

强烈推荐-B (维持)**卧龙电气 600580.SH**

目标估值: 16.9-20.7 元

当前股价: 17.07 元

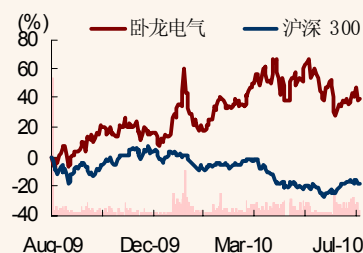
2010 年 8 月 16 日

节能电机和牵引变增长迅速, 产品将获财政补贴**基础数据**

上证综指	2606
总股本(万股)	42676
已上市流通股(万股)	42635
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	72
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	9.2
资产负债率	34.4%
主要股东	卧龙控股集团有限公司
主要股东持股比例	25.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	14	28
相对表现	-13	28	45

**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
- 2、《卧龙电气(600580)-受益于节能电机和高铁牵引变压器市场大发展》2010/3/18

王鹏, CFA

0755-25310483

wpeng@cmschina.com.cn

S1090207100175

2010 年上半年公司实现营业收入 14.6 亿元, 比上年同期增长 35.45%, 实现净利润 1.16 亿元, 同比增长 11.39%。由于原材料和人工成本的大幅上涨, 使公司净利率同比有所下降。下半年公司将加强市场开拓力度, 控制成本增长, 并将加紧增发项目的建设。我们预计公司全年业绩增长将达到 36%。

- **电机及控制装置收入同比增长 57%, 多种产品订单充足:** 上半年受宏观经济回暖的影响, 公司电机产品市场需求大幅提升, 变频空调电机和缝纫机伺服电机订单大幅增长。新产品方面, 汽车 ABS 系统油泵电机、中央空调电机和大功率高压变频器都开始批量供货。
- **公司电机产品进入发改委的高效电机推广目录, 将获得财政补贴:** 2010 年 8 月 11 日, 财政部、发改委公告了“节能产品惠民工程”高效电机推广目录(第一批), 公司 72 个型号的高效中小型三相异步电动机、24 个型号的稀土永磁三相同步电动机入围第一批推广目录。中央财政对列入目录的两种产品, 按照能效等级、产品功率等分别给予 15-40 元/千瓦和 40-60 元/千瓦的补贴。下半年公司将加大对财政补贴产品的市场推广。
- **牵引变压器收入同比增长 66.52%, 下半年产能有望进一步提高:** 子公司银川卧龙的铁路牵引变压器设计产能为 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。同时通过内部挖潜, 子公司北京华泰的城市轨道交通牵引变压器产能也将有所提高。我们预计公司全年变压器销售收入将实现成倍增长。
- **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。
- **投资评级:** 公司完成增发后, 预计 2010-2012 年全面摊薄每股收益为 0.63, 0.88 和 1.06 元, 按 2010 年 30 倍市盈率估值, 目标价格为 16.9-20.7 元, 维持“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	3181	4001	4903
同比增长	47%	4%	42%	26%	23%
营业利润(百万元)	145	228	336	473	577
同比增长	23%	57%	47%	41%	22%
净利润(百万元)	129	197	268	374	454
同比增长	26%	53%	36%	40%	21%
每股收益(元)	0.46	0.69	0.63	0.88	1.06
PE	36.9	24.3	26.8	19.2	15.8
PB	4.7	3.8	3.1	2.7	2.4

资料来源: 招商证券

- **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	3180.2	4000.1	4902.1
电机及控制装置	991.2	775.3	1186.2	1459.0	1707.1
网络能源	397.2	406.9	394.7	414.4	435.1
特种变压器	208.1	458.7	894.5	1386.4	1982.6
贸易	592.6	539.4	647.3	679.6	713.6
其他	104.8	5.5	6.4	6.8	7.2
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%	42.5%	25.8%	22.5%
电机及控制装置	7.5%	-21.8%	53.0%	23.0%	17.0%
网络能源	49.9%	2.4%	-3.0%	5.0%	5.0%
特种变压器	42.5%	120.4%	95.0%	55.0%	43.0%
贸易	256.3%	-9.0%	20.0%	5.0%	5.0%
毛利率	16.4%	21.8%	20.0%	20.7%	20.1%
电机及控制装置	14.4%	21.2%	18.7%	18.6%	16.8%
网络能源	24.3%	31.0%	25.3%	26.3%	26.0%
特种变压器	20.9%	34.6%	30.5%	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

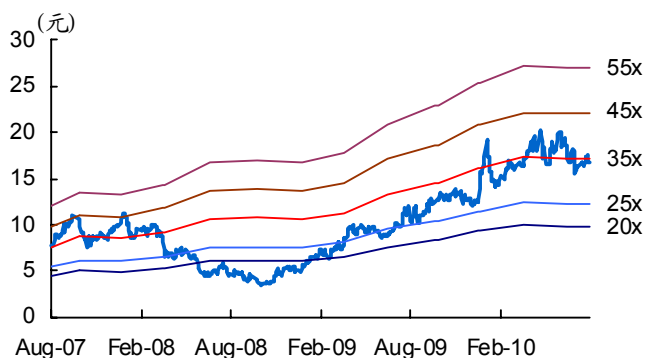
单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2137	2232	3181	4001	4903
营业成本	1787	1745	2545	3174	3919
营业税金及附加	8	9	13	16	20
营业费用	86	115	149	179	212
管理费用	87	122	153	176	194
财务费用	26	19	17	14	13
资产减值损失	20	18	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	24	37	37	35
营业利润	145	228	336	473	577
营业外收入	23	29	12	12	12
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	166	256	347	484	588
所得税	18	29	40	56	68
净利润	148	226	307	429	520
少数股东损益	19	29	39	55	67
归属于母公司净利润	129	197	268	374	454
EPS（元）	0.46	0.69	0.63	0.88	1.06

资料来源：招商证券

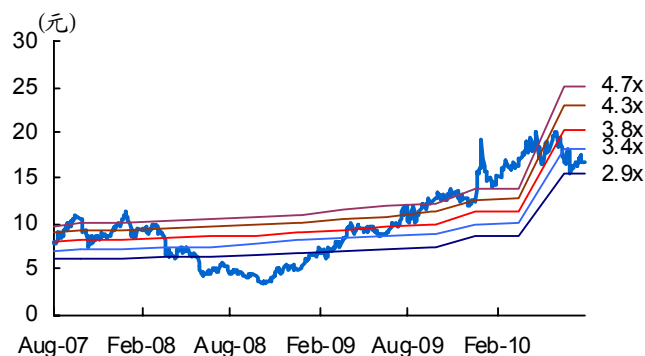
表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入	486	596	543	608	655	810
营业毛利	102	140	123	123	134	158
营业费用	23	29	30	34	31	29
管理费用	31	30	29	32	44	40
财务费用	5	3	4	8	7	10
投资收益	3	15	3	3	3	12
营业利润	41	90	49	49	49	86
归属母公司净利润	32	72	41	51	46	70
EPS (元)	0.11	0.25	0.14	0.18	0.11	0.16
主要比率						
毛利率	21.0%	23.5%	22.6%	20.3%	20.4%	19.6%
营业费用率	4.7%	4.9%	5.4%	5.5%	4.7%	3.6%
管理费用率	6.4%	5.0%	5.4%	5.3%	6.8%	5.0%
营业利润率	8.5%	15.0%	9.0%	8.0%	7.5%	10.6%
有效税率	17.1%	7.1%	11.2%	14.0%	11.2%	5.8%
净利率	6.7%	12.1%	7.6%	8.5%	7.0%	8.7%
YoY						
收入	13.1%	-3.9%	-3.7%	16.0%	34.9%	35.9%
归属母公司净利润	39.6%	50.4%	55.4%	63.7%	42.9%	-2.7%

资料来源: 招商证券

图 1: 卧龙电气历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 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
- 2、《卧龙电气（600580）-受益于节能电机和高铁牵引变压器市场大发展》2010/5/4

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	2972	3393	4012
现金	363	513	1490	1623	1913
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	38	58	76	80	93
应收款项	309	434	543	668	801
其它应收款	43	29	38	40	49
存货	294	425	544	664	802
其他	110	256	280	317	353
非流动资产	715	953	1134	1284	1334
长期股权投资	164	227	227	227	227
固定资产	395	462	659	824	887
无形资产	42	147	133	119	107
其他	114	116	115	114	113
资产总计	1871	2668	4106	4677	5346
流动负债	731	1065	1380	1579	1796
短期借款	263	279	300	300	300
应付账款	277	378	535	635	745
预收账款	113	299	423	511	607
其他	78	109	123	133	144
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	1550	1749	1966
股本	283	285	427	427	427
资本公积金	319	396	1139	1139	1139
留存收益	408	572	771	1089	1474
少数股东权益	129	180	219	274	341
母公司所有者权益	1011	1253	2336	2654	3040
负债及权益合计	1871	2668	4106	4677	5346

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	127	204	360	366	437
净利润			268	374	454
折旧摊销			38	45	48
财务费用			17	14	13
投资收益			(37)	(37)	(35)
营运资金变动			(30)	(116)	(140)
其它			104	86	97
投资活动现金流	(82)	(191)	(239)	(200)	(100)
资本支出			(240)	(200)	(100)
其他投资			1	0	0
筹资活动现金流	(50)	120	857	(33)	(46)
借款变动			21	0	0
普通股增加			142	0	0
资本公积增加			743	0	0
股利分配			(69)	(56)	(68)
其他			20	23	22
现金净增加额	(4)	134	977	133	291

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	3181	4001	4903
营业成本	1787	1745	2545	3174	3919
营业税金及附加	8	9	13	16	20
营业费用	86	115	149	179	212
管理费用	87	122	153	176	194
财务费用	26	19	17	14	13
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	336	473	577
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	347	484	588
所得税	18	29	40	56	68
净利润	148	226	307	429	520
少数股东损益	19	29	39	55	67
母公司所有者净利润	129	197	268	374	454
EPS (元)	0.46	0.69	0.63	0.88	1.06

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	47%	4%	42%	26%	23%
营业利润	23%	-	47%	41%	22%
净利润	26%	53%	36%	40%	21%
获利能力					
毛利率	16.4%	21.8%	20.0%	20.7%	20.1%
净利率	6.0%	8.8%	8.4%	9.3%	9.3%
ROE	12.8%	15.8%	11.5%	14.1%	14.9%
ROIC	10.8%	11.6%	10.3%	12.7%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	39.1%	46.3%	37.8%	37.4%	36.8%
净负债比率	14.1%	16.8%	11.4%	10.0%	8.8%
流动比率	1.6	1.6	2.2	2.1	2.2
速动比率	1.2	1.2	1.8	1.7	1.8
营运能力					
资产周转率	1.1	0.8	0.8	0.9	0.9
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	5.6	5.4	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.46	0.69	0.63	0.88	1.06
每股经营现金	0.45	0.72	0.84	0.86	1.02
每股净资产	3.57	4.39	5.47	6.22	7.12
每股股利	0.12	0.10	0.09	0.13	0.16
估值比率					
PE	36.9	24.3	26.8	19.2	15.8
PB	4.7	3.8	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	32.7	23.5	15.9	11.7	9.8

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。