

控股股东收购国际电机巨头，未来并入卧龙电气预期强烈

方正证券研究所证券研究报告

分析师：张远德

执业证书编号：S1220511030004

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：

姚玮（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68584809

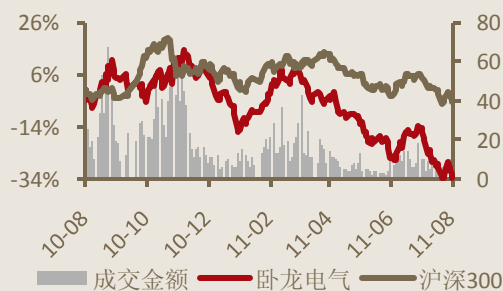
Email: yaowei0@foundersc.com

王莎莎（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68586817

Email: wangshasha@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	2903.92	4018.57	5050.09	6299.38
(+/-)	30.09%	38.38%	25.67%	24.74%
净利润	210.63	265.45	294.73	364.12
(+/-)	6.70%	26.02%	11.03%	23.54%
EPS(元)	0.49	0.39	0.43	0.53
P/E	47.28	18.27	16.45	13.32

相关研究

卧龙电气(600580)-寒冬已过,电机业务助力下半年业绩回升_2011.08.01

卧龙电气(600580)-蓄电池子公司停产整治公告点评_2011.5.17

数据来源: 港澳资讯, 方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

卧龙电气(600580)

公司事件点评报告

2011.08.19 买入

电气设备行业

事件：

8月19日晚卧龙电气公告，公司控股股东卧龙控股于7月15日签署协议，收购奥地利ATB公司（2010年销售收入3.1亿欧元）97.94%股权及原股东艾泰克工业股份公司对其的全部债权，该事宜已于8月16日获发改委核准，正在办理商务部和外管局审批手续。受卧龙控股委托，卧龙电气将自9月1日起，对ATB公司进行为期三年的管理运营。

点评：

※ 强大协同效应将促进公司电机业务扩充产品线和进军高端市场

ATB公司是欧洲第三大电机生产商，2010年末资产总额为24,106万欧元，净资产3919万欧元，2010年实现销售收入31,446万欧元，净利润-10,635万欧元（其中计提资产减值损失-9,119万欧元，经营性净利润-1,516万欧元）。主营产品包括电站定制大型电机、化学石化和采矿行业正压型防爆交流电机、防甲烷电机、高效节能电机，以及定制特种电机等，与卧龙原产品互补。此次并购将产生强大协同效应，有利于卧龙掌握世界一流技术和研发团队，扩大产品覆盖范围和进军全球高端电机市场。

※ 未来与ATB进行资产及业务整合预期强烈

卧龙控股收购ATB后交由卧龙电气托管旨在避免同业竞争。托管协议中明确在ATB运营状况显著改善以后的18个月内，卧龙电气有权要求以股权收购、资产收购、换股吸收合并、共建新合资企业等形式与ATB进行资产及业务整合。

※ 随着补贴落实，下半年电机业务有望实现高增长

公司是高效电机推广任务重点承担企业。随着下半年相关补贴政策将逐步落实，已经提前布局高效电机产能的卧龙电气，在电机业务拉动下业绩有望触底回升，未来更将长期持续并显著地受益。

※ 变压器和蓄电池寒冬已过期待复苏

公司去年变压器订单已消化完毕，随着电网投资逐渐回暖以及成本压力向下游传导，变压器业务毛利率有望企稳回升。大容量锂电池募投项目达产后将形成20万kWh年产能，为替代其通信用铅酸电池提前布局，未来有望进一步延伸至动力和储能领域，成为新的业绩增长点。电池新厂区将于8月开始试产，从而改善卧龙灯塔电源停产对蓄电池业绩的影响。

※ 盈利预测与估值

我们预计2011年-2013年摊薄后EPS分别为0.39元、0.43元和0.53元，对应市盈率分别为18.27倍、16.45倍和13.32倍，相对可比公司PE、PS估值优势显著。考虑到公司电机业务保持景气，电池业务高成长预期及估值优势，维持“买入”评级。

※ 风险提示：原材料价格上涨风险，蓄电池市场空间不达预期的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2754.35	3256.84	3355.20	4373.12	经营活动现金流	139.12	326.45	325.85	505.34
现金	1223.22	1199.32	1161.52	1448.86	净利润	243.61	304.41	337.99	417.57
应收账款	512.00	763.74	814.41	1094.49	折旧摊销	50.31	74.62	98.17	126.09
其它应收款	49.24	60.86	77.50	95.08	财务费用	21.01	15.19	26.40	38.92
预付账款	178.39	395.69	198.44	542.66	投资损失	-32.25	-107.00	-48.00	-55.00
存货	672.03	697.37	927.53	985.99	营运资金变动	-142.98	37.18	-87.75	-22.50
其他	119.46	139.87	175.80	206.03	其它	-0.58	2.05	-0.96	0.26
非流动资产	1309.32	1612.16	1895.09	2232.98	投资活动现金流	-374.07	-272.71	-332.11	-409.19
长期投资	242.10	274.10	312.10	357.10	资本支出	340.34	273.25	243.76	292.86
固定资产	509.83	734.03	920.76	1121.42	长期投资	-14.97	-32.00	-38.00	-45.00
无形资产	219.21	273.11	332.84	404.63	其他	-48.71	-31.46	-126.35	-161.33
其他	338.17	330.91	329.40	349.83	筹资活动现金流	951.79	-77.64	-91.08	-78.02
资产总计	4063.67	4869.00	5250.30	6606.11	短期借款	17.12	-16.23	0.00	0.00
流动负债	1288.99	1853.80	1963.24	2947.44	长期借款	10.00	-29.45	-31.79	-11.62
短期借款	296.23	280.00	339.54	608.74	其他	924.67	-31.96	-59.29	-66.40
应付账款	551.27	778.25	862.42	1181.14	现金净增加额	716.84	-23.90	-97.34	18.13
其他	441.50	795.56	761.28	1157.55					
非流动负债	180.34	150.67	118.92	107.35	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	180.00	150.55	118.77	107.14	成长能力				
其他	0.34	0.11	0.15	0.20	营业收入	30.09%	38.38%	25.67%	24.74%
负债合计	1469.34	2004.47	2082.16	3054.78	营业利润	4.09%	28.32%	15.38%	24.98%
少数股东权益	205.53	244.50	287.76	341.21	归属母公司净利润	6.70%	26.02%	11.03%	23.54%
归属母公司股东权益	2388.79	2620.04	2880.38	3210.11	获利能力				
负债和股东权益	4063.67	4869.00	5250.30	6606.11	毛利率	17.52%	14.81%	16.34%	16.47%
					净利率	8.39%	7.58%	6.69%	6.63%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	9.39%	10.63%	10.67%	11.76%
营业收入	2903.92	4018.57	5050.09	6299.38	ROIC	8.19%	9.59%	9.77%	10.40%
营业成本	2395.14	3423.50	4224.73	5262.19	偿债能力				
营业税金及附加	8.88	12.06	20.20	21.12	资产负债率	36.16%	41.17%	39.66%	46.24%
营业费用	124.51	172.80	202.00	251.98	净负债比率	33.77%	23.36%	23.89%	24.94%
管理费用	138.30	184.85	252.50	314.97	流动比率	2.14	1.76	1.71	1.48
财务费用	21.01	15.19	26.40	38.92	速动比率	1.62	1.38	1.24	1.15
资产减值损失	10.31	12.06	20.20	25.20	营运能力				
公允价值变动收益	-0.31	-0.10	-0.14	-0.18	总资产周转率	0.86	0.90	1.00	1.06
投资净收益	32.25	107.00	48.00	55.00	应收帐款周转率	6.14	6.30	6.40	6.60
营业利润	237.70	305.01	351.91	439.83	应付帐款周转率	5.15	5.15	5.15	5.15
营业外收入	29.65	28.66	32.00	34.00	每股指标(元)				
营业外支出	1.92	2.00	2.00	2.00	每股收益	0.49	0.39	0.43	0.53
利润总额	265.43	331.67	381.91	471.83	每股经营现金	0.32	0.47	0.47	0.73
所得税	21.83	27.26	43.92	54.26	每股净资产	5.57	3.81	4.19	4.67
净利润	243.61	304.41	337.99	417.57	估值比率				
少数股东损益	32.97	38.96	43.26	53.45	P/E	47.28	18.27	16.45	13.32
归属母公司净利润	210.63	265.45	294.73	364.12	P/B	4.17	1.85	1.68	1.51
EBITDA	307.94	397.37	471.13	592.75	EV/EBITDA	30.65	10.98	9.49	7.60
EPS (元)	0.49	0.39	0.43	0.53					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com