

业绩小幅增长，未来看点多

民生精品---简评报告/电气设备与新能源行业

2011 年 04 月 08 日

一、事件概述

卧龙电气公布 2010 年年报：公司实现营业收入 29.04 亿元，同比增长 30.09%；实现利润总额 2.65 亿元，同比增长 3.83%；归属于上市公司股东的净利润 2.11 亿元，同比增长 6.70%；每股收益为 0.49 元。分配方案：每 10 股派现 0.80 元、转增 6 股。

二、分析与判断

➤ 变压器与电池业务毛利率大幅下降，拖累净利润增速

报告期内公司净利润实现同比增速仅 6.70%，远低于收入同比增速 30.09%，主要原因在于公司变压器和电池毛利率大幅下滑，拖累公司净利润增速。报告期内，公司变压器业务毛利率大幅下滑 9.88 个百分点至 24.71%，主要原因是变压器所用铜、无取向硅钢等主要原材料价格在 2010 年大幅上涨，增加公司成本压力，而同时由于特变电工、天威保变等企业也参与铁路牵引变领域，加剧牵引变行业竞争，引导价格下降，压缩公司利润空间；电池业务毛利率大幅下滑 10.25 个百分点至 20.76%，主要原因是公司目前电池业务所用主要原材料铅价格在 2010 年大幅上升，而同时由于三大电信运营商电信投资在 2010 年快速回落，导致电池产品需求下降，竞争加剧，价格跟随下降，电池业务盈利能力大幅下滑。变压器与电池业务毛利率大幅下滑，拖累公司净利润增速。

➤ 电机业务受益节能电机推广、高效标准强制执行，未来仍将保持高增长

报告期内，公司电机业务同比大幅增长 54.14%，主要是受益于电机下游需求恢复、出口逐步复苏以及新产品实现规模化生产，我们判断，公司电机业务未来仍将持续受益节能电机推广、高效标准强制执行，业绩保持高增长，主要理由是：（1）公司高效节能三相异步电动机、稀土永磁电机和高压三相异步电动机分别入围高效节能电机推广目录第一批、第二批，在相关政策措施推动下，预计未来两年内高效电机将被全面推广应用，公司将大幅受益；（2）公司节能电机募投项目预计将于今年二季度投产，及时解决公司产能紧张的局面；（3）电机“高效标准”将于 2011 年 7 月 1 日强制执行，目前节能电机渗透率仅 5% 左右，市场需求缺口较大，公司作为少数几家具备高效电机生产能力的企业，有望占有更多市场份额；（4）公司子公司武汉卧龙目前正在加大技改力度以及投资额度，并花重金引进一些高端技术人才，在 2010 年盈利情况已经出现明显好转，在 2011 年或将成为公司新的增长点；（5）公司汽车电机和伺服电机 2010 年已经取得突破，未来将会实现规模化生产，给公司贡献收益也将大幅增加；（6）电机“高效标准”强制执行，给公司带来行业整合机会，公司未来或将利用其强大的资产整合能力进行资产并购，继续增强公司电机竞争力，提升公司电机生产能力。

➤ 变压器保持 2010 年盈利水平，高铁、地铁与特高压建设仍是未来主要受益点

报告期内公司毛利率大幅下滑，主要是原材料价格上升以及价格下将所致，目前原材料价格维持在高位，我们判断，变压器所用铜、无取向硅钢等主要原材料价格未来或将保持平稳，这有利于公司保持变压器产品的议价能力；目前高铁牵引变压器毛利率已经降至普通电力变压器盈利水平，未来若价格持续下降，将只会导致相关企业以牺牲质量换取盈利空间，这不利于高铁建设，因此，我们判断，高铁牵引变价格将会保持平稳，综合考虑，我们认为公司变压器业务未来盈利能力将基本保持 2010 年水平。

根据国家铁路和城市轨道交通建设规划，未来 3-5 年是我国铁路和城市轨道交通建设的高峰期，公司作为铁路牵引变压器和城市轨道交通牵引变压器及成套整流设备的龙头，未来 3-5 年收入保持快速增长基本有保障。公司刚收购完东源变压器，目前正处于整合阶段，未来公司若能利用东源变压器成功突破特高压市场，根据国家

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

强烈推荐

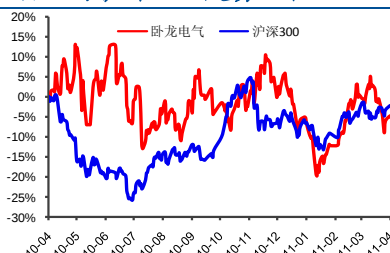
维持评级

合理估值：
23—24 元

交易数据 (2011-04-07)

收盘价 (元)	16.95
近 12 个月最高/最低	20.56/14.00
总股本 (百万股)	430.36
流通股本 (百万股)	430.36
流通股比例%	100
总市值 (亿元)	72.95
流通市值 (亿元)	72.95

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王力

执业证书编号：S0100210090005

联系人：陈龙（行业专家）

电话：13764250139

Email: chenlong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588 号
浦发银行大厦 31 楼 200120

相关研究

电网特高压规划，公司变压器发展空间十分广阔，前景值得期待。

➤ 电池业务：2010年或将成为谷底，2011年将迎来发展的第二春。

由于受到需求萎缩和成本上涨的影响，公司电池业务在 2010 年或将是最低的时候，我们预计这种情况在 2011 年上半年或将出现好转，2010 年将成为公司电池业务发展的谷底，2011 年公司电池业务将迎来发展的第二春：（1）在“2011 年中国通信产业发展形势报告会”上，工信部电信研究院通信信息研究所透露，“十二五”期间，我国电信业总体投资规模将达到 2 万亿元，随着我国电信业的快速发展以及下一代互联网(IPv6)的推进，预计未来几年电信服务与需求将保持较快的增速，通信基站建

设将大幅扩容，因此，通信基站用蓄电池市场前景非常广阔；（2）目前三大运营商招标数量已开始放量，公司中标数量出现明显的上升态势，我们预计明年三大运营商基站设备投资增速将较今年有较大的回升，公司也将受益；（3）公司电池业务的发展目标是向动力锂电池发展，目前公司正在为动力锂电池未来发展储备技术人才，未来公司有可能利用其储备的技术实力，结合公司汽车电机，为整车厂商提供“电机+控制系统+动力电池”全套产品配套方案，前景广阔；目前公司锂电池中试线进展顺利，现已进入生产阶段，公司将参考其下游需求情况，适当加大电池业务的投入，积极拓展电池应用领域，我们认为未来公司锂电池若能成功应用于新能源领域和新能源汽车，将为公司发展动力锂电池积累宝贵的经验，为公司锂电池未来发展做好铺垫，未来锂电池或将成为公司新的利润增长点。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.77 元、0.97 元、1.19 元，以 2011 年 4 月 7 日收盘价 16.95 元计算，对应的动态市盈率分别为 22 倍、17 倍、14 倍。我们认为公司未来将长期受益于高铁和轨道交通建设的持续景气以及特高压电网的建设，国家节能电机补贴政策的实施将给公司带来超额收益，电机“高能效标准”的强制执行也将给公司带来行业整合机会，看好公司资产整合能力以及公司长期发展前景，给予公司“强烈推荐”的投资评级，目标价 23-24 元。

四、风险提示：

牵引变压器竞争持续加剧的风险、电信运营商投资持续放缓的风险。

表 1：分业务盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入（单位：万元）							
电机及控制装置	92,226	87,120	77,532	119,506	167,308	225,866	293,626
电源电池	26,488	39,725	40,697	31,233	39,041	52,706	71,153
变压器	14,601	20,815	45,877	56,347	73,251	95,226	123,794
贸易	16,638	59,264	53,948	72,539	94,301	122,591	159,369
收入增长率（%）							
电机及控制装置	——	-5.54%	-11.01%	54.14%	40.00%	35.00%	30.00%
电源电池	——	49.97%	2.45%	-23.25%	25.00%	35.00%	35.00%
变压器	——	42.56%	120.41%	22.82%	30.00%	30.00%	30.00%
贸易	——	256.20%	-8.97%	34.46%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率（%）							
电机及控制装置	15.15%	19.02%	21.18%	19.51%	19.80%	19.50%	19.50%
电源电池	17.64%	24.27%	31.01%	20.76%	20.50%	20.00%	20.00%
变压器	21.69%	20.84%	34.59%	24.71%	24.50%	24.00%	24.00%
贸易	2.41%	4.26%	4.03%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
综合毛利率（%）	16.65%	15.98%	21.59%	16.62%	17.50%	17.25%	17.21%

资料来源：民生证券研究所

表 2：盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,904	4,359	5,708	7,372
增长率（%）	30.09%	50.11%	30.94%	29.16%
归属母公司股东净利润（百万元）	211	333	418	512
增长率（%）	6.70%	58.24%	25.56%	22.44%

每股收益 (元)	0.49	0.77	0.97	1.19
PE	34.63	21.89	17.43	14.24
PB	2.81	2.45	2.11	1.81

资料来源: 民生证券研究所

注: 公司 2011 年盈利预测没有考虑公司参股子公司卧龙置业处置卧龙地产权所获取的期间收益 6,094 万元, 若考虑该收益, 则 2011 年归属母公司股东净利润为 38,225 万元, EPS 为 0.90 元。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,904	4,359	5,708	7,372
减：营业成本	2,395	3,596	4,723	6,103
营业税金及附加	9	13	17	22
销售费用	125	187	240	306
管理费用	138	209	263	324
财务费用	21	(7)	6	48
资产减值损失	10	12	14	16
加：投资收益	32	41	49	59
二、营业利润	238	389	495	612
加：营业外收支净额	28	26	26	26
三、利润总额	265	415	521	638
减：所得税费用	22	34	43	52
四、净利润	244	381	478	586
归属于母公司的利润	211	333	418	512
五、基本每股收益 (元)	0.49	0.77	0.97	1.19

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	33.30	27.66	23.11	19.65
成长能力:				
营业收入同比	30.09%	50.11%	30.94%	29.16%
营业利润同比	4.1%	63.6%	27.3%	23.6%
净利润同比	7.64%	56.36%	25.56%	22.4%
营运能力:				
应收账款周转率	6.14	3.24	2.27	2.25
存货周转率	5.29	3.29	2.63	2.72
总资产周转率	0.86	0.82	0.77	0.80
盈利能力与收益质量:				
毛利率	17.5%	17.5%	17.3%	17.2%
净利率	7.3%	7.6%	7.3%	7.0%
总资产净利率 ROA	7.2%	7.2%	6.4%	6.4%
净资产收益率 ROE	12.1%	13.7%	14.9%	15.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.14	1.39	1.28	1.32
资产负债率	36.2%	54.7%	58.3%	59.9%
长期借款/总负债	12.3%	5.0%	3.7%	3.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.77	0.97	1.19
每股经营现金流量	0.17	(1.65)	0.57	0.23
每股净资产	6.03	6.92	8.03	9.39

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,223	0	0	0
应收票据	119	174	228	295
应收账款	512	2,180	2,854	3,686
预付账款	178	268	351	453
其他应收款	49	131	171	221
存货	672	1,978	2,362	3,052
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,754	4,730	5,966	7,707
长期股权投资	242	242	242	242
固定资产	510	590	950	984
在建工程	322	822	972	1,022
无形资产	213	192	171	149
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,309	1,839	2,314	2,360
资产总计	4,064	6,569	8,279	10,067
短期借款	296	349	622	651
应付票据	59	0	0	0
应付账款	551	1,438	1,889	2,441
预收账款	329	1,618	2,125	2,746
其他应付款	41	1	1	1
应交税费	(26)	6	6	6
其他流动负债	20	0	0	0
流动负债合计	1,289	3,412	4,644	5,846
长期借款	180	180	180	180
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	180	180	180	180
负债合计	1,469	3,592	4,824	6,026
股本	429	430	430	430
资本公积	1,206	1,206	1,206	1,206
留存收益	754	1,087	1,506	2,018
少数股东权益	206	253	313	386
所有者权益合计	2,594	2,977	3,455	4,041
负债和股东权益合计	4,064	6,569	8,279	10,067

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	75	(712)	244	100
投资活动现金流量	(323)	(570)	(512)	(81)
筹资活动现金流量	955	59	268	(19)
现金及等价物净增加	707	(1,223)	0	0

分析师与行业专家简介

陈龙，华中理工大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，从事电站设备技术研发工作，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖电气设备、新能源等行业。

王力，家电行业分析师，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖家电、计算机及信息服务等行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.		

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。