



## 公司拐点确立，行业支点形成

2013.06.17

强烈推荐(首次)

姚玮(首席分析师) 姬浩(助理研究员)  
电话: 020-88836125 020-88831169  
邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn jih\_a@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310512110002

现价: 5.20  
目标价: 8.50  
股价空间: 63%

电力设备与新能源、环保行业

### 投资要点:

● **有别于市场的观点:**经历两年调整，公司拐点已确立。收购 ATB 丰富公司电机产品线，填补高端产品空白，双方将在研发、采购、生产、销售各环节优势互补、整合协同，做强电机主业。公司在电机电控一体化的战略布局有望在新能源汽车、3D 打印等新兴领域打开新的增长点。此外，原材料价格下跌、铁路投资大幅增长、蓄电池生产经营恢复及产能增加促变压器、蓄电池业务今年好转。

● **主动经营管理、原材料价格下跌促盈利能力大幅提升。**12 年铁路投资下滑、蓄电池行业环保整顿等多重不利因素影响，公司营业收入同比下滑 20.31%。公司主动进行订单质量控制，选择承接利润率较高的订单，同时大幅度减少与主营业务无关且毛利较低的贸易销售，并加大附加值高产品生产和客户开拓力度，使得公司盈利能力大幅提高。2012 年，公司整体毛利率水平比上年增加 5.31 个百分点，其中电机毛利率同比增加 5.1 个百分点；蓄电池毛利率同比增加 2.82 个百分点；变压器毛利率同比增加 6.61 个百分点。

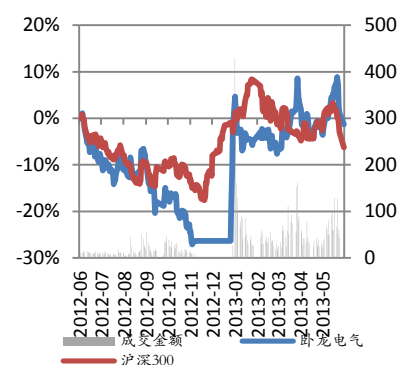
● **收购 ATB 整合协同，做强电机主业。**收购 ATB 填补公司在诸如三相/单相紧凑型集成逆变器电机、消防电机、变极电机和大型高压感应电机等产品领域的空白，同时借助 ATB 成熟品牌与销售网络，加快产品结构调整，加速国际化进程。而 ATB 可以实现生产制造转移，大幅降低人力成本，并借助卧龙电气在国内市场的销售渠道打开中国市场。双方将在研发、采购、生产、销售各环节实现优势互补，发挥协同作用，做强电机主业。

● **变压器、蓄电池业务今年开始好转。**今年前 4 月全国铁路固定资产投资完成额 1109 亿元，同比增长达 23.78%，公司变压器产品结构调整已基本到位，随着原材料价格下跌以及铁路投资回升，今年公司变压器业务有望大幅减少亏损，逐步重回盈利轨道。公司蓄电池生产经营已经恢复正常，产能扩大至 200 万 kWh。2012 年 5 月，《铅酸蓄电池行业准入条件》颁布，大幅提高了行业准入门槛。公司将受益行业整合带来的订单、盈利双提升，预计今年业绩将实现恢复性增长。

● **盈利预测与估值:**我们预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.32、0.38、0.48 元，考虑 ATB 合并报表后摊薄 EPS 分别为 0.34、0.44、0.57 元，对应 15、12、9 倍 PE。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示:**ATB 整合不达预期风险、毛利率下滑风险、汇率风险

### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
卧龙电气	-0.8	5.0	33.2
电力设备	-0.1	11.5	24.0
沪深 300	-7.3	-3.9	1.5

### 基本资料

总市值(亿元)	35.762
总股本(亿股)	6.877
流通股比例	100%
资产负债率	42%
大股东	卧龙控股集团 有限公司
大股东持股比例	26%

### 相关报告

-

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2507.20	3221.52	3930.60	4718.50
同比(%)	-20.31%	28.49%	22.01%	20.05%
归属母公司净利润	117.51	217.60	261.17	329.49
同比(%)	5.85%	85.17%	20.02%	26.16%
ROE(%)	4.27%	7.53%	8.41%	9.74%
每股收益(元)	0.17	0.32	0.38	0.48
P/E	29.30	16.43	13.69	10.85
P/B	1.35	1.31	1.21	1.10
EV/EBITDA	13.70	8.49	7.41	6.40



# 目录

<b>1. 盈利拐点确立的电机巨头，估值处于低位</b> .....	4
1.1 主动经营管理、原材料价格下跌促盈利能力大幅提升.....	4
1.2 估值水平处于低位，提升空间大.....	8
1.3 公司概况及股权关系.....	9
<b>2. 收购 ATB 进军高端电机，产能整合加速国际化</b> .....	11
2.1 ATB 原股东破产带来卧龙跨国并购机会.....	11
2.2 收购价格低于行业平均水平.....	12
2.3 扩充高端产品线，加速国际化进程.....	13
2.3 研发、采购、生产、销售四条线上的整合协同.....	15
2.3.1 研发协同：集中开发资源，提高效率.....	15
2.3.2 采购协同：原材料转移优化，降低成本.....	16
2.3.3 生产协同：国际产能转移，提升盈利水平.....	17
2.3.4 销售协同：销售网络互补，打开增量空间.....	17
2.4 历史经验：公司整合能力强.....	17
2.5 整合协同的目标：实现业绩增长.....	19
<b>3. 电机电控一体化龙头，向多领域延伸</b> .....	20
3.1 电机控制器：名副其实的“电机大脑”.....	20
3.2 特斯拉掀新能源汽车革命，核心部件电机控制系统前景光明.....	21
3.3 3D 打印时代到来，普及化加速.....	24
<b>4. 变压器、蓄电池业务今年开始好转</b> .....	25
4.1 变压器调整到位，逐步重回盈利轨道.....	25
4.2 蓄电池今年将恢复性增长，未来存量增量空间大.....	27
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	29
<b>6. 风险提示</b> .....	29



## 图表目录

图表 1 公司历年收入及同比增长率 .....	4
图表 2 公司历年归母净利及同比增长率 .....	4
图表 3 2008-2013Q1 公司综合毛利率与净利率情况 .....	5
图表 4 公司分产品毛利率变化情况 .....	5
图表 5 LME3 个月铜期货价格（美元/吨） .....	6
图表 6 LME3 个月铝期货价格（美元/吨） .....	6
图表 7 取向硅钢价格（元/吨） .....	6
图表 8 无取向硅钢价格（元/吨） .....	6
图表 9 电机、变压器原材料价格变动对产品利润的波动敏感性分析 .....	7
图表 10 电机、变压器原材料价格波动带来的毛利润弹性同比变化 .....	7
图表 11 公司历史市盈率与市净率走势图 .....	8
图表 12 可比公司估值对比 .....	8
图表 13 公司主要参控股子公司 .....	9
图表 14 公司主要产品 .....	10
图表 15 公司与实际控制人产权及控制关系 .....	10
图表 16 收购 ATB 前后公司与实际控制人产权及控制关系图 .....	11
图表 17 评估基准日行业可比上市公司市盈率与市净率 .....	12
图表 18 ATB 股权结构图 .....	13
图表 19 2012 年 ATB 各地区收入比重 .....	14
图表 20 ATB 旗下主要电机子品牌概况 .....	14
图表 21 公司 2007-2012 年研发支出及占收入比重情况 .....	16
图表 22 公司历次重要收购兼并 .....	18
图表 23 公司历年资本运作及股价表现 .....	18
图表 24 ATB 财务数据测算表（单位：万元人民币） .....	19
图表 25 电动车无刷电机控制器 .....	20
图表 26 步进控制器连接示意图 .....	20
图表 27 公司变压器业务历年收入及增长率 .....	22
图表 28 电动汽车电机控制系统结构 .....	22
图表 29 “节能与新能源汽车”重大项目总体布局 .....	22
图表 30 新能源汽车驱动电机比较 .....	23
图表 31 哈飞赛豹汽车永磁同步电动机驱动控制器 .....	23
图表 32 3D 打印机构造图 .....	24
图表 33 公司变压器业务生产布局 .....	25
图表 34 公司变压器业务历年收入及增长率 .....	26
图表 35 公司变压器历年毛利率 .....	26
图表 36 公司变压器业务历年收入及增长率 .....	27
图表 37 公司蓄电池产品种类及用途 .....	27
图表 38 公司蓄电池业务历年收入及毛利率 .....	28
图表 39 上期所铝期货价格 .....	28
图表 40 公司分业务收入成本预测 .....	29



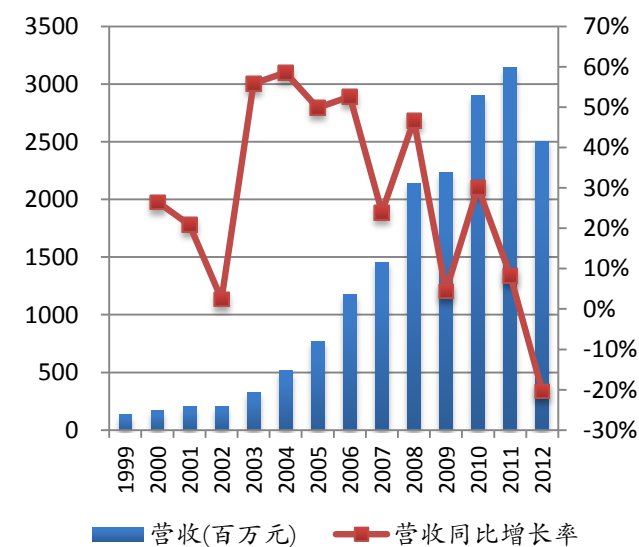
## 1. 盈利拐点确立的电机巨头，估值处于低位

### 1.1 主动经营管理、原材料价格下跌促盈利能力大幅提升

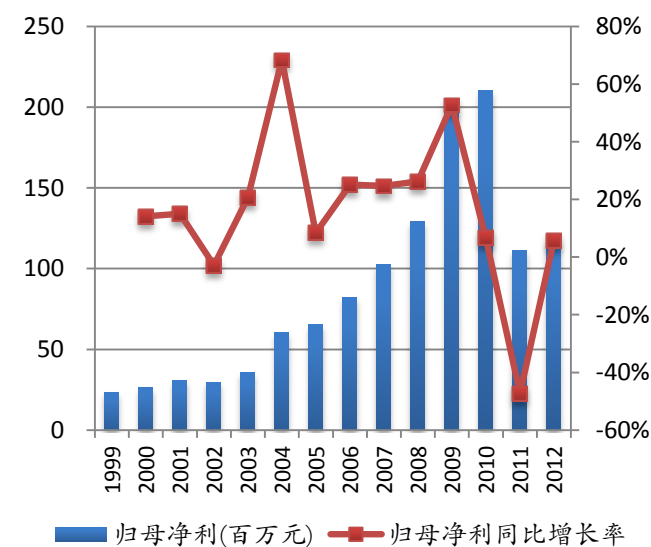
卧龙电气自1998年改制为股份公司以来，营业收入从1999年的1.33亿元增长至2011年收入高峰时的31.46亿元，CAGR为30.17%；归属母公司股东的净利润从1999年的0.23亿元增长至2010年高峰时的2.11亿元，CAGR为22.13%。受铁路政策调整、投资下滑、蓄电池行业环保整顿、行业竞争加剧等因素影响，近两年公司业绩出现回调。

2012年，公司营业收入同比下降20.31%。其中，三大主业电机及控制装置、变压器、蓄电池营业收入分别同比下降13.72%、27.06%、9.34%。公司主动进行订单质量控制，选择承接利润率较高的订单，同时大幅度减少与主营业务无关且毛利较低的贸易销售，加大自制产品销售力度，做强主业，提高国内外优质客户的集中度，并通过加大附加值高产品生产和客户开拓力度调整产品结构，合理配置资源，使得公司盈利能力大幅提高。2012年，公司整体毛利率水平比上年提高5.31个百分点，其中电机及控制类产品毛利率同比增加5.1个百分点；蓄电池毛利率同比增加2.82个百分点；变压器毛利率同比增加6.61个百分点。

图表 1 公司历年收入及同比增长率



图表 2 公司历年归母净利及同比增长率



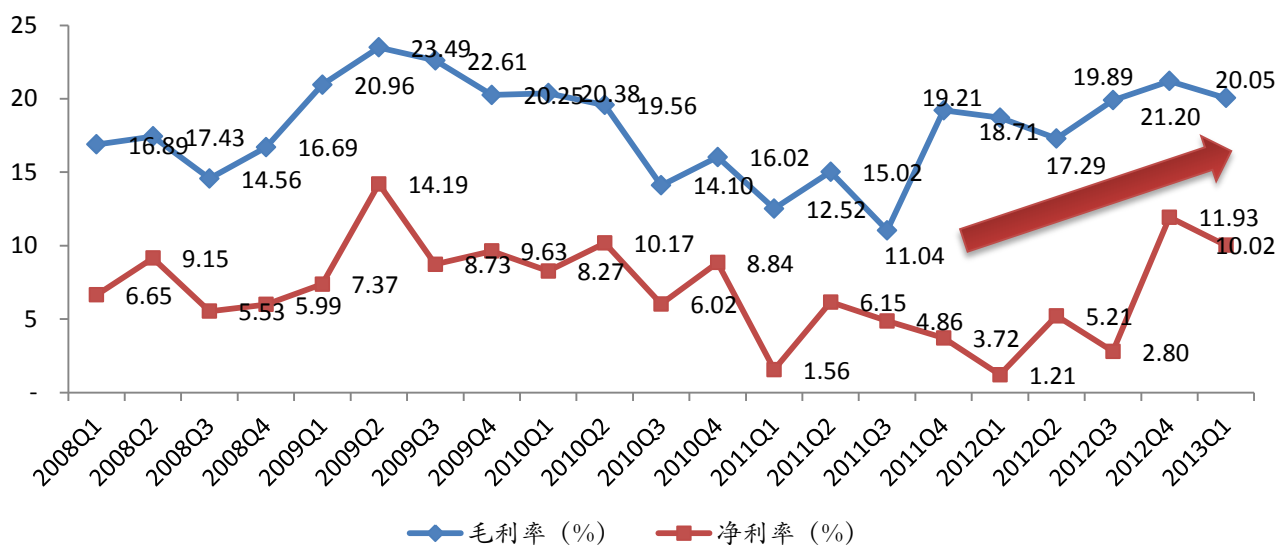
资料来源：WIND，广证恒生

资料来源：WIND，广证恒生

从单季财务数据看，公司综合毛利于2011年三季度见底，从2011年四季度开始明显回升，2013年一季度公司毛利率达到20.05%；公司销售净利率于2012年一季度见底，今年一季度已大幅升至10.02%。



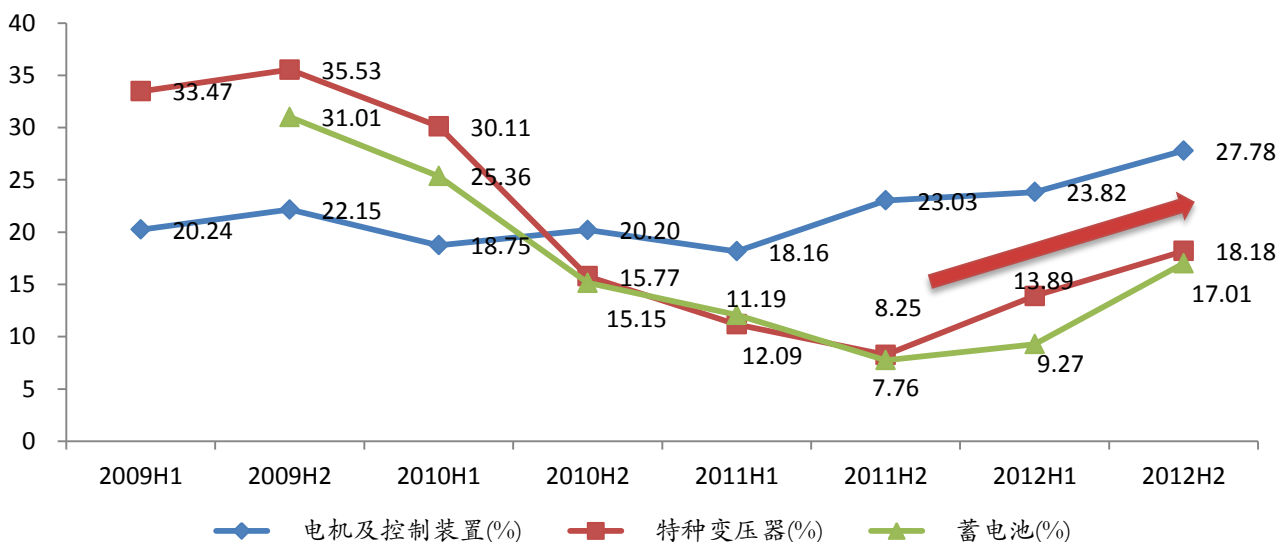
图表 3 2008-2013Q1 公司综合毛利率与净利率情况



资料来源: WIND, 广证恒生

从近三年分产品毛利率情况来看, 电机及控制装置毛利率在 2011 年上半年达到最低点 18.16%, 至 2012 年下半年, 毛利率已升至 27.78%。变压器毛利率在 2011 年下半年达最低, 为 8.25%, 至 2012 年下半年已大幅提升至 18.18%。蓄电池毛利率从 2011 年下半年的最低点 7.76% 升至 2012 年下半年的 17.01%。

图表 4 公司分产品毛利率变化情况



资料来源: WIND, 广证恒生

由于原材料占成本比例较高, 行业竞争激烈, 下游需求方议价能力较强, 公司盈利能力受原材料价格影响也较大。因此除了公司自身主动进行产品结构调整、订单控制和降本增效外, 原材料价格的下跌也是公司盈利能力提升的另一大因素。以电机和变压器为例, 根据公司年报数据, 二者原材料成本占总成本比例约达 85% 左右, 主要原材料包括硅钢、铜、铝等。

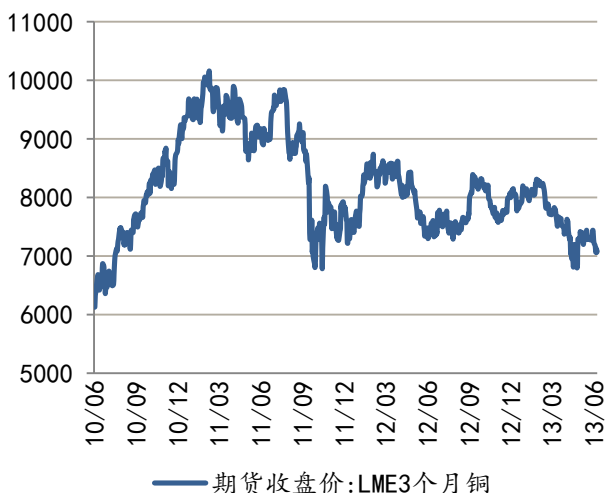


2011 年 LME3 个月铜期货均价约为 8839 美元/吨, 2012 年均价为 7958 美元/吨, 较 11 年均价下降 10%; 今年前 5 月均价进一步下降至 7678 美元/吨, 较 12 年全年均价下跌约 3.5%。

2011 年 LME3 个月铝期货均价约 2422 美元/吨, 2012 年均价为 2051 美元/吨, 较 11 年均价下降约 15.3%; 今年前 5 月均价下降至 1977 美元/千克, 较 12 年全年均价下跌约 3.6%。

2011 年上海市场取向硅钢均价约 19560 元/吨, 2012 年均价为 15548 元/吨, 较 2011 年均价下降 20.5%; 今年前 5 月均价进一步下降至 13828 元/吨, 较 12 年全年均价下跌约 11%。

图表 5 LME3 个月铜期货价格 (美元/吨)



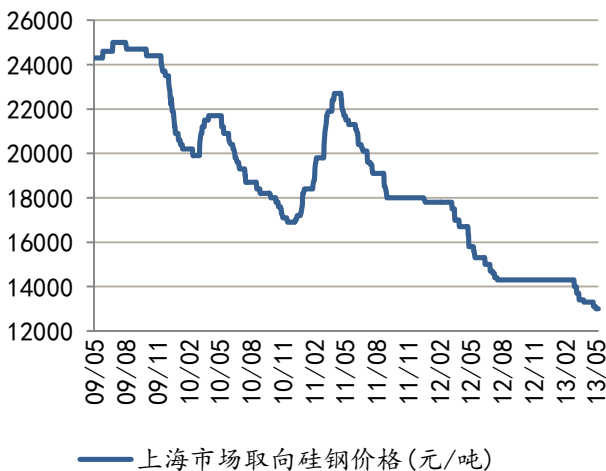
图表 6 LME3 个月铝期货价格 (美元/吨)



资料来源: wind, 广证恒生

资料来源: wind, 广证恒生

图表 7 取向硅钢价格 (元/吨)



图表 8 无取向硅钢价格 (元/吨)



资料来源: Bloomberg, 广证恒生

资料来源: Bloomberg, 广证恒生

从成本敏感性角度, 我们对电机、变压器产品分别做出了业绩弹性分析。我们以当前公司电机、变压器产品综合毛利率为基础, 假设成本变动所导致的利润变化不影响费用等其它变量绝对值的变化, 一种原材料价格变化时其他因素保持不变, 忽略取向硅钢和无取向硅钢区别。通过分析成本变化导致的毛利变化对各产品利润的波动影响如下:



图表 9 电机、变压器原材料价格变动对产品利润的波动敏感性分析

原材料价格 变动幅度	毛利率变化					
	铜		铝		硅钢	
	电机	变压器	电机	变压器	电机	变压器
25%	-6.0%	-6.2%	-3.0%	-1.2%	-5.0%	-7.2%
20%	-4.8%	-4.9%	-2.4%	-1.0%	-4.0%	-5.7%
15%	-3.6%	-3.7%	-1.8%	-0.7%	-3.0%	-4.3%
10%	-2.4%	-2.5%	-1.2%	-0.5%	-2.0%	-2.9%
5%	-1.2%	-1.2%	-0.6%	-0.2%	-1.0%	-1.4%
0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
-5%	1.2%	1.2%	0.6%	0.2%	1.0%	1.4%
-10%	2.4%	2.5%	1.2%	0.5%	2.0%	2.9%
-15%	3.6%	3.7%	1.8%	0.7%	3.0%	4.3%
-20%	4.8%	4.9%	2.4%	1.0%	4.0%	5.7%
-25%	6.0%	6.2%	3.0%	1.2%	5.0%	7.2%

资料来源：广证恒生

根据 12 年年报公司电机、变压器毛利率水平，假设今年铜、铝、硅钢等原材料均价分别较 12 年均价下降 5%、5%、10%，我们测算出今年公司电机产品业绩有 19% 的提升空间，变压器业绩有 24.9% 的提升空间。

图表 10 电机、变压器原材料价格波动带来的毛利润弹性同比变化

原材料价格 变动幅度	毛利率变化					
	铜		铝		硅钢	
	电机	变压器	电机	变压器	电机	变压器
25%	-30.0%	-38.1%	-15.0%	-6.8%	-25.0%	-39.9%
20%	-24.0%	-30.5%	-12.0%	-5.5%	-20.0%	-31.9%
15%	-18.0%	-22.9%	-9.0%	-4.1%	-15.0%	-23.9%
10%	-12.0%	-15.3%	-6.0%	-2.7%	-10.0%	-15.9%
5%	-6.0%	-7.6%	-3.0%	-1.4%	-5.0%	-8.0%
0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
-5%	<b>6.0%</b>	<b>7.6%</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.4%</b>	5.0%	8.0%
-10%	12.0%	15.3%	6.0%	2.7%	<b>10.0%</b>	<b>15.9%</b>
-15%	18.0%	22.9%	9.0%	4.1%	15.0%	23.9%
-20%	24.0%	30.5%	12.0%	5.5%	20.0%	31.9%
-25%	30.0%	38.1%	15.0%	6.8%	25.0%	39.9%

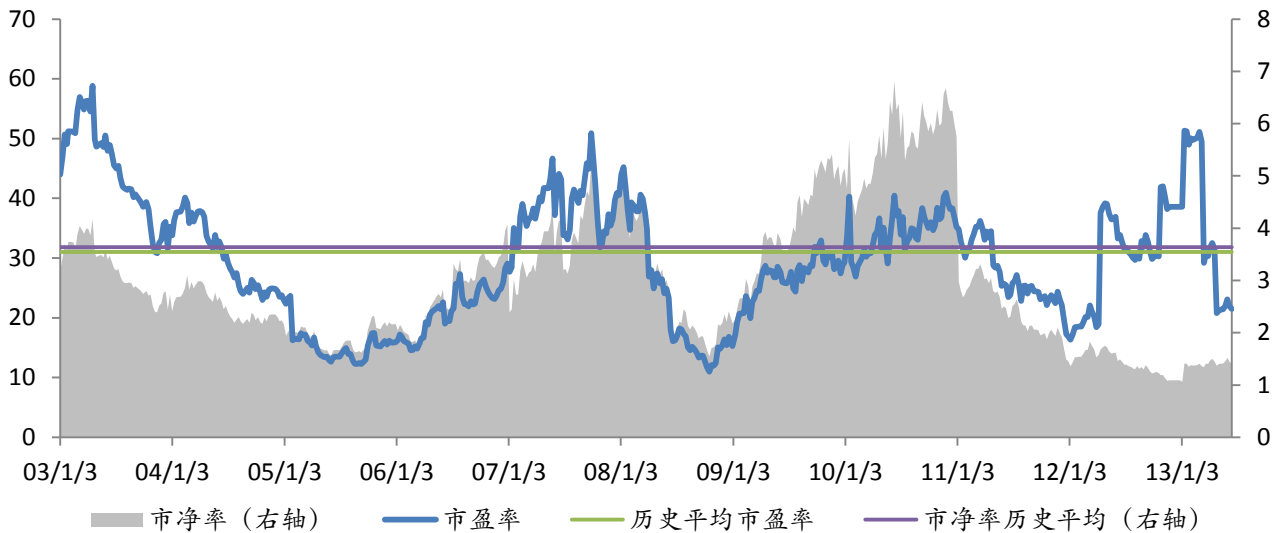
资料来源：广证恒生



## 1.2 估值水平处于低位，提升空间大

公司估值与历史数据纵向相比，目前动态市盈率约21倍，较历史平均市盈率31倍低32%，市净率1.41倍，较历史平均市净率3.64倍低61%，目前估值处于历史低位。

图表 11 公司历史市盈率与市净率走势图



资料来源：WIND，广证恒生

与同类可比上市公司估值对比，13-15年平均市盈率分别为36.82、26.75、20.06倍，平均市净率3.52倍；而公司对应市盈率分别为15.29、11.82、9.12倍，市净率1.39倍，远低于平均水平。

图表 12 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	最新价	EPS				PE				PB
			12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E	
002249.SZ	大洋电机	8.27	0.26	0.31	0.39	0.50	32.12	26.74	21.15	16.59	2.44
002176.SZ	江特电机	10.88	0.11	0.22	0.31	0.54	97.74	50.42	35.01	20.05	5.47
002196.SZ	方正电机	9.47	0.18	0.21	0.29	0.39	53.75	44.31	32.67	24.41	3.81
300032.SZ	金龙机电	32.80	0.20	0.36	0.54	0.69	162.66	90.21	60.91	47.38	5.58
002664.SZ	信质电机	26.58	0.82	1.09	1.42	1.89	32.23	24.45	18.76	14.05	3.37
300068.SZ	南都电源	7.73	0.21	0.29	0.37	0.47	36.73	26.74	20.76	16.30	1.71
002580.SZ	圣阳股份	15.19	0.48	0.61	0.81	0.98	31.43	25.08	18.75	15.55	2.08
600517.SH	置信电气	15.20	0.22	0.59	0.82	1.08	69.05	25.58	18.43	14.07	5.56
600089.SH	特变电工	8.61	0.37	0.48	0.60	0.71	23.14	17.86	14.30	12.11	1.67
	平均						<b>59.87</b>	<b>36.82</b>	<b>26.75</b>	<b>20.06</b>	<b>3.52</b>
<b>600580.SH</b>	<b>卧龙电气</b>	<b>5.20</b>	<b>0.17</b>	<b>0.34</b>	<b>0.44</b>	<b>0.57</b>	<b>30.43</b>	<b>15.29</b>	<b>11.82</b>	<b>9.12</b>	<b>1.39</b>

资料来源：WIND，广证恒生

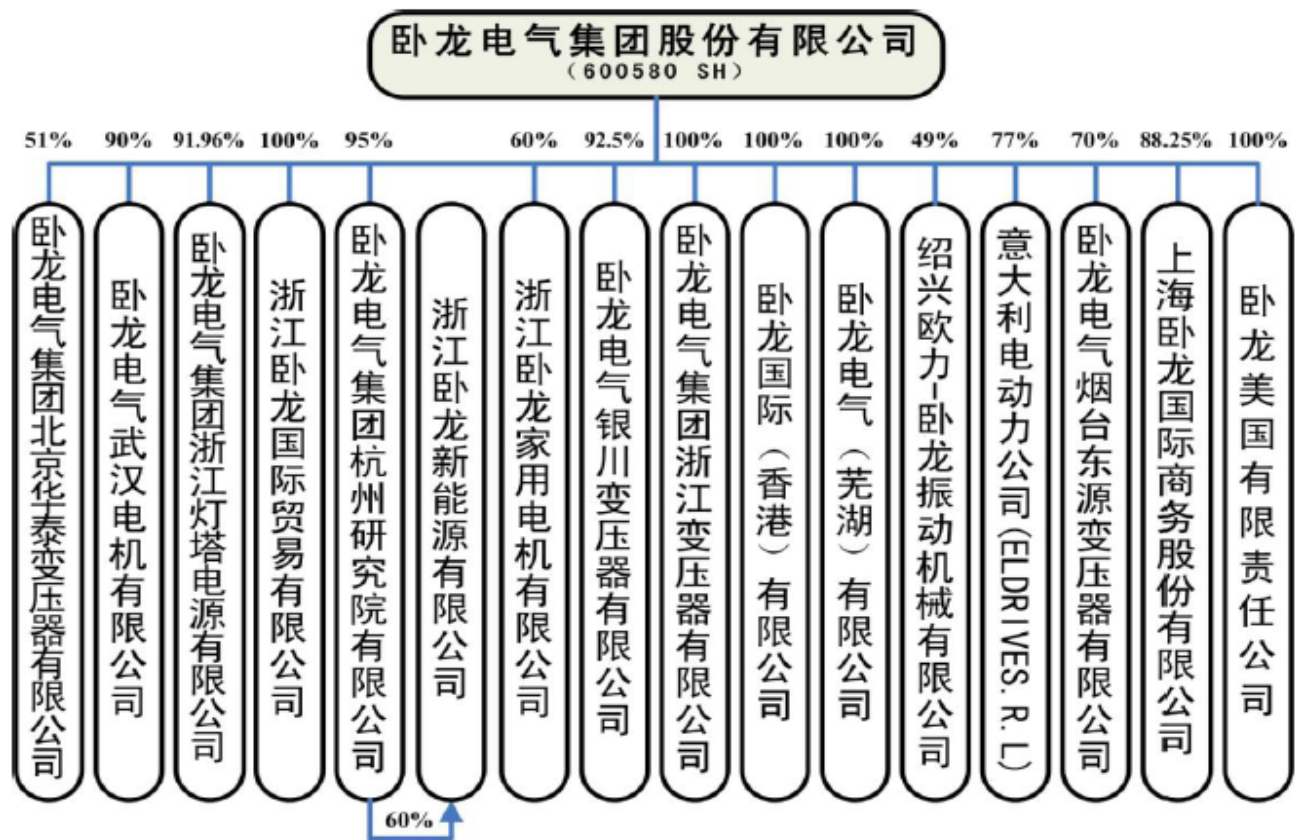




### 1.3 公司概况及股权关系

卧龙电气集团股份有限公司创建于1998年，2002年6月在上海证券交易所挂牌上市。公司所处行业为电气机械及器材制造业，是一家主要从事各类电机及控制装置、输变电、电源产品、机电一体化研发、制造与销售业务的高新技术企业。公司旗下拥有4个事业部、15家控股子公司，八大生产基地（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）。

图表 13 公司主要参控股子公司



资料来源：公司公告，广证恒生

电机与控制是公司核心业务，产品配套多个国家重点工程项目，部分产品市场占有率25%以上，综合实力国内领先。在做强主业的同时，公司通过外延扩张战略逐步扩充了输变电、电源电池两大产品链，产业结构得以优化。目前公司产品涵盖各类电机及其控制、超特高压电力变压器、高速铁路牵引变压器、城市轨道交通地铁成套牵引整流机组、UPS电源、电动自行车、工程机械等40大系列3000多个品种，具备年产800万KW各类电机生产能力，1.2亿KVA各类电力变压器制造能力，130万KVAH 铅酸蓄电池和100万KVAH锂离子电池生产能力。



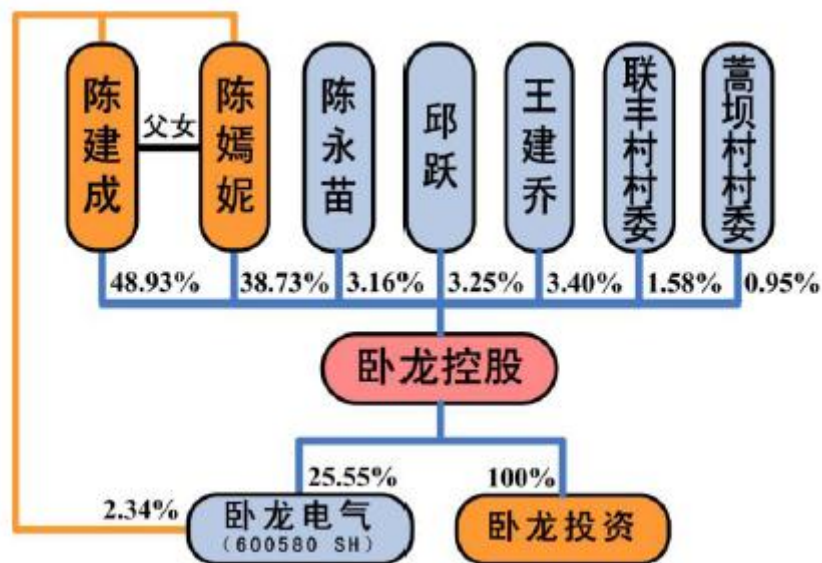
图表 14 公司主要产品



资料来源：公司网站，广证恒生

公司实际控制人为陈建成，陈建成先生和其女儿陈嫣妮女士通过控制卧龙控股对公司达到实际控制。即陈建成先生持有卧龙控股 48.93% 的股权，陈嫣妮女士持有卧龙控股 38.73% 的股权。卧龙控股持有本公司 25.55% 的股份。陈建成先生及其女儿陈嫣妮女士合计持有公司 2.34% 的股份，公司控股股东及其一致行动人合计持有本公司股份 191,855,370 股，占公司总股本 27.90%。

图表 15 公司与实际控制人产权及控制关系



资料来源：公司公告，广证恒生



## 2. 收购 ATB 进军高端电机，产能整合加速国际化

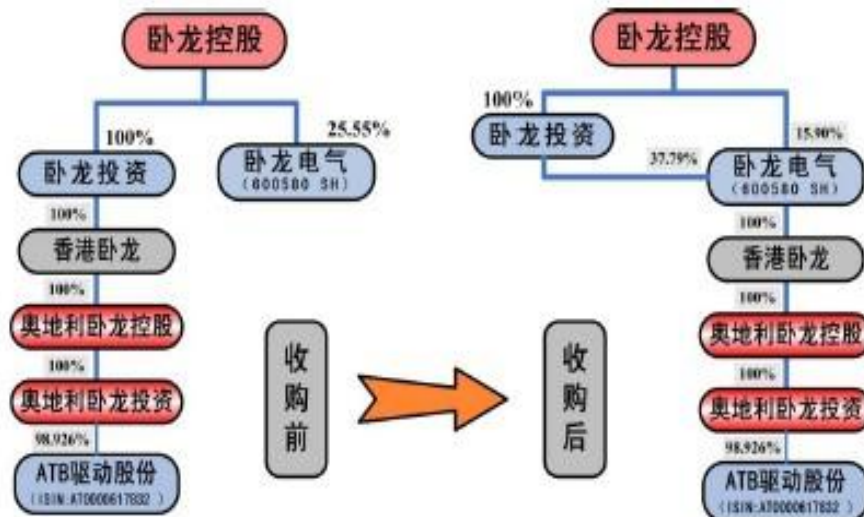
### 2.1 ATB 原股东破产带来卧龙跨国并购机会

2010 年 10 月，欧洲三大电机制造商之一奥地利 ATB 驱动股份的控股股东 A-TEC 进入破产保护阶段，急于出售旗下部分资产来偿还债务。2011 年 10 月 19 日，卧龙集团、奥地利卧龙控股、奥地利卧龙投资与包括 A-TEC 公司在内的 ATB 驱动股份股东、托管方等交易对方达成关于收购 ATB 驱动股份 97.94% 股份的收购协议，包括收购 ATB 股权以及承担相应债务总计不超过 10,200 万欧元，卧龙投资通过香港卧龙为此项收购实际投入资金 10,050 万欧元。此后，奥地利卧龙投资通过公开市场要约收购增持 ATB 驱动股份的股份。截至 2012 年 12 月 31 日，共计持有 ATB 驱动股份 98.926% 的股份。此次收购完成后，卧龙控股成为 ATB 驱动股份的实际控制人。

为解决 ATB 驱动股份与卧龙电气之间同业竞争问题，卧龙控股与卧龙电气签署《委托管理协议》约定在 ATB 驱动股份的运营状况显著改善以后的 18 个月内，卧龙电气有权要求卧龙控股提出以适当的方式解决 ATB 驱动股份与卧龙电气资产及业务整合的议案。

卧龙电气受托管理 ATB 驱动股份后，对其实施了有效管理。收购当年，ATB 实现扭亏为盈，2012 年继续保持盈利。2013 年 3 月 29 日，卧龙电气与卧龙投资签订了《重大资产购买协议》，卧龙电气拟向卧龙投资发行约 4.18 亿股股份及支付 3.13 亿元现金分别购买其持有的香港卧龙 85% 股权及 15% 股权。本次交易完成后，卧龙电气将直接持有香港卧龙 100% 股权。卧龙投资承诺香港卧龙在 2013 年、2014 年及 2015 年的利润预测数分别为 14,585.93 万元、17,850.28 万元及 21,034.40 万元。

图表 16 收购 ATB 前后公司与实际控制人产权及控制关系图



资料来源：公司公告，广证恒生



## 2.2 收购价格低于行业平均水平

本次香港卧龙 100% 股权的交易价格为 20.89 亿元。香港卧龙 2012 年年度归属母公司股东的净利润为 1.17 亿元。本次收购市盈率为 17.87 倍，市净率为 1.95 倍；若以 2013 年盈利预测数据计算，市盈率为 14.32 倍。选取 A 股上市公司中主营业务为电机、变压器、蓄电池及相关零部件研发、生产和销售的公司进行分析，截至评估基准日 2012 年 12 月 31 日，12 家同行业上市公司平均市盈率 47.97 倍，平均市净率为 3.22 倍。卧龙电气 2012 年度每股收益 0.17 元，根据本次发行股份价格 4.25 元/股计算，卧龙电气本次发行前市盈率为 24.87 倍。本次收购标的市盈率、市净率均低于市场平均水平，也低于卧龙电气市盈率。

图表 17 评估基准日行业可比上市公司市盈率与市净率

序号	证券代码	证券简称	市盈率	市净率
1	002249.SZ	大洋电机	29.98	1.97
2	002176.SZ	江特电机	54.28	4.06
3	002196.SZ	方正电机	44.86	4.01
4	300032.SZ	金龙机电	87.06	3.33
5	002664.SZ	信质电机	33.09	3.47
6	300068.SZ	南都电源	32.58	1.44
7	300001.SZ	特锐德	27.54	1.81
8	002580.SZ	圣阳股份	26.42	1.93
9	600112.SH	长征电气	76.08	4.83
10	000400.SZ	许继电气	50.33	3.67
11	600517.SH	置信电气	97.25	6.87
12	600089.SH	特变电工	16.13	1.29
	平均值		47.97	3.22

资料来源：WIND，广证恒生

近年来，国外大型电机企业间的并购频繁发生。ABB 于 2010 年 11 月 30 日宣布收购美国葆德电机 (Baldor Electric Co.)，2011 年 1 月 26 日完成收购。葆德电机总部位于美国阿肯色州史密斯堡，拥有约 7000 名员工，主营业务为设计、生产和销售工业电机、机械传动产品、驱动器和电机。ABB 通过子公司 Brock Acquisition Corporation 现金要约收购葆德电机所有已发行普通股，直接现金支付持股人，不计利息，且减去所有需要扣缴税款。收购价格 63.5 美元/股，约 42 亿美元，包括 11 亿美元债务。相对标的公司 11 月 29 日 45.11 美元/股的收盘价格计算，溢价率达到了 41%。若按照葆德电机 2009 年 1.28 美元的 EPS 计算，此次收购的市盈率近 50 倍。

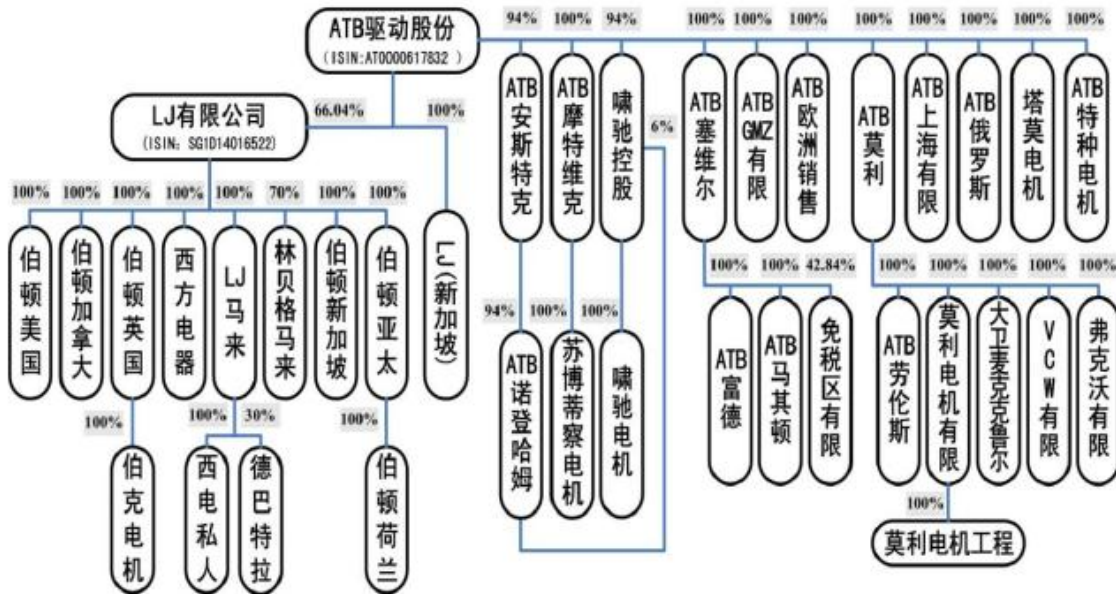
2010 年 12 月 13 日美国雷勃宣布收购 A.O. 史密斯电机，收购价 8.75 亿美元，若按照 A.O. 史密斯电机 2009 年 3300 万利润计算，此次收购市盈率约 27 倍。



## 2.3 扩充高端产品线，加速国际化进程

奥地利 ATB 公司是与 ABB、西门子齐名的欧洲第三大电气产品制造商，在奥地利维也纳证券交易所上市，主要产品涵盖了 IE2-IE4 高效电机、分马力电机、变频电机、防爆电机、高压电机、水轮发电机、特种电机等各类通用与专特电机，功率等级从 50 瓦到 25 兆瓦不等，被广泛应用于石油、化工、采矿、国防军工、发电（含核电）、工程机械、船舶制造、水处理、新能源等各行业。在德国、奥地利、英国、波兰、塞尔维亚等国家拥有十大主要制造基地。

图表 18 ATB 股权结构图



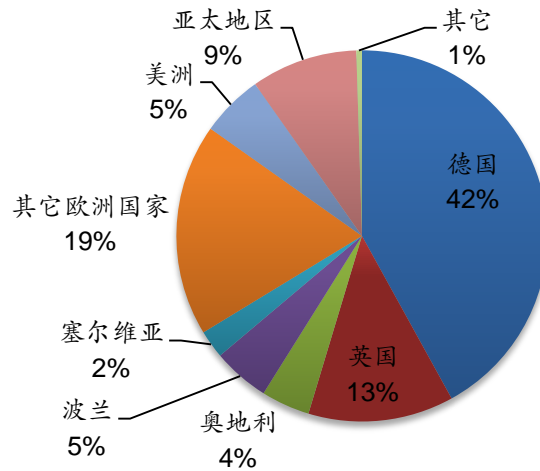
资料来源：公司公告，广证恒生

ATB 的业务领域分为工业电机 (Industrial Motor) 和项目电机 (Project Motor) 两大类。工业电机主要指应用于小型机械的电机，功率等级小于 300kW，电压小于 1000V 的通用电机、专用电机、高效电机等；项目电机主要指应用于重型装备、工程项目的大中型电机，如防爆电机、低压大功率电机、高压电机、发电机及机组等。

2012 年 ATB 实现营业收入 27.4 亿元，净利润 1.06 亿元；其中，IM 工业电机和 PM 项目电机收入占比分别为 48.8% 和 51.2%。欧洲是 ATB 主要销售市场，2012 年收入比重达到 84.8%。其中，德国市场最大，收入比重达到 42%，其次为英国，收入比重为 13%。



图表 19 2012 年 ATB 各地区收入比重



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 20 ATB 旗下主要电机子品牌概况

子品牌	所在地	主要产品及应用领域	影响力	2012 营业收入(万元)	2012 净利润(万元)
莫利	英国	煤矿井下挖煤机电机、刮板运输机电机、皮带运输机电机等全套煤矿井下设备用电机	技术全球领先	29570.7	2217.55
劳伦斯斯科特	英国	船用电机、核电站用电机、小型核发电机、石油钻井电机及大型低电流自启动电机	具有很高知名度和市场影响力	17969.1	1821.34
特种电机	英国	特种电机	前身是英国当时最大电机生产商	3449.48	641.47
安斯特克	德国	电机和系统设备及其他驱动技术相关部件的开发生产和销售，如变频系统、开关和电动控制装置	一般	55616.62	1871.28
诺登哈姆	德国	F&G 品牌电机，广泛应用于石油化工、煤炭机械等领域	欧洲低压隔爆电机主要制造商	24844.96	387.04
啸驰	德国	产品主要应用于石油天然气开采、石油化工、汽车试验等领域	具有很高知名度和市场影响力	57766.07	-1056.41
塔莫	波兰	IM 电机为主	较强	32353.22	414.95
摩特维克	奥地利	IM 电机为主	较强	49657.16	-2034.89
塞维尔	塞尔维亚	生产销售电机和发电机 (PM 为主)	一般	10076.22	-2205.27

资料来源：公司公告，广证恒生



ATB 驱动股份的低压三相/单相鼠笼电机、三相/单相紧凑型集成逆变器电机、低压制动电机、消防电机、低压增安型电机、防爆电机、开启式电机、P/M 系列高压感应电机、低启动电流电机、高压方箱型电机、核电站用高压电机等产品与卧龙电气现有的大部分产品线吻合，可以充实和完善卧龙电气在这些产品上的客户和市场布局，在生产和销售上迅速体现出协同效应。此外，ATB 驱动股份的收购能够填补卧龙电气在诸如三相/单相紧凑型集成逆变器电机、消防电机、变极电机和大型高压感应电机等产品领域的空白，迅速拓展产品覆盖范围和市场。

通过收购 ATB，卧龙电气获得先进电机生产技术和世界一流研发团队，同时借助 ATB 驱动股份现有的成熟品牌与遍布欧洲、亚洲、美洲及大洋洲等全球主要市场的销售网络，进一步加快产品结构调整进程，提升公司国际市场的占有率和竞争力，拓展海外高端客户，加速国际化进程。

## 2.3 研发、采购、生产、销售四条线上的整合协同

### 2.3.1 研发协同：集中开发资源，提高效率

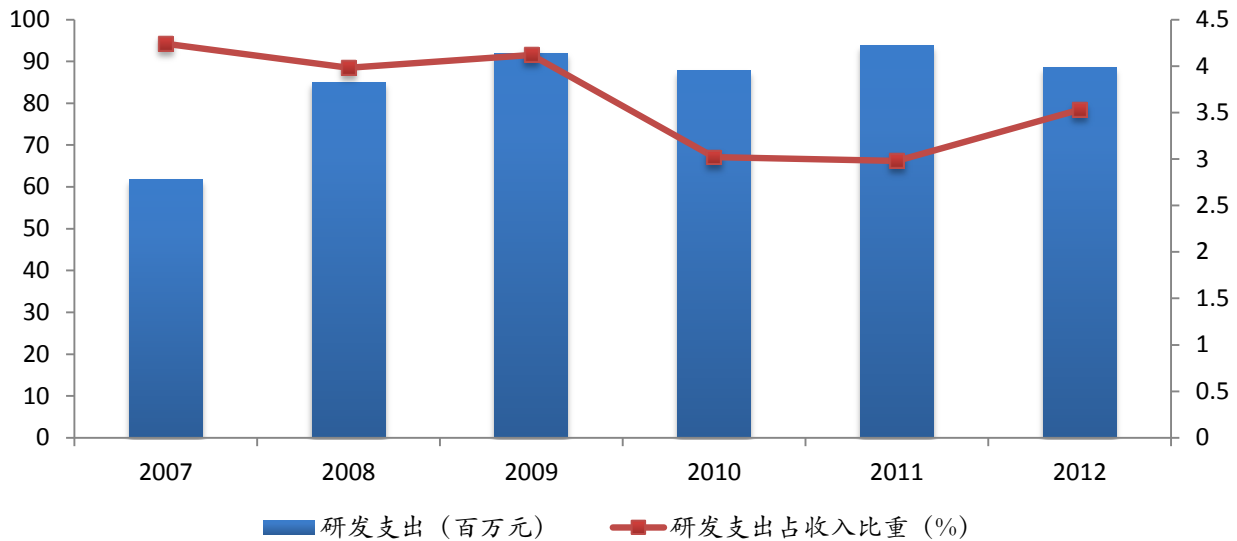
工业电机和项目电机由于产品通用化和定制化的区别，研发模式也各不相同。工业电机的研发主要是对工艺的改进，通过诸如提高无尘化水平等工艺的改进提高产品稳定性、寿命、和节能水平等。由于工业电机多为标准电机产品，市场竞争也相对激烈。

项目电机由于多为定制化产品，所以如何设计出符合客户需求的产品成为竞争的关键。ATB驱动股份有强大的项目电机设计工程师团队，能够根据客户需要在设定的功率内减小电机体积或在设定的体积内增加电机的功率等。ATB与部分大客户开展了新兴品种的研究，包括新应用环境、特种需求电机的研发，例如：在海水浸没环境中使用的潮汐能电机、在石油开采领域使用的超长泵用电机等等。项目电机产品由于产品定制化、单台价值高、安全和质量要求高、下游应用包含各种特殊环境等因素，在市场竞争中拥有一定优势，议价能力较强，而欧洲定制化大型电机的市场也整体呈现差异化竞争的市场格局——制造商都专注于某一领域或特定客户群，客户忠诚度较高，生产厂商面对的竞争压力主要来自于竞争对手对自身固有下游领域和客户群的整体突破抢占。

卧龙电气拥有国家级的技术研发中心，一直致力于高新技术改造传统产业、机电一体化、控制集成等领域的技术研发，在无刷直流电机及驱动控制技术、伺服控制技术、同步驱动技术、高压变频技术、高电压等级变压器制造技术等领域拥有自主知识产权。目前，公司拥有专利512项，其中发明专利39项，实用新型专利416项。公司拥有技术人员471人，其中高级工程师30人。近年来公司研发支出占收入比重维持在3%以上。



图表 21 公司 2007-2012 年研发支出及占收入比重情况



资料来源：WIND，广证恒生

卧龙电气托管ATB后，已经进行了一定研发力量和资源的整合，改变了公司大中型电机在研发、制造工艺方面基础比较薄弱的现状。在今后，ATB驱动股份将加大对工业电机和项目电机的研发和整合力度，针对产品的标准、共性指标等方面进行集中开发，提高研发效率和研发协同。

### 2.3.2 采购协同：原材料转移优化，降低成本

ATB的工业电机生产企业的采购基本按照计划订单编制采购计划，采购部门在长期供货商中比质比价后进行采购；项目电机生产企业的采购基本按照订单的需求，在部分外协的情况下，根据交货期，安排采购计划，向长期供货商进行不同原材料的采购。

在收购前，ATB下属的工厂完全是各自对外进行采购，未能进行采购协同和集中采购。卧龙电气托管ATB驱动股份后，对其部分品种原料的采购进行了优化，在满足质量要求的前提下对部分工厂的供应商进行了更换，也对部分工厂的采购进行了集中化。

今后，卧龙电机将继续对ATB的采购进行改造优化，目前计划主要包括：建立ATB下属工厂采购信息数据库；设立ATB整体采购平台；部分原材料采购向中国供应商转移。在ATB采购平台开始有效运行后，卧龙电气还计划建立卧龙整体国际化采购中心，协调卧龙在欧美的采购以及ATB在中国的采购，进一步降低卧龙电气和ATB驱动股份的采购成本。





### 2.3.3 生产协同：国际产能转移，提升盈利水平

欧洲地区制造业人力成本较高，人力成本占产品成本的35%左右，远高于国内的10%水平。目前，ATB的主要竞争对手都有部分产品制造向包括中国在内的发展中国家转移的趋势。国际电机巨头西门子、ABB、日本电产、台湾东元等早已开始在中国、印度等人力成本低的地区通过合资建厂等方式实现产能制造转移。ATB也曾试图将产能向人力成本较低的塞尔维亚等地区转移，但由于政治、就业政策以及产品销售等方面因素影响，转移效果并不理想，ATB塞维尔2012年仍处亏损状态。

在卧龙电气托管ATB后，对其下属项目电机生产厂实施了一定的产能利用率提高的措施，对部分产能不足的工厂的部分可外协部件和工艺，转移至其他产能有富余的工厂进行协同生产。这种安排主要是对综合产能利用率的提高。由于电机是成熟工业产品，欧洲电机市场是充分竞争的自由市场，技术突破带来超额收益的期望较低，所以各大厂商纷纷通过收购兼并做强做大，降低成本。而由于人力成本的巨大差异，实现生产协同的关键是将ATB的产能逐步向中国转移。目前，公司成功实现了Brook品牌W系列电机产品的生产制造向中国转移。

### 2.3.4 销售协同：销售网络互补，打开增量空间

ATB在欧洲拥有丰富的客户资源，其销售网络十分完备，与众多客户建立了长期稳定的合作关系，劣势在于欧洲市场以外的地区销售薄弱。而公司在国内、北美、印度、非洲及其它新兴市场已经形成完备的市场营销网络，并已经具有良好的品牌影响力和市场竞争力。

在销售协同方面，ATB与卧龙电气已开始互相利用对方的客户资源开拓自身优势产品在对方主要市场中的销售，销售的协同不仅带动了卧龙的微分电机产品在欧洲为主的国外市场销售，更带动了ATB的大型、高压、防爆等高端电机产品在中国的销售，双方实现优势互补，打开新的增量市场空间。

## 2.4 历史经验：公司整合能力强

公司自2002年上市以来不断整合和优化产业结构，进行了十余次收购兼并，其中五次收购实现了重要的产业结构整合升级。公司在整个产业布局过程中表现出卓越的整合能力。运用独特有效的管理控制模式，通过派驻高管人员对企业实施一体化管理、集中采购、统一研发，巧妙地消化了各收购公司原先在生产、管理、营销中存在的问题，使各子公司融合成一个有机体，并购前业绩平平的企业在之后产生质的飞跃。从卧龙电气托管ATB18个月的成绩来看，我们认为此次收购ATB，公司凭借在整合扩张方面妙手回春的成功经验，能够成功对其实现整合，在研发、采购、生产、销售各环节发挥协同作用，做强做大公司电机主业。



图表 22 公司历次重要收购兼并

收购时间	被收购公司	整合产业	持股比例
2002	卧龙灯塔	蓄电池	94.4%
2003	武汉电机	中高压电机	90%
2005	银川变压器	铁路牵引 变压器	92.5%
2009	华泰变压器	轨道交通牵引变压器	51%
2011	东源变压器	500kV 及以下 变压器	70%

资料来源：公司公告，广证恒生

图表 23 公司历年资本运作及股价表现



资料来源：广证恒生



## 2.5 整合协同的目标：实现业绩增长

公司收购ATB在研发、采购、生产、销售各环节的整合协同的目的是为了最优化资源配置、优势互补以实现双方的业绩共同增长。而中欧两地巨大的人力成本差异使得产能制造转移成为目前看得见摸得着的协同。产能转移是与销售协同相结合的，一方面是实现人力成本的降低，另一方面ATB借助卧龙在国内的销售网络，实现在中国这个新市场的销售增量。

根据公司发布的香港卧龙盈利预测报告，ATB2013年营业收入预计同比增长14.23%，主要由于收购后的ATB的现金流得到明显改善，逐渐恢复与以前客户贸易往来。焊接机架IC制造，成品电机IC生产将继续发展，同时与卧龙电气集团有限公司合作，为其生产标准超常规电机。在亚洲市场：公司将在2013年推出增长NEMA 标准的卧龙新W系列电机和较大机座号的W系列电机。在欧美市场：公司将在2013年主力推动低压电机的销售，同时传统IIB电机系列预计2013年销量继续增加。

我们预计13年ATB收入10%的增长来自于中国的增量市场，这部分增量由制造转移中国新产能贡献，人力成本将从总成本比例的35%下降至10%。中国地区以外市场主要是欧洲市场收入增长5%。假设14-15年ATB收入年均增长15%，其中，其中10%的增长来自于中国市场，5%的增长来自于其他市场。在其他条件不变的情况下，我们测算了未来三年ATB生产制造转移所带来的毛利率及利润变化情况。

图表 24 ATB 财务数据测算表 (单位：万元人民币)

财务指标	地区	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	欧洲及其他	274266.4	287979.7	303750	321885.8
	中国		27426.64	58967.27	95238.99
营业收入合计			315406.3	362717.2	417124.8
营业成本	欧洲及其他	217980.2	229087.8	241633.1	256060.2
毛利率		20.45%	20.45%	20.45%	20.45%
营业成本	中国	16363.42	35181.34	56821.96	16363.42
毛利率		40.34%	40.34%	40.34%	40.34%
营业成本合计		217980.2	245451.2	276814.5	312882.2
综合毛利率		20.45%	22.18%	23.68%	24.99%
营业利润		56286.18	69955.06	85902.79	104242.7
净利润		10635.97	16117.47	22591.13	30035.83

资料来源：广证恒生

根据上表测算，在假设条件下，ATB生产制造转移是的2013-2015年公司综合毛利率分别达22.18%、23.68、24.99%，净利润增长率分别可达51.54%、40.17%、32.95%。



### 3. 电机电控一体化龙头，向多领域延伸

#### 3.1 电机控制器：名副其实的“电机大脑”

电机作为机电能量转换装置，其应用已遍及国民经济的各个领域以及人们的日常生活之中。近些年来，随着现代电力电子技术、控制技术和计算机技术的发展，许多不同用途的特种电机也不断问世，如广泛应用于办公设备的无刷直流电机和高精度的步进电机、用于照相机的超声波电机、用于心脏血液循环系统的微型电机等等。另一方面，由于应用了电力电子技术，电机的控制技术变得更加灵活，效率也更高，如变频器控制的异步电机及伺服系统。

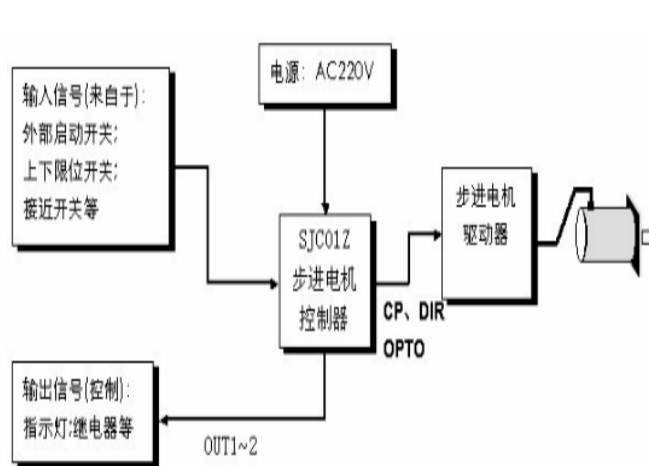
在实际应用中，电机已由过去简单的启停控制、提供动力上升到对其速度、位置、转矩等进行精确控制，使被驱动的机械运动符合预想的要求。例如在工业自动化、办公室自动化和家庭住宅自动化方面大量使用的电机，几乎都采用功率器件进行控制，将预定的控制方案、规划指令转变成期望的机械运动。这种新型控制技术已经不是传统的“电机控制”“电气传动”而是“运动控制”。运动控制使被控机械运动实现精确的位置控制、速度控制、加速度控制、转矩或力的控制，以及这些被控机械量的综合控制。同时，控制器还具备对电机实施制动断电、欠压保护和过流保护的功能。电机控制器名副其实成为“电机大脑”。

图表 25 电动车无刷电机控制器



资料来源：广证恒生

图表 26 步进控制器连接示意图



资料来源：广证恒生

控制器是由周边器件和主芯片(或单片机)组成。周边器件是一些功能器件，如执行、采样等，它们是电阻、传感器、桥式开关电路，以及辅助单片机或专用集成电路完成控制过程的器件。单片机也称微控制器，是在一块集成片上把存贮器、有变换信号语言的译码器、锯齿波发生器和脉宽调制功能电路以及能使开关电路功率管导通或截止、通过方波控制功率管的导通时间以控制电机转速的驱动电路、输入输出端口等集成在一起，而构成的计算机片。



电机控制器按它们的驱动方式分为三类：直流电机控制器、无刷直流电机控制器和步进电机控制器。可编程步进电机控制器可与步进电机驱动器、步进电机组成一个完善的步进电机控制系统，能控制三台步进电机分时运行本控制器采用计算机式的编程语言，拥有输入、输出、计数等多种指令。具有编程灵活、适应范围广等特点，可广泛应用于各种控制的自动化领域。

微分电机领域，卧龙电气在电机控制技术方面得到了长足的发展，无刷直流电机及其控制装置，交流伺服电机及其驱动系统得到了快速的增长，开始成为电机控制产品新的增长点。同时，公司在电动汽车动力总成、新能源汽车用驱动电机等产业化销售也取得重大突破。公司电机产业发展目标是实现普通电机向高效电机转换，中小电机向大型电机转换，常规电机向机电一体化、控制电机的转换。这是电机产业由传统劳动密集型向技术密集型转变的要求，同时也是公司向电机电控一体化龙头发展的战略选择。对电机控制技术的掌握能够在更灵活、更精细的领域拓展电机的应用市场，例如新能源汽车、3D 打印领域都有很好的应用前景。

### 3.2 特斯拉掀新能源汽车革命，核心部件电机控制系统前景光明

今年美国电动汽车制造商特斯拉在全球刮起一股特斯拉旋风，再次将人们对新能源汽车的关注热情点燃。今年一季度特斯拉豪华电动轿跑车 Model S 销售 4900 辆，企业成立 10 年来首次盈利 1100 万美元，与菲斯科、CODA 等电动车制造商破产保护形成鲜明对比；其股价 5 月底也攀升至 110 美元，年内增幅高达 225%，其核心供应商股价也纷纷暴涨。

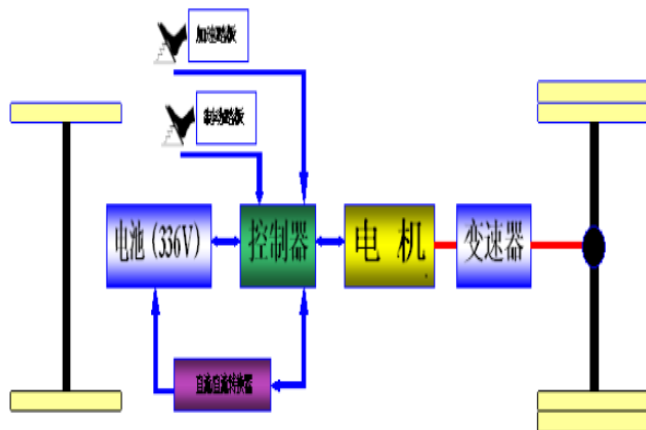
能源和环境问题日益突出背景下，传统汽车对单一石油资源的依赖性已引起了石油短缺。同时，25%的二氧化碳排放来自于汽车，汽车尾气污染已经成为我国城市大气污染的重要因素，我国的二氧化碳排放目前已居全球第二，减排二氧化碳的压力将越来越大。发展新能源汽车成为解决城市空气污染、能源短缺问题的重要途径。

作为新能源汽车的核心部件之一，驱动电机及其控制系统决定了汽车行驶的主要性能指标，燃料电池汽车、混合动力汽车和纯电动汽车三类电动汽车均需用电机来驱动车轮行驶。



图表 27 公司变压器业务历年收入及增长率

图表 28 电动汽车电机控制系统结构

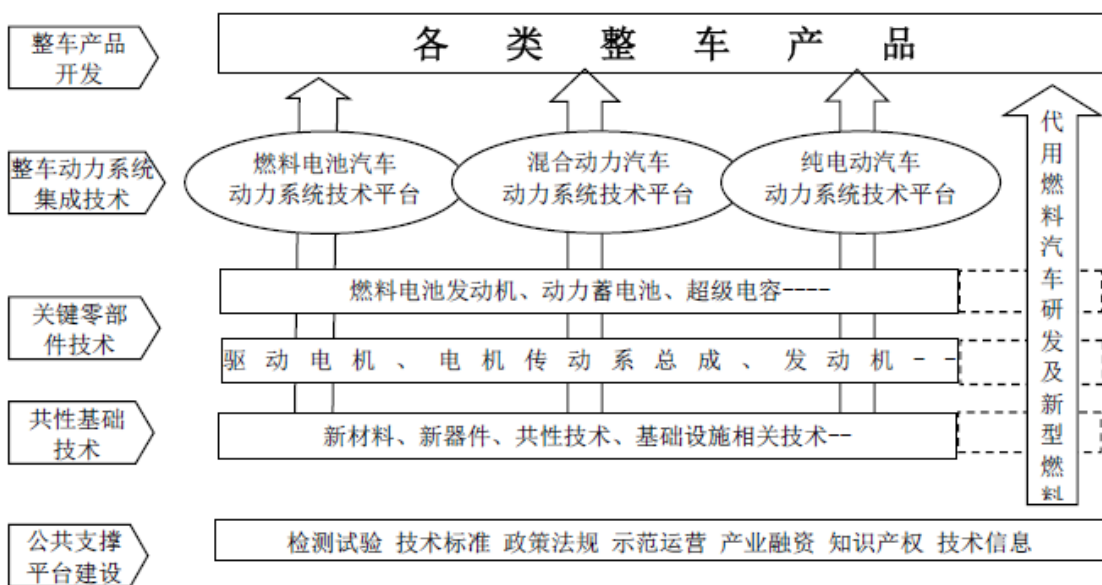


资料来源：广证恒生

资料来源：广证恒生

电机驱动控制器在2006年就已入选国家863计划现代交通技术领域“节能与新能源汽车”重大项目电动汽车部分的研究课题。新能源汽车在运行工作时对驱动系统的要求很高。新能源汽车使用的电机应具有瞬时功率大、过载能力强、加速性能好、使用寿命长的特点。同时必须具有宽的调速范围，包括恒转矩区和恒功率区，在恒转矩区低速运行时有大转矩，以满足起动和爬坡要求，在恒功率区低转矩时有高的速度，以满足在平坦路面能高速行驶；需具有在减速时实现再生制动的能力，将能量回收并反馈回蓄电池，使新能源汽车有最佳的能量利用率；在整个运行范围内有高的效率，以提高1次充电的续驶里程。另外，要求可靠性好，能在较恶劣环境下长期工作；结构简单、适应大批量生产；运行噪声低、使用维修方便，价格便宜等。

图表 29 “节能与新能源汽车”重大项目总体布局



资料来源：广证恒生



电动机的选用除了考虑以上要求外，还要综合考虑其控制系统的特点，能实现双向控制，回收制动再生能量。目前，在新能源汽车上可以采用的驱动电机主要有直流电机、交流异步电机、永磁同步电机和开关磁阻电机等。

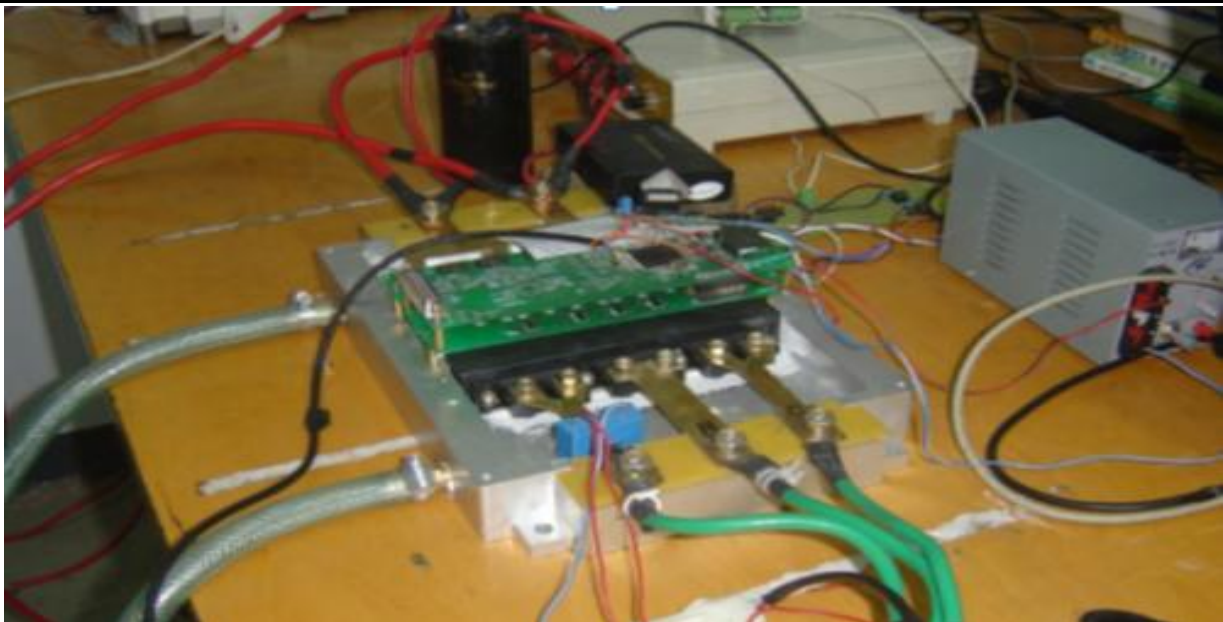
图表 30 新能源汽车驱动电机比较

	直流电机	交流异步电机	永磁同步电机	开关磁阻电机
功率密度	差	一般	好	一般
转矩转速特性	一般	好	好	好
转速范围	4000~6000	9000~15000	4000~15000	>15000
易操作性	最好	好	好	好
可靠性	差	好	一般	好
结构的坚固性	差	好	一般	好
尺寸及质量	大，重	一般，一般	小，轻	小，轻
成本	高	低	高	低于感应电机
控制器成本	低	高	高	一般

资料来源：广证恒生

电机驱动控制器涉及到电压波形与调制率控制、矩形波电压相位控制、直流电流失调反馈(DC offset feedback)控制，与可变电压系统控制，是整个新能源汽车系统设计中的重点和难点。新能源汽车中的电机驱动控制器一方面要求效率高，电磁干扰小。另一方面要求环境适应性强，工作可靠和体积小。下图是哈飞赛豹汽车用的电机驱动控制器。该控制器采用的是水冷工作方式。其结构主要由主电路、功率驱动电路、以单片机为核心的控制电路和保护电路等部分构成。

图表 31 哈飞赛豹汽车永磁同步电动机驱动控制器



资料来源：广证恒生

在政策引导驱动下，随着技术水平进步，新能源汽车的推广和应用前景广阔，也将为核心部件电机驱动控制系统带来巨大的市场空间。

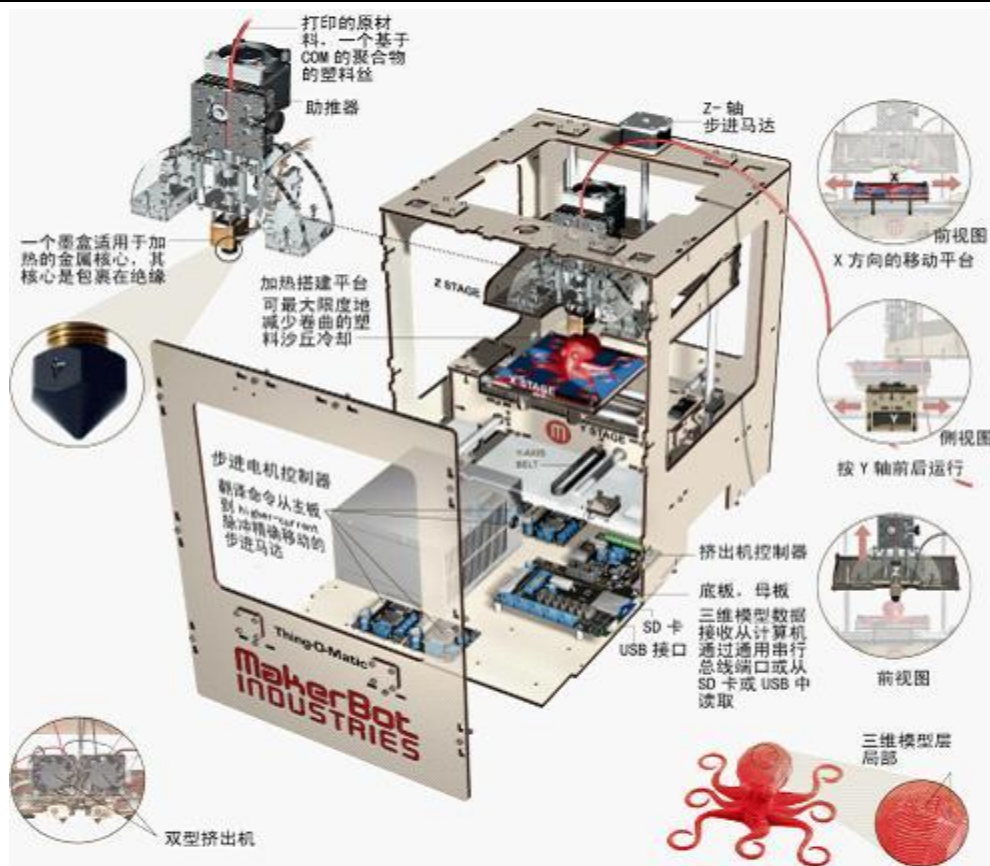


### 3.3 3D 打印时代到来，普及化加速

3D打印技术，是以计算机三维设计模型为蓝本，通过软件分层离散和数控成型系统，利用激光束、热熔喷嘴等方式将金属粉末、陶瓷粉末、塑料、细胞组织等特殊材料进行逐层堆积黏结，最终叠加成型，制造出实体产品。与传统制造业通过模具、车铣等机械加工方式对原材料进行定型、切削以最终生产成品不同，3D打印将三维实体变为若干个二维平面，通过对材料处理并逐层叠加进行生产，大大降低了制造的复杂度。这种数字化制造模式不需要复杂的工艺、不需要庞大的机床、不需要众多的人力，直接从计算机图形数据中便可生成任何形状的零件，使生产制造得以向更广的生产人群范围延伸。

3D打印机的工作原理和传统打印机基本一样，都是由控制组件、机械组件、打印头、耗材和介质等架构组成的，打印原理是一样的。3D打印机主要是在打印前在电脑上设计了一个完整的三维立体模型，然后在进行打印输出。电机与电机控制系统是3D打印机的核心部件。3D打印机控制系统通过微处理器将处理后的3D模型文件转换成X、Y、Z轴和喷头供料的步进电机数据，然后让步进电机控制电路控制工件输出基板的X-Y平面移动、喷头的垂直移动和喷头供料的速度。

图表 32 3D 打印机构造图



资料来源：广证恒生





工业级3D打印机存在已超过20年，目前在工业领域得到普及。未来廉价的桌面级个人3D打印机随着成本下降具有巨大的消费市场。

3D打印对打印产品精度要求极高，而电机的控制精度将决定3D打印产品的质量。随着3D打印机的消费品普及，对于精密电机及电机控制系统的需求将快速增长。

## 4. 变压器、蓄电池业务今年开始好转

### 4.1 变压器调整到位，逐步重回盈利轨道

公司历史上在变压器业务上共进行过三次重大的兼并收购，分别是2005年收购银川卧龙92.5%的股份主攻铁路牵引变压器；2009年收购北京华泰51%的股份主攻特高压、超高压电力变压器、城轨交通变压器；2011年收购东源变压器70%的股份。公司通过一系列的并购和控股初步实现了全国变压器产业北部地区的“铁三角”的布局。其中银川卧龙、北京华泰及东源变压器分别覆盖西北、华北以及东北市场，卧龙变压器上虞厂覆盖南方市场，至此公司变压器产业布局已非常完善，基本能够辐射全国，并协同开展高铁、城轨和电力变压器的生产任务，实现技术的互通和产能的合理调配，大大提高了生产和销售效率。

图表 33 公司变压器业务生产布局



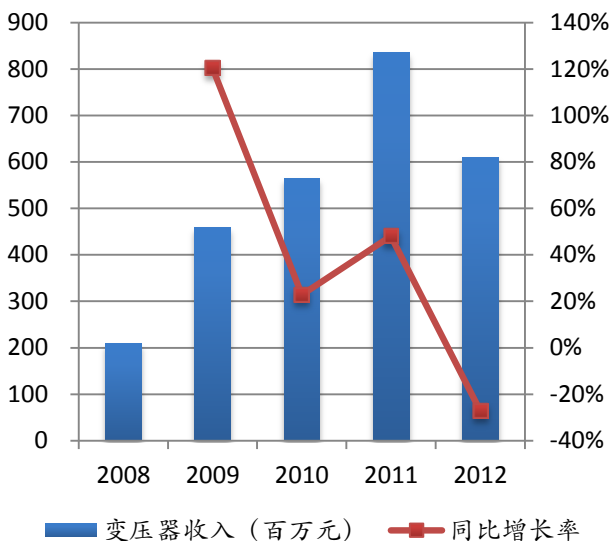
资料来源：广证恒生



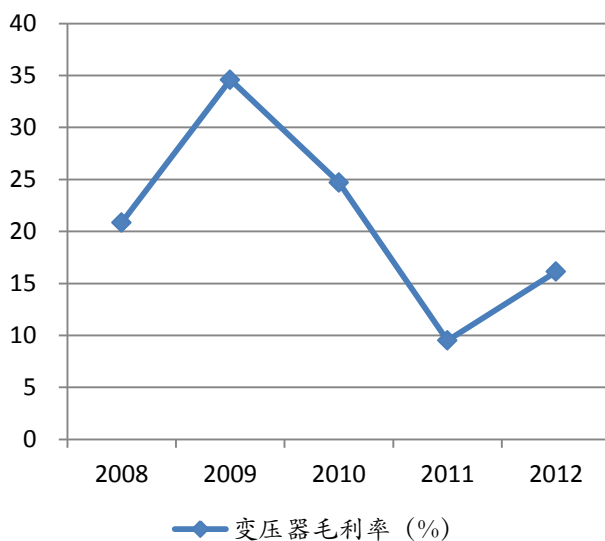
公司持股92.5%的子公司银川卧龙变压器是国内的电气化铁路、高速铁路牵引变压器龙头生产企业，铁路牵引变综合市场占有率超过40%，公司控股51%的子公司北京华泰是国内最早引进树脂浇注干式变压器生产技术和设备的企业，是国内唯一一家能够生产成套牵引整流设备的企业。城市轨道变压器产品已占市场份额的40%以上。

通过收购兼并，公司变压器业务增长迅速，收入规模从08年的2.08亿元增长至11年的8.34亿元，年复合增速达59%，但由于行业严重供大于求，市场竞争激烈，近两年毛利率下滑明显，导致变压器业务持续亏损。2012年受铁路投资、轨道交通投资下滑以及公司实施订单控制的影响，公司变压器收入同比下降27.06%，但毛利率同比提升6.61个百分点。

图表 34 公司变压器业务历年收入及增长率



图表 35 公司变压器历年毛利率



资料来源: WIND, 广证恒生

资料来源: WIND, 广证恒生

根据“十二五”规划，到2015年，全国铁路营业里程达到12万公里以上，其中高速铁路1.6万公里以上，西部铁路5万公里以上，复线率和电气化率分别达到50%、60%。2012年9月，发改委审批24项城市轨道交通建设规划，总投资超8000亿元。我国城市轨道交通已进入大规模建设高峰期。假设高铁每35-70公里设置一个牵引变电站，平均2台牵引变压器，估算牵引变投资额20万元/公里，普通电气化线路牵引变投资额15万元/公里；城轨平均2-3公里设置一个牵引与降压变电所，牵引与降压混合变电所平均造价为200万元/公里。根据测算，“十二五”期间，铁路电气化牵引变压器的需求达230亿元。



图表 36 公司变压器业务历年收入及增长率

	里程 (公里)	电气化投资额度 (亿元)	牵引变压器需求 (亿元)
客运专线 (高铁)	16000	1440	32
城际客运系统	8000	168	12
路网完善和西部开发型建设	40000	840	60
既有线增建二线	19000	199.5	28.5
既有线电气化	25000	525	37.5
城市地铁	3000	630	60
<b>合计</b>	<b>111000</b>	<b>3803</b>	<b>230</b>

资料来源：广证恒生

今年前4月全国铁路固定资产投资完成额1109亿元，同比增长达23.78%，经历过去两年的调整，我国铁路建设已重新回到增长轨道。

公司采取低成本和差异化营销策略，利用子公司地理区域优势，调整产品结构，一定程度上遏制了变压器产品亏损趋势。公司变压器产品结构调整已基本到位，随着原材料价格下跌以及铁路投资回升，今年公司变压器业务有望大幅减少亏损，逐步重回盈利轨道。

## 4.2 蓄电池今年将恢复性增长，未来存量增量空间大

我国蓄电池生产厂商众多，主要以生产铅酸蓄电池为主。铅酸蓄电池产品广泛应用于通信、UPS、家用电器、电子设备、汽车制造与维修等众多领域。

公司主要生产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，目前公司蓄电池产品90%为通信设备用UPS网络能源产品，客户相对稳定，包括中国电信、中国联通、中国移动三大通信服务提供商，以及华为、艾默生等知名通信设备供应商。公司蓄电池业务主要由子公司卧龙灯塔实施，卧龙灯塔是该领域的龙头企业之一，占市场份额的6%左右。

图表 37 公司蓄电池产品种类及用途

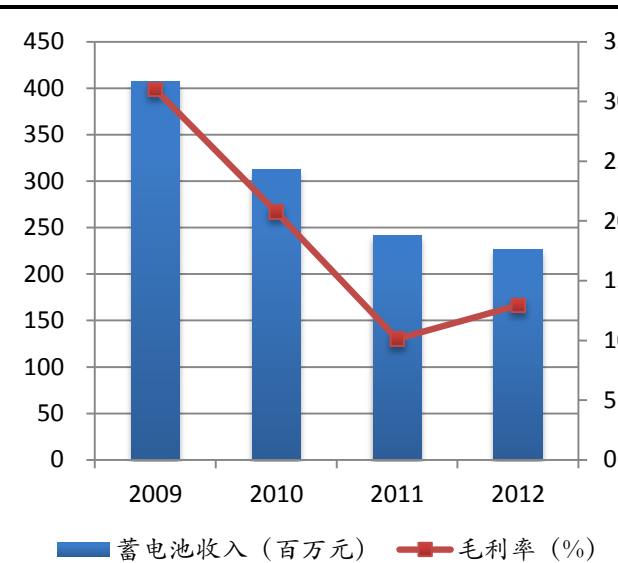
产品类型	用途
T 系列电池	通信电源、电力操作电源、太阳能储能系列、应急备用电源、航标灯等。
U 系列电池	长延时备电不间断电源 (UPS)。
H 系列电池	短延时大功率不间断电源 (UPS) 系统。
狭长系列	通信电源 (接入网、微蜂窝基站、移动、3G 技术等配套) 等。
牵引电池系列	蓄电池车、叉车、铲车等动力电源。
起动型普通电池系列	汽车起动、照明、点火等。
起动用免维护铅酸蓄电池	汽车起动、照明、点火等。

资料来源：WIND，广证恒生



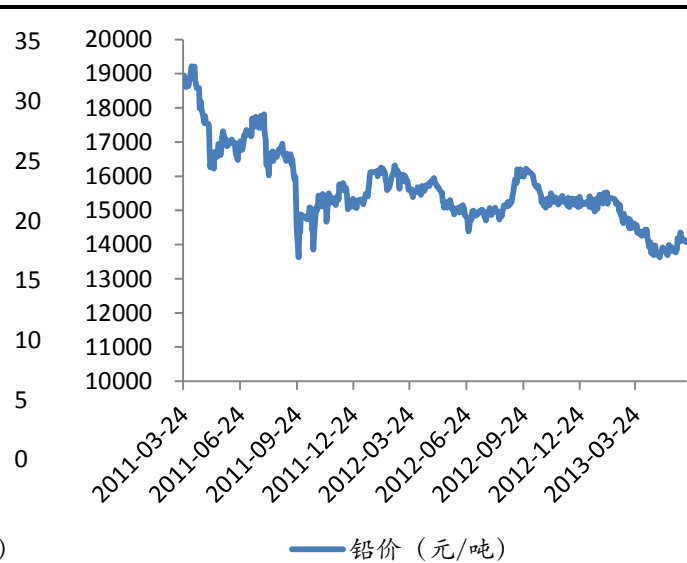
2012年，受国家对蓄电池产业环保整顿影响，公司蓄电池收入同比下降6.41%，得益于铅价的下跌，蓄电池毛利率同比提升了2.82个百分点。去年公司已经完成了新厂区的投产，同时也通过了环保验收，公司蓄电池生产经营已经恢复正常，新产区蓄电池的产能是原来的2倍，达到200万kVah。2012年5月，《铅酸蓄电池行业准入条件》颁布，大幅提高了行业准入门槛。公司将受益行业整合带来的订单、盈利双提升，预计今年业绩将实现恢复性增长。

图表 38 公司蓄电池业务历年收入及毛利率



资料来源：WIND，广证恒生

图表 39 上期所铅期货价格



资料来源：WIND，广证恒生

通信用蓄电池主要需求在旧基站电池调换和新基站建设两方面。截至2012年底，中国移动、中国电信、中国联通三大电信运营商通信基站数量达到207万座，电池更换周期为3年左右。目前三大运营商3G投资高峰已过，未来三年将是4G建设的投资高峰。中国移动2012年已完成2万个TD-LTE 4G基站建设，今年计划继续新建20万个基站，中国联通与中国电信也已开始4G建设规划。蓄电池未来受益通信基站存量更换和增量需求的巨大空间。



## 5. 盈利预测与估值

我们预计公司13-15年EPS分别为0.32、0.38、0.48元，当前股价对应PE分别为16、14、11倍；考虑ATB合并报表我们预计公司13-15年摊薄EPS分别为0.34、0.44、0.57元，当前股价对应PE分别为15、12、9倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表 40 公司分业务收入成本预测

单位（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入预测</b>				
电机及控制装置	1203	1420	1704	2045
增长率	-14%	18%	20%	20%
变压器	609	913	1096	1260
增长率	-27%	50%	20%	15%
蓄电池	226	407	529	661
增长率	-6%	80%	30%	25%
贸易	357	482	602	752
增长率	-35%	35%	25%	25%
收入合计	2427	3222	3931	4718
增长率	-20%	33%	22%	20%
<b>营业成本预测</b>				
电机及控制装置	895	1015	1218	1462
毛利率	25.65%	28.50%	28.50%	28.50%
变压器	510	744	893	1027
毛利率	16.13%	18.50%	18.50%	18.50%
蓄电池	197	334	429	529
毛利率	12.94%	18.00%	19.00%	20.00%
贸易	343	462	578	722
毛利率	3.79%	4.00%	4.00%	4.00%
成本合计	1968	2555	3118	3740
毛利率	18.90%	20.68%	20.68%	20.73%

数据来源：广证恒生

## 6. 风险提示

- ATB 整合不达预期风险；
- 毛利率下滑风险；
- 汇率风险。



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2593.68	3155.75	3545.79	4459.75	<b>经营活动现金流</b>	274.22	325.41	400.54	442.16
现金	967.27	1225.86	1442.34	1782.44	净利润	135.64	236.60	281.17	350.49
应收账款	745.39	805.38	864.73	1038.07	折旧摊销	84.74	155.85	180.14	206.22
其它应收款	42.72	49.33	81.69	107.05	财务费用	67.91	77.21	108.18	138.65
预付账款	106.20	215.95	200.72	293.91	投资损失	-17.59	-21.00	-25.00	-29.00
存货	607.03	698.16	779.42	1025.94	营运资金变动	708.24	-132.66	-138.47	-224.71
其他	125.08	161.08	176.88	212.33	其它	-704.73	9.41	-5.48	0.52
<b>非流动资产</b>	2179.62	2432.27	2718.98	3045.56	<b>投资活动现金流</b>	-107.03	-396.79	-436.45	-504.30
长期投资	323.81	365.04	414.02	471.58	资本支出	143.70	220.60	232.41	269.51
固定资产	993.52	1169.80	1343.63	1534.86	长期投资	63.47	41.23	48.98	57.56
无形资产	262.27	316.90	372.40	435.33	其他	100.14	-134.97	-155.07	-177.23
其他	600.03	580.52	588.93	603.79	<b>筹资活动现金流</b>	-215.37	-52.29	-18.02	-281.83
<b>资产总计</b>	4773.31	5588.01	6264.76	7505.31	短期借款	-506.85	56.55	131.25	-106.35
<b>流动负债</b>	1959.48	2567.35	3006.00	3935.17	长期借款	-34.50	7.95	-0.64	-0.94
短期借款	633.42	1072.23	1473.90	2051.62	其他	325.98	-116.80	-148.63	-174.54
应付账款	530.61	889.07	842.98	1075.12	<b>现金净增加额</b>	-48.18	-123.67	-53.94	-343.97
其他	795.46	606.05	689.12	808.43					
<b>非流动负债</b>	25.00	33.07	32.35	31.43	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	25.00	32.95	32.31	31.38	<b>成长能力</b>				
其他	0.00	0.11	0.04	0.05	营业收入增长率	-20.31%	28.49%	22.01%	20.05%
<b>负债合计</b>	1984.48	2600.41	3038.35	3966.59	营业利润增长率	-17.37%	159.40%	37.62%	26.40%
少数股东权益	236.04	255.04	275.04	296.04	归属于母公司净利润	5.85%	85.17%	20.02%	26.16%
归属母公司股东权益	2552.78	2732.56	2951.37	3242.67	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4773.31	5588.01	6264.76	7505.31	毛利率	19.21%	20.68%	20.68%	20.73%
					净利率	5.41%	7.34%	7.15%	7.43%
					ROE	4.27%	7.53%	8.41%	9.74%
					ROIC	4.51%	6.60%	7.05%	7.55%
<b>利润表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>营业收入</b>	2507.20	3221.52	3930.60	4718.50	资产负债率	41.57%	46.54%	48.50%	52.85%
<b>营业成本</b>	2025.61	2555.41	3117.69	3740.30	净负债比率	23.97%	37.27%	47.00%	59.21%
营业税金及附加	12.47	16.11	15.72	14.16	<b>流动性比率</b>				
营业费用	148.99	177.18	196.53	226.49	流动比率	1.32	1.23	1.18	1.13
管理费用	188.98	225.51	255.49	297.27	<b>速动比率</b>				
财务费用	67.91	77.21	108.18	138.65	速动比率	1.01	0.96	0.92	0.87
资产减值损失	9.65	6.44	7.86	9.44	<b>营运能力</b>				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.52	0.62	0.66	0.69
投资净收益	17.59	21.00	25.00	29.00	应收账款周转率	0.30	0.25	0.22	0.22
<b>营业利润</b>	71.19	184.66	254.13	321.21	应付账款周转率	3.79	3.60	3.60	3.90
营业外收入	81.94	80.00	60.00	70.00	<b>每股指标 (元)</b>				
营业外支出	1.83	1.77	1.72	1.77	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.32	0.38	0.48
<b>利润总额</b>	151.29	262.89	312.41	389.43	每股经营现金流(最新)	0.40	0.47	0.58	0.64
所得税	15.66	26.29	31.24	38.94	每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.34	4.69	5.15
<b>净利润</b>	135.64	236.60	281.17	350.49	<b>估值比率</b>				
少数股东损益	18.13	19.00	20.00	21.00	P/E	29.30	16.43	13.69	10.85
归属母公司净利润	117.51	217.60	261.17	329.49	P/B	1.35	1.31	1.21	1.10
EBITDA	246.66	437.96	529.98	654.09	EV/EBITDA	13.70	8.49	7.41	6.40
EPS (摊薄)	0.17	0.32	0.38	0.48					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



## 装备制造团队——“广证恒生装备组，装备您的投资路”

### 姚玮 电力设备与新能源、环保行业，首席分析师

浙江大学电气工程博士，5 年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4 年证券研究经验，2011 年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。2012 年 9 月加入广证恒生，主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

### 周娅 机械及汽车行业，高级分析师

CPA，四川大学管理科学与工程硕士，具备工科、生产管理和财务金融复合背景，4 年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

### 戎毅仁 机械及汽车行业，高级分析师

中南大学机械工程专业硕士，2 年机械行业上市公司工作经验，3 年机械行业研究经验。主要研究方向机械、汽车及零部件等。

### 王聪 TMT 行业，高级分析师

西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4 年中国电信工作经验，4 年证券研究经验，对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011 年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

### 肖超 TMT 行业，高级分析师

荷兰代尔夫特理工大学嵌入式系统方向硕士，曾就职比利时 IMEC 研究所。拥有 5 年国内外计算机、电子行业工作经验，4 年证券研究经验，对电子行业发展趋势及上市公司投资机会研究有独到心得与积累。主要研究方向消费电子及电子元器件等。

### 姬浩 电力设备与新能源、环保行业，研究员

北京大学金融信息工程硕士，具备扎实的数理分析和财务分析基础，2 年证券行业研究经验，主要研究方向电力设备新能源、环保、高端装备等。

### 徐闯 新能源汽车、环保行业，研究员

中南财经政法大学投资学硕士，具备工科、财务、投资分析复合背景，1 年证券行业研究经验，主要研究方向为环保行业和新能源汽车等。



**廣證恒生**  
GUANGZHENG HANG SENG

## 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券投资咨询有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券投资咨询有限公司所有。未获得广州广证恒生证券投资咨询有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券投资咨询有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。