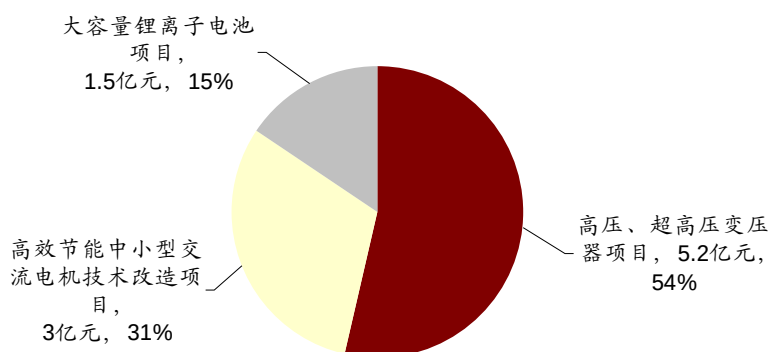
我们预计，公司 2010-2012 年每股收益（增发前）分别为 0.78、1.06 和 1.42 元，同比分别增长 45%、36%和 35%。电机业务和变压器业务将是公司未来成长的主要动力。

- ▶ 电机：随着出口的复苏，电机收入可望于 2010 年同比增长 60%。展望 2011-2012 年，受益于国内经济增长以及海外市场的开拓，电机收入仍将维持 30% 的高速成长。毕竟卧龙电机的市场份额不到 2%，份额提升的空间很大。看得更长远一些，“电机+控制系统+变频器”的系统解决方案模式将获得突破，推动公司电机业务市场份额的提升。
- ▶ 变压器：高铁牵引变压器的景气周期将延续至 2014 年，之后轨道交通牵引变压器业务将接过火炬，维持成长的连续性。毕竟，北京华泰目前仅是区域型的轨道交通变压器企业，卧龙电气将通过增资和管理注入为华泰的区域扩张和由小变大提供支持。

公司已获得证监会批文，将于近期公开增发 5468 万股，增发价 17.74 元，筹集资金 9.7 亿元，主要投向变压器、节能电机和锂离子电池。

- ▶ 变压器：该项目主要针对电力变压器，市场分歧较大，反对的声音主要是质疑电力变压器行业的产能过剩。但据我们了解，该产能可以用于生产铁路变压器，相信公司会根据订单情况灵活调整产品构成。
- ▶ 节能电机：目前小型电机的升级产品。
- ▶ 锂离子电池：目前通讯铅酸蓄电池的升级产品。长远来看，公司亦关注未来电动汽车的发展，“锂电池+新能源汽车电机”打捆销售模式也已进入公司长期战略议事日程。

图表 5：增发募集资金投向



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	1,457	2,137	2,232	2,927	3,505	4,258
主营业务利润	251	350	488	650	796	987
营业费用	-58	-86	-115	-151	-158	-170
管理费用	-65	-87	-122	-160	-175	-192
财务费用	-18	-26	-19	-16	-17	-17
营业利润	118	145	228	328	450	610
税前利润	131	166	257	355	478	637
所得税	-9	-18	-29	-40	-54	-73
少数股东损益	-20	-19	-29	-27	-31	-36
净利润	102	129	198	289	392	528
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	-285	191	192	211	349	468
投资活动现金流净额	-78	-82	-191	-200	-200	-300
融资活动现金流净额	19	-50	120	-131	-191	-228
货币资金增加额	-345	59	121	-121	-42	-60
资产负债表 (百万元)						
货币资金	367	363	513	393	351	290
应收款项	274	390	521	683	818	993
存货	250	294	425	555	661	798
流动资产	985	1,156	1,716	2,077	2,362	2,719
长期投资	155	164	227	227	227	227
固定资产	437	495	561	646	813	1,070
无形资产和其他资产	45	48	152	148	145	141
短期借款	247	263	279	279	279	279
预收帐款	39	113	299	392	470	570
一年内到期的长期负债	-	-	-	17	-	15
流动负债	603	731	1,067	1,326	1,507	1,780
长期负债	-	-	170	153	153	138
少数股东权益	112	129	180	207	238	273
股东权益	917	1,011	1,253	1,426	1,661	1,978
总资产	1,632	1,871	2,669	3,111	3,559	4,169
财务指标						
主营业务利润率	17.3%	16.4%	21.8%	22.2%	22.7%	23.2%
息税前利润率	8.4%	7.9%	10.8%	11.3%	12.9%	14.4%
净利润率	7.0%	6.0%	8.9%	9.9%	11.2%	12.4%
净资产收益率	11.2%	12.8%	15.8%	20.2%	23.6%	26.7%
总资产收益率	4.1%	7.4%	8.7%	10.0%	11.8%	13.7%
总资产负债率	36.9%	39.1%	46.3%	47.5%	46.6%	46.0%
净资产负债率	-13.0%	-9.8%	-5.1%	4.0%	4.9%	7.2%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
应收帐款周转期	68.6	66.6	85.2	85.2	85.2	85.2
存货周转期	75.6	60.1	89.0	89.0	89.0	89.0
分红比例	50.9%	53.4%	35.6%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7：盈利预测及其主要假设

(人民币 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入						
电机及控制装置	811	871	775	1,241	1,613	2,096
贸易	166	593	539	539	539	539
特种变压器	146	208	459	688	895	1,163
蓄电池	265	397	407	407	407	407
其他	69	68	52	52	52	52
合计	1,457	2,137	2,232	2,927	3,505	4,258
收入增长						
电机及控制装置	34%	7%	-11%	60%	30%	30%
贸易		256%	-9%	0%	0%	0%
特种变压器	32%	43%	120%	50%	30%	30%
蓄电池	24%	50%	2%	0%	0%	0%
其他	-72%	-1%	-24%	0%	0%	0%
合计	24%	47%	4%	31%	20%	21%
主营业务成本						
电机及控制装置	-662	-706	-611	-992	-1,290	-1,677
贸易	-162	-567	-518	-518	-518	-518
特种变压器	-114	-165	-300	-447	-581	-756
蓄电池	-218	-301	-281	-285	-285	-285
其他(百万元)	-49	-48	-35	-35	-35	-35
合计	-1,205	-1,787	-1,745	-2,277	-2,709	-3,271
毛利润						
电机及控制装置	149	166	164	248	323	419
贸易	4	25	22	22	22	22
特种变压器	32	43	159	241	313	407
蓄电池	47	96	126	122	122	122
其他	20	19	17	17	17	17
合计	251	350	488	650	796	987
毛利率						
电机及控制装置	18%	19%	21%	20%	20%	20%
贸易	2%	4%	4%	4%	4%	4%
特种变压器	22%	21%	35%	35%	35%	35%
蓄电池	18%	24%	31%	30%	30%	30%
其他	29%	29%	32%	32%	32%	32%
合计	17%	16%	22%	22%	23%	23%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值与建议

我们采用分部估值加总法，并给予公司 20% 的收购能力溢价，目标市盈率定在 31 倍，对应目标价 24.5 元，股价有 36% 的上涨空间。

- 电机：今年贡献每股收益 0.30 元，给予 25 倍的目标市盈率(可比公司中值 30 倍)，贡献目标价 7.4 元。
- 特种变压器：今年贡献每股收益 0.29 元，给予 35 倍的目标市盈率(可比公司中值 37 倍)，贡献目标价 7.4 元。
- 蓄电池：今年贡献每股收益 0.15 元，给予 15 倍的目标市盈率(可比公司中值 29 倍)，贡献目标价 2.2 元。

图表 8：分部估值加总

业务	2010每股收益	占比	目标市盈率	目标价
电机	0.30	38%	25	7.4
特种变压器	0.29	37%	35	10.1
蓄电池	0.15	19%	15	2.2
其他	0.05	6%	15	0.7
合计	0.78	100%	26	20.4
收购能力溢价	20%		31	24.5

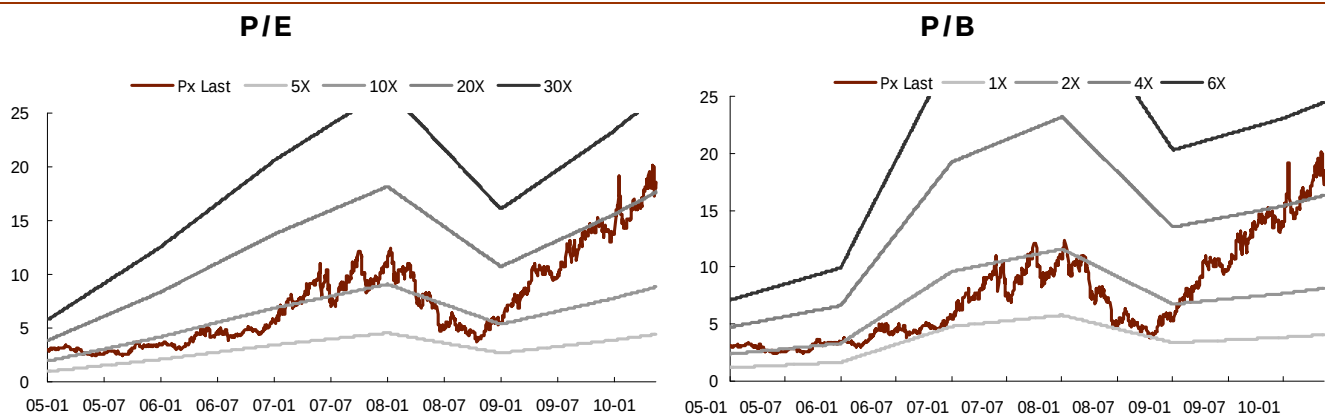
资料来源：中金公司研究部

图表 9：可比公司估值

公司	代码	股价	总市值 百万人民币	每股盈利 (元)			PE			PB		
				09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
卧龙电气	600580 CH	17.98	6,665	0.54	0.78	1.06	33.6	23.1	17.0	5.3	4.7	4.0
电机可比公司												
湘电股份	600416 CH	24.52	5,762	0.56	0.92	1.28	43.8	26.6	19.2	4.4	3.9	3.2
大洋电机	002249 CH	38.61	9,730	0.78	1.13	1.48	49.5	34.3	26.1	9.7	6.2	5.2
蓄电池可比公司												
南都电源	300068 CH	29.20	7,242	0.86	1.01	1.44	34.0	28.8	20.3	10.8	5.1	4.3
铁路电气设备可比公司												
万家乐	000533 CH	11.46	7,917	0.28	0.36	0.47	40.4	31.9	24.5	9.2	6.0	4.8
特锐德	300001 CH	33.20	4,436	0.79	0.80	1.39	42.0	41.6	23.9	4.5	4.0	3.5

资料来源：Wind

图表 10：历史 P/E 和 P/B



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。