



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备

刘波

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001
(8621) 2032 8929
bo.liu@bocichina.com

*游家训为本报告重要贡献者

卧龙电气年报点评

卧龙电气(600580.CH/人民币 4.97, 未有评级)发布 2012 年年度报告: 公司 2012 年实现营收 25 亿元, 同比下降 20.31%, 扣非后净利润为 0.52 亿元, 同比下降 10%。公司经营利润为近七年以来最低点, 公司 2012 年业绩低于市场预期。考虑到 ATB 的注入以及公司自身业务的改善, 我们建议投资者重点关注。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011	2012	同比变动(%)
营业收入	3,146.2	2,507.2	(20.3)
营业成本	(2,697.6)	(2,025.6)	(24.9)
营业税	(9.9)	(12.5)	25.9
毛利	438.8	469.1	6.9
销售费用	(159.7)	(149.0)	(6.7)
管理费用	(177.5)	(189.0)	6.5
经营利润	101.5	131.2	29.2
财务费用	(61.5)	(67.9)	10.4
资产减值	15.1	(9.7)	(163.8)
投资收益	31.9	17.6	(44.8)
其他收入	52.8	81.9	55.2
其他支出	(1.6)	(1.8)	17.0
税前利润	137.4	151.3	10.1
所得税	(7.1)	(15.7)	121.4
税后利润	130.3	135.6	4.1
少数股东权益	(19.3)	(18.1)	(6.0)
归属母公司股东净利	111.0	117.5	5.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

公司整体盈利情况处于低谷

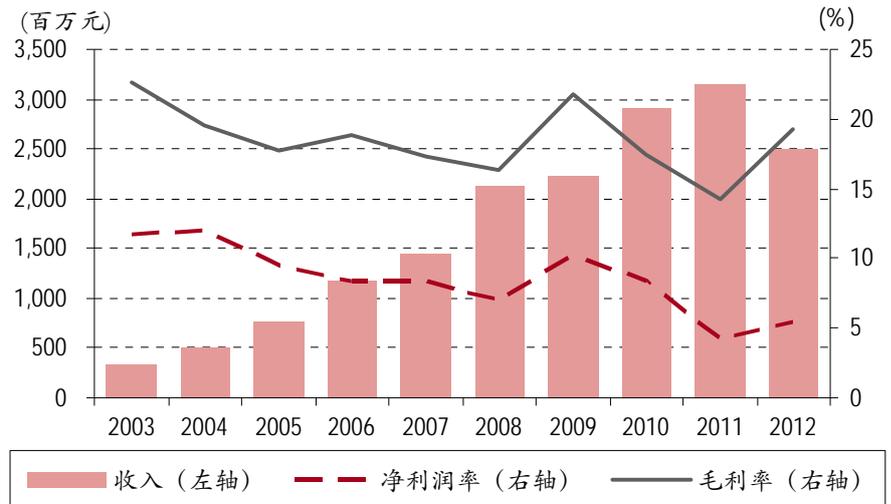
营业利润规模创近 7 年来最低: 公司收入规模为近 3 年以来低点, 营业利润规模为 2005 年以来最低点。其主要原因一方面为公司变压器及电池业务持续亏损 (2012 年变压器亏损超 4,000 万元, 蓄电池业务亏损超 1,000 万元), 另一方面, 电机市场是自由竞争的传统工业品市场, 部分低附加值电机加工盈利艰难, 公司对传统电机进行了主动瘦身。而伴随公司资产规模的不断提升, 资产收益率也达到上市以来最低。

图表 2. 经营情况统计

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
收入 (百万元)	324.2	514.0	770.1	1,174.9	1,456.5	2,136.9	2,232.2	2,903.9	3,146.2	2,507.2
员工总数	1,483	2,046	3,495	3,418	3,834	4,051	4,540	5,395	5,459	4,639
归属股东净利润 (百万元)	35.9	60.5	65.6	82.1	102.4	129.3	197.4	210.6	111.0	117.5
扣非后净利润 (百万元)	27.4	43.6	58.0	69.2	88.0	109.6	173.4	187.1	57.6	51.9

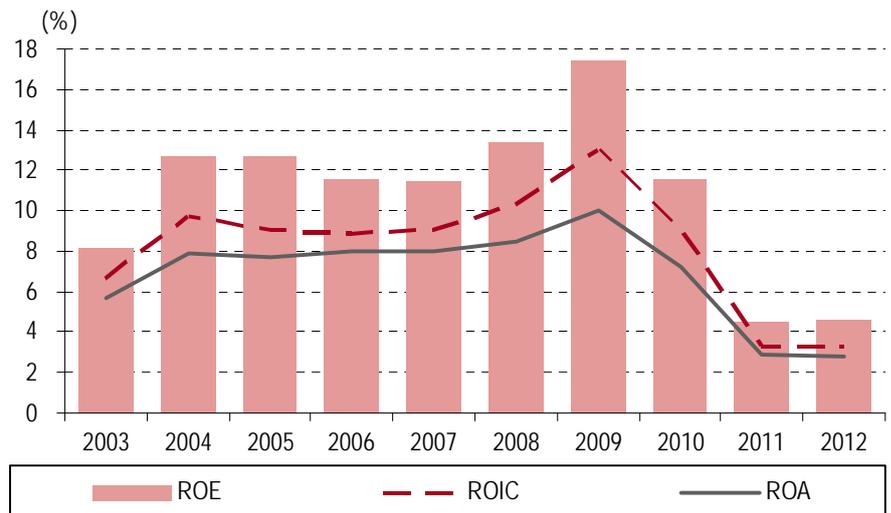
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 盈利能力



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 收益率情况

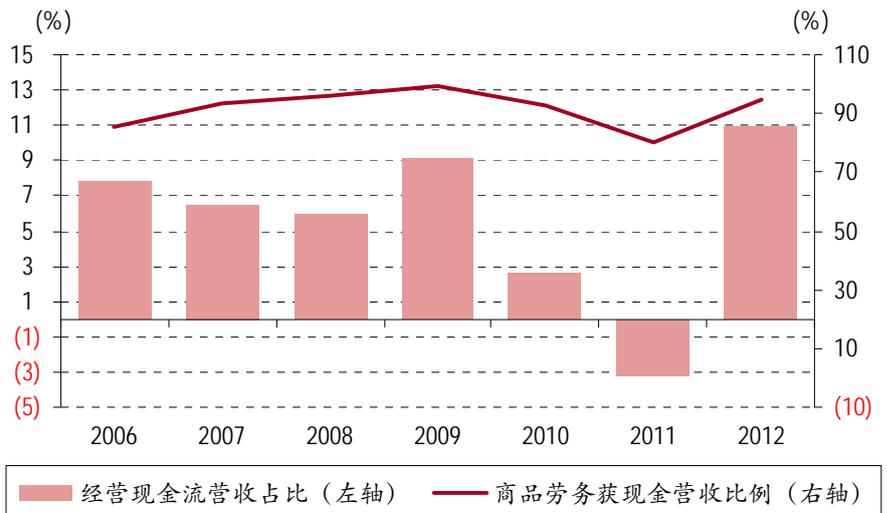


资料来源：公司数据，中银国际研究

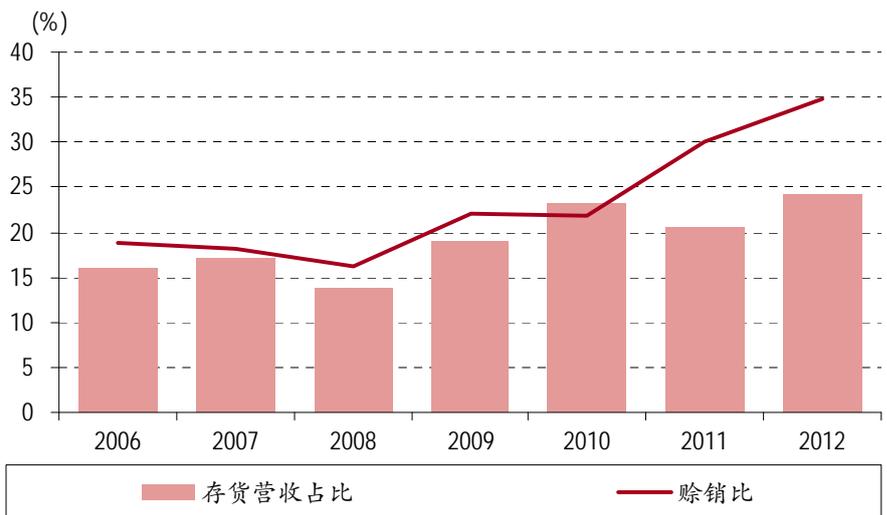
经营指标有所好转：报告期内，公司毛利率提升 4.9 个百分点，其中电机业务毛利率已经恢复到近 25% 的水平，传统电机及控制类主营产品盈利能力企稳回升。公司属于“料重工轻类”制造企业，对原材料价格较敏感，我们认为公司 2012 年毛利率提升的重要原因系铜等主要原材料价格下跌。

同期，公司提供商品劳务获得现金与收入占比提升近 15 个百分点，达到近 95%，经营性净现金流流入超过 2 亿元。

受变压器等新业务等因素影响，公司 2010 年以后财务压力加大，报告期内公司带息负债规模有所回落，2013 年财务压力可能有所好转。但同时公司赊销比提高近 5 个百分点，从应收账款账龄来看，1-2 年账龄的应收账款数额同比增长近 50%。

图表 5. 现金流情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 收入质量及存货指标


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 负债情况统计

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
负债率 (%)	40.5	31.2	36.9	39.1	46.3	36.2	43.6	41.6
短期借款(百万 元)	223.7	176.2	247.2	263.2	279.1	296.2	1,140.3	633.4
长期借款(百万 元)					170.0	180.0	59.5	25.0
短融(百万元)								525.4
一年到期非流动 负债(百万元)						20.0	119.5	10.0
应付票据及账款 (百万元)	155.9	211.8	279.0	310.2	416.4	610.5	609.4	617.2

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司有望实现经营反转

公司自身经营情况可能持续复苏: 公司自身变压器业务 2012 年亏损 4,000 多万元, (且未考虑未投产的浙江变压器项目的潜在减值), 而蓄电池业务亏损也超过 1,000 万元 (不计出售资产收益), 大幅拉低公司整体盈利。

公司蓄电池基地 2012 年 3 季度后正式获得生产许可 (2012 年年初允许试生产), 同时电池事业部及卧龙灯塔蓄电池公司管理层也完成了调整。预计电池业务有望在年中前后出现实质好转。

变压器业务方面, 宁夏银川卧龙变压器在铁路牵引变市场有一定的市场地位, 连续 5 年市场占有率居前 4 位, 公司从 2012 年 4 季度开始订单出现好转, 预计随着铁路建设逐步恢复, 专用变压器业务有望进一步好转。尽管浙江变压器基地的部分投产后将带来超过千万元的固定资产减值, 变压器业务减亏并接近盈亏平衡是大概率事件。

与 ATB 公司可能产生协同: 母公司卧龙控股在 2011 年收购 ATB 后, 通过在 ATB 内部整合以及提供财务支撑等手段, 使 ATB 公司连续 2 年实现了经营的扭亏与持续好转。

ATB 与卧龙电气在产品方面有较好的互补和一定的重叠, 由于国内制造较 ATB 有较大的成本优势, 未来一方面有望通过制作转移提升整体盈利能力 (主要是新增产能的制造转移)。公司为 ATB 公司 Brook 品牌普通工业电机代理制造的第一期基地 15 亩已在 2012 年 4 季度后期投产, ATB 公司并已开始对卧龙武汉基地员工进行针对防爆等矿山、石化用电机产品的培训。

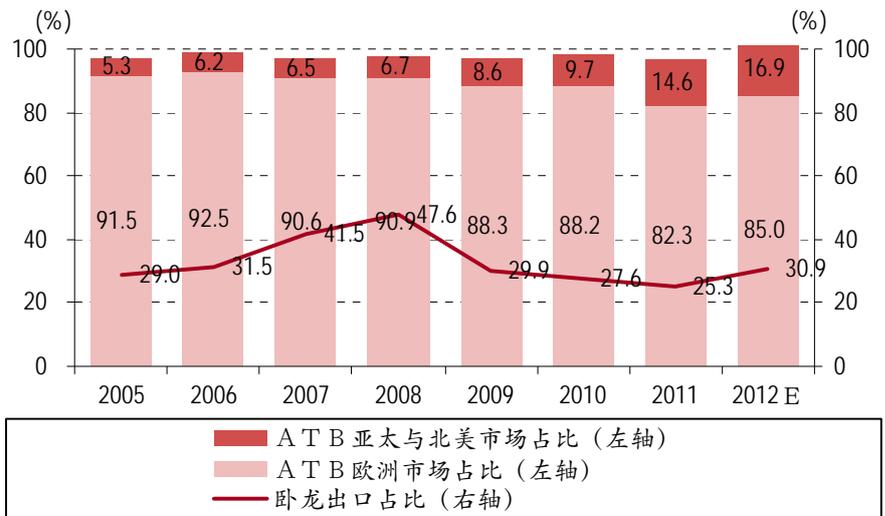
由于 ATB 公司的市场主要集中于欧洲 (85% 的市场在欧洲), 而卧龙主要的市场在中国及北美区域, 通过在中国等新兴市场以及北美市场的市场拓展, 卧龙及 ATB 公司整体营收规模及盈利能力有望实现双提升。

图表 8. 公司与 ATB 成本支出分析

项目	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
ATB 收入 (百万美元)	469.87	407.94	427.81	577.13	502.26	378.06	262.71
薪酬福利支出 (百万美元)	163.73	154.44	166.72	203.81	171.91	130.80	91.46
人力支出营收中占比 (%)	34.85	37.86	38.97	35.32	34.23	34.60	34.81
卧龙 收入 (百万美元)	485.34	427.78	325.43	306.44	190.77	146.82	93.40
薪酬福利支出 (百万美元)	41.80	28.07	20.67	16.04	11.00	7.39	5.52
人力支出营收中占比 (%)	8.61	6.56	6.35	5.24	5.76	5.03	5.91

资料来源: 中银国际研究

注: 卧龙电气薪酬福利支出中未剔除在建工程中的人力支出, 由于近几年卧龙电气有较大规模的在建工程, 因此实际支付给公司员工的薪酬福利费用应更低。

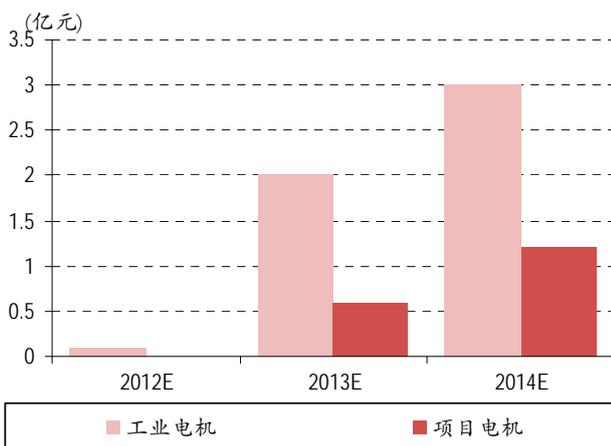
图表 9. ATB 与卧龙电气的市场分布情况统计


资料来源：公司数据，中银国际研究

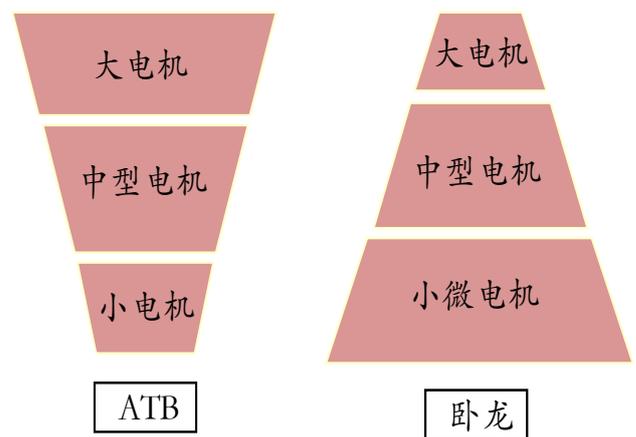
图表 10 ATB 与卧龙电气电力产品对比

	卧龙电气	ATB
微分电机	10 个大类, 50-80 号异步电机	4 个大类, 56-80 号异步电机
低压整马力电机	14 个大类	29 个大类
高压电机	5 个大类 功率范围<4.5MW	5 个大类, 功率范围<25MW, 水力发电机功率<250MW
控制类电机	无刷直流, 低压变频调速, 伺服系统	低压变频, 电气传动解决方案

资料来源：中银国际研究

图表 11. 内部制造转移额预估 (亿元)


资料来源：中银国际研究

图表 12. ATB 与卧龙产品结构对比


资料来源：中银国际研究

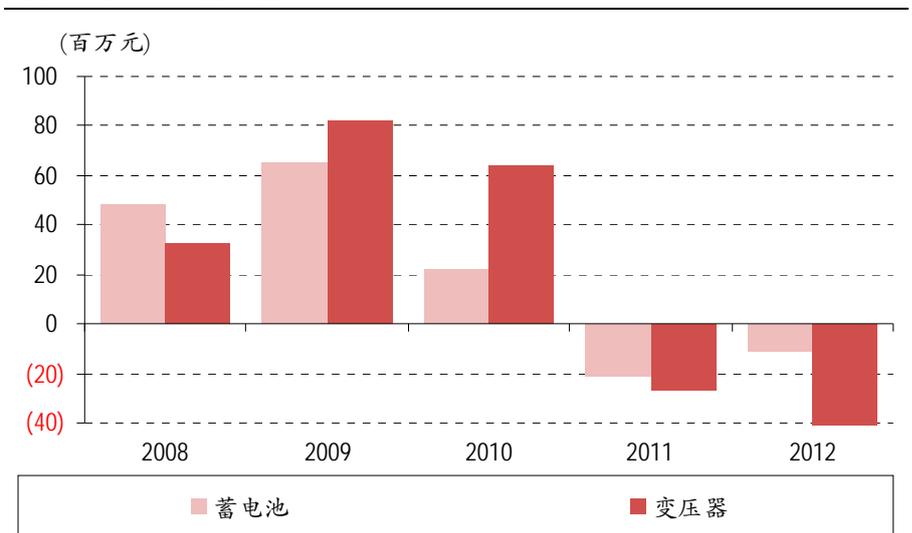
面临的主要问题

多元化问题：公司的变压器、电池等多元化业务与传统电机主业缺少协同，一方面在上游制造及加工中互补性差，由于上游制造环节差别较大，也难以产生规模效应；同时下游客户不同，也不具备销售协同效果。此外，该两部分多元化业务的核心竞争力相对不足，抵御行业性风险能力弱。

我们预计公司电池业务有望逐步实现好转，但变压器业务在今后几年内，可能仍然以减亏为主要目标。

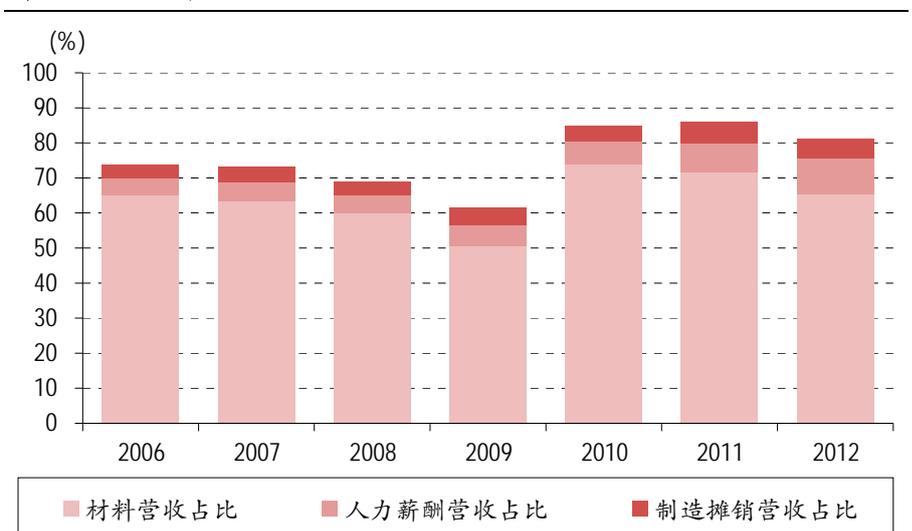
部分电机产品附加值较低：公司目前的产品结构中，以家电行业为主要客户的分马力电机占比较大（在电机业务中占比近一半），公司处于产业链中游，下游客户已经完成几轮整合形成了巨大的规模并建立了自己的电机配套产能，该部分产品的盈利能力低，成本转嫁能力弱。公司人均产值经过 2005 到 2008 年的提升，达到了人均 50 余万元的水平，在电气设备制造中偏低（普通中压开关、低压电器产业的人均产值大约在 70 万元左右）。

图表 13. 多元化业务业绩贡献



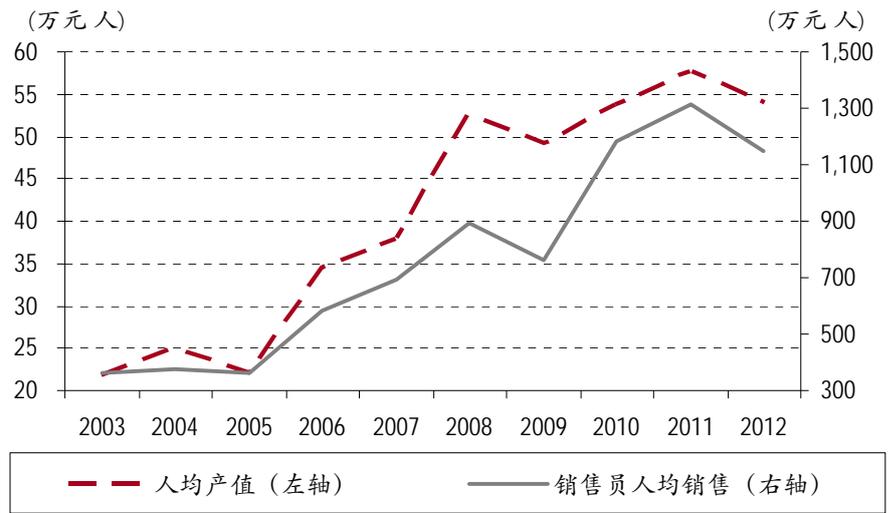
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14. 公司成本构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 15. 公司人均效率分析



资料来源：公司数据，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371