



**谨慎
买入**

16% ↑

目标价格: 人民币6.30

600580.CH

价格: 人民币 5.41

目标价格基础: 20倍 2013年市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 公司经营面企稳并好转;
- ATB注入后, 公司将进入高附加值领域;
- 公司与ATB有较好的互补, 有望通过制造、市场协同提高整体效率;
- 国内及新兴市场的电机需求会伴随自动化水平提高而稳健向上。

主要催化剂/事件

- ATB注入上市公司;
- 国内电机制造强制标准有望出台。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	37	4	37	(2)
相对新华富时A50指数	42	12	41	(5)

发行股数(百万)	687.7
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	3,721
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
卧龙控股	25.5%

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年4月3日收市价为标准

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: 电力设备及新能源

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

*游家训为本报告重大贡献者

卧龙电气

回归主业, 走出红海

公司与集团在多元化反思后, 经营重心已回归电机与控制主业; 公司将通过整合ATB进入附加值较高电机领域, 并将以更丰富和系列化的产品拓展新兴市场。ATB填补了公司在大功率与特种电机领域的空白, 同时与公司存在较大的制造、市场、技术协同空间; ATB新增产能的制造转移已经开始, 未来与卧龙的整合协同重点在市场拓展上。目前铁路与铅酸电池行业性不利因素已经消化完成, 公司的铁路变压器与蓄电池业务均已开始实质性好转。我们看好公司的成长潜质, 首次给予公司6.30元目标价, 并给予谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- 借助ATB走向高附加值电机领域。ATB有雄厚的技术研发与工艺制造基础, 在矿山、石化燃气等领域有较强的影响力, 其产品弥补了公司在这类产品上的空白; 公司将借助ATB的技术与品牌切入高附加值电机应用领域。
- 与ATB的制造、市场协同已经开始。ATB的部分通用电机制造已转移到上虞基地, 今年还将有部分高压电机转移到武汉公司; 由于ATB公司尚未走出欧洲, 公司正在整合双方资源切入中国矿山与石化防爆领域, 并开拓北美与新兴国家市场。
- 国内电机与控制行业仍有长期发展。电机是传统的千亿规模大行业, 同时存在随着国内人力成本持续走高, 自动化发展拉动的电机及控制产品需求, 以及节能电机替代所产生的新需求。
- 经营逐步好转。公司的电机产业保持了较稳定的发展; 但受铁路及铅酸电池的行业性影响, 拖累了过去两年的盈利表现。目前铁路与蓄电池行业性不利因素已经消化结束, 铁路变压器订单情况显著好转, 新蓄电池基地已获得全部资质。

评级面临的主要风险

- 公司与ATB的整合与协同, 特别是市场协同慢于预期。

估值

- 看好公司的成长潜质, 首次给予目标价6.30元和谨慎买入评级。我们预计公司2013-2015年的每股收益分别为0.31、0.41和0.53元, 给予2013年20倍的市盈率, 首次给予目标价6.30元和谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	3,146.22	2,507.20	6,133.00	7,296.44	8,554.38
变动(%)	8.34	(20.31)	144.62	18.97	17.24
净利润(人民币 百万)	111.02	117.51	347.20	456.91	590.60
全面摊薄每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.31	0.41	0.53
变动(%)	(69.03)	5.85	83.80	31.60	29.26
全面摊薄市盈率(倍)	33.51	31.66	17.23	13.09	10.13
每股现金流量(人民币)	(0.15)	0.40	0.77	1.07	1.37
价格/每股现金流量(倍)	(36.38)	13.56	7.03	5.06	3.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.27	21.79	12.92	9.16	7.42
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.06	0.08
股息率(%)	0.92	1.02	0.87	1.15	1.48

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资要点	3
公司简介	5
经营现状如何? ——依靠大众化制造盈利	6
依然属于大众化制造	6
盈利能力已经企稳	8
公司的优势: 制造与管理能力	11
公司面临的问题: 多元化、产业与管理升级	12
下一步走向哪里? ——借助 ATB 回归主业	14
通过收购进入高附加值行业是现实选择	14
欧洲老店 ATB	15
ATB 的经营困境	16
电机行业如何? ——需求将稳健向上	18
电机是自由竞争的传统大行业	18
电机需求会伴随自动化水平提高与节能电机应用而持续增长	19
国内电机企业的竞争力可能维持并增强	20
国际大型电机企业模式: 亚太制造、全球销售	20
注入后怎样协同? ——市场开拓是关键	23
第一阶段: ATB 内部整合	23
制造转移: 确定性最大的协同	23
市场开拓与协同是关键	24
整合与协同有望推动规模与盈利能力双增长	25
盈利预测与假设	28
研究报告中所提及的有关上市公司	30

投资要点

聚焦电机及控制主业

公司主营产品为电机与驱动控制，上市后发展了电池、变压器两块多元化产业，特别在 2009 年之后，公司较大的精力投入到了电力变压器行业。该两类产业核心竞争力相对较弱，与主营业务缺少上游制造的协同与下游市场的协同，在铁路行业、铅酸电池行业环境变化时严重拖累公司业绩。公司在多元化反思后，开始聚集电机与控制主业。

借助 ATB 走出红海

公司产值、人均效率高于行业水平，但主营电机产品仍为附加值相对较低的中低端制造，尽管经营发展稳健，但由于行业竞争激烈、门槛不高，家电等电机产品的盈利水平也比较低。

石化/燃气防爆等专用电机、大型电机行业有较高的附加值与盈利水平，但公司难以完全依靠自身积累进入该类资产、技术、人才壁垒较高的领域。2011 年集团公司收购欧洲第三大电机企业 ATB，开始谋求通过整合 ATB 的技术、工艺与品牌，做精做优电机产业，进军附加值较高的大功率、防爆等特种电机行业。

整合协同进入新阶段

ATB 公司经营困境的核心问题是市场未走出欧洲、制造未寻找到稳定的成本洼地，同时金融危机前的扩张引起了一些后遗症。2011 年集团收购 ATB 后第一阶段的整合，主要是针对其内部整合与 ATB 集团层面业务职能充实。

ATB 人力支出占比比公司高出 20 多个百分点，国内制造较 ATB 仍然有巨大的成本优势，目前 ATB 部分通用产品制造已经转移到上虞基地，年内还会将部分高压防爆电机制造部分转移到武汉基地。

ATB 已加速构建全球销售机构与营销体系，并开始整合双方在国内与其余新兴市场的销售力量，开拓矿山、石化、核电等优质大客户。

公司整体经营持续好转

公司主营电机业务保持了较好的盈利情况，且具有一定的发展与自我造血能力，通过与 ATB 的整合，电机业务竞争力将进一步提升。

铁路与铅酸蓄电池行业性不利因素已经消化结束。随着国内高铁建设部分恢复，公司高铁订单情况大幅增长。而铅酸蓄电池业务在 2012 年 4 季度已经拿到全部资质，在环保压力下，铅酸电池行业将加速集中，公司已开始实质受益。

首次给予**谨慎买入**评级，目标价 6.30 元。电机是超过千亿规模的大市场，下游较分散，竞争充分，行业盈利情况较稳定。随着人力成本的继续上升，自动化行业的快速发展还将带来电机市场的新需求，同时节能环保压力下高效率电机的应用有望逐步实现，中长期来看，行业未来都有望保持显著高于经济发展速度的增长。

目前同类可比上市企业 2013、2014 年平均市盈率分别为 28 倍、23 倍。参照国际同类上市公司 2013 年平均估值水平，以及 A 股电力设备行业整体估计水平，给予 2013 年 20 倍市盈率，在此基础上，给予 6.30 元目标价，首次给予**谨慎买入**评级。

图表 1. 同类公司估值比较

代码	名称	评级	市值 (亿元)	价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			利润增长(%)		
					2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
002249.CH	大洋电机	未有评级	48.69	6.8	0.26	0.32	0.43	26.41	21.26	15.81	(19.8)	24.2	34.5
000922.CH	佳电股份	未有评级	39.94	7.62	0.36	0.44	-	20.88	17.32	-	3.1	20.6	-
600416.CH	湘电股份	未有评级	32.68	5.37	(0.31)	0.02	-	(17.32)	358.00	-	(256.8)	104.8	-
002196.CH	方正电机	未有评级	11.07	9.57	0.18	0.23	0.30	54.32	41.43	32.22	(48.4)	31.1	28.6
300032.CH	金龙机电	未有评级	39.10	27.4	0.20	0.81	1.38	137.00	33.67	19.85	(28.9)	306.9	69.7
	平均							59.65	28.42	22.63			
600580.CH	卧龙电气	买入	37.21	5.41	0.17	0.31	0.41	31.66	17.23	13.09	5.9	195.5	31.6

资料来源：公司数据及中银国际研究

上图盈利预测采用 wind 一致预期，但对部分上市公司预测进行了调整；

以上计算平均市盈率不考虑亏损公司；

图表 2. 国际同类公司估值比较

名称	市值 (亿元)	价格 (元)	市盈率 (倍)		
			2012	2013E	2014E
雷勃电气	221.6	-	16.8	15.2	13.4
WEG	491.6	-	24.4	20.2	17.0
日电产	527.1	-	17.5	129.9	14.9
德昌电机	162.0	-	13.6	14.5	12.9
威灵控股	33.3	-	-	-	-
东元电机	93.7	-	15.4	13.2	11.1
平均			17.5	15.8	13.6

资料来源：公司数据及中银国际研究

2013、2014 年平均市盈率平均数值不考虑日电产；

汇率按照 4 月 3 日中国银行外币结算汇率转换；

公司简介

卧龙电气公司创建于1998年，2002年6月在上海证券交易所挂牌上市，旗下有14家控股子公司，目前全国有浙江上虞、浙江绍兴、浙江杭州、宁夏银川、湖北武汉、北京、山东烟台、安徽芜湖等八大生产基地。

公司产业主要有电机及驱动控制装置、变压器、电池三大类。电机及驱动控制是公司的核心产品，也是公司的传统业务。公司在电机领域有一定的竞争力，微分电机产品是具有核心竞争能力的传统强项产品，工业电机也具有一定竞争力。

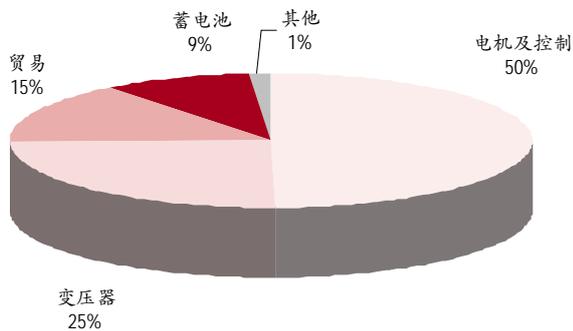
公司通过资本运作发展了电池、变压器两种多元化产业。变压器产业目前主要分为：电力变压器、针对大铁路的牵引变压器，以及地铁轨道交通中的整流变压器蓄电池业务主要产品为通信、汽摩启动及动力铅酸蓄电池。

图表 3. 公司股权结构 (截至 2012.12.31)

股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)	股本性质
卧龙控股集团有限公司	175,748,091	25.55	A 股流通股
上虞市国有资产经营总公司	18,311,142	2.66	A 股流通股
陈建成	16,066,849	2.34	A 股流通股
陈永苗	5,519,118	0.80	A 股流通股
浙江福士达集团有限公司	4,735,087	0.69	A 股流通股
邱跃	4,280,398	0.62	A 股流通股
王建乔	3,601,172	0.52	A 股流通股
陈体引	2,427,990	0.35	A 股流通股
平安信托有限责任公司-平安步步高集合资金信托	2,364,929	0.34	A 股流通股
黄水妹	2,285,166	0.33	A 股流通股

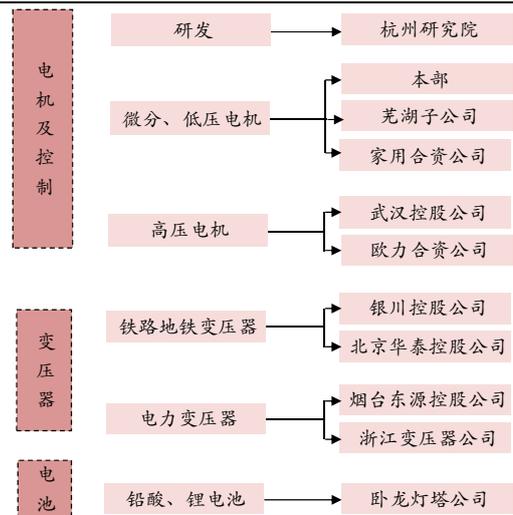
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 4. 公司产品收入构成



资料来源：中银国际研究

图表 5. 公司企业架构



资料来源：中银国际研究

经营现状如何? ——依靠大众化制造盈利

过去十多年中,公司电机等业务规模逐步提升,制造能力显著进步,产品系列趋于丰富。电机产业上,拓展了高压中小电机,改变了分马力电机的单一产品结构,并在电机驱动与控制产业进行了一定的尝试。但公司目前尚未走出依靠中低端制造盈利的阶段。

依然属于大众化制造

从公司人均产值来看,公司人均产值在 50 余万元水平,低于中压电气、高压电气设备制造业平均水平,甚至也低于铅酸蓄电池企业。

从同类电机企业的经营来看,电机制造业人均产值、人均 EBITDA、人均利润一直比较低,表征同类企业产品附加值较低,属于典型的大众化制造。

从薪酬支出来看,公司的薪酬支出水平与同类企业相当,人力薪酬总支出在收入中占比较高,仅次于低压电器制造行业,但同时,人均薪酬待遇支出的绝对数额低,与铅酸电池行业水平相当,是典型的劳动力密集型、原材料密集型产业。

图表 6. 公司主要经营指标

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	CGAR (%)
收入 (百万元)	324.	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	32.85
员工总数	1,483	2,046	3,495	3,418	3,834	4,051	4,540	5,395	5,459	4,639	17.69
销售人员	90	137	211	201	210	239	292	246	240	218	13.04
人均产值 (万/人)	22	25.1	22.0	34.4	38.0	52.8	49.2	53.8	57.6	54.0	10.6
人均产值增长 (%)		14.9	(12.3)	56.0	10.5	38.9	(6.8)	9.5	7.1	(6.2)	-
销售员产值 (万/人)	360	375.1	365.0	584.5	693.6	894.1	764.5	1,180.5	1,310.9	1,150.1	13.77
人均销售增长 (%)		4.1	(2.7)	60.2	18.7	28.9	(14.5)	54.4	11.1	(12.3)	-

资料来源: 中银国际研究

注释: 考虑到一年中年化在岗员工数值与年报告数值的差异, 计算人均产值、人均销售额时采用年化有效员工数=0.7×当年员工+0.3×上年员工。

图表 7. 电力设备代表性公司人均产值比较

(万元/人)	2009	2010	2011	2012	2009-2011 平均	均值
中压制造	鑫龙电器	54.5	36.4	45.3		45.4
	森源电气	65.4	73.1	84.9		74.5
	北京科锐	79.8	62.7	85.3		75.9
	广电电气	174.6	129.6	116.2		140.1
高压制造	特变电工	152.6	159.3	133.8		148.6
	三变科技	121.9	98.0	114.5		111.4
	三普药业	-	196.8	175.5		186.2
	平高电气	69.3	59.6	71.1		66.7
低压制造	中国西电	91.5	82.6	68.1		80.8
	正泰电器	47.9	62.6	75.4	94.8	62.0
	良信电器		43.8	55.0		49.4
电机制造	大洋电机	30.2	34.5	33.0	37.5	32.6
	方正电机	23.8	33.7	36.4	36.3	31.3
	金龙机电	32.5	29.1	31.0		30.9
电池	南都电源	104.8	93.8	99.8	180.5	99.5
	圣阳股份	44.8	50.0	55.7		50.2
	骆驼股份	57.3	62.5	66.9		62.2
	卧龙电气	50.8	56.5	57.8	51.3	55.1

资料来源: 中银国际研究

图表 8. 电力设备代表性公司人均息税折旧前利润比较

(万元/人)		2009	2010	2011	2012	三年平均	均值
中压制造	鑫龙电器	7.1	4.2	6.9		6.0	11.3
	森源电气	14.7	15.8	21.2		17.2	
	北京科锐	14.1	7.7	10.3		10.7	
	广电电气	37.0	29.7	23.7		30.1	
高压制造	特变电工	22.3	20.7	14.1		19.1	9.3
	三变科技	9.5	9.4	1.4		5.1	
	三普药业	3.0	9.9	11.7		10.8	
	平高电气	7.4	2.9	4.4		4.9	
	中国西电	12.7	7.9	(0.2)		6.8	
	正泰电器	7.6	67.5	84.9		53.3	
低压制造	良信电器		0.0	0.0		0.0	26.7
	大洋电机	5.5	4.8	4.5	3.9	5.0	
电机制造	方正电机	1.9	2.8	4.1	4.1	3.0	5.0
	金龙机电	8.3	6.5	6.3		7.0	
	南都电源	18.2	6.9	8.0	15.9	7.5	
电池	圣阳股份	5.3	5.3	4.4		5.0	7.2
	骆驼股份	7.6	9.0	10.8		9.1	
	卧龙电气	7.4	6.5	4.8	6.2	6.2	

资料来源：中银国际研究

图表 9. 电力设备代表性公司人均营业利润比较

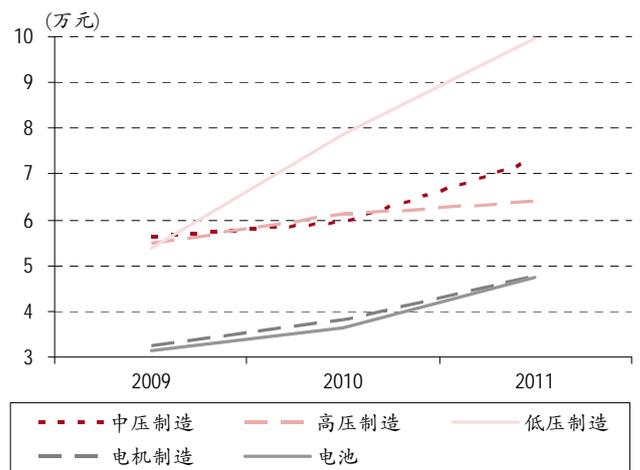
(万元/人)		2009	2010	2011	2012	三年平均	均值
中压制造	鑫龙电器	4.5	2.7	4.3		3.8	8.80
	森源电气	11.1	11.9	16.3		13.1	
	北京科锐	12.1	6.6	9.7		9.5	
	广电电气	30.8	22.8	19.2		24.2	
高压制造	特变电工	18.0	15.8	8.3		14.0	5.43
	三变科技	4.6	5.3	(3.1)		2.3	
	三普药业	(3.3)	6.3	5.6		6.0	
	平高电气	3.6	(0.4)	0.1		1.1	
	中国西电	9.2	5.4	(3.3)		3.8	
	正泰电器	7.0	8.3	9.9	14.8	8.4	
低压制造	良信电器		7.2	7.4		7.3	7.85
	大洋电机	4.6	3.9	3.6	2.9	4.1	
电机制造	方正电机	0.1	1.4	2.2	1.2	1.2	3.69
	金龙机电	6.6	5.4	5.4		5.8	
	南都电源	14.4	5.4	6.7	11.8	6.0	
电池	圣阳股份	3.4	3.4	2.8		3.2	5.33
	骆驼股份	6.0	7.0	7.2		6.8	
	卧龙电气	5.2	4.6	1.6	1.5	3.8	

资料来源：中银国际研究

图表 10. 类比行业人力支出营收占比


资料来源：中银国际研究

注：低压电器企业的人均收入较高与正泰、良信等企业自身质地、地理位置有关；

图表 11. 类比行业人均薪酬水平对比


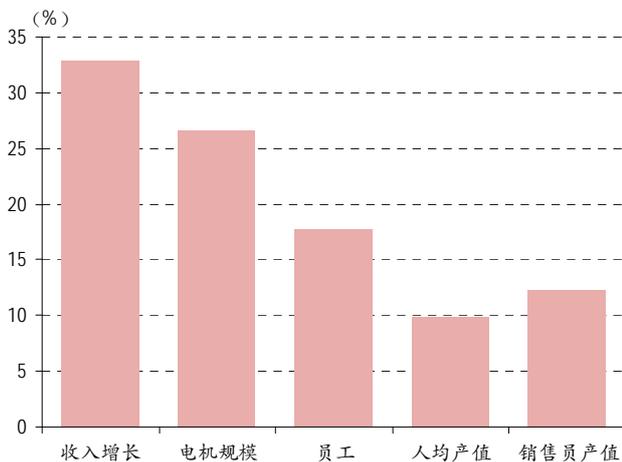
盈利能力已经企稳

公司经营利润规模为近8年以来最低：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，一方面是公司近几年变压器、电池业务亏损拉低了整体盈利水平；同时，普通电机市场属于竞争充分市场，属于传统的中低端制造，整体盈利水平较低，公司对家用电机等低盈利能力产品进行了主动瘦身。

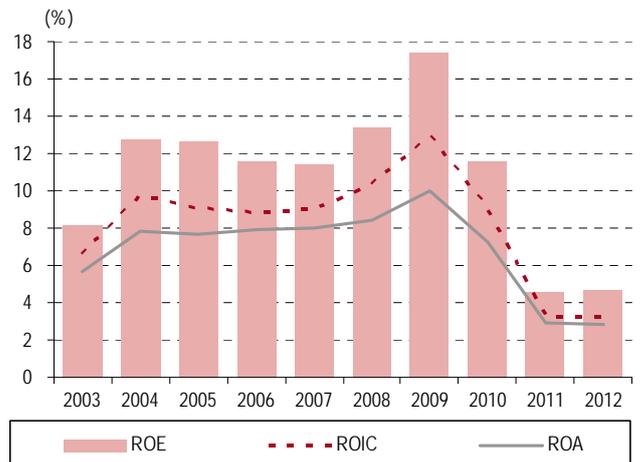
图表 12. 公司主要经营指标

	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
综合毛利率 (%)	22.6	19.6	17.7	18.8	17.3	16.4	21.8	17.5	14.3	19.2
电机业务毛利率 (%)	22.1	20.5	18.7	19.2	18.4	14.4	21.2	19.5	20.6	25.7
销售费用率 (%)	3.6	3.1	3.3	3.4	4.0	4.0	5.1	4.3	5.1	5.9
管理费用率 (%)	4.9	4.5	3.9	3.8	4.5	4.1	5.5	4.8	5.6	7.5
财务费用率 (%)	0.0	1.1	1.6	1.8	1.3	1.2	0.9	0.7	2.0	2.7
净利润率 (%)	11.8	12.0	9.5	8.4	8.4	6.9	10.1	8.4	4.1	5.4
扣非净利润率 (%)	8.5	8.5	7.5	5.9	6.0	5.1	7.8	6.4	1.8	2.1

资料来源：中银国际研究

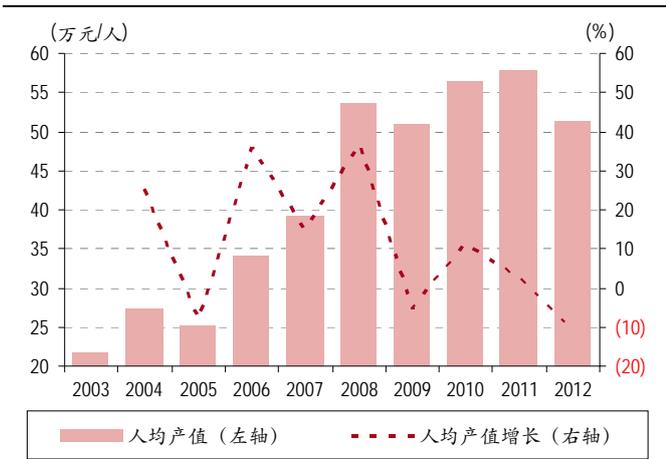
图表 13. 公司过去9年部分指标复合增长率


资料来源：中银国际研究

图表 14. 公司收益率分析


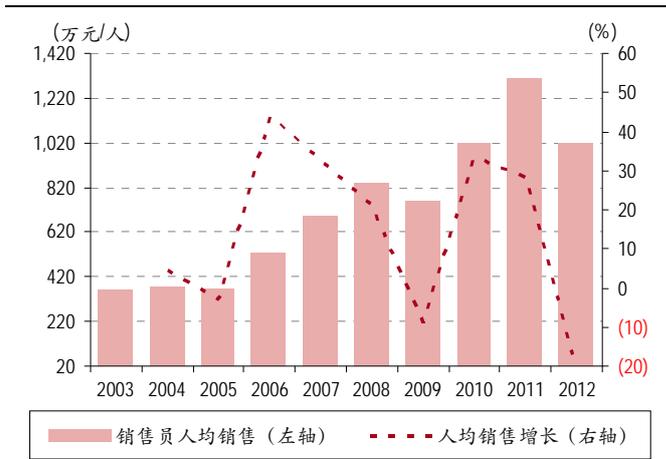
资料来源：中银国际研究

图表 15. 公司人均产值增长指标



资料来源：中银国际研究

图表 16. 公司运营效率变动



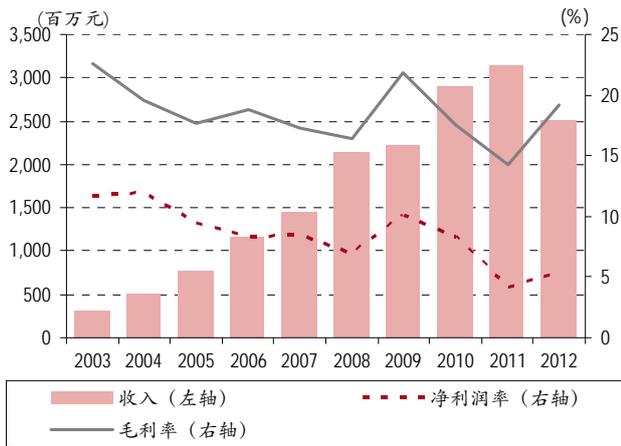
资料来源：中银国际研究

整体经营将持续好转：2011 年铁路行业政策调整，银川卧龙公司收到直接影响，经营情况急剧恶化；而同年 5 月开始了铅酸行业整治，公司电池新基地尚未投产，2011 年大半年产能被封存，并到 2012 年 4 季度才获得全部生产资质。受此影响，公司 2012 年的变压器、电池两部分产业延续了 2011 年的亏损状况，变压器、电池业务分别亏损 4,000 和 1,000 多万元，（且未考虑未投产的浙江变压器项目的潜在减值，同时不计灯塔公司出售资产收益）。

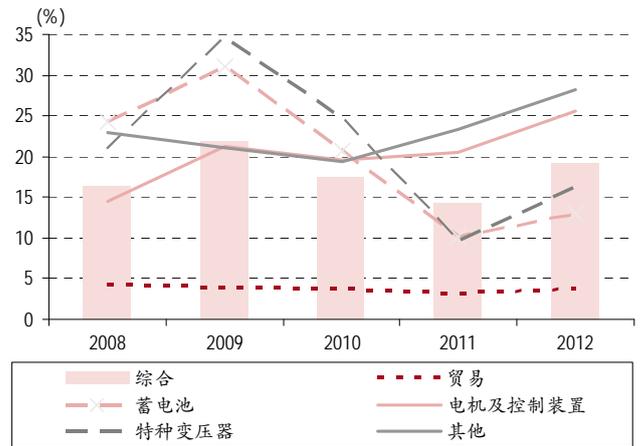
变压器、电池业务竞争力不够是公司近 2 年多元化产业亏损的重要原因，但始于 2011 年的铁路行业性调整以及铅酸电池整治是其直接导火索。目前高铁出现行业性恢复，而铅酸电池在环保压力下可能加快市场集中，公司该两部分多元化业务已开始实质性受益。

公司蓄电池基地 2012 年初投产，2012 年 3 季度已获得全部生产许可（2012 年年初允许试生产），电池事业部及卧龙灯塔蓄电池公司管理层也此期间完成了调整。由于铅酸电池行业的特殊性，行业未来的社会关注会越来越大，环保压力也将更大，目前行业盈利情况较弱，中小企业不具备环保投入的能力。未来行业趋势将进一步集中。近期几大电信公司招标，有效的投标企业已经大幅缩减到原来的一半甚至三分之一。

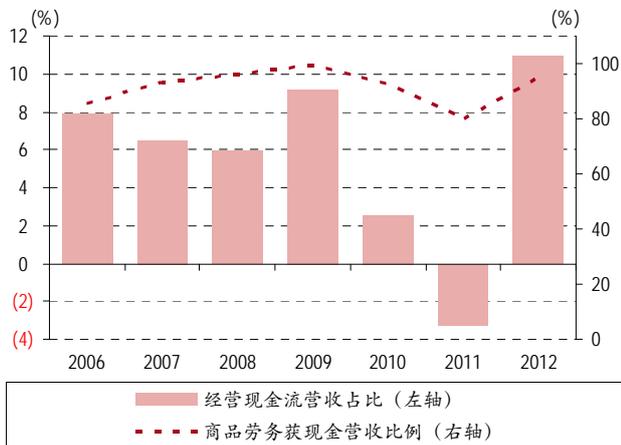
变压器业务方面，宁夏银川卧龙变压器在铁路牵引变市场有一定的市场地位，连续 5 年市场占有率居前 4 位，公司从 2012 年 4 季度开始订单出现好转，目前已经获得在手订单 1.3 亿元，奠定了较好的基础。

图表 17. 公司毛利率情况


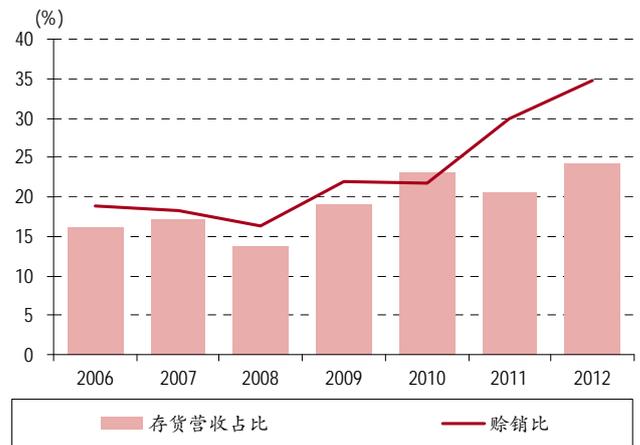
资料来源: 中银国际研究

图表 18. 分类产品毛利率情况


资料来源: 中银国际研究

图表 19. 公司现金流情况


资料来源: 中银国际研究

图表 20. 收入质量及存货指标


资料来源: 中银国际研究

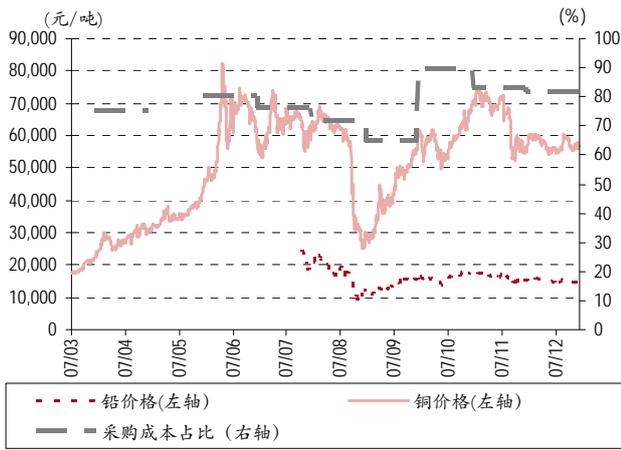
原材料价格维持在同比低位, 有利于盈利水平提高: 公司主要产品属于原材料密集型, 具有料重、人力支出低等特点, 铜、铅、硅钢原材料价格的走势对公司毛利率影响较大, 且有一定时期的滞后效应。

2011 年下半年以来, 国内铜、取向及非取向硅钢价格均有较明显的下滑, 且至今维持在较低的价格水平, 预计电机及变压器制造毛利率在今后一段时期内可能还有所提高。

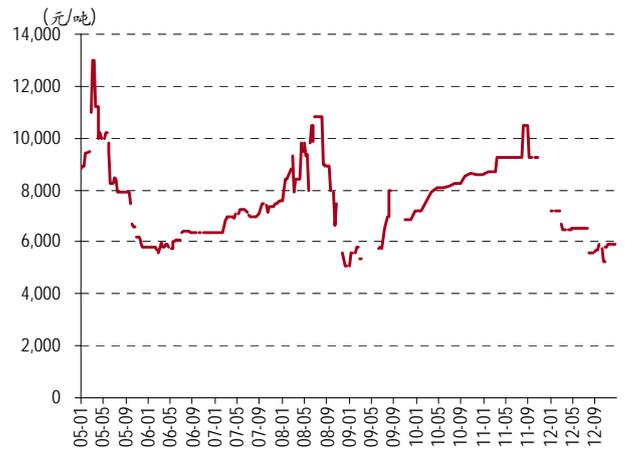
图表 21. 公司成本分析

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
剔除存货后采购 (百万元)	763.7	919.4	1,281.7	1,128.6	2,141.7	2,248.0	1,648.8
成本中人力支出 (百万元)	43.2	61.3	81.7	103.5	139.1	198.7	168.5
成本中材料占比 (%)	80.1	76.3	71.7	64.7	89.4	83.3	81.4
成本中人力占比 (%)	15.4	18.6	23.7	29.4	4.8	9.3	10.3
成本中折旧摊销等占比 (%)	4.5	5.1	4.6	5.9	5.8	7.4	8.3
材料营收占比 (%)	65.0	63.1	60.0	50.6	73.8	71.5	65.8
人力薪酬营收占比 (%)	5.0	5.8	5.2	6.4	6.6	8.6	9.8
折旧摊销等营收占比 (%)	3.7	4.2	3.8	4.6	4.8	6.3	6.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 22. 公司主要原材料与成本变动


资料来源：中银国际研究

图表 23. 非取向硅钢价格变动


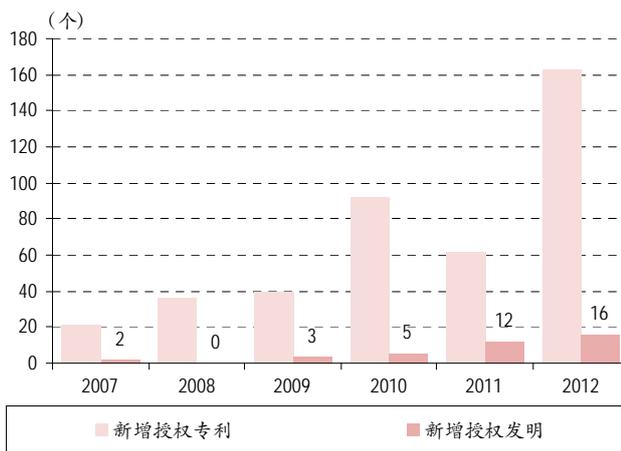
资料来源：中银国际研究

公司的优势：制造与管理能力

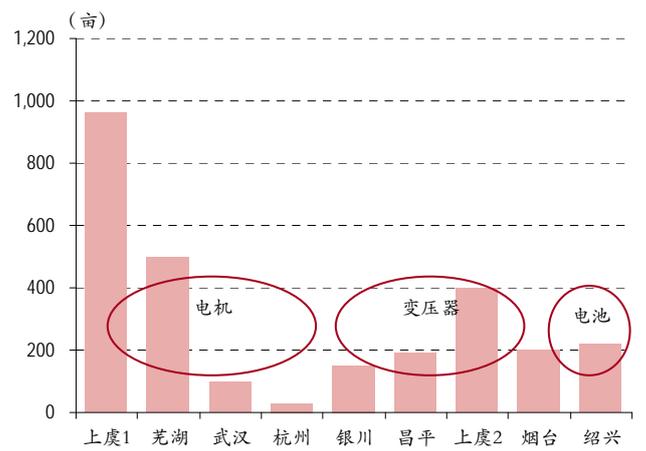
制造优势：公司依靠制造起家，具有较雄厚的制造能力，对成本控制、工艺管理有深厚沉淀。在电机及控制方面具有一定的研发实力，建有微分电机博士后流动站。

公司各类电机总产能超过 750 万 kW，连续 5 年在国内微分电机领域综合排名前三。微分电机主要供应松下、大金、格力等优质客户，同类产品价格较市场溢价 5% 左右。

公司制造布局较好，目前在上虞、绍兴、芜湖、武汉、杭州、银川、北京、烟台有制造/研发布局，占地总面积超过 2,500 亩。

图表 24. 公司新增专利授权情况


资料来源：中银国际研究

图表 25. 公司占地面积


资料来源：中银国际研究

图表 26. 公司研发支出情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
研发费用 (百万元)	61.76	85.05	91.97	87.75	93.74	88.55
资本化比例 (%)	-	-	-	6.58	11.42	8.28
研发费用收入占比 (%)	4.24	3.98	4.12	3.02	2.98	3.53

资料来源：中银国际研究

较强的管理能力：公司在面向家用电机这类激烈竞争的市场中成长起来，有较好的成本管理能力，近几年原材料采购逐步统一管理。

公司上市后进行了较频繁的收购兼并，主要的收购兼并有灯塔电源、湖北电机厂、银川变压器、东源变压器等企业收购。在收购后较低地实现了整合改造。

图表 27. 公司收购整合历程

时间	标的	备注
2003	浙江灯塔蓄电池	收购
2005	卧龙家用机	设立（与松下合资）
2005	浙江卧龙国际贸易	收购集团股权
2005	湖北电机有限公司	收购
2008	欧力卧龙振动	收购集团股权（与意大利 OLISP 合资）
2009	北京华泰变压器	收购
2009	上海协通国际商务	收购
2011	烟台东源变压器	收购

资料来源：中银国际研究

公司面临的问题：多元化、产业与管理升级

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。

此外，电力变压器、铁路变压器账期较长，给公司造成了比较严重的资金压力，2009 年以后，公司有息负债率逐步提高；财务费用率的提升，也一定程度的影响了公司盈利。

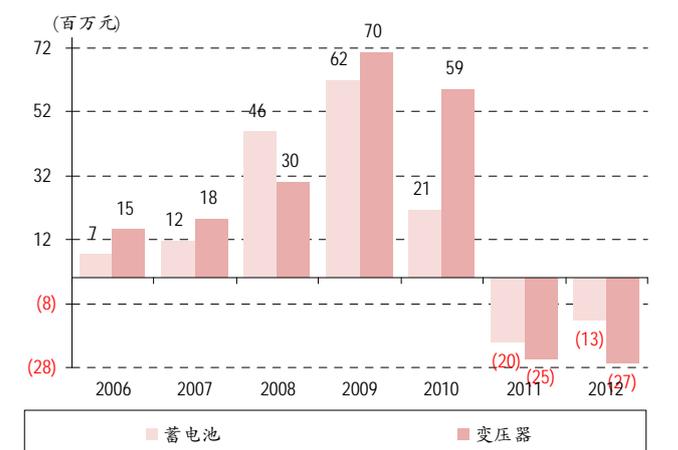
图表 28. 公司毛利率分析



资料来源：中银国际研究

注：业绩贡献已经剔除少数股东损益，2012 年未计入卧龙灯塔公司厂房出让收益。

图表 29. 非主业业绩贡献（剔除少数股东损益）



图表 30. 负债率情况

	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	1140.3	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
带息负债 (百万元)	223.7	176.2	247.2	263.2	449.1	476.2	1199.8	1183.8

资料来源：中银国际研究

产品结构与管理挑战：产品类型上，以家电市场为主的小电机产品占比大，由于下游客户过度集中，产品盈利情况很难再有提升。而附加值较高的石化、矿用、井下防爆电机，特种专用电机等领域，资产、研发团队、资质等壁垒较高。公司 2008 年之后在电机业务上投入较小，在该领域的核心竞争力不够（依靠自身积累切入这类领域的难度比较高，这也是公司收购 ATB 的直接动力）。

公司收购 ATB 后，将直接面临全球市场，一方面需要国内外的制造更精益化，也需要在市场开拓上更国际化，企业管理上更职业化。控股公司已经开始对原核心管理层进行调整，公司未来有望焕发更大的活力。

下一步走向哪里？——借助 ATB 回归主业

通过收购进入高附加值行业是现实选择

公司电机产品的传统阵地是微分电机，下游市场主要为黑白家电、电动工具、普通工业电机等行业，由于行业门槛较低，竞争十分激烈；而大型的下游企业往往也自己发展电机配套，进一步挤压了行业盈利空间。

大电机、矿用井下、石化防爆等电机行业有较高的附加值，但资产门槛高、研发投入周期长，现有大型电机企业与主要的防爆电机企业，多数是原国有企业改制后形成。

民营企业要依靠自身积累逐步切入这类行业，面临较强的资金、技术、人才壁垒。而通过收购整合来填补公司在大功率、特种电机行业壁垒无疑是相对较快的现实方式。

图表 31. 主要大电机企业情况介绍 (2010 年统计数据)

	收入 (亿元)	固定资产 (亿元)	备注
大电机企业	东方电机	62.3	20.6
	上海电机	25.1	9.4
	兰电电机	10.1	1.9
	赛力盟电机	7.2	4.1
	哈尔滨交流直流电机	4.3	1.8
	长沙电机	3.7	1.0
	昆明哈电	3.9	1.6
	江西东元	2.1	3.1 合资
	齐鲁电机	11.2	8.1
	湘潭电机	83.7	18.8
防爆电机企业	佳木斯电机	22	
	南阳防爆	18.8	
	六安江淮	13.7	
	安徽皖南	11.4	民营
	江苏大中	10.4	民营
	衡水电机	7.1	
	抚顺煤机	7.0	
	西北骏马	6.6	
	锡安达	2.7	民营
	山西防爆	2.0	外资控股

资料来源：中银国际研究

图表 32. 著名电机企业优势领域

公司	行业
ABB	危险区域
西门子	危险区域
佳木斯	矿业
南阳防爆	矿业
兰州电机	水泥
抚顺煤机	煤矿采掘
西北骏马	煤矿采掘
上海电机	冶金、电力
湘潭电机	铁路、电力

资料来源：中银国际研究

欧洲老店 ATB

ATB 发展历史超过 90 年，是老牌电机企业，产品供应海军（英国潜艇）与核电（中国泰山核电冷却主泵）、矿井下防爆电机等场合。

通过 2003 到 2006 年的快速扩张，成为了欧洲第三大电机制造企业（不含发电机），连续 4 年欧洲市场占有率稳定在 10% 以上。公司电机产品可以分为工业电机与项目电机两类，目前 IM 与 PM 产品收入比例接近 5:5。

图表 33. ATB 经营情况分析

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
收入 (百万美元)	171	225	263	378	502	577	428	408	470
EBITDA (百万美元)	11.96	26.20	19.79	31.21	54.56	53.27	41.02	34.10	42.45
净利润 (百万美元)	4	5	2	(4)	(58)	(60)	(33)	(133)	48
总资产 (百万美元)	125.07	170.06	220.41	602.45	622.67	549.51	489.03	322.20	406.08
净资产 (百万美元)	43	45	28	76	54	77	73	52	106
员工人数 (人)	1400	3973	3603	6511	6339	5398	4356	4066	3554

资料来源：中银国际研究

注：2010 年有 1.2 亿美元资产减值，2011 年有 3 千万美元左右的资产减值冲回。

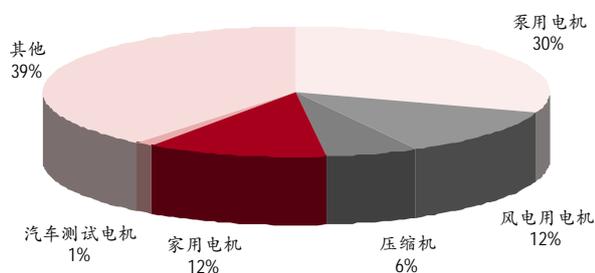
图表 34. ATB 主营产品示意

	摩特 维克	安斯 特克	诺登 哈姆	啸 驰	塞维尔	劳伦 斯	莫利	特种 电机	塔 莫	伯 顿
石油与天然气			◇	◆◆	◇	◇		◇	◇	◇
核动力船舶			◇	◆◆	◇				◇	◇
污水处理				◇	◆◆				◇	◇
发电 (含核电)				◇	◇	◆◆	◇			
矿业防爆					◇		◆◆			
OEM 电动产品	◇	◆◆	◆					◇	◇	◇
家用电器	◆◆								◇	◇
物流仓储		◇	◇							◆◆

资料来源：中银国际研究

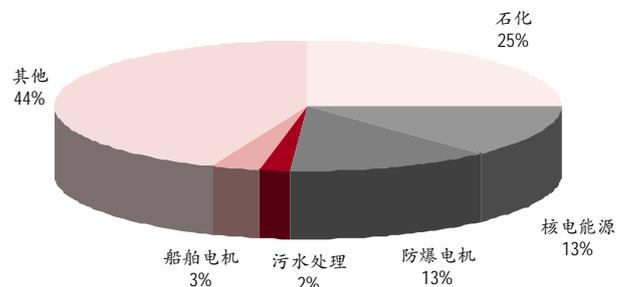
注：◆◆表示品牌影响较大，◇表示有该类产品

图表 35. ATB 2012 年 IM (工业电机) 收入构成 (预估)



资料来源：中银国际研究

图表 36. ATB 2012 年 PM (项目电机) 收入构成 (预估)



资料来源：中银国际研究

ATB 的经营困境

扩张后遗症

A-TEC 电机业务在 2003-2007 年前后完成 6 个并购，并直接对十多个分子公司进行管理，在一连串收购后，A-TEC 尚未对收购企业进行内部优化与整合，各个子/分公司产品制造、市场销售多各自为阵，公司整体经营效率不能有效提升。

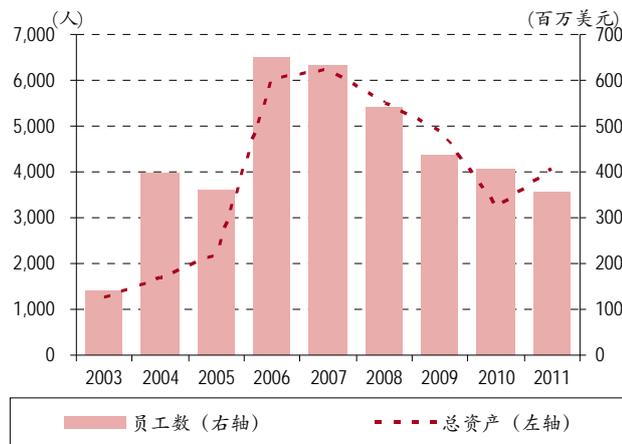
同时，不断的兼并收购也造成了 A-TEC 集团的资金紧张，金融危机后 A-TEC 母公司面临经营困境，信用评级下调，财务成本节节攀升。

图表 37. 公司经营情况分析分析

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
收收入 (百万美元)	170.54	225.17	262.71	378.06	502.26	577.13	427.81	407.94	469.87
应收账款 (百万美元)	19.60	35.87	28.03	80.90	105.69	86.09	71.88	71.63	74.11
赊销比 (%)	11.49	15.93	10.67	21.40	21.04	14.92	16.80	17.56	15.77
原材料营收占比 (%)	46.22	51.97	56.47	54.71	50.35	50.06	45.82	49.53	50.43
人力支出占比 (%)	38.33	34.13	34.81	34.60	34.23	35.32	38.97	37.86	34.85
人均产值 (万美元/人)	12.18	7.03	7.07	6.70	7.86	10.16	9.16	9.82	12.67
人均薪酬 (万美元/人)	4.67	2.40	2.46	2.32	2.69	3.59	3.57	3.72	4.42
人均经营利润 (万美元/人)	0.85	0.82	0.53	0.55	0.85	0.94	0.88	0.82	1.14

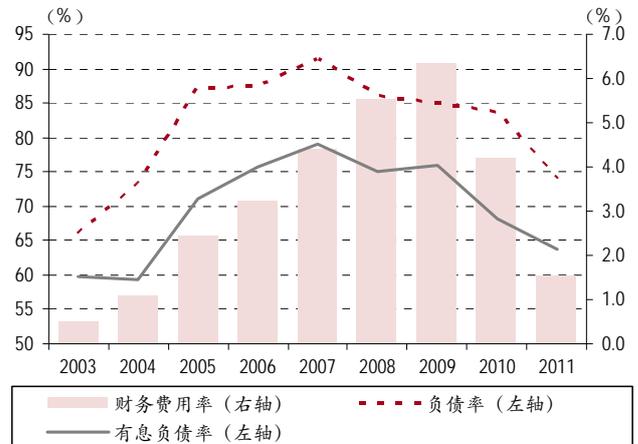
资料来源：中银国际研究

图表 38. 公司经营规模变化



资料来源：中银国际研究

图表 39. 公司负债情况变化



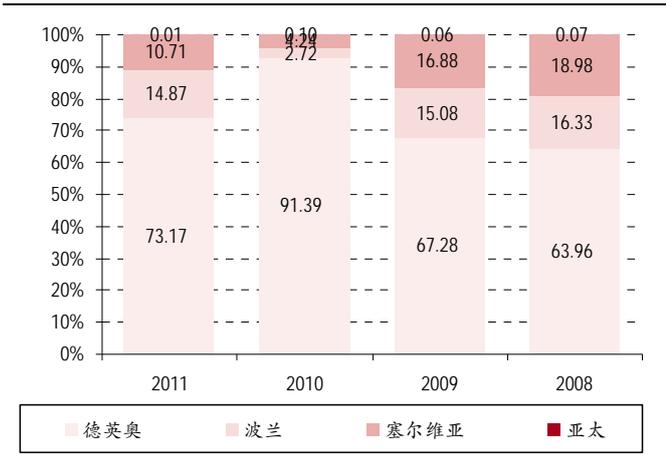
资料来源：中银国际研究

制造、市场都没有走出欧洲

未寻找到稳定的成本洼地：塞尔维亚的成本优势未能体现，后续没有寻找到人力成本低、政治稳定、配套齐全的制造基地；ATB 公司曾经在 2003 年收购后进行过制造转移的尝试，即将部分制造转移到人力成本较低的塞尔维亚与波兰；但受政治、就业保护以及产品销售等因素影响，制造转移并不成功。

市场局限于欧洲：ATB 主要品牌的市场始终高度集中于欧洲，特别是德、英、奥、波四国。由于欧洲发达国家已经基本完成工业化，自动化水平普遍较高，电机相关需求相对较弱。公司在亚太等新兴市场的布局缓慢，北美市场没有打开。

图表 40. 公司制造固定资产分布



资料来源：中银国际研究

图表 41. 公司收入区域分布



资料来源：中银国际研究

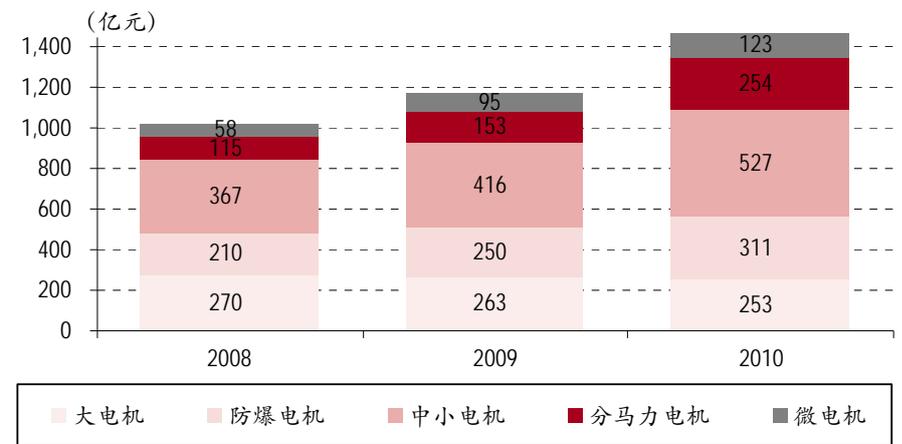
电机行业如何? ——需求将稳健向上

电机是自由竞争的传统大行业

电机是自动化的动力基础，是工业加工制造的“心脏”。经过一百多年的发展，电动机已经成为非常成熟的传统市场。作为风机、水泵、压缩机、机床、印刷机械、造纸机械、纺织机、轧钢机、空调机、城市交通和各种运输车辆的动力，其耗电量占全国总电量的60%以上。

根据行业协会的统计（仅含有较有规模的企业），过去几年电动机制造行业处于稳步发展阶段，统计相关企业的规模已经超过千亿元。

图表 42. 国内行业协会统计企业市场结构（仅含上报统计的数据）



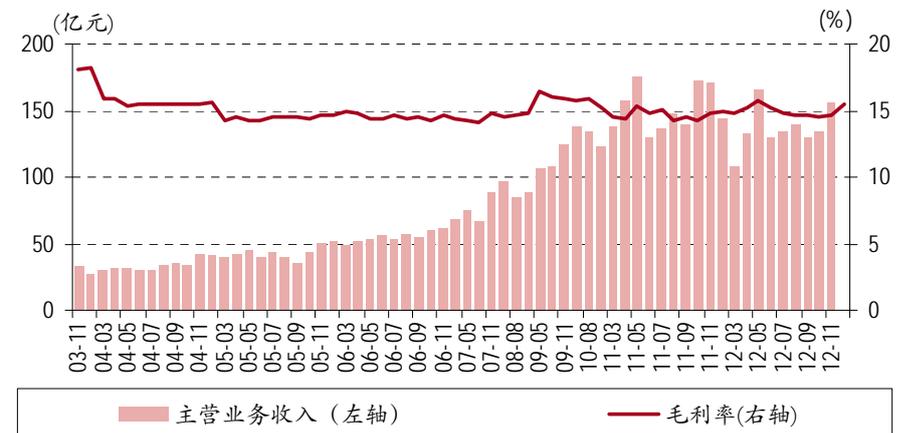
资料来源：中银国际研究

注：上图数据为行业协会根据上报企业的统计数据，其中大电机、防爆电机、中小电机、分马力电机、微电机统计企业数分别为：16家、41家、101家、32家、36家；

需强调的是，以上数据仅为已上报企业的统计数据，尽管部分企业数据有重复统计，但实际市场容量可能远大于该数值。如微电机市场，业内一般认为该市场为600-800亿元以上的市场，由于市场比较分散，统计企业市场为百亿元规模。

国内电机制造在过去主要为中低端制造：电机作为工业动力基础，已经是比较成熟的行业，过去十多年中，尽管电机需求增长较快，但潜在产能也比较充裕，行业总体毛利率其实一直稳定在14-18%的水平，也反映出国内电动机制造行业总体属于中低端制造。

图表 43. 国内电动机行业月度收入与毛利率情况

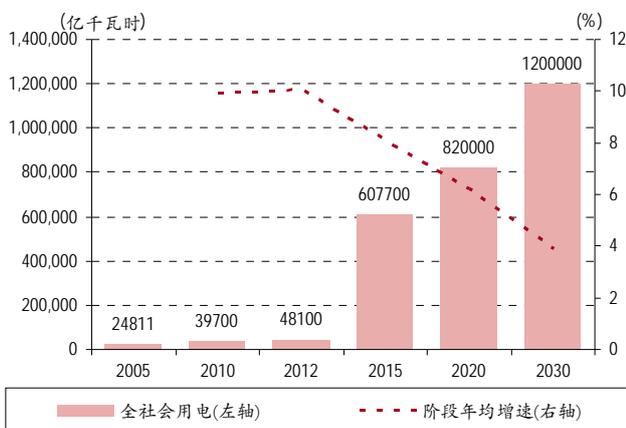


资料来源：中银国际研究

电机需求会伴随自动化水平提高与节能电机应用而持续增长

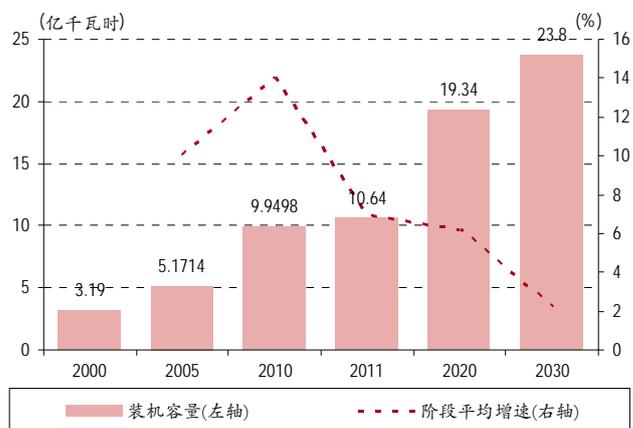
电动机是工业控制的“心脏”，是动力基础，电机市场的总体需求的增长一方面来自电力装机容量、电力等能源消费增长带来的同步增长，同时还将有自动化需求带动的电机需求，以及高效电机应用带来的替换需求。

图表 44. 全社会用电量预测



资料来源：中银国际研究

图表 45. 全国电力装机容量预测



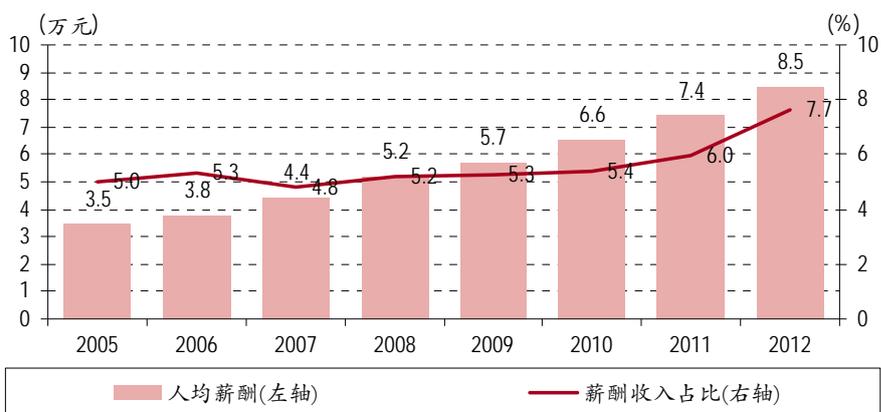
资料来源：中银国际研究

人力成本持续增长，势必逐步唤起电机动力对人力肌肉的替代：国内人力成本在过去5年中出现了快速增长过程，给制造企业带来了较大的压力，但要想回到早先廉价劳动力阶段已无可能。

随着人力成本的攀升，各个行业的自动化需求会加速。工控的大脑是电力电力技术与信息技术，而工控的心脏在大部分场合仍然是各式各样的电动机。

高效节能电机推广可能推动电机市场需求：我国大部分存量电机的能效仅相当欧洲 IE1-1 级别，目前我国电机本体能效较欧洲低 4-5 个百分点，我国 18613-2006 标准至今未能实际推广开。未来能源资源价格可能进一步上升，在产业升级中，高效电机可能逐步被接受，还有望产生一部分更新替代的电机需求，但高效电机的推进，可能是比较缓慢的过程。

图表 46. 制造及加工行业 25 家典型企业过去 8 年薪酬总支出变动



资料来源：中银国际研究

注：成分中包含了汽车、机械、农业、纺织、建筑建材、家电各 3 家企业；

年化员工人数仍为 $0.7 \times \text{上一年员工数} + 0.3 \times \text{当年员工数}$ ；

算法为各个企业年度数值再取算术均值

国内电机企业的竞争力可能维持并增强

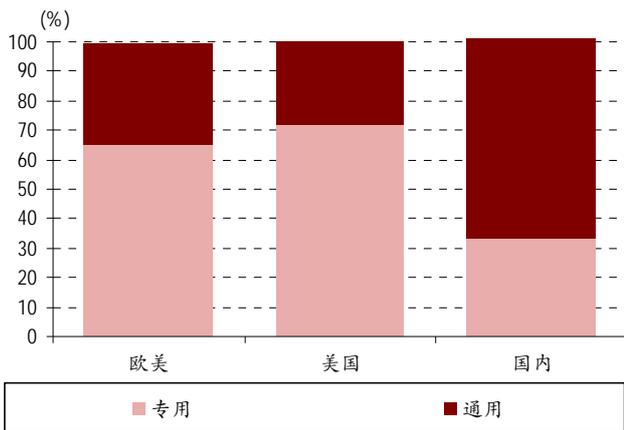
电机的专业化趋势下，劳动力因素依然不可或缺：电机广泛地应用于能源、交通、石油、化工、冶金、矿山、建筑等各个领域，随着下游需求的精密化、智能化、个性化，电机的通用性逐步向专用性方面发展，过去一类电机在不性质、不同场合通用的局面被打破，电机产品正向着专业性、特殊性、个性化方面发展。

在次趋势下，单一产品批量可能更小，完全自自动化设备的可能难以适应多样化产品需求，电机制造的半自动、自动化设备在会更多，但劳动力密集的特色不会改变。

中国有齐全的专业配套产业集群：在过去几十年的快速发展中，在长三角、山东等区域/省市形成了强大的电机企业，围绕这些电机企业，在当地形成了涵盖机座、定转子、线圈等配套产业集群，目前仅仅在电机定转子环节，已经出了10亿元收入规模的企业，这些产业集群不仅在国内最齐全，在世界上也比较少见。

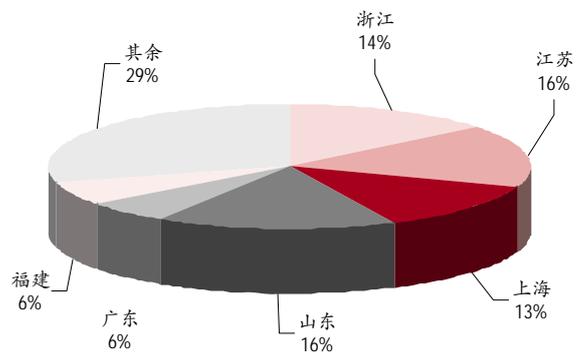
制造业升级会带动电机升级：中国下游机械、军工、汽车等行业的转型升级中，有望带动电机需求走出目前以中低端为主的结构。

图表 47. 电机专用化结构占比



资料来源：中银国际研究

图表 48. 十一五规模以上电机企业收入分布



资料来源：中银国际研究

国际大型电机企业模式：亚太制造、全球销售

原材料成本基本属于硬性支出：铜/硅钢/铁等原材料基本属于非弹性成本，除开优化设计等细节因素影响外，企业在原材料成本的差异主要在于原材料采购议价能力以及供应商管理水平。经营健康稳健的企业，直接原材料差异不会太大。特别是硅钢实现国产化之后，国内外电机制造产业在原材料上的情况更趋同。

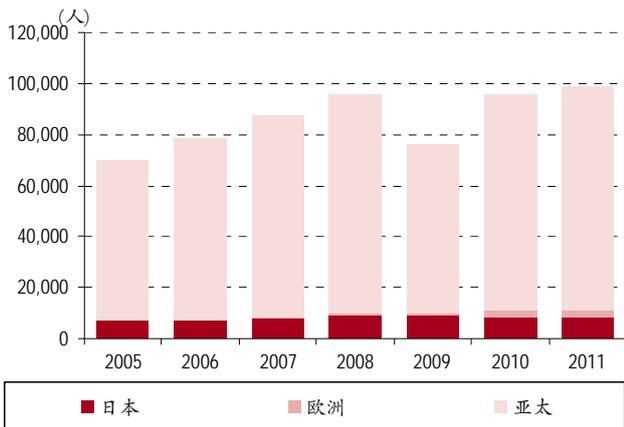
但人力支出在区域间存在巨大差异：电机是传统化的制造，但由于家电之外的很多电机多属于个性化定制模式，很难采用通用型电机的自动化生产模式，因此劳动力在很长时间内都仍然是电机制造企业难以削减的生产因素。

亚太等劳动力富余的发展中国家，总体劳动力成本低，有巨大的人力成本优势。欧洲、美国制造企业维系着较高的人力成本，其人力成本在收入占比一般在30%-35%甚至更高的水平，相比亚太较发达区域15%-20%，以及国内10%左右的水平有很大差异。

亚太制造、全球销售是共同特点：成本是制造业的立命之本，由于电机制造各环节的主要差异在人力成本上，国际大型电机企业，无一不很早就实现了向亚太的制造转移。如日电产、台湾东元、WEG、RBC 纷纷在中国、印度等地收购、合资或设立制造基地。

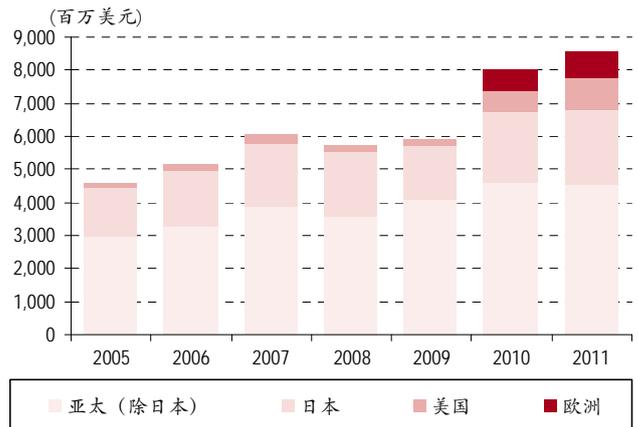
ABB、西门子等企业，其电机主要依靠系统解决方案盈利，制造不是其经营核心，即便如此，也一样通过收购基本完成了通用类制造向中国、印度及印尼、泰国等亚太国家的转移。

图表 49. 日电产员工分布



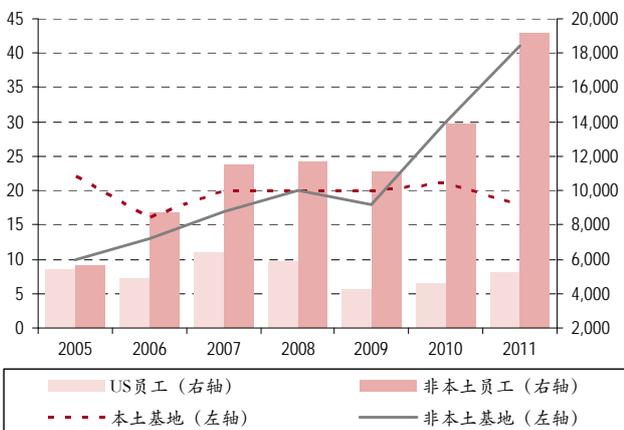
资料来源：中银国际研究

图表 50. 日电产收入分布



资料来源：中银国际研究

图表 51. 雷勃电气员工及制造基地分布



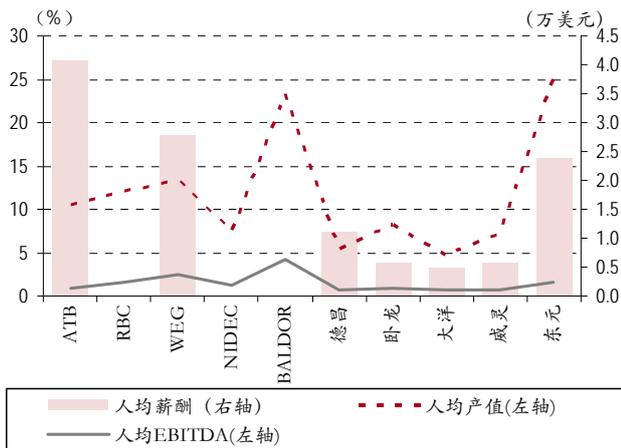
资料来源：中银国际研究

图表 52. 雷勃电气销售收入分布

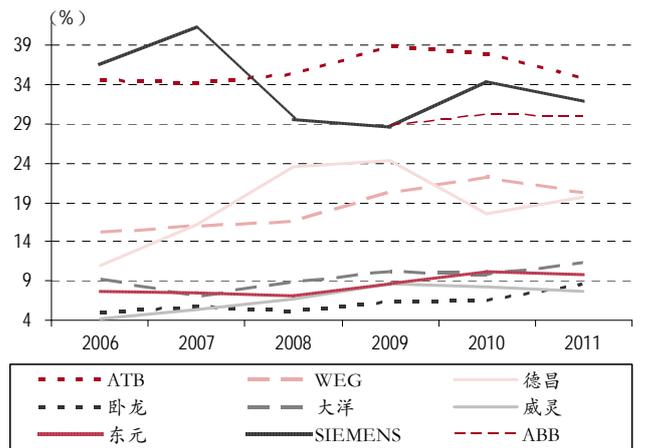


资料来源：中银国际研究

Regal-Beloit 的员工分布图中，其余部分主要为中国、印度、墨西哥

图表 53. 大型电机企业经营对比


资料来源: 中银国际研究

图表 54. 大型电机企业人力支出营收占比


资料来源: 中银国际研究

图表 55. 相关企业经营指标对比分析(2009-2011 年均值)

	收入 (百万美元)	员工数	人均产值 (万美元/人)	人力支出比 (%)	人均薪酬 (万美元/人)
ABB	33,791	122,067	27.8	29.7	8.26
西门子	99,882	389,667	25.4	31.6	8.02
东元	763	3,033	25.1	9.5	2.41
WEG	2,581	19,256	13.4	21.0	2.79
ATB	435	3,992	10.6	37.2	4.08
RBC	2,291	19,400	12.1		
NIDEC	6,840	92,976	7.4		
BALDOR	1,741	7,441	23.4		
德昌	1,995	37,667	5.4	20.6	1.11
卧龙	413	5,133	8.2	7.2	0.58
威灵	967	13,801	7.1	8.2	0.58
大洋	299	6,342	4.8	10.5	0.49

资料来源: 中银国际研究

注入后怎样协同？——市场开拓是关键

第一阶阶段：ATB 内部整合

在 A-TEC 集团原有架构中，ATB 主要为财务管理，其下属十经营实体的业务管理主要由 A-TEC 集团负责。2010 年 A-TEC 进入破产保护阶段后，ATB 接管主要业务的管理职能，但旗下公司的内部资源梳理与优化程度低，子公司销售体系、生产制造未能有效融合。

ATB 公司过去 2 年经营实际好转，一方面是集团公司辅助公司盘活运营资本，降低了公司财务费用率，同时强化了 ATB 层面的资源优化与整合。

制造转移：确定性最大的协同

ATB 综合的人力支出成本始终维持在较高水平，其人力总成本在收入中占比基本处于 34-38% 的水平；而国内电机相关制造业人力成本收入占比一般在 8-11% 水平，这与世界各国总体发展水平、政治经济模式有关。

公司人力薪酬支出占比维持了稳定的增长态势，2012 年已上升到 10.5% 左右的水平，但较 ATB 仍有巨大的成本优势。

普通高效电机转移： Brook 品牌部分普通高效电机产品将转移到卧龙上虞工业基地，一期 15 亩基地 2012 年 11 月已经投产。

ATB IE2、IE3 能效等级的通用电机产品近几年在国内有约 1.2-1.4 亿元左右的代工规模，该部分产能将逐步转移到上虞基地。

项目电机转移： ATB 莫利公司部分矿山/井下防爆电机、石化电机通过指定、代理、配套进入了中国市场，并已经获得相应资质。武汉卧龙主营产品具备一定高压电机的制造与市场基础，ATB 中低端防爆、石化电机将逐步转移到武汉卧龙公司（2012 年武汉卧龙高压电机基地验收未通过，目前正在改造、升级与员工培训，2013 年年中有望投产）。

图表 56. 公司经营情况对比

项目	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
收入 (百万美元)	469.87	407.94	427.81	577.13	502.26	378.06	262.71
ATB 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
收入 (百万美元)	485.34	427.78	325.43	306.44	190.77	146.82	93.40
卧龙 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应更低。

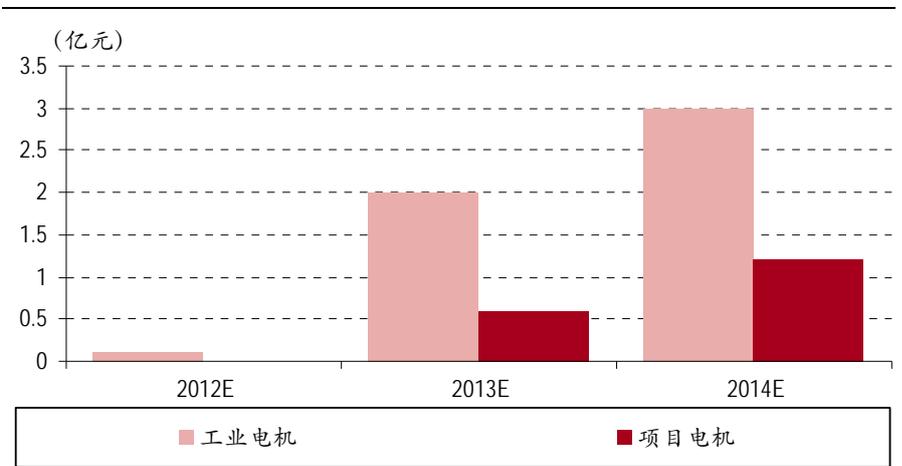
图表 57. 公司产品结构对比

	卧龙	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

市场开拓与协同是关键

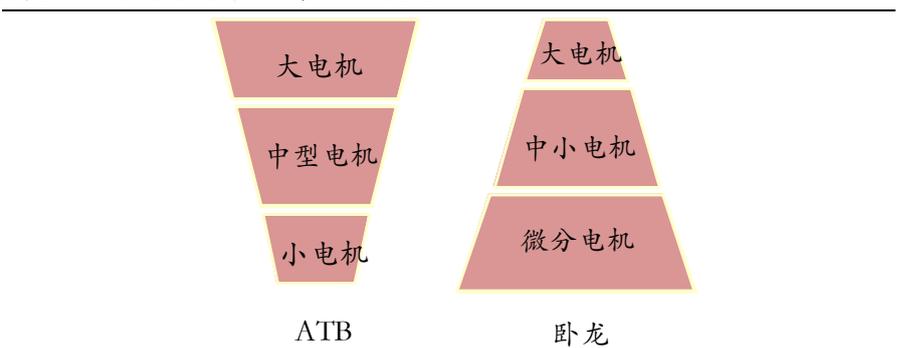
制造转移是有限度的协同: 依靠成本优势进行制造转移, 是较确定的协同, 但由于欧洲比较严格的就业保护政策, 制造转移主要是新增产能与盈利情况相对较弱产品的转移。

图表 58. 制造转移市场规模预估


资料来源: 中银国际研究

市场拓展是经营效率提升的直接驱动力: 公司主要通过自然退休逐渐减员, 若普通高效电机市场进一步拓展, 制造转移额度可能更大, ATB 经营效率将持续改善; 若 ATB 的专用电机在中国等新兴市场打开, 公司盈利能力还将显著增强。

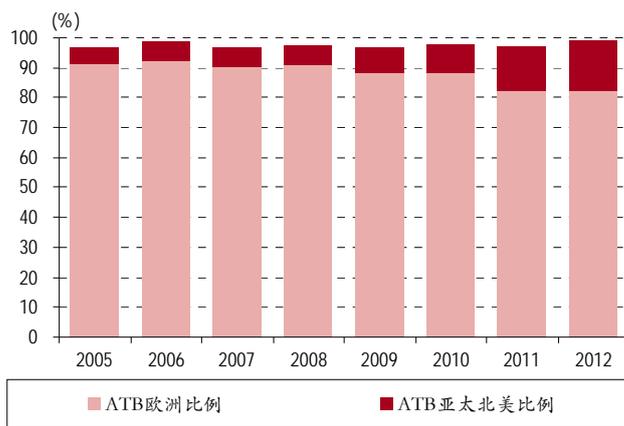
由于公司主要竞争者多为国营企业, 部分经历过收购转手, 经营效率与人才团队稳定情况相对较弱。公司激励体制灵活, 未来在市场拓展方面具有一定优势。市场渠道方面, 卧龙电气在国内、美国有一定的市场基础与销售网络, 而 ATB 在欧洲有市场基础, 渠道可以互补。

图表 59. 卧龙电气与 ATB 产品结构对比


资料来源: 中银国际研究

图表 60. 卧龙电气销售收入区域构成


资料来源：中银国际研究

图表 61. ATB 销售收入区域构成


资料来源：中银国际研究

整合与协同有望推动规模与盈利能力双增长

ATB 现有渠道主要在欧洲，其海外销售主要通过新加坡 ATB LJ 公司实现，同时有部分产品通过欧洲总包进入海外；卧龙电气的产品市场主要在中国与美国，国外市场主要是微分电机与蓄电池。ATB 在国内矿山、煤炭采掘、石化、核电等领域获得的市场，与 ATB 在美国等销售“盲区”获得的市场，大部分都将是增量市场。

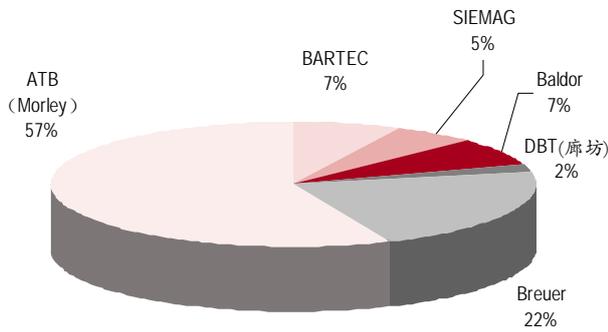
ATB 公司运营效率偏低，但由于其严格的就业保护政策，仅能通过员工退休与离职实现自然减员；同时其薪酬也有比较严格的管控，特别在德国等区域，法律规定员工薪酬需要基本保持一定比例的增长。因此 ATB 现有产品销售的规模扩大，将直接提升其运营效率与盈利能力。

同时，IE2、IE3 类高效电机在上虞基地，矿用、石化用防爆电机在武汉基地的转移制造，将把 OEM 部分的利润冲回上市公司内部，也将一定程度提升卧龙电气公司规模及效益。

中高端市场，煤矿井下、井上防爆电机是最先切入点：ATB 莫利公司的矿山井下防爆电机产品早先一直通过配套、代理在国内有一定销售，公司 2009-2011 年，70-80% 的煤矿财局电机产品主要出口，而其中有近一半通过总机厂配套到中国。

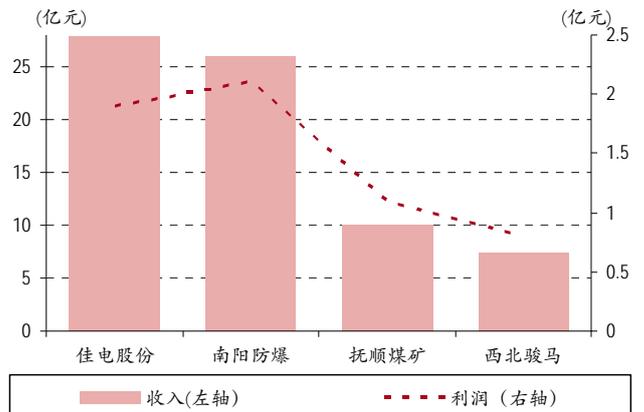
ATB morley 在 2009、2010、2012 年分别获得英国女王国际贸易与创新奖；在中国，莫利公司井下防爆电机具有很高的知名度与影响力，国内鸡西煤机、抚顺煤机、山西防爆电机等公司 2005 年后仍均向公司引进过设备或者培训学习过。

图表 62. 国家矿用进口电机安标许可产品类别 (只含有效期内)



资料来源: 中银国际研究

图表 63. 国内矿用防爆电机主要企业 2011 年经营数据 (含井上、井下)



资料来源: 中银国际研究

市场的谋篇布局将逐步回报: 欧洲市场尚, ATB 在石油石化、煤矿等领域有较好的产品储备与影响力, 而在国内, 其产品基础最好的是煤矿电机, 特别是井下采掘用电机; 由于国内石油石化、燃气领域相对集中, 一般均采用直销模式, 卧龙电气公司目前有部分石油石化行业的直销渠道, 但 ATB 产品规模进入国内市场还需要一定时期的培育。

2012 年, ATB 公司加快了市场布局进度, 目前已进入美国、中国、印度、俄罗斯等以往的直销“盲区”; 卧龙电气公司也在原美国办事处的基础上成立美国销售公司, 并也开始进入哈萨克斯坦、印度等国。

图表 64. 卧龙电气与 ATB 销售网络布局与进展



资料来源: 中银国际研究

铁路变压器、电池业务实质好转: 过去两年, 在铁路、铅酸电池行业性因素影响下, 公司变压器、电池板块持续亏损, 目前行业性不利因素已经消化完成, 变压器板块、电池板块在本年度将出现恢复性改善。

图表 65. 卧龙电气子公司销售收入规模 (百万元)

	2009	2010	2011	2012	2013E
灯塔	408.8	324.2	257.9	236.7	317
银川	380.8	486.6	428.3	226.4	250
华泰	82.8	101.4	101.8	62.9	85
东源			397.9	344.6	330
浙江变					65
研究院	30.8	75.4	85.7	48.1	-
上海商务	257.9	381.2	441.2	273.3	-
浙江国贸	355.9	392.9	201.1	162.8	-
家用机	266.8	463.5	542.0	459.9	460
武汉	111.0	141.3	153.5	93.0	110
香港				166.5	
欧力	73.4	121.8	189.3	190.0	200

资料来源: 中银国际研究

图表 66. 卧龙电气子公司利润总额 (百万元)

	2009	2010	2011	2012	2013E
灯塔	65.3	22.3	(21.4)	40.9	68
银川	68.9	63.1	(30.1)	(10.0)	5
华泰	13.1	0.9	(1.1)	(20.3)	(1)
东源			4.7	(10.1)	2
浙江变					(12)
研究院	(8.5)	10.2	2.9	4.5	
上海商务	(7.3)	0.3	0.1	0.5	
浙江国贸	6.8	1.7	4.6	2.6	
家用机	14.5	25.1	2.6	27.8	26
武汉	0.1	3.9	14.2	0.8	4
香港				(1.9)	
欧力	17.1	27.9	36.0	41.0	38

资料来源: 中银国际研究

注: 2012、2013年卧龙灯塔公司利润总额包含其厂房处置收益

盈利预测与假设

以下盈利预测 2013 年股本按增发完成后的股本计算，ATB 未来的折算不考虑汇率变化；

图表 67. 卧龙电气公司盈利预测

(人民币, 百万)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
电机及控制装置	营业收入	775.3	1,195.1	1,394.8	1,203.3	1504.2	1955.4	2502.9
	同比增长(%)		54.1	16.7	(13.7)	25.0	30.0	28.0
	营业成本	611.1	961.9	1,108.1	894.6	1098.0	1417.7	1814.6
	毛利率(%)	21.2	19.5	20.5	25.7	27.0	27.5	27.5
变压器	营业收入	458.8	563.5	834.5	608.7	730.5	788.9	907.3
	同比增长(%)		22.8	48.1	(27.0)	20.0	8.0	15.0
	营业成本	300.1	424.2	755.0	510.5	599.0	646.9	739.4
	毛利率(%)	34.6	24.7	9.5	16.1	18.0	18.0	18.5
蓄电池	营业收入	407.0	312.3	241.6	226.1	316.6	411.5	493.8
	同比增长(%)		(23.3)	(22.6)	(6.4)	40.0	30.0	20.0
	营业成本	280.8	247.5	217.2	196.9	261.2	325.1	390.1
	毛利率(%)	31.0	20.8	10.1	12.9	17.5	21.0	21.0
其他	营业收入	5.5	12.3	21.2	31.9	41.5	49.8	49.8
	同比增长(%)		123.2	71.6	50.6	30.0	20.0	0.0
	营业成本	4.4	10.0	16.3	22.9	29.9	35.8	35.8
	毛利率(%)	21.0	19.3	23.3	28.3	28.0	28.0	28.0
贸易	营业收入	539.5	725.4	551.5	356.7	428.1	449.5	449.5
	同比增长(%)		34.5	(24.0)	(35.3)	20.0	5.0	0.0
	营业成本	517.7	697.8	533.4	343.2	411.8	432.4	432.4
	毛利率(%)	4.0	3.8	3.3	3.8	3.8	3.8	3.8
ATB	营业收入				-	3112.2	3641.3	4151.1
	同比增长(%)				-	14.0	17.0	14.0
	营业成本				-	2427.5	2731.0	3113.3
	毛利率(%)				-	22.0	25.0	25.0
						1504.2	1955.4	2502.9
合计	营业收入	2,232.2	2,903.9	3,146.2	2,507.2	6133.0	7296.4	8554.4
	同比增长(%)		30.1	8.3	(20.3)	144.6	19.0	17.2
	营业成本	1,744.7	2,395.1	2,697.6	2,025.6	4827.4	5588.9	6525.7
	综合毛利率(%)	21.8	17.5	14.3	19.2	21.3	23.4	23.7
	销售费用率(%)	5.1	4.3	5.1	5.9	6.3	6.3	6.0
	管理费用率(%)	5.5	4.8	5.6	7.5	7.1	6.8	6.6
	财务费用率(%)	0.9	0.7	2.0	2.7	1.9	1.9	1.7
	实际所得税率(%)	11.5	8.2	5.1	10.3	11.3	10.3	10.3
	净利润率(%)	10.1	8.4	4.1	5.4	6.4	7.4	8.0
	少数股东损益率(%)	1.3	1.1	0.6	0.7	0.8	1.2	1.1

资料来源：中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	3,146	2,507	6,133	7,296	8,554
销售成本	(2,698)	(2,026)	(4,827)	(5,589)	(6,526)
经营费用	(240)	(270)	(707)	(874)	(1,014)
息税折旧前利润	209	212	598	834	1,015
折旧及摊销	(61)	(73)	(120)	(131)	(146)
经营利润(息税前利润)	148	139	478	702	869
净利息收入/(费用)	(54)	(67)	(115)	(136)	(142)
其他收益/(损失)	51	80	81	38	38
税前利润	137	151	444	604	765
所得税	(7)	(16)	(50)	(63)	(79)
少数股东权益	(19)	(18)	(47)	(85)	(95)
净利润	111	118	347	457	591
核心净利润	111	118	347	457	591
每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.31	0.41	0.53
核心每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.31	0.41	0.53
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.06	0.08
收入增长(%)	8	(20)	145	19	17
息税前利润增长(%)	(43)	(6)	244	47	24
息税折旧前利润增长(%)	(31)	2	182	39	22
每股收益增长(%)	(47)	6	84	32	29
核心每股收益增长(%)	37	6	195	32	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	137	151	444	604	765
折旧与摊销	61	73	120	131	146
净利息费用	74	96	115	136	142
运营资本变动	(491)	192	(292)	107	129
税金	(7)	(16)	(50)	(63)	(79)
其他经营现金流	123	(222)	193	(182)	(164)
经营活动产生的现金流	(102)	274	529	735	939
购买固定资产净值	(14)	(21)	0	0	0
投资减少/增加	32	18	31	31	21
其他投资现金流	(18)	(64)	0	0	0
投资活动产生的现金流	0	(68)	31	31	21
净增权益	259	0	418	0	0
净增债务	823	(651)	282	357	(197)
支付股息	(34)	(38)	(52)	(69)	(89)
其他融资现金流	(301)	(82)	410	(661)	(142)
融资活动产生的现金流	747	(770)	1,058	(373)	(427)
现金变动	645	(564)	1,618	393	532
期初现金	1,223	1,053	967	1,091	1,164
公司自由现金流	(82)	236	575	778	967
权益自由现金流	667	(511)	727	987	621

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,053	967	1,091	1,164	1,234
应收帐款	762	745	1,523	1,609	1,823
库存	646	607	1,234	1,451	1,734
其他流动资产	388	265	245	467	777
流动资产总计	2,855	2,594	4,110	4,762	5,592
固定资产	797	994	1,702	1,836	1,742
无形资产	255	257	420	420	420
其他长期资产	918	929	762	531	518
长期资产总计	1,970	2,180	2,883	2,788	2,681
总资产	4,825	4,773	6,993	7,550	8,273
应付帐款	646	658	1,085	1,393	1,711
短期债务	1,140	633	890	1,242	1,046
其他流动负债	258	668	821	761	763
流动负债总计	2,044	1,959	2,796	3,396	3,519
长期借款	60	25	25	25	25
其他长期负债	0	0	626	118	130
股本	688	688	1,106	1,106	1,106
储备	1,798	1,867	2,162	2,550	3,052
股东权益	2,484	2,553	3,268	3,656	4,158
少数股东权益	237	236	278	355	440
总负债及权益	4,825	4,773	6,993	7,550	8,273
每股帐面价值(人民币)	3.61	3.71	2.96	3.31	3.76
每股有形资产(人民币)	3.21	3.21	2.26	2.61	3.06
每股净负债/(现金)(人民币)	0.21	(0.45)	(0.16)	0.09	(0.15)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.6	8.5	9.8	11.4	11.9
息税前利润率(%)	4.7	5.5	7.8	9.6	10.2
税前利润率(%)	4.4	6.0	7.2	8.3	8.9
净利率(%)	3.5	4.7	5.7	6.3	6.9
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.5	1.4	1.6
利息覆盖率(倍)	2.0	1.4	3.7	4.7	5.8
净权益负债率(%)	5.4	净现金	净现金	2.6	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	33.5	31.7	17.2	13.1	10.1
核心业务市盈率(倍)	33.5	31.7	17.2	13.1	10.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	39.0	36.9	20.1	15.2	11.8
市净率(倍)	1.5	1.5	1.8	1.6	1.4
价格/现金流(倍)	(36.4)	13.6	7.0	5.1	4.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.3	21.8	12.9	9.2	7.4
周转率					
存货周转天数	88.3	110.9	105.9	105.9	103.9
应收帐款周转天数	88.4	108.5	105.5	105.5	105.5
应付帐款周转天数	75.0	95.6	101.6	101.6	101.6
回报率					
股息支付率(%)	31.0	32.2	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	4.8	4.6	11.9	13.2	15.1
资产收益率(%)	2.9	2.6	7.2	8.7	9.8
已运用资本收益率(%)	4.3	4.9	12.5	14.7	16.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

佳电股份 (000922.CH/人民币 7.62, 未有评级)

大洋电机(002249.CH/人民币 6.80, 未有评级)

方正电机 (002196.CH/人民币 9.57, 未有评级)

湘电股份 (600416.CH/人民币 5.37, 未有评级)

金龙机电 (300032.CH/人民币 27.4, 未有评级)

以 2013 年 4 月 3 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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；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