



收购美的旗下清江电机，巩固龙头地位

2013. 10. 15

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: 6.63
 目标价: 8.50
股价空间: 28%

电力设备与新能源行业

事件:

10月15日晚卧龙电气发布公告:美的集团、美的国际与公司全资子公司香港卧龙签署股权转让协议。美的集团和美的国际分别将持有的清江电机75%和25%股权转让给香港卧龙,该等100%股权交易价格为15573万元。

点评:

● **拓展压缩机电机、中高压电机,巩固电机龙头地位。**今年前三季度清江电机实现营业收入3.8亿元,净利润3808.3万元,若按照13年5000万净利润计算,收购PE仅3.1倍,预计增厚14年EPS0.05元。清江电机在压缩机电机和中高压电机方面有较强的品牌优势和设计制造能力。收购完成后,公司能够迅速实现在上述领域的拓展,增强研发、制造和销售实力,确保在电机行业的竞争优势。

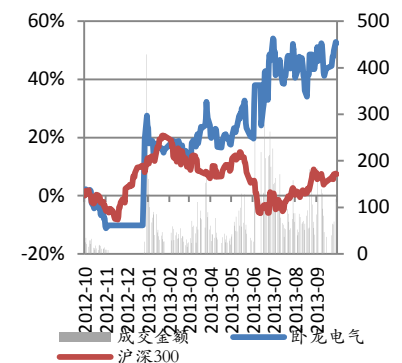
● **主业毛利毛面提升,ATB整合协同加速国际化。**上半年公司电机、变压器、蓄电池三大主业毛利率分别同比提升1.44、7.42、3.22个百分点,综合毛利率同比提升1.32个百分点,盈利能力提升明显。目前ATB资产整合注入已完成,填补公司在诸如三相/单相紧凑型集成逆变器电机、消防电机、变极电机和大型高压感应电机等产品领域的空白,快速进入国内石油、化工、煤矿、船舶、核电等行业。同时借助ATB成熟品牌与销售网络,开拓欧洲市场,加速国际化进程。而ATB可以实现生产制造转移,大幅降低人力成本,并借助卧龙电气在国内市场的销售渠道打开中国市场。

● **光伏电站是新亮点,变压器、蓄电池今年好转,**近日,公司出资3060万元设立合资公司,进入光伏电站开发领域。近期,国内光伏扶持政策密集出台,光伏电站回报率可观,前景广阔。公司将受益未来三年国内光伏市场高速增长的机遇,进一步提升公司盈利水平。上半年公司在国网输变电设备集采获突破,节能配电变压器销售大增。同时公司相继获得国内多条线路订单,高铁牵引变压器业务,以及地铁、矿山、钢铁用牵引整流变压器、整流变电站及整流机组业务都有较大幅度增长。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。另外,公司蓄电池生产经营已经恢复正常且产能扩大。铅酸蓄电池行业准入门槛大幅提高助订单、盈利双提升。

● **盈利预测与估值。**预计公司13-15年EPS分别为0.32、0.44、0.56元,考虑ATB合并报表后摊薄EPS分别为0.35、0.48、0.62元,对应20、15、12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	6.2	-0.7	27.2
电力设备	9.9	19.6	32.7
沪深300	-0.9	6.5	0.4

基本资料

总市值(亿元)	73.628
总股本(亿股)	11.105
流通股比例	62%
资产负债率	45%
大股东	浙江卧龙舜禹投资有限公司
大股东持股比例	38%

相关报告

-卧龙电气(600580)半年报点评:主业毛利全面提升,盈利拐点行业巨头双确立-2013.8.26

-卧龙电气(600580)点评报告:主动经营管理成效显著,盈利能力稳步提升-2013.7.11

-卧龙电气(600580)点评报告:高效电机推广加速,卧龙受益先发优势-2013.6.25

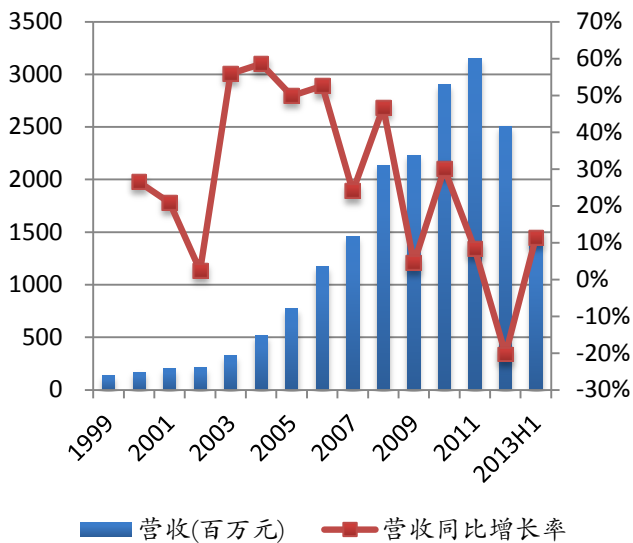


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

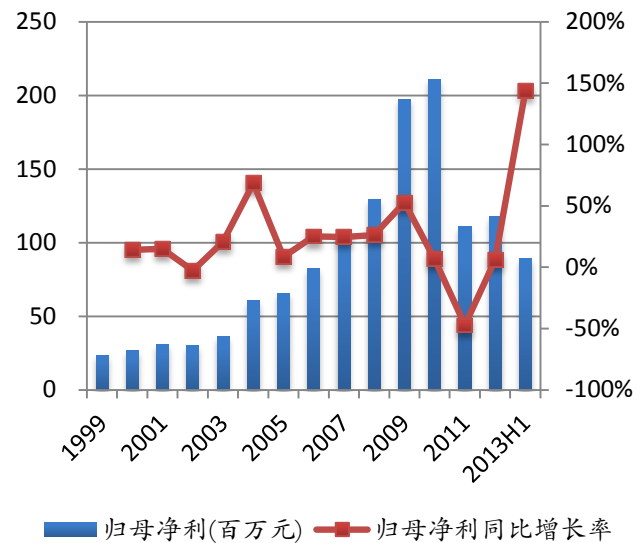
卧龙电气 (600580) 点评报告

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2507.20	3269.65	4281.98	5242.91
同比(%)	-20.31%	30.41%	30.96%	22.44%
归属母公司净利润	117.51	222.64	300.29	382.83
同比(%)	5.85%	89.47%	34.87%	27.49%
ROE(%)	4.27%	7.70%	9.59%	11.09%
每股收益(元)	0.17	0.32	0.44	0.56
P/E	29.34	20.48	15.18	11.91
P/B	1.35	1.67	1.52	1.37
EV/EBITDA	13.72	10.62	8.69	7.35

图表 1 公司近年收入 (百万元) 及增长率情况



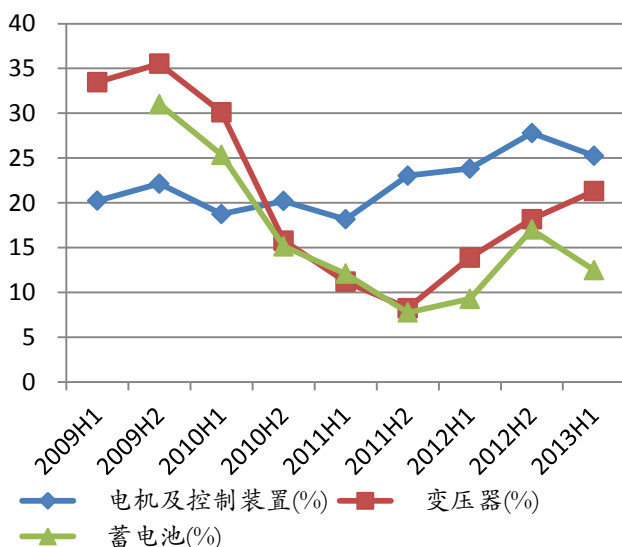
图表 2 公司近年归母净利 (百万元) 及增长率情况



资料来源: WIND, 广证恒生

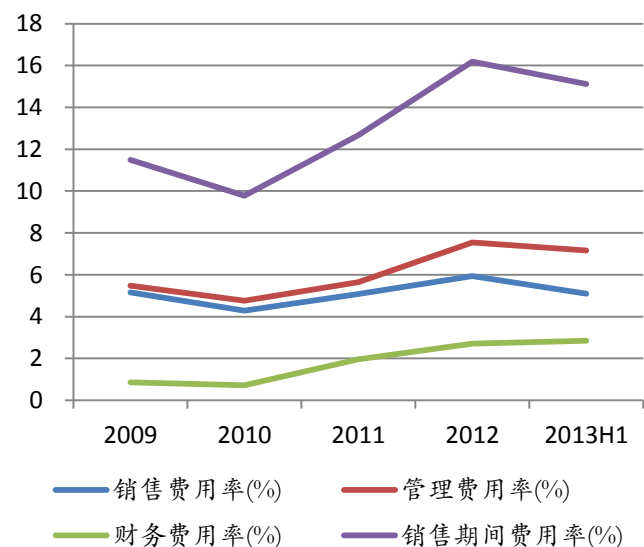
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司三大主业毛利率变化情况



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 4 公司近年三项期间费用率情况 (%)



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
流动资产	2593.68	3204.09	3873.42	4932.85	经营活动现金流	274.22	330.88	440.72	390.51
现金	967.27	1244.17	1571.27	1980.54	净利润	135.64	241.64	320.29	403.83
应收账款	745.39	817.41	942.03	1153.44	折旧摊销	84.74	156.38	183.67	224.67
其它应收款	42.72	50.70	92.03	117.69	财务费用	67.91	78.97	122.34	168.01
预付账款	106.20	220.77	233.16	316.45	投资损失	-17.59	-21.00	-25.00	-29.00
存货	607.03	707.56	842.23	1128.79	营运资金变动	708.24	-134.53	-155.10	-377.52
其他	125.08	163.48	192.69	235.93	其它	-704.73	9.41	-5.48	0.52
非流动资产	2179.62	2457.07	2916.33	3328.95	投资活动现金流	-107.03	-422.12	-612.52	-608.80
长期投资	323.81	365.04	414.02	471.58	资本支出	143.70	245.40	404.95	355.56
固定资产	993.52	1184.59	1461.78	1708.38	长期投资	63.47	41.23	48.98	57.56
无形资产	262.27	321.04	403.74	481.87	其他	100.14	-135.50	-158.59	-195.68
其他	600.03	586.40	636.79	667.12	筹资活动现金流	-215.37	-52.23	-25.49	-309.29
资产总计	4773.31	5661.16	6789.75	8261.80	短期借款	-506.85	56.55	131.25	-106.35
流动负债	1959.48	2634.00	3480.08	4586.25	长期借款	-34.50	9.41	4.64	0.22
短期借款	633.42	1110.35	1765.99	2596.49	其他	325.98	-118.19	-161.38	-203.16
应付账款	530.61	908.19	963.44	1146.95	现金净增加额	-48.18	-143.48	-197.29	-527.58
其他	795.46	615.46	750.65	842.81					
非流动负债	25.00	34.52	39.09	39.33	主要财务比率				
长期借款	25.00	34.41	39.05	39.27	成长能力				
其他	0.00	0.11	0.04	0.05	营业收入增长率	-20.31%	30.41%	30.96%	22.44%
负债合计	1984.48	2668.52	3519.17	4625.58	营业利润增长率	-17.37%	167.28%	56.41%	27.85%
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%	89.47%	34.87%	27.49%
归属母公司股东权益	2552.78	2737.60	2995.54	3340.18	获利能力				
负债和股东权益	4773.31	5661.16	6789.75	8261.80	毛利率	19.21%	20.79%	21.32%	21.51%
					净利率	5.41%	7.39%	7.48%	7.70%
					ROE	4.27%	7.70%	9.59%	11.09%
					ROIC	4.51%	6.68%	7.50%	7.93%
利润表					偿债能力				
营业收入	2507.20	3269.65	4281.98	5242.91	资产负债率	41.57%	47.14%	51.83%	55.99%
营业成本	2025.61	2589.82	3368.92	4115.25	净负债比率	23.97%	38.54%	55.55%	72.90%
营业税金及附加	12.47	16.35	17.13	15.73	流动比率	1.32	1.22	1.11	1.08
营业费用	148.99	179.83	214.10	251.66	速动比率	1.01	0.95	0.87	0.83
管理费用	188.98	228.88	278.33	330.30	营运能力				
财务费用	67.91	78.97	122.34	168.01	总资产周转率	0.52	0.63	0.69	0.70
资产减值损失	9.65	6.54	8.56	10.49	应收账款周转率	0.30	0.25	0.22	0.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	3.79	3.60	3.60	3.90
投资净收益	17.59	21.00	25.00	29.00	每股指标 (元)				
营业利润	71.19	190.26	297.60	380.47	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.32	0.44	0.56
营业外收入	81.94	80.00	60.00	70.00	每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.48	0.64	0.57
营业外支出	1.83	1.77	1.72	1.77	每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.35	4.76	5.29
利润总额	151.29	268.49	355.87	448.70	估值比率				
所得税	15.66	26.85	35.59	44.87	P/E	29.34	20.48	15.18	11.91
净利润	135.64	241.64	320.29	403.83	P/B	1.35	1.67	1.52	1.37
少数股东损益	18.13	19.00	20.00	21.00	EV/EBITDA	13.72	10.62	8.69	7.35
归属母公司净利润	117.51	222.64	300.29	382.83					
EBITDA	246.66	444.99	584.81	752.25					
EPS (摊薄)	0.17	0.32	0.44	0.56					

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。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

卧龙电气（600580）点评报告

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。