

投资品 - 电气设备

业绩拐点信号明确

—卧龙电气 (600580) 深度研究报告

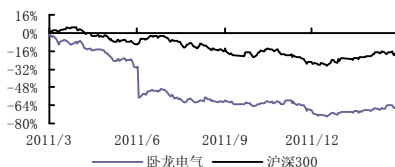
2012 年 3 月 22 日

评级: 买入 (首次)

市场数据	2012 年 3 月 21 日
当前价格 (元)	6.22
52 周价格区间 (元)	4.78-18.74
总市值 (百万)	4346.45
流通市值 (百万)	4346.45
总股本 (百万股)	687.73
流通股 (百万股)	687.73
日均成交额 (百万)	67.67
近一月换手 (%)	42.84%
第一大股东	卧龙控股集团有限公司
公司网址	http://www.wolong.com.cn

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2904	3308	4249	5314
收入同比 (%)	30%	14%	28%	25%
归属母公司净利润	211	159	222	295
净利润同比 (%)	7%	-24%	39%	33%
毛利率 (%)	17.5%	13.0%	14.8%	15.8%
每股收益 (元)	0.31	0.23	0.32	0.43
PE	21	27	19	15

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
卧龙电气	9.31%	7.98%	-45.49%
沪深 300	-0.73%	8.01%	-14.42%

颜彪

执业证书号 S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 高效电机及 ATB 的战略协同维持电机业务高增长。**受家电下乡政策逐步到期家电销量下滑明显, 微分电机未来增长将放缓; 2012 年在节能压力下, 电机能效标准提升, 同时财政部改变补贴方式, 积极推动新增与存量改造市场, 高效电机未来增长较快; 托管 ATB 后, 其项目电机优势将填补公司的不足, 国际化进程将更加顺利, 同时公司将为 ATB 做 OEM。我们预计 2011 年该业务收入增长 24.4%, 2012 年增速超过 30%; 毛利率保持稳定水平。
- 变压器盈利能力将提升。电力变压器:** 考虑到东源变压器并表, 预计 11 年收入将达到 4.2 亿元, 同比增长 143%; 12 年预期不太乐观, 毛利率将谷底回升。**铁路牵引变:** 受高铁事故影响建设放缓, 需求下降、毛利率下滑明显; 预计 11 年收入略有增长, 在铁道部开启融资渠道后, 12 年该业务将好转。**城市轨道交通牵引变:** 地铁建设项目部分出现延迟, 其性质与高铁投资不同, 同时公司积极拓展北京外市场, 12 年收入增速将回升, 盈利能力也将提升。
- 电池业务大幅反转。**受停产整顿影响, 11 年亏损超过 1300 万元; 老厂区将搬迁至新厂房, 形成 120 万 kVAh 的产能, 预计 4 月份将投产。公司增发项目拟投入 1.5 亿元, 形成 20 万 kVAh 锂离子电池产能, 将逐步替代铅酸电池在通信领域的应用。考虑到卧龙灯塔停产, 预计 11 年电源业务收入同比下降 38%, 毛利率 11% 左右; 12 年随着铅蓄电池新厂房投产和复产、锂电池逐步投产, 电池业务收入将同比增长 120%, 同时毛利率也将从谷底回升。
- 盈利预测:** 我们预测 11-13 年实现 EPS 分别为 0.23/0.32/0.43 元, 对应 3 月 21 日收盘价 6.22 元, 11-13 年 PE 分别为 27/19/15。考虑到电机业务的稳定表现, 变压器业务盈利能力提升以及电池业务全面复产, 业绩将全面转好, 首次给予“买入”评级。
- 风险提示:** 高效电机推广进度不确定性; 铁路投资、电网投资低于预期; 竞争加剧。

公司概况

主营业务

公司前身为浙江卧龙控股电机工业有限公司，于1995年12月21日成立，1998年10月变更为卧龙电气集团股份有限公司，2002年在上交所上市。

外延式扩张成为公司发展的主要推动力。2002年收购卧龙灯塔，使公司从电机产业延伸到电源产业；2003年收购武汉卧龙，使公司从低压电机业务拓展到中高压电机领域；2005年收购银川变压器，使公司拓展到输变电领域；2009年收购北京华泰，进入城市轨道交通成套整流牵引设备领域；2011年初，公司收购了东源变压器，进一步丰富了变压器产品链并完善区域布局。

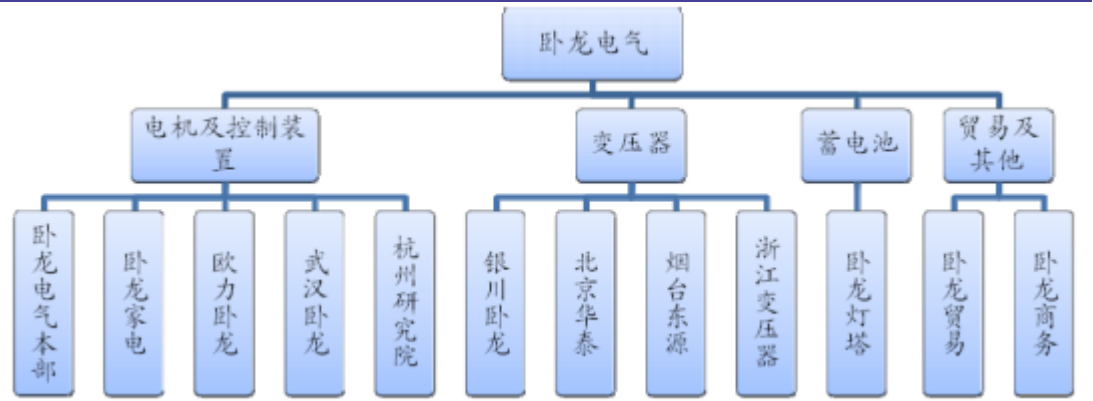
Figure 1 收购及新建的子公司

序号	控股子公司	主要业务	类别	控股权
1	卧龙灯塔	蓄电池	收购	94.64%
2	武汉卧龙	电机、配电柜及成套设备	收购	90%
3	银川卧龙	铁路牵引变压器	收购	92.5%
4	北京华泰	轨交成套整流、干式/油浸 变压器、变电站、硅整流器	收购	51%
5	东源变压器	电力变压器	收购	70%
6	卧龙家电	家用电机及零配件	合资	60%
7	欧力卧龙	振动机械	合资	49%
8	卧龙商务	商务咨询、商务服务、进出口 贸易	合资	88.25%
9	意大利电动力	买卖材料、机器及相关机械 零部件	合资	77%
11	卧龙橡塑	塑料，橡胶制品	合资	48.27%
12	卧龙研究院	研发、技术服务、高压变频、 环境监测及处理设备	全资	100%
13	卧龙贸易	进出口贸易业务	全资	100%
14	卧龙变压器	变压器	全资	100%
15	卧龙香港	进出口贸易业务	全资	100%
16	芜湖卧龙	电机及控制装置	全资	100%
17	卧龙置业投资	房地产投资	参股	22.76%
18	绍兴银行	银行业务	参股	7.52%
19	龙信投资	股权投资	参股	10%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司经过收购、合资、新设以及参股等方式，完成了由“电机”向“电气”的布局，形成了电机及控制、变压器和蓄电池三大业务并举的业务格局。

Figure 2 业务结构图



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

收入及盈利情况

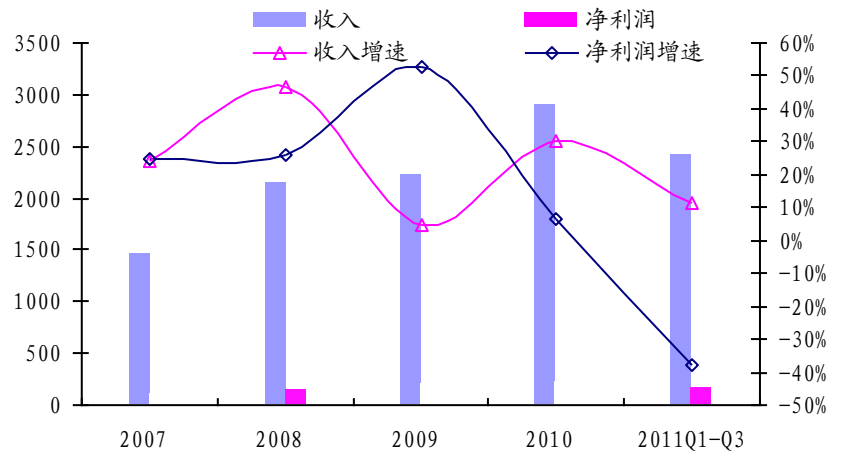
2007-2010 年公司收入复合增长率达到 26%，净利润复合增长率达到 27%。

2009 年电机及控制装置收入受金融危机影响同比下降 11%；2010 年该业务出现恢复性增长，达到 54.14%。

2009 年公司收购了北京华泰，09 年变压器业务同比增长 120%，但 2010 年受电网投资增速减缓，2010 年收入增速 22.8%。

2002 年收购卧龙灯塔进入蓄电池领域，但产能过剩以及 11 年行业停产整顿，导致公司蓄电池业务收入负增长。

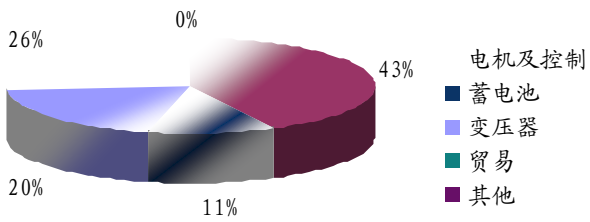
Figure 3 历年收入、净利润及其增速



数据来源：wind、世纪证券研究所

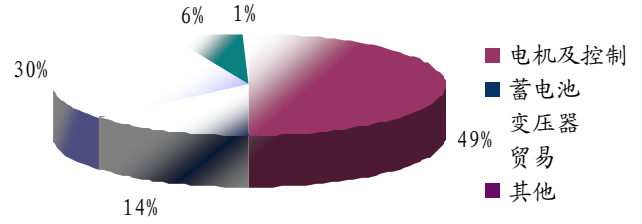
2010 年三大业务毛利贡献已超过 93%，其中电机及控制装置占 49.90%，变压器占 29.81%，蓄电池占 13.88%。2011 年三季度三大业务毛利贡献达到 94.2%，但电机及控制业务贡献上升，变压器和蓄电池贡献下降；主要原因是变压器需求下降、蓄电池因停产影响而导致两大业务收入与毛利均下降，而电机业务增长较稳定，2011 年三季度毛利同比增长率超过 20%，占比达到 68.07%。

Figure 4 2010 年收入结构



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 5 2010 年毛利结构

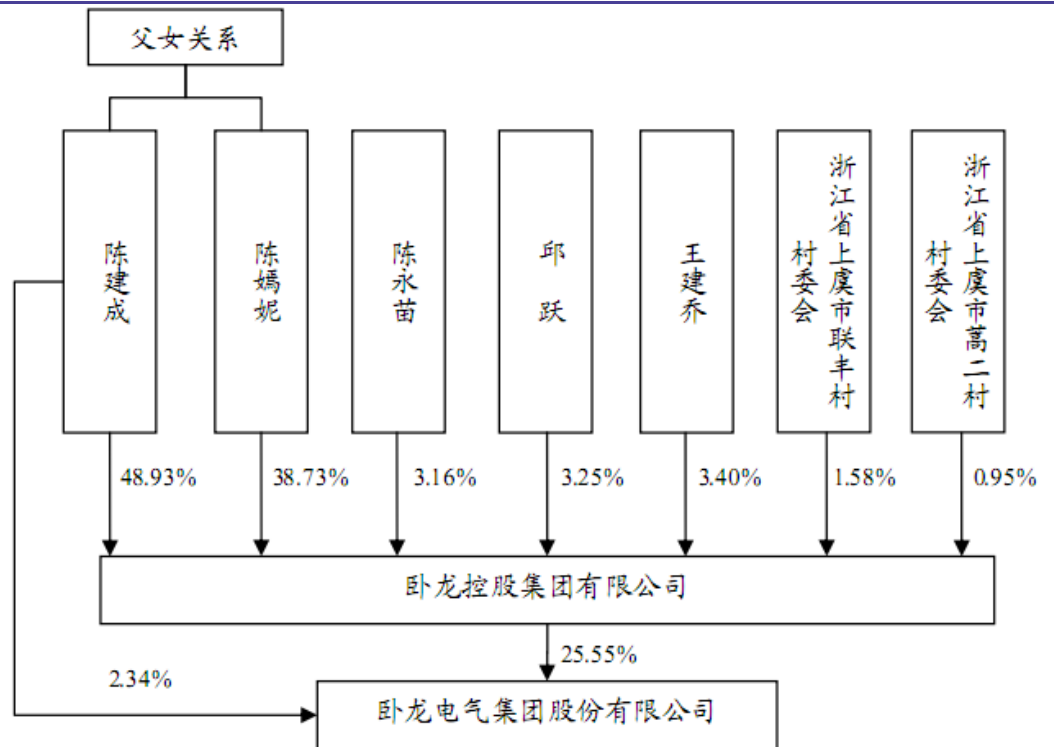


数据来源：公司公告、世纪证券研究所

股权结构

卧龙控股集团持有公司 1.76 亿股，占公司股权比例的 25.55%，是本公司的控股股东；陈建成直接持有本公司 2.34% 的股份，持有卧龙控股 48.93% 的股份，是公司实际控制人。

Figure 6 股权关系结构

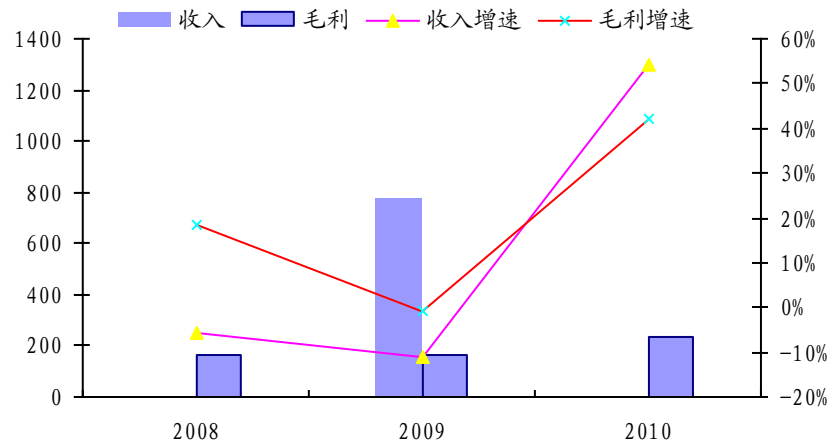


资料来源：公司公告、世纪证券研究所

电机及控制：高效电机推广加快+ATB的协同效应

公司电机业务主要包括微分电机、中小型电机及其控制装置，其中微分电机主要用于室内挂式空调、豆浆机、汽车 ABS 电机等，市场占有率 9%左右；中小型电机主要用于各类装备行业、冶金、矿山和建筑行业，欧力卧龙的振动电机在行业内市场占有率排名全球第二、全国第一。

Figure 7 电机及控制业务收入及毛利增速（单位：万元）



数据来源：wind、世纪证券研究所

微分电机增长趋缓

公司微分电机主要受益于家电下乡政策，过去两年家电行业在家电下乡、以旧换新政策带动下，增长明显。但 11 年底各地家电下乡政策逐步到期，家电销售量下降较为明显。根据商务部统计，2011 年 12 月，家电下乡产品销售量和销售额同比分别下降 28.5%和 17.9%；2012 年 1 月，国内家电市场销售惨淡。

虽然商务部部长陈德铭表示 2012 年将继续扩大内需，家电下乡政策将进行到 2012 年底，但市场需求明显看淡，我们预计微分电机未来增长将趋缓。

高效电机增长加快

中国电机年用电量超过 2 万亿千瓦时，约占全国用电量的 60%和工业用电量的 80%，而高效电机能耗可比普通电机降低 20%-30%，如果将普通电机全部更换为高效电机，最终将实现每年至少节电 600 亿千瓦时，接近三峡电站全年的发电量。

➤ 推广力度加大，但 2011 年低于预期

我国从 2010 年 6 月开始推行高效电机，至今进行了三批企业级产品的入围推广，补贴标准和推广数量也逐步加大，但市场推广低于预期。2010 年高效电机销量占比不到 3%；2011 年推广目标为 3177 万千瓦，但 2011 年上半年已签订合同且出货的高效电机仅 48.83 万千瓦，仅占年推广总量的 1.5%。我们认为主要原因是电机销售的追溯较为复杂，同时电机销售大部分面对设备成套代理商（不是最终用户），采购意愿不强烈。

Figure 8 第二批、第三批高效电机补贴标准

产品类型	额定功率 (千瓦)	补贴标准 (元/千瓦)
低压三相异步电机	$0.55 \leq \text{额定功率} \leq 22$	58
	$22 < \text{额定功率} \leq 315$	31
高压三相异步电机	$355 \leq \text{额定功率} \leq 25,000$	26
稀土永磁电机	$0.55 \leq \text{额定功率} \leq 22$	100
	$22 < \text{额定功率} \leq 315$	40

数据来源：财政部、世纪证券研究所

➤ 2012 年高效电机增长加快

(1) **新标准的实行，新增与存量改造市场。**2011 年 7 月 1 日起，执行高效电机二级能效标准，禁止三级效率及以下的生产，2012 年所有新项目都要使用高效电机。同时以上海推出的以旧换新，推进存量老旧电机的更新升级的存量改造方法将在全国不断推广。

(2) **财政补贴方式的转变。**财政部在补贴方法中认为高效电机的补贴应该给终端用户，但由于项目电机销售占比较大，其产品追溯工作量很大，难以大规模推广。为了配合发改委高效电机的推广，补贴方式将发生变化（将补贴直接给生产厂商）。

(3) **节能压力的加大。**2011 年节能减排目标没有达到预期目标，2012 年两会期间关于节能减排的提案较多，《“十二五”节能减排全民行动实施方案》、《工业节能“十二五”规划》等一系列政策的发布，显示出政府大力推动节能减排的决心。

我们认为，2012 年高效电机将在补贴与标准提升的双重利好下，市场需求保持快速增长。

公司生产的 72 个规格的低压三相异步电动机、24 个规格的稀土永磁三相同步电动机和 667 个规格的高压三相异步电动机先后入围补贴目录。同时，公司对现有中小型电机业务进行技术改造，以满足电机能效新标准。

Figure 9 前三批高效节能电机入围企业及产品结果

批次	上市公司	电机类型	规格 (kW)	补贴标准	入围型号种数
第一批	卧龙电气	低压高效电机	0.55 ~ 22kW	35 元/kW	37
		低压高效电机	22 ~ 315kW	15 元/kW	35
		稀土永磁电机	0.55 ~ 22kW	40 元/kW	24
	金龙机电	低压高效电机	0.55 ~ 22kW	35 元/kW	35
		低压高效电机	22 ~ 315 kW	15 元/kW	34
第二批	卧龙电气	高压高效电机	335~25000 kW	26 元/kW	667
	江特电机	高压高效电机	335~25000 kW	26 元/kW	252
	湘电股份	高压高效电机	335~25000 kW	26 元/kW	10
第三批	江特电机	高压高效电机	335~25000 kW	26 元/kW	198
	湘电股份	高压高效电机	335~25000 kW	26 元/kW	1332
	方正电机	稀土永磁电机	0.55 ~ 22 kW	100 元/kW	5

数据来源：财政部、世纪证券研究所

托管 ATB，与公司形成协同效应

2011年10月19日，公司控股股东卧龙控股集团完成对奥地利ATB驱动技术股份公司股权的收购，并购额约1.05亿欧元（1.44亿美元）。卧龙集团收购ATB集团及其原股东艾泰克工业股份公司所持的ATB全部股权和债权。收购完成后，卧龙控股成为ATB公司的实际控制人，间接控制ATB公司97.94%的股权。为了避免同业竞争，卧龙控股已于2011年8月与卧龙电气就ATB公司的运营管理签署了《委托管理协议》，卧龙控股委托卧龙电气对ATB公司管理运营，管理期限为36个月。

奥地利ATB集团是欧洲居领先地位的电动马达和驱动系统的制造商，是欧洲与ABB、西门子齐名的三大品牌之一，拥有超过120年电机驱动技术的经验。

其产品主要分为：家用和园林工具电机（奥地利）、工业电机（德国、塞尔维亚）、防爆电机（英国、德国）、家电电机（法国）以及针对汽车行业的研发中心（奥地利），其中工业电机占其收入的一半。

ATB的电机产品可以做到1万千瓦，最高可以做到2.5万千瓦，而国内最大只能做到8000千瓦的水平。欧洲市场占ATB电机产品总销售额的90%，在石油化工、石油开采、煤炭开采及核电电机方面占有全球较大的市场份额，其中ATB的钻井平台电机是世界最好的，占世界市场50%左右。ATB只有煤矿领域电机（防爆电机）直接销售给中国，其他产品通过欧洲总设备成套代理商间接进入国内市场。

2010年，ATB集团共实现销售收入3.14亿欧元，2011年预计可实

现销售收入近4亿欧元。

卧龙电气托管 ATB 后，战略协同将成为重点：

(1) **国际化**。公司借鉴 ATB 品牌、技术研发、工艺以及全球的销售网络，自身产品质量将得到优化、国际化进程将更加顺利；

(2) **项目电机与工业电机的互补**。ATB 的项目电机优势可以填补公司的不足；ATB 工业电机盈利能力较差，要转移到国内；

(3) **OEM 市场**。考虑到国内低廉的成本，公司将为 ATB 做 OEM，我们预计 2012 年将开始有产出，2013 年将会大批量生产。

(4) **对 ATB 管理实力的提升**。公司在工业电机领域强大的制造和销售经验，以及公司的良好管理能力，将为 ATB 带来新的发展动力。

控制类产品：加强与电机配套

公司控制类产品实施主体为卧龙本部控制器事业部以及杭州研究院。控制类产品主要为电机配套，但收入占电机及控制业务比例为 10% 左右。

公司电机及控制业务将发生调整：从原来的以电机本体为主，逐步调整到以控制和集成产品为主，实现产品性能向高效节能、精密控制和系统集成化方向转型升级。

因此，控制产品未来将成为公司突破的重点。公司计划“十二五”控制类产品生产占集团电机及控制产业比重达到 1/3。

考虑到高效节能电机的大力推广、ATB 协同效应的逐步显现，公司电机及控制业务战略方向积极调整，我们预计 2011 年该业务收入增长 24.4%，2012 年增速超过 30%；毛利率保持稳定水平。

Figure 10 电机业务收入预测 (单位: 百万元)

电机	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中小型电机	423	355	529	688	1032	1547
增速		-16.08%	49.01%	30.00%	50.00%	50.00%
微分电机	448	420	665	798	918	1055
增速		-6.25%	58.33%	20.00%	15.00%	15.00%
合计	871	775	1194	1486	1949	2603
增速		-11.02%	54.06%	24.43%	31.20%	33.52%

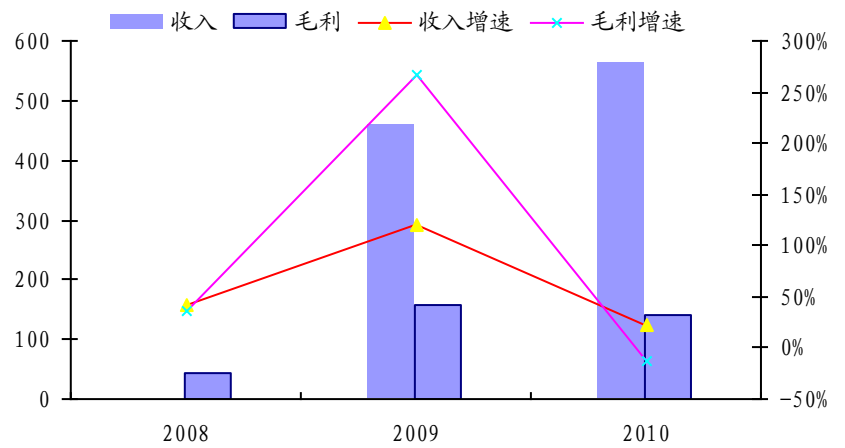
数据来源：公司公告、世纪证券研究所

变压器：盈利能力将提升

公司变压器业务主要包括电力变压器和城市轨交/铁路牵引变。05年公司收购银川变压器，进入铁路牵引变压器领域；09年4月收购北京华泰变压器，进入城市轨道交通成套成套整流设备领域；09年5月在北京成立输变电事业本部，统管银川卧龙和北京华泰；09年11月，公司在浙江上虞成立卧龙变压器公司启动高压、超高压变压器项目；2011年公司收购烟台东源变压器进入500kV电压等级电力变压器领域。

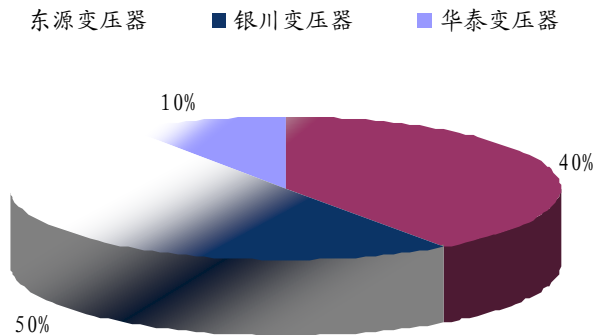
变压器业务增速较快，07-10年收入复合增长率达到56.85%，净利润复合增长率为63.82%，收入占比从08年的10%上升到10年的20%，超过蓄电池成为公司第二大收入来源。

Figure 11 变压器业务收入及毛利增速 (单位: 百万元)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 12 2011年3季度变压器业务结构



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

电力变压器：产品结构优化

公司收购北京华泰后，变压器业务盈利贡献迅速提升；公司收购东源变压器后，公司变压器业务将再上一个台阶。2011年前三季度东源变压器实现收入2.77亿元，占当期变压器业务收入的45%。

电力变压器由于招标价格下降、产能过剩，2011年毛利率下降较快。目前电力变压器招标价格与去年最低价格相比，提升了10-20%，但竞争仍然激烈。我们预计2012年电力变压器毛利率能谷底回升。

在我国电网投资增速趋缓的背景下，公司的电力变压器未来发展趋势是：

(1) 依靠东源变压器和本部高压/超高压项目，扩大220KV及以上变压器占比，220KV变压器产能不足将显著改善、550KV智能型变压器挂网运行；

(2) 在城农网改造的背景下，加大35KV及以下变压器在配网侧的应用；

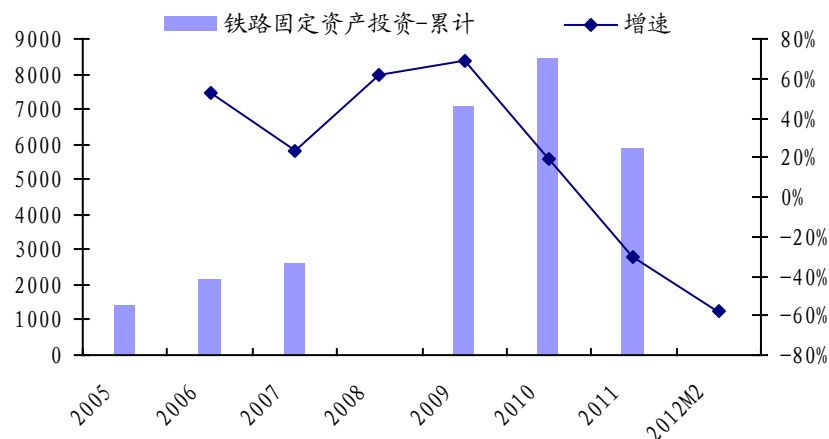
(3) 积极参与哈萨克斯坦等亚洲其他国家电网变压器项目总承包工程，积极拓展海外变压器市场。

考虑到东源变压器的并表，我们预计2011年电力变压器收入将达到4.2亿元，同比增长143%；2012年预期仍然不太乐观，但公司通过业务结构的调整，将一定程度扭转颓势，预计收入增长15%左右。

铁路牵引变：铁路融资环境改善

高铁事故之后，我国高铁建设速度放缓。2011年，铁路固定资产投资和基建投资分别完成5863亿元，同比下降30.42%；2012年1-2月份同比下降57.7%（存在春节及去年同期基数较高的因素），2012年计划固定资产投资5000亿元，同比下降14.7%。

Figure 13 我国铁路固定资产投资及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 铁道部、世纪证券研究所

银川卧龙是公司生产铁路牵引变压器的主体,是铁道部指定的铁路牵引变压器供应商之一,其高铁份额已经超过40%,其竞争对手为云变股份和长沙顺特,三家企业合计占有牵引变压器市场份额约80%以上。2011年1-9月铁路牵引变压器产品销售收入占公司变压器业务板块销售收入的比重为39.15%。

高铁建设放缓对该业务的影响主要在以下几个方面:

(1) **需求下降,收入增速下滑。**我们预计2011年铁路牵引变收入略有增长,在高铁建设恢复性增长之前,该产品难以出现较快增长。

(2) **竞争加剧,毛利率下滑明显。**我们预计该业务2011年毛利率低于9%,导致2011年前三季度亏损2860万元。

(3) **铁道部现金流紧张,公司应收款大幅增长。**2011年9月末铁路牵引变压器产品应收账款余额由年初的6341.30万元增长至1.83亿元,增幅达188.88%。

铁道部开启融资通道。2011年10月-11月,铁道部发行了四期铁路建设债券,募集规模为1000亿元,包括公司在内的设备提供商收到部分应收账款。2012年2月,铁道部发行2012年第一期铁路建设债券150亿元、第二期200亿元,资金紧张的情况得到一定程度的缓解。

我们预计2012年公司牵引变业务将好转,但反弹幅度受到铁路整体投资以及铁路融资情况影响。

城市轨道交通牵引变:虽有所放缓但前景仍明朗

2010年底,中国已有36座城市向国家主管部门上报了城市轨道交通

通建设规划，其中有 28 座城市的轨道交通近期建设规划得到政府批准，共规划线路 90 多条，总里程约 2700 公里，总投资超过 10720 亿元。2011 年发改委批复了合肥、长春、大连三个城市的轨道交通 1 号线工程，加上武汉和深圳新批复的规划线路共 13 条线路。

根据规划，至 2015 年前后，北京、上海、广州等 22 个城市将新建 79 条轨道交通线路，总长 2259.84 公里。到 2015 年前后，我国建成和在建轨道交通线路将达到 158 条，总里程将超过 4189 公里。

由于地铁建设的资金需要地方政府自己承担，而 2011 年地方政府土地出让金的减少对地铁建设资金缺口有较大影响，2011 年全国普遍出现地铁项目延迟，其建设速度受到经济下行和地方政府财政的影响。

北京华泰是公司生产城市轨道交通牵引整流设备的主体，在北京市场的占有率达 90%，全国市场份额 40%以上；是国内唯一一家能够生产成套牵引整流设备的企业，其主要竞争对手是顺特电气。

北京华泰由于战略性市场扩张策略、提前布局全国地铁建设项目，如重庆、长沙、昆明，导致销售费用有较大上升，从而导致 2011 年出现亏损。

虽然地铁建设项目部分出现延迟，但我们认为其性质与高铁投资不同，受到资金的影响没有高铁大。同时，公司积极拓展北京外的市场，**2012 年地铁变压器产品收入增速将回升，盈利能力也将提升。**

考虑到东源变压器的并表，我们预计 2011 年公司变压器收入同比增长 45.65%，整体毛利率 9%左右，出现较大亏损。2012 年随着电力变压器招标规则转变、高铁融资环境改善以及地铁业务战略扩张，我们预计变压器整体收入增速趋缓，但毛利率将提升至 15%的水平。

Figure 14 变压器业务收入预测 (单位: 百万元)

变压器	2010	2011Q3	2011E	2012E	2013E
电力变压器	173	300	420	483	531
增速			142.77%	15.00%	10.00%
整流变压器	114	76	120	156	195
增速			5.26%	30.00%	25.00%
牵引变压器	277	241	280	322	354
增速			1.08%	15.00%	10.00%
合计	563	617	820	961	1,081
增速			45.65%	17.20%	12.43%

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

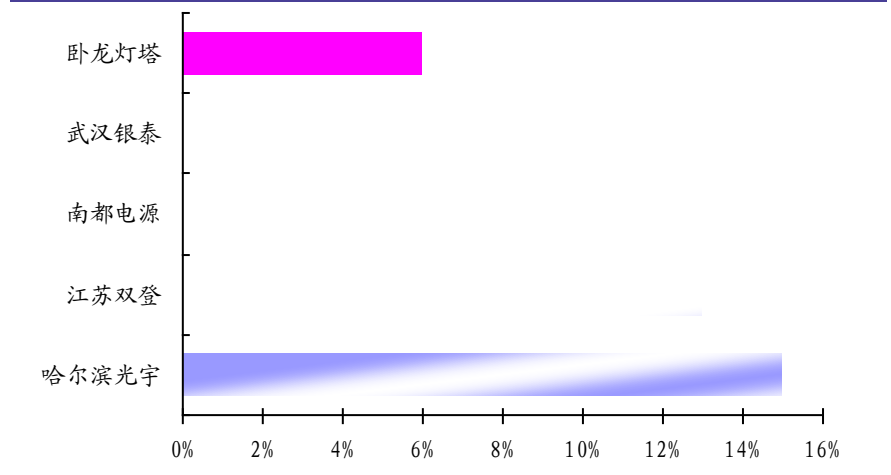
电池：新厂区投产+锂电池

蓄电池：行业洗牌，电池产能提升

公司蓄电池为阀控密封式铅酸蓄电池，应用于移动通信基站、计算机网络以及电力等行业，其中蓄电池产品90%用作通信基站的备用电源，在通信铅蓄电池市场，份额从08年的3%提高到2011年中期的6%左右，呈现出逐年递增的态势。

2011年以来，国家对铅蓄电池企业进行整顿，全国82%的企业被取缔或停产，实际生产的铅蓄电池企业只有13%。另外，2012年即将颁布的《铅酸蓄电池行业准入条件》对新建项目和现有企业都提出了明确细致的要求，准入门槛大幅提升，行业将迎来第二轮洗牌。

Figure 15 通信用蓄电池市场份额

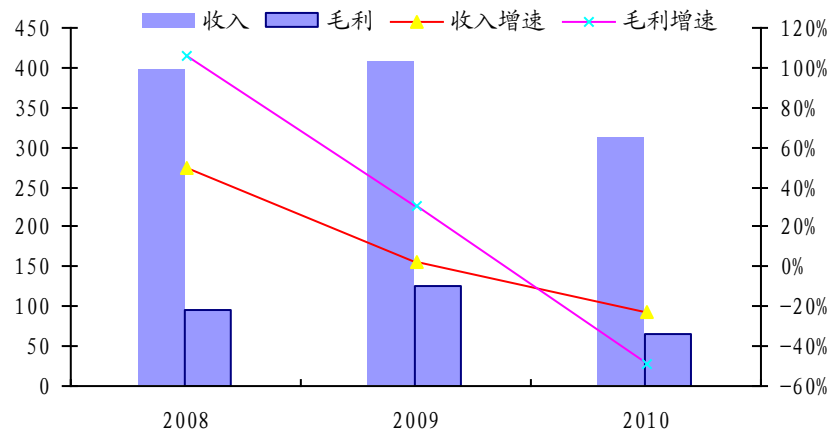


数据来源：

卧龙灯塔是公司铅蓄电池的生产主体，2010年卧龙灯塔营业收入占卧龙电气销售收入的11.16%，净利润占卧龙电气净利润的9.1%。

2011年5月开始停产整顿，至今仍未复产，导致2011年公司电池业务出现较大亏损。2011年前三季度卧龙灯塔实现营业收入2.01亿元，净利润-1346.86万元。

Figure 16 电源收入及毛利增速 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

我们认为公司铅蓄电池业务在 2012 年将全面反转:

(1) **行业洗牌, 价格有所回升。** 2011 年铅蓄电池行业整顿后, 产能减少了 80% 以上, 有利于淘汰落后产能以及行业集中度的提升。同时供应紧张, 大型电池价格 (由于议价能力弱, 客户主要为通信运营商) 开始止跌, 而小型电池 (下游为电动自行车, 议价能力强) 开始小幅回升, 涨幅比整顿前提高 10% 以上。

(2) **新厂房即将投产。** 卧龙灯塔在袍江工业区新厂房已经在试生产, 预计 4 月份投产。老厂区将搬迁至新厂房, 合计形成年产 120 万 kVAh 的生产能力, 产值将超过 10 亿元。新厂房除原有的通信铅蓄电池和 UPS 电源外, 还拓展了汽车蓄电池 30 万 kVAh 的产能。

Figure 17 卧龙灯塔技改项目产能情况

项目技改前	技改项目	项目技改后
老厂区: 密闭工业型蓄电池 18 万 KVAh 普通起动型蓄电池 18 万 KVAh	新厂区: 高功率 UPS 电源 35 万 KVAh 通讯用密闭电源 25 万 KVAh 密闭免维护汽车蓄电池 30 万 KVAh	老厂区: 停止生产, 转移到新厂区 新厂区: 高功率 UPS 电源 35 万 KVAh 通讯用密闭电源 25 万 KVAh 密闭免维护汽车蓄电池 30 万 KVAh
合计 36 万 KVAh	合计 90 万 KVAh	合计 90 万 KVAh

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

锂电池: 替代铅蓄电池, 向动力、储能迈进

环保风暴之后铅蓄电池市场份额急剧缩水, 锂电池迅速上位。随着锂电池价格正在逐步下降, 与铅蓄电池价格差距越来越小, 促使对铅蓄电池的替代进程加速。

公司增发募投项目拟投入 1.5 亿元，形成 20 万 kVAh 大容量磷酸铁锂离子电池的产能，并计划逐步将磷酸铁锂电池替代现有铅酸电池在通信领域的应用，公司目前正与中国电信、中国移动、中国联通三家运营商开展合作。2011 年 8 月，卧龙灯塔获得江西电信总额 86 万元的 253 组锂电池订单，实现锂电销售零的突破。

未来公司的锂电池将逐步向电动自行车、电动工具等领域拓展，并开拓电动汽车、太阳能及风力发电的储能电源市场。

“十二五”期间，集团电源产业将以绍兴灯塔为制造基地，加快新厂区技改投入建设并快速实现产能。形成以阀控电池、动力电池和储能电池为主导，加大动力电池，尤其是动力锂电池在电源产业中的比重，并使之达到 1/3 的销售规模。

考虑到卧龙灯塔停产，我们预计 2011 年电源业务收入同比下降 38%，同时毛利率 11%左右；2012 年随着铅蓄电池新厂房投产和复产、锂电池逐步投产，电池业务收入将同比增长 120%，同时毛利率也将从谷底回升。

Figure 18 电源业务收入预测 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电源	407	312	194	426	639
增速	2.45%	-23.25%	-38.00%	120.00%	50.00%

数据来源: wind、世纪证券研究所

盈利预测

盈利预测假设:

(1) 电机及控制: 考虑到高效节能电机的大力推广、ATB协同效应的逐步显现, 公司电机及控制业务战略方向积极调整, 我们预计 2011 年该业务收入增长 24.4%, 2012 年增速超过 30%; 毛利率保持稳定水平。

(2) 变压器: 考虑到东源变压器的并表, 我们预计 2011 年公司变压器收入同比增长 45.65%, 整体毛利率 9%左右。2012 年随着电力变压器招标规则转变、高铁融资环境改善以及地铁业务战略扩张, 我们预计变压器整体收入增速趋缓, 但毛利率将提升至 15%的水平。

(3) 电源: 考虑到卧龙灯塔停产, 我们预计 2011 年电源业务收入同比下降 38%, 同时毛利率 11%左右; 2012 年随着铅蓄电池新厂房投产和复产、锂电池逐步投产, 电池业务收入将同比增长 120%, 同时毛利率也将从谷底回升。

盈利预测:

我们预测 2011-2013 年收入增速分别为 13.93%、28.42%和 25.07%, 净利润增速分别为 -24.32%、39.04%和 33.26%, 实现 EPS 分别为 0.23/0.32/0.43 元, 对应 2012 年 3 月 21 日收盘价 6.22 元, 11-13 年 PE 分别为 27/19/15。考虑到电机业务的稳定表现, 变压器业务盈利能力提升以及电池业务全面复产, 业绩将全面转好, 首次给予“买入”评级。

Figure 19 收入预测 (单位: 万元)

	2007	2008	2009	2010	2011Q1-Q3	2011E	2012E	2013E
电机及控制装置	92,226	87,120	77,532	119,506	106,934	148,570	194,925	260,268
增速		-5.54%	-11.01%	54.14%		24.43%	31.20%	33.52%
电源	26,488	39,725	40,697	31,233	19,079	19,364	42,602	63,903
增速		49.97%	2.45%	-23.25%		-38.00%	120.00%	50.00%
变压器	14,601	20,815	45,877	56,347	61,671	82,000	96,100	108,050
增速		42.56%	120.41%	22.82%		45.65%	17.20%	12.43%
贸易	16,638	59,264	53,948	72,539	45,300	68,912	79,249	87,174
增速		256.20%	-8.97%	34.46%		-5.00%	15.00%	10.00%
其他		938	553	1,235	1626	2000	2000	2000
增速			-41.06%	123.33%				
主营业务收入	149,954	207,862	218,607	280,860	234,610	320,847	414,876	521,395
增速		38.62%	5.17%	28.48%		14.24%	29.31%	25.67%
其他业务收入			4,617.74	9,532.33	7,800.00	10,000	10,000	10,000
毛利率			33.82%	43.65%		35.00%	35.00%	35.00%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 20 毛利率预测

	2009	2010	2011Q1-Q3	2011E	2012E	2013E
电机及控制装置	21.18%	19.51%	18.10%	18.50%	18.50%	18.50%
电源	31.01%	20.76%	10.78%	10.80%	13.00%	15.00%
变压器	34.59%	24.71%	8.71%	9.00%	15.00%	18.00%
贸易	4.03%	3.80%	2.68%	2.80%	3.50%	3.50%
其他	20.99%	19.33%	26.87%	25.00%	20.00%	20.00%
主营毛利率 (%)	21.59%	16.62%	12.12%	12.28%	14.27%	15.47%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 21 盈利预测

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2904	3308	4249	5314	
营业成本	2395	2880	3622	4473	
营业税金及附加	9	10	13	16	
营业费用	125	159	191	228	
管理费用	138	172	204	239	
财务费用	21	44	64	62	
资产减值损失	10	-18	10	10	
公允价值变动收益	-0	0	0	0	
投资净收益	32	91	50	50	
营业利润	238	154	195	336	
营业外收入	30	45	80	30	
营业外支出	2	2	2	2	
利润总额	265	197	274	365	
所得税	22	16	22	29	
净利润	244	181	252	335	
少数股东损益	33	22	30	40	
归属母公司净利润	211	159	222	295	
EBITDA	309	258	346	502	
EPS (元)	0.49	0.23	0.32	0.43	

数据来源: wind、世纪证券研究所

风险提示:

- (1) 高效电机推广进度不确定性;
- (2) 铁路/城市轨道交通建设进度低于预期
- (3) 电网投资下滑超预期、竞争加剧;
- (4) 蓄电池行业政策风险

Figure 22 三大报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2754	3203	3522	4236	营业收入	2904	3308	4249	5314
现金	1223	1221	1287	1593	营业成本	2395	2880	3622	4473
应收账款	512	744	765	957	营业税金及附加	9	10	13	16
其他应收款	49	69	74	93	营业费用	125	159	191	228
预付账款	178	173	217	268	管理费用	138	172	204	239
存货	672	860	1009	1113	财务费用	21	44	64	62
其他流动资产	119	136	170	213	资产减值损失	10	-18	10	10
非流动资产	1309	1699	1707	1704	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	242	260	260	260	投资净收益	32	91	50	50
固定资产	510	811	954	1015	营业利润	238	154	195	336
无形资产	213	213	213	213	营业外收入	30	45	80	30
其他非流动资产	344	415	280	216	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4064	4902	5229	5941	利润总额	265	197	274	365
流动负债	1289	2101	2176	2552	所得税	22	16	22	29
短期借款	296	973	973	973	净利润	244	181	252	335
应付账款	551	720	797	984	少数股东损益	33	22	30	40
其他流动负债	441	408	407	595	归属母公司净利润	211	159	222	295
非流动负债	180	60	60	60	EBITDA	309	258	346	502
长期借款	180	60	60	60	EPS (元)	0.49	0.23	0.32	0.43
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	1469	2161	2236	2612	主要财务比率				
少数股东权益	206	227	257	297	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	429	685	685	685	成长能力				
资本公积	1206	950	950	950	营业收入	30.1%	13.9%	28.4%	25.1%
留存收益	754	879	1101	1396	营业利润	4.1%	-35.3%	26.9%	72.3%
归属母公司股东权益	2389	2514	2736	3031	归属于母公司净利润	6.7%	-24.3%	39.0%	33.3%
负债和股东权益	4064	4902	5229	5941	获利能力				
					毛利率(%)	17.5%	13.0%	14.8%	15.8%
现金流量表					净利率(%)	7.3%	4.8%	5.2%	5.6%
					ROE(%)	8.8%	6.3%	8.1%	9.7%
					ROIC(%)	14.7%	7.6%	9.7%	14.7%
经营活动现金流	75	-241	303	420	偿债能力				
净利润	244	181	252	335	资产负债率(%)	36.2%	44.1%	42.8%	44.0%
折旧摊销	50	61	87	105	净负债比率(%)	33.77%	53.34%	46.18%	39.53%
财务费用	21	44	64	62	流动比率	2.14	1.52	1.62	1.66
投资损失	-32	-91	-50	-50	速动比率	1.61	1.11	1.15	1.22
营运资金变动	-225	-456	-63	-61	营运能力				
其他经营现金流	17	21	13	30	总资产周转率	0.86	0.74	0.84	0.95
投资活动现金流	-323	-344	-53	-52	应收账款周转率	6	5	5	6
资本支出	333	350	100	100	应付账款周转率	5.15	4.53	4.78	5.02
长期投资	-3	18	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	8	24	47	48	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.23	0.32	0.43
筹资活动现金流	955	582	-184	-62	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	-0.35	0.44	0.61
短期借款	17	676	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.48	3.67	3.99	4.42
长期借款	10	-120	0	0	估值比率				
普通股增加	144	257	0	0	P/E	20.86	27.56	19.82	14.88
资本公积增加	810	-257	0	0	P/B	1.84	1.75	1.61	1.45
其他筹资现金流	-27	26	-184	-62	EV/EBITDA	12	14	11	7
现金净增加额	707	-3	66	307					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 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;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.