

电气设备

报告原因：跟踪报告

2012年4月10日

市场数据：2012年4月10日

总股本/流通股本(亿股)	6.88/6.88
收盘价(元)	5.44
流通市值(亿元)	37.43

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	43.60%
毛利率	14.24%
净资产收益率(摊薄)	4.47%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

卧龙电气 (600580)

首次

看好高效节能电机及电池业务

增持

公司研究/跟踪报告

投资要点：

① **高效节能电机推广提升市场容量，有利于市场份额向优势企业集中。**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，推广规模低于预期。我们认为直接补贴电机生产企业有利于补贴效果迅速实现，目前政策有这种倾向，我们认为 2012 年高效节能推广规模有望扩大。高效节能电机售价比普通电机高出 20%左右，高效节能电机的推广有利于扩大市场容量。而高效节能电机技术含量较高，生产厂商较少，毛利率水平相对较高。据统计，电机系统用电量约占全国用电量的 70%，但是我国 80%以上的电机产品效率比国外先进水平低 2%-5%，电机系统效率比国外先进水平低 10%-20%，随着节能意识的日益增强，我们预计未来高效节能电机的占比有望逐步提高。随着高效节能电机的推广电机市场有望向优势企业集中，对大型企业有利。公司 2011 年高效节能电机产生收益 1101.18 万元，占公司利润比例接近 10%，预计随着推广力度加大，2012 年有望产生更可观利润。

② **集团收购 ATB 电机，长远看有望注入上市公司。**卧龙集团去年收购 ATB，ATB 主要致力于欧美高端市场，未来进军国内市场也主要面向高端市场，与公司同业竞争并不明显。ATB 在当地生产成本较高，我们认为未来可能部分产品或零部件由公司外协生产，有利于公司进军海外市场，扩大公司营业额。此外，从长远看我们认为为了解决同业竞争问题，ATB 有望注入上市公司。

③ **蓄电池业务 2012 年有望恢复性增长。**受 2011 年铅酸电池行业环保整治，公司铅酸电池厂房停产 3 个多月，公司的业务受到了较大影响。公司电池新厂房将在去年底投产，其产能为旧厂的 1.5 倍，目前已经接受订单。目前老厂房正仍未开工，目前正在和当地政府谈判，由于公司新厂产能充足，老厂房可能关闭，关闭后可能面临拆迁赔偿，有望为公司带来部分一次性收益。受之前铅酸电池产能紧张影响，公司主要业务为通信用铅酸电池，目前新厂产能扩张后产能充分，公司准备进军电动自行车用铅酸电池，扩大公司铅酸电池的应收规模。公司 2011 年收入仅 2.42 亿元，我们认为公司电池业务有望 2012 年电池业务收入有望恢复到 5-6 亿的水平。从盈利能力上看，铅酸电池行业经过整合，规模较小的以及环保不符合标准的均被关停，目前符合标准的基本已经恢复生产，受产能的收缩行业供需偏紧的状态下，行业盈利能力有望提升，毛利率有望提升到 20%以上的水平。

④ **变压器业务从低谷走出仍需时日，长期看盈利恢复正常。**公司变压器业务主要来自电力行业和铁路行业。受近几年电力变压器需求旺盛，变压器产能扩张速度较快，行业竞争较为激烈，包括公司在内的很多企业出现亏损。铁路行业受到高铁开工影响需求下滑，此外电力行业的竞争激烈使得部分企业转向铁路牵引变压器，铁路行业竞争也较前期有多恶化。我们认为随着行业盈利被大幅挤压，部分企业将退出该行业，行业竞争程度有所缓和，行业盈利能力将回归正常，但我们认为这将要经历一个相对较长的周期。

④ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.24、0.32 元，对应 PE 分别为 22、17 倍。我们看好公司高效节能电机及电池业务未来的发展，而变压器业务经历过一段时间的低谷有望逐步反弹，综合考虑给予公司“增持”的投资评级。

④ **风险提示：**节能电机业务推广未及预期；铅酸电池为高污染行业，公司面临一定的环保风险；变压器行业持续低迷拖累公司业绩。

表 1：盈利预测假设

报告期	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
电机及控制装置	119,505.81	139,476.70	195,267.38	253,847.59
特种变压器	56,346.68	83,446.37	100,135.64	110,149.21
贸易	72,539.27	55,149.49	66,179.39	79,415.27
蓄电池	31,233.06	24,159.71	60,399.28	90,598.91
其他	1,234.73	2,118.39	3,177.59	4,766.38
营业收入增速				
电机及控制装置	54.14%	16.71%	40%	30%
特种变压器	22.82%	48.09%	20%	10%
贸易	34.46%	-23.97%	20%	20%
蓄电池	-23.25%	-22.65%	150%	50%
其他	123.23%	71.57%	50%	50%
毛利率				
电机及控制装置(%)	19.51%	20.55%	21%	21%
特种变压器(%)	24.71%	9.52%	15%	15%
贸易(%)	3.80%	3.29%	5%	5%
蓄电池(%)	20.76%	10.12%	21%	21%
其他(%)	19.33%	23.29%	25%	25%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	290,391.88	314,622.33	425,371.11	549,108.68



营业收入增速	30.09%	8.34%	35.20%	29.09%
营业成本	239,514.09	269,756.65	354507.15	453508.70
营业税金及附加	888.15	990.25	1338.82	1728.28
销售费用	12,451.21	15,974.95	21598.22	27881.00
管理费用	13,829.73	17,749.67	23997.65	30978.40
财务费用	2,101.26	6,151.94	8317.46	10736.95
资产减值损失	1,031.04	-1,513.75	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-30.57	-85.97	0.00	0.00
投资净收益	3,224.57	3,188.79	3826.55	4591.86
营业利润	23,770.39	8,615.44	19,438.35	28,867.21
营业外收入	2,964.68	5,278.29	2,000.00	0.00
营业外支出	191.72	156.36	0.00	0.00
利润总额	26,543.35	13,737.38	21438.35	28867.21
所得税	2,182.80	707.05	2358.22	3175.39
净利润	24,360.55	13,030.32	19080.14	25691.82
少数股东损益	3,297.13	1,928.82	2700.35	3510.45
归属于母公司所有者的净利润	21,063.42	11,101.50	16379.79	22181.37
每股收益:	0.31	0.16	0.24	0.32
增速	6.70%	-47.29%	47.55%	35.42%

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。市场有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。