

公司调研简报

2013 年 3 月 26 日

证券研究报告

平安电力设备与新能源

推荐 (首次)

证券分析师

张俊

投资咨询资格编号 S1060512100001
电话 021-38635753
邮编 ZHANGJUN562@pingan.com.cn

张海

投资咨询资格编号 S1060511100001
电话 0755-22621123
邮编 Zhanghai376@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

卧龙电气 (600580)

各项业务持续改善，业绩反转年

事项：近日，我们参加了卧龙电气组织的业绩说明会，与公司管理层就近期经营情况进行了交流。主要有以下几点观点：

平安观点：

- **并购百年老店 ATB，加法协同是核心：**卧龙目前的产品主要是家电，工业类电机少一些，只占比 40% 不到。ATB 是工业及项目电机为主，不做家电，二者有很大的互补性。卧龙的工业电机主要运用在水泵、风机、压缩机，工程机械、纺织机械、机床行业等专业行业配套。而 ATB 主要是用在石油、化工、矿山、舰船、核电等领域。卧龙定位全球市场的中低端市场，ATB 定位中高端市场，不会造成冲突。

卧龙电气和 ATB 有明显的差异，通过加法协同，对市场，技术，产品，制造，采购五个方面整合。比如说市场，目前的做法是欧洲的产能不变，做其原有市场，卧龙来做增量。加法体现在 ATB 和卧龙在市场的互补性。卧龙在美国，中国周边的发展中国家的市场都做的很好，而 ATB 的市场 80% 在欧洲，并且 60% 在德国。卧龙就把它们的品牌在这些国家及中国推广，增量也就产生了。

- **变压器拖累公司业绩，今年有望扭亏为盈：**变压器业务 2012 年给公司负的盈利，亏损了 4000 多万，2013 年有改善型变化。好转主要有两个因素，1、人员调整到位，瘦身到位，成本压力轻；2、市场有所好转。比如铁路市场去年 4 季度开始有根本性的变化，铁路牵引变压器中标了好几条线的标。2013 年的目标是不亏损。
- **环保政策日趋严厉，蓄电池业务进入快速通道：**基于中国环境保护的政策，非常看好铅酸蓄电池业务。从技术上来说，铅酸蓄电池无法被大量替代，它是目前最稳定，最成熟，最经济的储能电池，应用领域最广泛。这两年主要是环保整顿带来产能大幅缩减。比如浙江省 2011 年 5 月份铅酸蓄电池厂全部关掉，然后再评估，复产。目前只有原有产能的 30% 复产。环保力度非常大，未来也会推广到中部地区。卧龙 2012 年 4 季度拿到牌照，搬迁后产能扩大一倍多。

蓄电池毛利率在提高，主要有两个方面的原因：1、去产能化带来汽车启动电池毛利率的提升。高端电池比如通讯电池，之前主要是好企业在做，相对比较规范，导致环保风暴没有消灭多少产能，毛利率没有大的变化。反而是低端电池产能大幅缩减，导致毛利率提升。2、4G 上来的话，供求关系互换，通讯电池毛利率就上来了。

- **产业整合是电机行业发展的趋势，优势企业长期收益:电机和宏观经济联系不大。**电机是工业行业的基础部件，无处不在，而且是工业消费品，有持续更换需求。我们看好是行业整合。电机行业每年有 3000~5000 亿的市场，但很分散，有几千家。未来有两大趋势导致行业集中度提高，1、劳动力成本持续上升，大的和小的厂商人工成本没有区别，高到一定程度小厂家就承受不了，就会关闭，去产能化。大厂家有规模优势，小厂家不赚钱的时候大厂家能赚到钱；2、对电机的能效标准提高带来整合机会。未来国家将会推行高效电机的强制标准，小厂不具备。
- **推荐评级：**不考虑收购 ATB 的影响，预计 2013、2014 年 EPS 分别为 0.31、0.38 元，对应 3 月 22 日收盘价 PE 分别为 16.9、13.8 倍，估值合理，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示：**欧洲经济危机继续恶化，4G 投入不达预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元									
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
流动资产	2855	2594	2898	3552	营业收入	3146	2507	3028	3785
现金	1053	967	1038	1017	营业成本	2698	2026	2450	3036
应收账款	762	745	814	1233	营业税金及附加	10	12	12	16
其他应收款	46	43	49	61	营业费用	160	149	171	218
预付账款	167	106	136	165	管理费用	177	189	195	253
存货	646	607	686	870	财务费用	62	68	7	14
其他流动资产	181	125	174	205	资产减值损失	-15	10	1	1
非流动资产	1970	2180	2294	2322	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	260	324	327	327	投资净收益	32	18	22	21
固定资产	797	994	1348	1476	营业利润	86	71	214	269
无形资产	255	257	265	268	营业外收入	53	82	64	68
其他非流动资产	658	605	354	251	营业外支出	2	2	1	1
资产总计	4825	4773	5191	5874	利润总额	137	151	277	335
流动负债	2044	1959	2127	2532	所得税	7	16	32	35
短期借款	1140	633	775	925	净利润	130	136	245	300
应付账款	538	531	578	724	少数股东损益	19	18	33	40
其他流动负债	366	795	775	883	归属母公司净利润	111	118	212	260
非流动负债	60	25	30	36	EBITDA	219	224	326	415
长期借款	60	25	30	36	EPS (元)	0.16	0.17	0.31	0.38
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2104	1984	2157	2568	主要财务比率				
少数股东权益	237	236	269	309	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
股本	688	688	688	688	成长能力				
资本公积	967	953	953	953	营业收入	8.3%	-20.3%	20.8%	25.0%
留存收益	830	914	1125	1358	营业利润	-63.8%	-17.4%	200.1%	25.8%
归属母公司股东权益	2484	2553	2765	2997	归属于母公司净利润	-47.3%	5.9%	80.1%	22.9%
负债和股东权益	4825	4773	5191	5874	获利能力				
					毛利率(%)	14.3%	19.2%	19.1%	19.8%
					净利率(%)	3.5%	4.7%	7.0%	6.9%
					ROE(%)	4.5%	4.6%	7.7%	8.7%
					ROIC(%)	5.2%	5.9%	7.9%	8.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	43.6%	41.6%	41.6%	43.7%
					净负债比率(%)	62.71%	33.68%	39.05%	39.23%
					流动比率	1.40	1.32	1.36	1.40
					速动比率	1.08	1.01	1.04	1.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.71	0.52	0.61	0.68
					应收账款周转率	4	3	3	3
					应付账款周转率	4.95	3.79	4.42	4.66
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.16	0.17	0.31	0.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	0.40	0.16	-0.01
					每股净资产(最新摊薄)	3.61	3.71	4.02	4.36
					估值比率				
					P/E	32.21	30.43	16.90	13.75
					P/B	1.44	1.40	1.29	1.19
					EV/EBITDA	15	14	10	8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流	-103	274	113	-4
净利润	130	136	245	300
折旧摊销	71	85	105	132
财务费用	62	68	7	14
投资损失	-32	-18	-22	-21
营运资金变动	-296	26	-226	-493
其他经营现金流	-37	-22	4	63
投资活动现金流	-600	-107	-209	-141
资本支出	477	211	200	150
长期投资	-70	0	0	0
其他投资现金流	-193	104	-9	9
筹资活动现金流	420	-215	167	123
短期借款	844	-507	142	150
长期借款	-121	-35	5	6
普通股增加	259	0	0	0
资本公积增加	-239	-14	0	0
其他筹资现金流	-323	340	21	-32
现金净增加额	-283	-48	71	-21

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257