



## 高效电机推广加速，卧龙受益先发优势

2013.06.25

强烈推荐(维持)

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: 6.00  
目标价: 8.50  
股价空间: 42%

电力设备与新能源行业

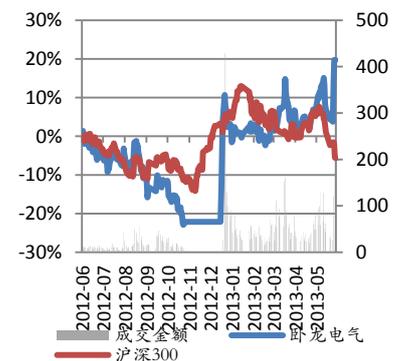
### 事件:

近日，工信部和国家质监总局联合发布了《电机能效提升计划(2013-2015年)》，提出到2015年，实现电机产品升级换代，50%的低压三相笼型异步电动机产品、40%的高压电动机产品达到高效电机能效标准规范；累计推广高效电机1.7亿千瓦，淘汰在用低效电机1.6亿千瓦，实施电机系统节能技改1亿千瓦，实施淘汰电机高效再制造2000万千瓦。预计2015年当年实现节电800亿千瓦时，相当于节能2600万吨标准煤，减排二氧化碳6800万吨。

### 点评:

- **先发优势受益高效电机推广加速。**公司早在2010年就已入围发改委和财政部“节能产品惠民工程”第一批高效电机推广目录，其中有72个型号入围中小型三相异步电动机，24个型号入围稀土永磁三相同步电动机。按照未来3年累计推广高效电机1.7亿千瓦计算，新增市场空间约425~510亿元，加上改造需求，市场规模近千亿元。公司与政府在高效电机推广方面有良好合作关系和丰富应用经验，先发优势助公司充分受益高效电机推广加速。
- **毛利率提升明显。公司盈利拐点已确立，**去年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，弥补了铁路投资下滑、蓄电池行业环保整顿等多重不利因素的影响，公司整体毛利率水平比11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；蓄电池增加2.82个百分点；变压器增加6.61个百分点。今年以来铜、铝、硅钢等原材料价格持续下跌维持低位，预计毛利率将维持上升趋势，公司盈利拐点已确立。
- **收购ATB丰富高端电机产品，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。
- **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19、16、13倍PE。维持“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	11.5	18.1	53.7
电力设备	-15.4	-2.4	5.6
沪深300	-16.6	-15.9	-11.9

### 基本资料

总市值(亿元)	41.264
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

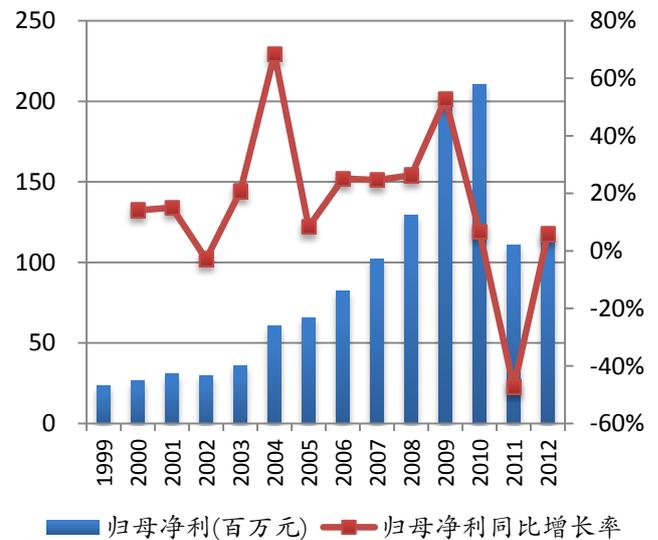
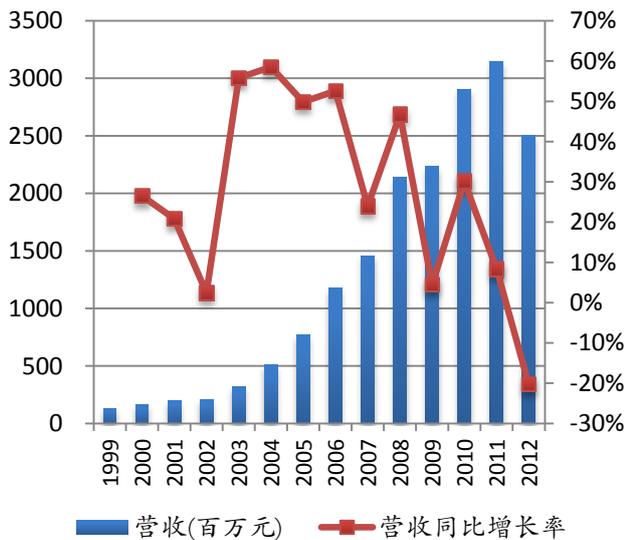
-卧龙电气(600580)深度报告-公司拐点确立，行业支点形成-2013.6.17



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	18.96	15.80	12.52
P/B	1.35	1.51	1.40	1.27
EV/EBITDA	13.70	9.75	8.44	7.24

图表 1 公司近年收入 (百万元) 及增长率情况

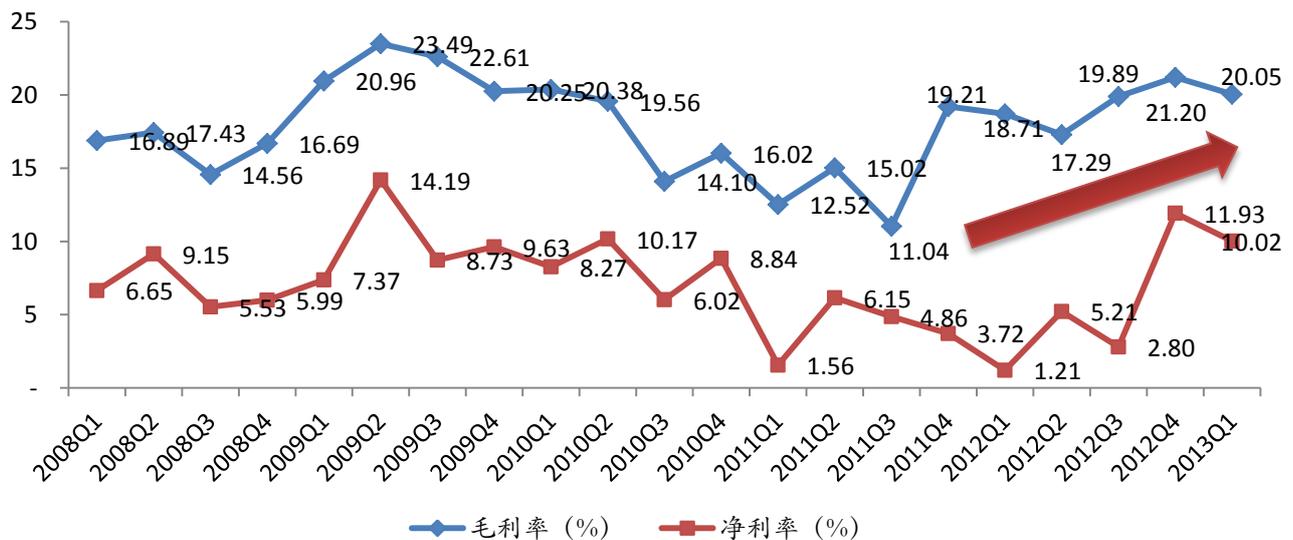
图表 2 公司近年归母净利 (百万元) 及增长率情况



资料来源: WIND, 广证恒生

资料来源: WIND, 广证恒生

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



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2012	2013E	2014E	2015E		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>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</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增	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%
<b>利润表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROIC	4.51%	6.60%	7.05%	7.55%
<b>营业收入</b>	2507.20	3221.52	3930.60	4718.50	<b>偿债能力</b>				
<b>营业成本</b>	2025.61	2555.41	3117.69	3740.30	资产负债率	41.57%	46.54%	48.50%	52.85%
<b>营业税金及附加</b>	12.47	16.11	15.72	14.16	净负债比率	23.97%	37.27%	47.00%	59.21%
<b>营业费用</b>	148.99	177.18	196.53	226.49	流动比率	1.32	1.23	1.18	1.13
<b>管理费用</b>	188.98	225.51	255.49	297.27	速动比率	1.01	0.96	0.92	0.87
<b>财务费用</b>	67.91	77.21	108.18	138.65	<b>营运能力</b>				
<b>资产减值损失</b>	9.65	6.44	7.86	9.44	总资产周转率	0.52	0.62	0.66	0.69
<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	0.30	0.25	0.22	0.22
<b>投资净收益</b>	17.59	21.00	25.00	29.00	应付账款周转率	3.79	3.60	3.60	3.90
<b>营业利润</b>	71.19	184.66	254.13	321.21	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>营业外收入</b>	81.94	80.00	60.00	70.00	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.32	0.38	0.48
<b>营业外支出</b>	1.83	1.77	1.72	1.77	每股经营现金流(最新摊	0.40	0.47	0.58	0.64
<b>利润总额</b>	151.29	262.89	312.41	389.43	每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.34	4.69	5.15
<b>所得税</b>	15.66	26.29	31.24	38.94	<b>估值比率</b>				
<b>净利润</b>	135.64	236.60	281.17	350.49	P/E	29.30	18.96	15.80	12.52
少数股东损益	18.13	19.00	20.00	21.00	P/B	1.35	1.51	1.40	1.27
归属母公司净利润	117.51	217.60	261.17	329.49	EV/EBITDA	13.70	9.75	8.44	7.24
<b>EBITDA</b>	246.66	437.96	529.98	654.09					
<b>EPS (摊薄)</b>	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 环保、新能源汽车行业，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。



### 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。