

2 August 2011 | 4 pages

卧龙电气 (600580)

期待盈利能力的回升

——公司 2011 年半年报点评

研究员: 史海昇 执业证书编号: S1230511010006

86-21-64718888-1737

Shihaisheng@stocke.com.cn

- 本报告导读:
- 2011年上半年,公司实现净利润同比下降了7.84%
 - 毛利率下滑成为业绩不佳的主要原因
 - 预计下半年公司变压器与蓄电池盈利能力将显著回升

投资要点:

- **2011 年中期业绩暂有下降。**报告期内,公司共实现营业收入 153,187.12 万元,比上年同期增加了 4.54%,实现营业利润 12,189.61 万元,同比下降了 9.56%,实现净利润 10,740.28 万元,同比下降了 7.84%,每股收益 0.16 元。
- **受下游影响,三类主营产品收入增长差异较大。**报告期内,受电机下游行业需求出现增长,特别是工程机械市场的需求旺盛,公司电机及控制产品也保持了持续稳定的增长,与去年同期相比增长了 25.27%;但是,随着电网建设的趋缓和电信行业投资的明显下降,变压器行业和蓄电池行业竞争进一步加剧,上半年,公司的变压器产品和蓄电池产品的营业收入较去年同期分别增加了 2.76%和降低了 23.29%,但两类产品的均盈利出现了较大下滑。其中,受铁路建设项目审计影响,公司牵引变压器应收账款有较大增幅,但是预期下半年这一状况将得到改善。
- **变压器产品毛利率下滑明显。**报告期内,公司变压器产品毛利率下降了 18.92 个百分点,主要原因是通胀背景下铜、矽钢片等原材料价格维持高位,导致公司生产成本大幅上升,此外,电网建设投资放缓,市场整体需求不足,导致现有一次厂商间竞争加剧,市场价格出现一定程度的下滑。但是,我们预计随着下半年电网投资的提速,一次设备市场售价将出现一定程度的回升,从而将改善公司变压器产品的盈利能力。

表 卧龙电气 2011 年上半年产品结构及变化情况 (单位: 元)

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	营业利润率比上年同期增减(%)
分产品						
电机及控制装置	710,242,998.23	581,262,739.24	18.16	25.27	26.17	减少 0.59 个百分点
蓄电池	131,732,713.39	115,808,562.95	12.09	-23.29	-9.65	减少 13.27 个百分点
变压器	360,922,962.33	320,553,228.91	11.19	2.76	30.60	减少 18.92 个百分点
贸易	264,809,319.96	258,831,313.85	2.26	-19.55	-17.73	减少 2.16 个百分点

资料来源:公司公告

评级:

增持

上次评级:

增持

当前价:

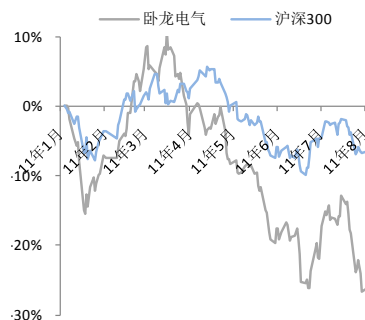
7.76 元

股本数据

A 股总股本 68773 万股

流通 A 股 68773 万股

2011 年初以来走势 (复权)



公司简介

公司主营包括电机及控制系统、特种牵引变压器、UPS 电源及贸易等方面的业务,其中,电机及控制系统销售收入占公司总收入的 50%左右,卧龙牌商标系浙江省著名商标,卧龙牌中小、微电机认定为国家免检产品。

相关报告

《卧龙电气调研报告》





- **铅酸蓄电池暂时停产。**同样由于 2011 年上半年铅及非铅原材料价格处在较高位置，导致公司蓄电池产品毛利率较去年同期明显下降，此外，受全国蓄电池行业整治影响，5 月份，浙江省提出对全省铅酸蓄电池行业进行专项环保整治行动，铅酸蓄电池企业需进行停产整治，待地方环保局重新检查验收后，再予以恢复生产。公司下属生产通讯用铅酸阀控蓄电池的子公司卧龙电气集团浙江灯塔电源有限公司受此影响已停产整治，这在很大程度上影响了公司报告期内的销售收入。为此公司已按照省市各级政府的要求积极进行环保整治，争取早日恢复生产。我们预计，公司作为国内重点通信用铅酸蓄电池的生产企业，有望比其他企业更早的获得复产许可，时间方面季度的可能性比较大，届时受限产导致的供给不足影响，销售价格将出现显著回升，使得公司铅酸蓄电池产品的盈利能力将在一定程度上得以改善。
- **出口仍保持稳定增长。**报告期内，公司出口收入 4.11 亿元，同比增加 10.07%，保持稳定增长，随着美国、德国、印度办事处的先后设立，各办事处工作成效逐渐显现，自制产品出口出现了较快的增长，尤其是家用电机产品和微电机产品的出口出现了大幅增长。
- **出口仍保持稳定增长。**报告期内，来自参股子公司浙江卧龙置业投资有限公司的投资收益为 7015.84 万元（持股比例 22.755%），去年同期为 887.19 万元，占 2011 年上半年归属于上市公司股东的净利润的比重为 65.32%。
- **估值与投资评级。**我们预计，2011 年公司每股收益 0.40 元，2012 年有望达到 0.51 元，目前股价对应 2011-2012 年动态市盈率分别为 19 倍和 15 倍左右。我们给予卧龙电气（600580）“增持”的投资评级。





主要财务数据:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2754.35	2855.54	3559.70	3411.08	营业收入	2903.92	3461.47	4330.99	5136.12
现金	1223.22	1332.82	907.68	1574.65	营业成本	2395.14	2959.90	3567.44	4165.91
应收账款	512.00	527.07	854.10	761.42	营业税金及附加	8.88	12.54	15.48	17.56
其它应收款	49.24	46.09	78.78	64.01	营业费用	124.51	139.15	194.89	246.15
预付账款	178.39	307.31	328.43	416.26	管理费用	138.30	143.65	190.13	251.16
存货	672.03	617.69	1211.77	524.03	财务费用	21.01	-6.16	15.06	19.09
其他	119.46	24.56	178.95	70.71	资产减值损失	10.31	14.88	24.30	35.44
非流动资产	1309.32	1541.41	1845.10	2117.04	公允价值变动收益	-0.31	-0.08	-0.10	-0.12
长期投资	242.10	358.10	447.10	543.10	投资净收益	32.25	123.76	96.41	102.92
固定资产	509.83	635.55	802.53	935.70	营业利润	237.70	321.19	420.01	503.62
无形资产	219.21	242.96	291.93	335.18	营业外收入	29.65	28.24	28.78	28.74
其他	338.17	304.79	303.54	303.07	营业外支出	1.92	1.81	1.70	1.81
资产总计	4063.67	4396.95	5404.80	5528.12	利润总额	265.43	347.62	447.09	530.56
流动负债	1288.99	1355.17	2043.16	1783.71	所得税	21.83	35.63	44.62	50.32
短期借款	296.23	279.52	634.50	286.90	净利润	243.61	311.99	402.47	480.24
应付账款	551.27	565.68	585.11	929.77	少数股东损益	32.97	40.43	52.68	63.36
其他	441.50	509.97	823.54	567.04	归属母公司净利润	210.63	271.57	349.79	416.88
非流动负债	180.34	151.68	120.66	81.11	EBITDA	305.05	388.98	522.17	618.50
长期借款	180.00	151.57	120.51	80.91	EPS (摊薄)	0.49	0.40	0.51	0.61
其他	0.34	0.11	0.15	0.20					
负债合计	1469.34	1506.85	2163.82	1864.82	主要财务比率				
少数股东权益	205.53	245.96	298.64	362.01	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	2388.79	2644.13	2942.34	3301.29	成长能力				
负债和股东权益	4063.67	4396.95	5404.80	5528.12	营业收入增长率	30.09%	19.20%	25.12%	18.59%
					营业利润增长率	4.09%	35.12%	30.77%	19.91%
					归属于母公司净利润增长率	6.70%	28.93%	28.80%	19.18%
现金流量表					获利能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	毛利率	17.52%	14.49%	17.63%	18.89%
经营活动现金流	139.12	319.02	-398.40	1397.92	净利率	8.39%	9.01%	9.29%	9.35%
净利润	243.61	311.99	402.47	480.24	ROE	9.39%	10.80%	12.42%	13.11%
折旧摊销	50.31	61.36	79.52	97.61	ROIC	8.10%	9.44%	10.66%	12.71%
财务费用	21.01	-6.16	15.06	19.09	偿债能力				
投资损失	-32.25	-123.76	-96.41	-102.92	资产负债率	36.16%	34.27%	40.04%	33.73%
营运资金变动	-142.98	73.57	-798.03	903.71	净负债比率	19.13%	16.23%	24.52%	11.12%
其它	-0.58	2.03	-1.00	0.20	流动比率	2.14	2.11	1.74	1.91
投资活动现金流	-374.07	-171.91	-285.77	-266.78	速动比率	1.62	1.65	1.15	1.62
资本支出	340.34	118.50	213.52	175.92	营运能力				
长期投资	-14.97	-116.00	-89.00	-96.00	总资产周转率	0.86	0.82	0.88	0.94
其他	-48.71	-169.41	-161.25	-186.86	应收账款周转率	6.14	6.66	6.27	6.36
筹资活动现金流	951.79	-37.52	-90.52	-114.62	应付账款周转率	5.15	5.30	6.20	5.50
短期借款	17.12	-16.71	5.43	1.95	每股指标 (元)				
长期借款	10.00	-28.43	-31.06	-39.60	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.40	0.51	0.61
其他	924.67	7.62	-64.90	-76.97	每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.46	-0.58	2.03
现金净增加额	716.84	109.59	-774.69	1016.52	每股净资产(最新摊薄)	6.05	4.21	4.72	5.33
					估值比率				
					P/E	24.91	19.65	15.26	12.80
重要财务指标					P/B	2.20	2.02	1.81	1.62
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	EV/EBITDA	15.49	12.11	10.56	7.32
营业收入	2903.92	3461.47	4330.99	5136.12					
同比(%)	30.09%	19.20%	25.12%	18.59%	永续增长率	3.00%		WACC	9.82%
归属母公司净利润	210.63	271.57	349.79	416.88	终值	2931.15		Ke	10.60%
同比(%)	6.70%	28.93%	28.80%	19.18%	企业价值	5595.67		Kd	6.07%
毛利率(%)	17.52%	14.49%	17.63%	18.89%	非核心资产价值	1690.94		t	10.25%
ROE(%)	9.39%	10.80%	12.42%	13.11%	债务价值	469.09		Rf	4.00%
每股收益(元)	0.49	0.40	0.51	0.61	股权价值	6571.56		Rm	10.00%
P/E	24.91	19.65	15.26	12.80	股本	687.73		Rm-Rf	6.00%
P/B	2.20	2.02	1.81	1.62	每股价值	9.56		Beta	1.10
EV/EBITDA	15.49	12.11	10.56	7.32					

资料来源: 浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

