

卧龙电气 (600580)

公司研究/调研报告

电机业务持续景气，电池变压器走出谷底

—卧龙电气 (600580) 调研报告

民生精品---调研报告/电气设备、新能源行业

2012 年 1 月 19 日

一、事件概述

近日我们调研了卧龙电气 (600580)，了解了公司生产经营的有关情况。

二、分析与判断

➤ 电机业务受益节能电机推广，维持高景气

今年推广电机操作层面发生转变，将有利于节能电机推广。2011 年是国家强制性推广节能电机第一年，发改委目标为推广 3000 万千瓦节能电机，但是由于采取推广的方式并没有收到较好效果，今年推广电机操作层面发生转变，将有利于节能电机推广。

公司提前布局高效节能电机。公司 2011 年承担了节能电机推广任务 160 万千瓦，当前正在积极地推进过程中，预计在今年将取得可喜的成绩。2010 年非定向增发募投项目 400 万千瓦高效节能电机，投产后将极大增加公司业绩。整合 ATB，一方面整合 ATB 技术借此进入国内采矿电机、船舶电机市场；另一方面利用公司在北美、印度市场优势助 ATB 打开上述市场。

➤ 电池新生产线助力公司电池业务

市场新增产能将充分释放，短时间不会有价格压力。2011 年铅酸电池行业受到环保整治，老厂房生产线全部关停，随着未来《铅酸电池准入条件》的出台将进一步推动行业整合，加速淘汰落后产能，而目前市场产能不足，涨价较为明显，较 2011 年初涨价 10-30%。市场新增产能将充分释放，短时间不会有价格压力。

公司电池新厂房将在今年底投产，其产能为旧厂的 1.5 倍，产能销售规模预计达 8-9 亿。同时公司还将加大对锂电池的投入，规划锂电池十条线作为储备，公司锂电生产线随着锂电池需求释放将加速投产。

➤ 变压器业务从低谷走出

轨道交通牵引变压前景看好。公司子公司北京华泰是目前国内唯一能够生产成套牵引整流设备的企业，在国家加快城市轨道交通建设速度的大背景下，轨道交通牵引变压器前景看好。

电力变压器盈利改善。未来公司加大对利润率相对较高的 500kV 以上电压等级和配电领域的开拓，我们预计今年电力变压器盈利将改善。

铁路牵引变大幅增长。公司铁路牵引变 2011 年在建设资金短缺、高铁事故等影响下，其订单、收入确认和回款均受到影响，一般铁路电力设备在通车前进行招标，预计高铁通车路程从 2011 年 2000 公里增加到 2012 年 5000 公里，公司作为铁路牵引变龙头，牵引变将大幅增长。

三、盈利预测与投资建议

公司未来业绩整体平稳增长，电机业务受益节能电机推广维持高景气，新电池生产线助力公司电池业务，变压器业务从低谷走出。预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.28 元、0.36 元和 0.42 元，给予“谨慎推荐”的投资评级。

四、风险提示：

节能电机业务推广未及预期。

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	3,312	4,191	5,220
增长率 (%)	30.09%	14.04%	26.56%	24.54%
归属母公司股东净利润 (百万元)	211	190	250	289
增长率 (%)	6.70%	-9.86%	31.54%	15.87%
每股收益 (元)	0.31	0.28	0.36	0.42
PE	16.81	18.66	14.18	12.24
PB	1.37	1.16	1.07	0.99

资料来源：民生证券研究所

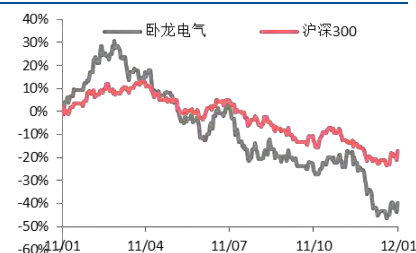
谨慎推荐 维持评级

合理估值：7.2 元

交易数据 (2012-1-16)

收盘价 (元)	5.35
近 12 个月最高/最低	12.14/4.72
总股本 (百万股)	687.73
流通股本 (百万股)	687.73
流通股比例%	100.00
总市值 (亿元)	36.79
流通市值 (亿元)	36.79

该股与沪深 300 一年走势比较



分析师

分析师：陈龙

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 68885796

Email: chenlong@mszq.com

联系人：黄彤

电话：(021) 68885572

Email: huangtong@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

一、电机业务受益节能电机推广，维持高景气

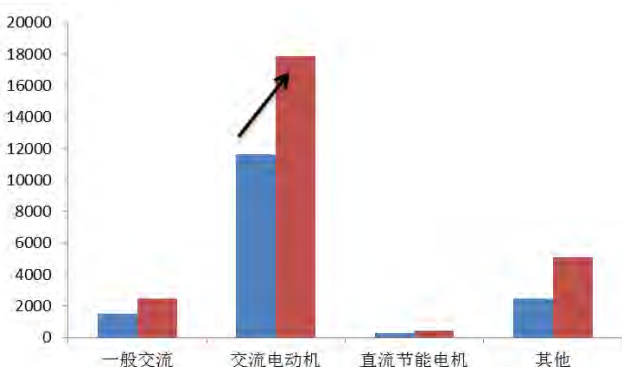
电机系统节能工程是节能减排工作的重点领域，电机耗能占整个工业耗能 60%-70%，而我国电机系统平均运行效率比国际先进水平低 10-15 个百分点，能效水平偏低 20% 以上，存在巨大的节电潜力。在美国和欧盟等发达地区 2011 年为强制实施超高效，而国内 2010 年强制实施高效，2010 年国内高效电机市场份额不足 3%，存在较大市场空间。预计中小型节能电机产量将由“十一五”末的 15920 万千瓦增加到 2020 年的 25920 万千瓦，增幅高达 62.81%，行业未来维持高景气。

表 1：2010 年世界各国推进高效电机情况

国家	强制（实施年度）	自愿协议（实施年度）	市场份额
美国	高效（1997） 超高效（2011）	超高效（2001）	超高效（16%） 高效（54%）
加拿大	高效（2006）	超高效	超高效（16%） 高效（54%）
欧盟	高效（2011） 超高效（2015）	超高效（1998）	高效（87%）
中国	标准效率（2002） 高效率（2010）	高效率（2002） 超高效率（2010）	高效率（3%） 普通（97%）

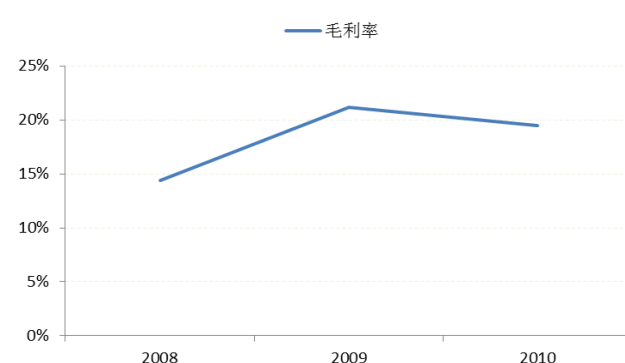
资料来源：上海经信委、民生证券研究所

图 1：十一五到十二五中小节能电机市场规模



资料来源：上海电器科学研究所、民生证券研究所

图 2：公司毛利率



资料来源：公司公告、民生证券研究所

2011 年是国家强制性推广节能电机第一年，发改委目标为推广 3000 万千瓦节能电机，但是由于采取推广的方式并没有收到较好效果，今年推广电机操作层面发生转变，将有利于节能电机推广。

中小型节能电机行业总体毛利率较为稳定，均维持在 18% 以上，公司作为少数几家具备高效电机生产能力的企业，毛利率高于行业。公司 2011 年承担节能电机销售推广任务 160 万千瓦，当前正在积极地推进过程中，预计在明年将取得可喜的成绩。公司电机业务看点一为：公司提前布局高效节能电机，2010 年非定向增发募投项目 400 万千瓦高效节能电机，投产后将极大增加公司业绩。

表 2：国内电机政策

年份	文件	内容
2006	《“十一五”十大重点节能工程实施意见》	更新改造低效电动机，对大中型变工况电机系统进行调速改造，对电机系统被拖动设备进行节能改造
2009	《装备制造业调整和振兴规划》	重点研发电机及驱动装置等核心技术

2010	《财政部 国家发展改革委关于印发“节能产品惠民工程”高效电机推广实施细则的通知》	将高效电机纳入节能产品惠民工程实施范围,采取财政补贴方式进行推广
2011	发改委计划全年推广 3000 万千瓦高效节能电机	2011 年全国高效电机的推广任务是 3177 万千瓦,占全国内电机销售量的比重约为 30%

资料来源:发改委网站、民生证券研究所

表 3: 高效节能电机财政补贴标准

年份	功率范围	补贴标准 (元/千瓦)
低压三相异步电机	0.55-315	31-58
高压三相异步电机	355-25000	26
稀土永磁电机	0.55-315	100

资料来源:民生证券研究所

集团公司收购 ATB,目前由公司托管,ATB 是欧洲第三大电机品牌,在采矿电机、船舶电机等方面具有较强竞争力,在欧洲电机市场方面,ABB 市场份额为 16%,西门子为 14%,ATB 12%。

今年公司电机业务看点二:在于公司整合 ATB,一方面整合 ATB 技术借此进入国内采矿电机、船舶电机市场;另一方面利用公司在北美、印度市场优势助 ATB 打开上述市场。

二、电池新生产线投产助力公司电池业务

市场新增产能将充分释放,短时间不会有价格压力。2011 年铅酸电池行业受到环保整治,老厂房生产线全部关停,随着未来《铅酸电池准入条件》的出台将进一步推动行业整合,加速淘汰落后产能,而目前市场产能不足,较 2011 年初涨价 10-30%。市场新增产能将充分释放,短时间不会有价格压力。

表 4: 整治铅酸电池行业政策

年份	名称	内容
2011.5	《关于加强铅蓄电池及再生铅行业污染防治工作的通知》	严格环境准入条件,进一步规范企业日常环境管理;建立重金属污染责任终身追究制
2011.9	《铅酸蓄电池行业准入条件(征求意见稿)》	对于新型铅酸电池及极板的生产能力不低于单班 20 万 kvAh,对于生产其他类型铅酸电池及极板的生产能力比低于单班 50 万 kvAh,现有项目在准入条件实施 2 年后达到单班 20 万 kvAh 以上。禁止新建、改扩建开口时普通铅酸电池、商品极板、干式荷电铅酸电池及镉含量高于 0.002% 或砷含量高于 0.05%的铅酸蓄电池及其含铅零部。

资料来源:民生证券研究所

公司电池新厂房将在今年底投产,其产能为旧厂的 1.5 倍,产能销售规模预计达 8-9 亿。同时公司还将加大对锂电池的投入,公司规划锂电池十条线作为储备,公司锂电生产线随着锂电池需求释放将加速投产。

三、变压器业务从低谷走出

轨道交通牵引变压前景看好。国内生产城市轨道交通牵引变压器厂商主要为公司子公司北京华泰和顺特电气,两者所占市场份额合计为 80%左右,北京华泰是目前国内唯一能够生产成套牵引整流设备的企业,在国家加快城市轨道交通建设速度的大背景下,生产轨道交通牵引变压器企业前景看好。

电力变压器盈利改善。公司电力变压器占总变压器 60-70%,原来国网 7 折招标,现在

九折半招标，今年公司盈利将改善。110kv 电力变压器公司目前处于亏损状态，35kv 以下略有盈利，未来公司加大对利润率相对较高的 500kV 以上电压等级和配电领域的开拓，同时公司考虑做交钥工程，有可能会收购二次设备厂商，我们预计今年电力变压器盈利将改善。

铁路牵引变大幅增长。公司铁路牵引变 2011 年在建设资金短缺、高铁事故等影响下，其订单、收入确认和回款均受到影响，牵引变这块将有大幅增长，对利润贡献有提升，主要在于目前铁路建设方面有些回暖迹象。一般铁路电力设备在通车前进行招标，预计高铁通车路程从 2011 年 2000 公里增加到 2012 年 5000 公里，公司作为铁路牵引变龙头，牵引变将大幅增长。

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	3,312	4,191	5,220
减：营业成本	2,395	2,823	3,554	4,431
营业税金及附加	9	13	16	20
销售费用	125	142	180	224
管理费用	138	159	201	251
财务费用	21	17	21	26
资产减值损失	10	10	5	5
加：投资收益	32	32	22	22
二、营业利润	238	180	236	285
加：营业外收支净额	28	60	79	80
三、利润总额	265	240	315	365
减：所得税费用	22	22	28	33
四、净利润	244	218	287	333
归属于母公司的利润	211	190	250	289
五、基本每股收益 (元)	0.31	0.28	0.36	0.42

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	5.59	14.52	12.36	11.46
成长能力:				
营业收入同比	30.1%	14.0%	26.6%	24.5%
营业利润同比	4.1%	-24.4%	31.5%	20.7%
净利润同比	6.7%	-9.9%	31.5%	15.9%
营运能力:				
应收账款周转率	6.14	5.77	5.83	5.78
存货周转率	5.28	4.58	4.80	4.77
总资产周转率	0.86	0.79	0.90	0.95
盈利能力与收益质量:				
毛利率	17.5%	14.7%	15.2%	15.1%
净利率	7.3%	5.7%	6.0%	5.5%
总资产净利率 ROA	6.0%	5.0%	5.8%	5.5%
净资产收益率 ROE	9.4%	7.2%	8.7%	9.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.14	3.06	2.88	2.44
资产负债率	36.2%	29.6%	33.5%	40.6%
长期借款/总负债	12.3	11.9	12.3	11.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.28	0.36	0.42
每股经营现金流量	0.11	(0.45)	(0.06)	(0.27)
每股净资产	3.77	4.42	4.79	5.22

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,223	1,143	1,035	1,218
应收票据	119	118	149	186
应收账款	512	635	804	1,001
预付账款	178	432	752	1,151
其他应收款	49	136	172	215
存货	673	774	974	1,214
其他流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
流动资产合计	2,754	3,238	3,887	4,984
长期股权投资	245	0	0	0
固定资产	511	638	717	765
在建工程	322	194	117	71
无形资产	213	199	186	174
其他非流动资产	(0)	(0)	(0)	(0)
非流动资产合计	1,309	1,084	1,069	1,056
资产总计	4,064	4,322	4,955	6,040
短期借款	296	0	70	490
应付票据	59	0	0	0
应付账款	551	619	779	971
预收账款	329	362	404	456
其他应付款	41	77	97	121
应交税费	(26)	(78)	15	15
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,289	1,058	1,350	2,039
长期借款	180	180	180	180
其他非流动负债	(0)	41	129	232
非流动负债合计	180	221	309	412
负债合计	1,469	1,279	1,659	2,450
股本	429	688	688	688
资本公积	1,206	1,206	1,206	1,206
留存收益	754	915	1,131	1,381
少数股东权益	206	234	271	314
所有者权益合计	2,594	3,043	3,296	3,590
负债和股东权益合计	4,064	4,322	4,955	6,040

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	75	(312)	(44)	(187)
投资活动现金流量	(323)	275	20	20
筹资活动现金流量	955	(103)	15	355

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

陈龙，华中科技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。

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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	18616023421	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

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17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

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

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。