click here: http://www.hibor.com.cn

2013 年 10 月 30 日

赖燊生
leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 9.00RMB

卧龙电气(600580.SH) Buy/买入

季报点评：盈利水准显著改善，电机产业未来可期

结论与建议：

公司今日发布 13 年三季报，实现收入 41.73 亿元(YOY+4.4%)，实现净利润 1.82 亿元(YOY+31.8%)，扣非后实现净利润 0.83 亿元(YOY+102.4%)，符合预期。ATB 资产注入后，公司盈利水平显著改善，前三季毛利率(21.6%)同比提升 3 个百分点。展望未来，以 ATB 注入为契机大力发展电机产品，其他业务则进行主动瘦身提升公司综合盈利能力，公司发展趋势持续向好。

预计公司 13、14 年分别实现净利润 3.27 亿元(YOY+37.5%)、4.78 亿元(YOY+45.9%)，EPS0.29、0.45 元，当前股价对应 14 年动态 PE 为 16X，公司业绩处反转时期，且发展的电机业务利于提升估值，维持“买入”建议，目标价 9.00 元(对应 2014 年动态 PE20X)。

- 3Q 净利润增长 170%，毛利率大幅上升：公司 3Q 实现收入 13.91 亿元(YOY+7.1%)，实现净利润 0.62 亿元(YOY+170.4%)。3Q 最大亮点在于单季毛利率(24.4%)同比大幅上升 5.6 个百分点。毛利率大幅回升，一方面是 ATB 注入后，电机业务占比七到八成，电机业务毛利率较公司传统业务较高；另一方面，公司在变压器方面主动瘦身，对订单毛利率有管理。毛利率回升，公司改善经营水准的努力取得效果。
- 蓄电池订单逐步恢复，未来将实现盈利：蓄电池业务方面，12 年受环保核查停产因素，没有获得订单，全年净亏损约 0.1 亿元；进入 13 年，公司环保核查通过且投产新生产线，工艺改善，产能扩充 80%.上半年从中国电信招标中获得订单约 1.2 亿元，公司在联通、电信招标中进入评分体系前列，竞争实力较强，随着电池业务有望继续获得过亿订单，全年有望小幅盈利。
- 变压器扭亏，减亏 0.4 亿元：变压器业务方面，12 年受铁路投资放缓及输变电低毛利率影响，全年净亏损 0.4 亿元；进入 13 年，随着铁路建设恢复，银川牵引变订单饱满，排产计画已经到明年；卧龙北京地铁牵引变前三季度成功扭亏，全年有望小幅盈利；烟台输变电前三季小幅亏损。总体看，公司全年制定的变压器业务扭亏的目标实现，助力业绩反转。
- 借 ATB 优质资产注入契机，做强做大电机产业：今年 7 月份，公司正式全额收购大股东持有的香港卧龙控股集团股份(持有 ATB 驱动 98.926%股权)。公司将借助 ATB 驱动股份全球领先的新技术，进一步拓展高端产品市场；同时，借助 ATB 驱动股份国际化的销售管道进一步扩展国际市场，加速公司国际化的步伐。收购资产预计 13-15 收购资产净利润分别不低于 1.46、1.79、2.10 亿元，优质资产注入，显著公司提升盈利能力。10 月,公司收购了清江电机,清江电机在压缩机电机和中高压电机方面具有较好的品牌、市场、技术研发和制造能力，符合公司的战略发展方向，将增强公司在中高压电机及压缩机产品的实力。清江电机今年前三季度实现净利润约 0.39 亿元，预计增厚公司 14 年 EPS0.05 元，我们认为一系列举措表明未来做强做大电机产业的决心，并购举措符合发展策略。
- 盈利预测：我们预计公司 13、14 年分别实现净利润 3.20 亿元(YOY+36.5%)、4.99 亿元(YOY+56.1%)， EPS0.29、0.45 元，当前股价对应 14 年动态 PE17X，公司业绩处反转时期，估值有提升空间，维持“买入”建议，目标价 9.00 元(对应 2014 年动态 PE20X)

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2013/10/29)	6.69
上证综指(2013/10/29)	2128.86
股价 12 个月高/低	7.34/3.9
总发行股数(百万)	1110.53
A 股数(百万)	687.73
A 市值(亿元)	74.29
主要股东	浙江卧龙舜禹投资有限公司(38.07%)
每股净值(元)	3.04
股价/账面净值	2.20

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.9	10.8	51.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-06-06	7.20	买入
2013-08-27	6.29	买入

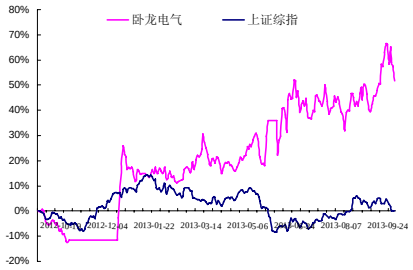
产品组合

电机及控制装置	46.8%
变压器	23.6%
蓄电池	9.2%
贸易	19.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.7%
一般法人	28.9%

股价相对大盘走势



click here: http://www.hibor.com.cn

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	210.63	111.02	234.40	319.90	499.40
同比增减	%	6.70%	-47.29%	111.14%	36.48%	56.11%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.190	0.100	0.211	0.288	0.450
同比增减	%	6.70%	-47.29%	111.14%	36.48%	56.11%
A 股市盈率(P/E)	X	40.54	76.92	36.43	26.70	17.10
股利(DPS)	RMB 元	0.079	0.050	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	1.03%	0.65%	1.30%	1.30%	1.30%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

click here: http://www.hibor.com.cn

一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	2,904	3,146	2,507	5,651	6,832
经营成本	2,395	2,698	2,026	4,301	5,142
营业税金及附加	9	10	12	13	29
销售费用	125	160	149	287	420
管理费用	138	178	189	315	500
财务费用	21	62	68	105	200
资产减值损失	10	-15	10	24	22
投资收益	27	13	7	18	14
营业利润	238	86	71	331	533
营业外收入	30	53	82	74	25
营业外支出	2	2	2	1	1
利润总额	265	137	151	403	557
所得税	22	7	16	40	55
少数股东损益	33	19	18	43	62
归属于母公司所有者的净利润	211	111	238	320	499

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	1,223	1,053	967	1,161	1,393
应收帐款	810	1,110	977	1,123	1,292
存货	672	646	607	680	761
流动资产合计	2,754	2,855	2,594	3,028	3,520
长期投资净额	242	260	324	350	378
固定资产合计	510	797	994	1,143	1,314
在建工程	322	545	498	258	259
无形资产	1,309	1,970	2,180	2,075	2,312
资产总计	4,064	4,825	4,773	5,102	5,832
流动负债合计	296	1,140	633	716	809
长期负债合计	180	60	25	100	101
负债合计	476	1,200	658	816	910
少数股东权益	206	237	236	10	11
股东权益合计	2,389	2,484	2,553	4,277	4,912
负债和股东权益总计	4,064	4,825	4,773	5,102	5,832

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	75	-103	274	200	300
投资活动产生的现金流量净额	-323	-600	-107	-537	-196
筹资活动产生的现金流量净额	955	420	-215	530	128
现金及现金等价物净增加额	707	-283	-48	193	232

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。