

2013年12月18日

赖燊生

Leon\_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

9.0RMB

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2013/12/17)	6.90
上证综指(2013/12/17)	2151.08
股价 12 个月高/低	7.34/3.94
总发行股数(百万)	1110.53
A 股数(百万)	687.73
A 市值(亿元)	76.63
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	2.27
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.3 5.0 76.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

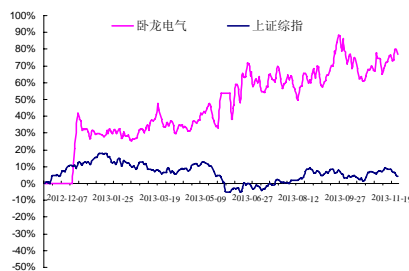
产品组合

电机及控制装置	45.8%
变压器	27.4%
蓄电池	7.9%
贸易	18.1%
其他	0.7%

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



卧龙电气(600580.SH)

BUY/买入

资产注入成就电机龙头，业绩反转可期

结论与建议：

13Q3 期间，公司完成了香港卧龙的资产注入工作，电机产业成为公司主要收入来源。13 1-3Q 公司实现收入 41.73 亿元(YOY+4.4%)，实现净利润 1.82 亿元(YOY+31.9%)。展望未来，ATB 与公司电机业务具有技术、渠道、成本三重协同效应，电机产业可以期待；变压器受牵引变盈利向好、输变电减亏因素走出低谷；蓄电池也随着下游投资好转迎来恢复势增长。综合来看，公司已经进入业绩反转时期。

预计公司 2013、2014 年实现营收 56.51 亿元(YOY+7.9%)、68.32 亿元(YOY+20.9%)，实现净利润 3.19 亿元(YOY+36.1%)、4.98 亿元(YOY+56.2%)，EPS0.29、0.45 元，当前股价对应 2013、2014 年动态 PE 分别为 24X、15X，考量公司业绩回暖，当前动态估值有提升空间，维持“买入”建议，目标价 9.00 元(对应 14 年动态 PE 20X)。

- 1-3Q 盈利能力明显改善，公司进入业绩反转期：** 13Q1-公司实现收入 41.73 亿元(YOY+4.4%)，实现净利润 1.82 亿元(YOY+31.9%)，较 12 年收入下降，利润微增情形有明显改善。展望未来，ATB 与公司电机业务具有技术、制造、市场三重协同效应，电机产业可以期待；变压器受牵引变盈利向好、输变电减亏因素走出低谷；蓄电池也随着新生产线投产、招标恢复有望逐步实现盈利。我们认为，公司已经进入业绩反转时期。
- 香港卧龙注入成就电机龙头：** 9 月份公司完成了香港卧龙(持有奥地利 ATB 驱动 98.926%股权)的资产注入，电机业务成为公司核心产业。我们预计香港卧龙 13-15 年将分别贡献净利润 1.47、2.12、2.65 亿元，相当于注入了盈利处于高峰时期的另一个卧龙。此外，ATB 驱动公司作为欧洲第三大电机生产制造商，与卧龙电机在销售渠道、技术转让及成本方面具有协同效应，公司将通过 ATB，有望成为国际化经营的电机龙头。
- 13 年变压器业务有分化，牵引变、整流变实现盈利，输变电减亏：** 公司变压器业务主要涉及牵引变、整流变和输变电。12 年变压器亏损 4000 万元。13 年，铁路建设投资提速，城际铁路建设呈现较快发展势头，公司牵引变、整流变有望实现盈利约 2500 万元；输变电方面，公司进行订单毛利率管理，有望减亏。综合看，预计 13 年变压器盈利约 500 万元，中长期看，随着下游需求好转，变压器业务盈利水平有望逐步好转。
- 行业整顿带动蓄电池行业盈利回升，公司产能扩张正当时：** 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，公司在最新三大移动通信运营商的市场份额中均占据前列，公司蓄电池产品也将逐步摆脱困境。
- 加码光伏电站，分享稳定收益：** 公司与浙江龙柏共同出资 6000 万元设立龙能电力(公司持股 51%)，加快公司战略性新兴产业的发展。目前在建 28MW 光伏电站，规划 14、15 年分别开工 90MW、100MW 电站。光伏电站建设，一方面带动自主设备销售，另一方面年投资回报率有望达 10~20%。
- 毛利率改善，费用率趋稳：** 前三季公司毛利率 21.6%，同比提升 2.6 个百分点，未来产品结构原因提升毛利率；前三季费用率 16.8%，同比提升 1.2 个百分点。主要是注入的 ATB 在管理费用着高于国内，我们认为费用率水平将是一次性提升，未来将趋于稳定。
- 盈利预测：** 预计公司 2013、2014 年实现净利润 3.19 亿元(YOY+36.1%)、4.98 亿元(YOY+56.2%)，EPS0.29、0.45 元，当前股价对应 2013、2014 年动态 PE 分别为 24X、16X，维持“买入”建议，目标价 9.00 元(对应 14 年动态 PE 20X)。

..... 接续下页

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	319.09	498.51
同比增减	%	6.70%	-47.29%	111.14%	36.13%	56.23%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.190	0.100	0.211	0.287	0.449
同比增减	%	6.70%	-47.29%	111.14%	36.13%	56.23%
A 股市盈率(P/E)	X	36.38	69.02	32.69	24.01	15.37
股利(DPS)	RMB 元	0.079	0.050	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	1.14%	0.72%	1.45%	1.45%	1.45%

注：公司13年完成资产注入，12年相关数据作追溯调整

### 营运分析

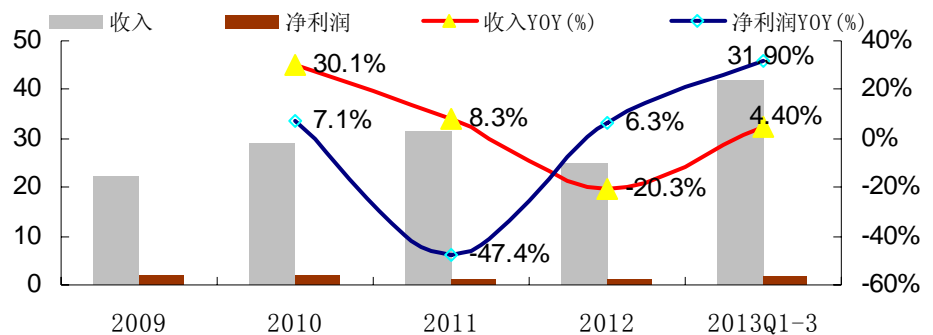
卧龙电气地处浙江省上虞经济开发区。公司现有 4 个事业部、8 家控股子公司。控股子公司包括有与全球 500 强日本松下合资经营的家用电机公司、与义大利欧力合资经营的欧力卧龙振动机械有限公司等，目前已拥有浙江上虞、浙江绍兴、浙江杭州、宁夏银川、湖北武汉、北京六大生产基地、六大产业园区。

2012 年，公司经营陷入低谷。进入 13 年，通过重组完成了香港卧龙(持股奥地利 ATB 驱动 98.926%的股权)的资产注入工作并全年并表，电机成为公司主导产业。输变电、蓄电池业务也普遍回暖，实现了盈利能力的全面回升。1-3Q，公司实现收入 41.73 亿元(YOY+4.4%)，实现净利润 1.82 亿元(YOY+31.9%)。

展望未来，ATB 与公司电机业务具有技术、制造、市场三重协同效应，电机产业可以期待；变压器受牵引变盈利向好、输变电减亏因素走出低谷；蓄电池也随着下游投资好转迎来增长空间。我们认为，经营角度看，公司已经进入业绩反转时期。

图表一：公司近年来营收、净利润及 YOY

单位：亿元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2013/12)

### 3Q 期间完成香港卧龙资产注入，注入资产盈利能力回暖趋势明显

公司于12年12月份发布资产注入方案，将香港卧龙(持有奥地利ATB驱动98.926%的股权)注入上市公司，今年9月份，资产注入正式完成。

ATB主要经营高效节能电机，分为项目电机和工业电机。近年来受金融危机及欧债危机影响，经营状况不尽如意，但随着卧龙入主及欧元区经济形势回暖，公司经营状况也显著改善，11、12年分别实现净利润0.45、0.17亿美元。今年前三季度看，扣非后ATB净利润也同比增长35.6%，经营形式进一步回暖。

表一：ATB 近年来经营状况

单位：百万美元

项目	2008	2009	2010	2011	2012
主营业务收入	577.1	427.8	407.9	469.9	432.1
其他营业收入	7.5	17.0	4.7	46.9	5.3
净利润	-60.2	-32.6	-133.3	44.8	16.9

资料来源：Bloomberg 群益证券(2013/12)

### 香港卧龙收购清江电机，完善公司电机产业链

今年10月15日，公司全资子公司香港卧龙出资1.55亿元收购清江电机100%股权，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，1-9月份，清江电机实现销售收入3.8亿元，实现净利润0.38亿元，盈利能力良好。

本次收购从两方面对上市公司构成积极影响：其一，卧龙可以充分利用清江电机在压缩机电机和中高压电机的品牌优势和设计制造能力，迅速拓展公司产品种类和应用领域，确保行业竞争优势；其二，将加强卧龙电气在高效节能电机中的竞争优势。清江电机13年承担了150万千瓦的高效节能电机推广计划，与卧龙相当，两者合计将占全国高效节能电机份额20%(13年全国预计完成推广高效节能电机1500万千瓦)。

### 香港卧龙盈利超承诺是大概率事件

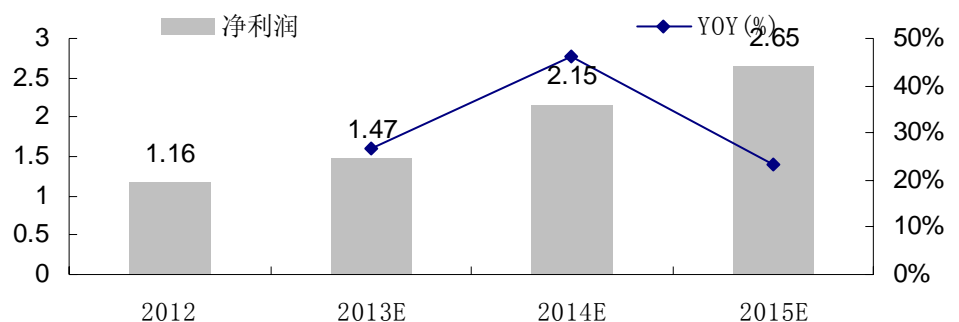
香港卧龙注入时，承诺13-15年净利润分别不低于1.46、1.79、2.10亿元，随着ATB主要经营区域经济状况的好转及卧龙的优势互补，结合清江电机的贡献，我们认为，香港卧龙的盈利水准超出承诺是大概率事件。

ATB方面，1-3Q实现净利润0.13亿美元，扣非后同比增长35%，其中3Q单季度净利润0.076亿美元，扣非后同比增长200%，经营向好趋势非常明显。展望未来，ATB管理层对前景表示乐观，今年前三季资本开支同比增长50%，加大产品开发与下游市场的拓展。我们预估13-15年ATB分别实现净利润0.22、0.25、0.30亿美元。

清江电机，受益未来高效节能电机推广复合增长率不低于三成，我们保守预估清江电机14-15年符合增长率30%，预计13-15分别贡献净利润0.15、0.65、0.85亿元(注：清江电机13年Q4开始并表)，两者合计，香港卧龙分别贡献净利润1.47、2.15、2.65亿元。卧龙电气在高峰时候10年净利润为2.11亿元，注入资产盈利水平相当于向上市公司注入另一个盈利高峰的卧龙。

图表二：香港卧龙净利润及 YOY

单位：亿元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2013/12)

### 香港卧龙旗下ATB与上市公司电机业务在技术、渠道、成本三方面产生协同效应

ATB将与上市公司原有电机业务形成技术、渠道、成本三方面的协同效应，助力公司电机业务的发展。

其一，ATB拥有高效电机中IE3\IE4等级的全套技术，目前中国推行的为IE2，14年欧洲开始全面实施IE3节能标准，中国的节能标准升级也是必然趋势。目前公司已经完全消化了ATB公司的IE3技术，对未来国家标准升级提前做好了准备，已经具有先发优势；

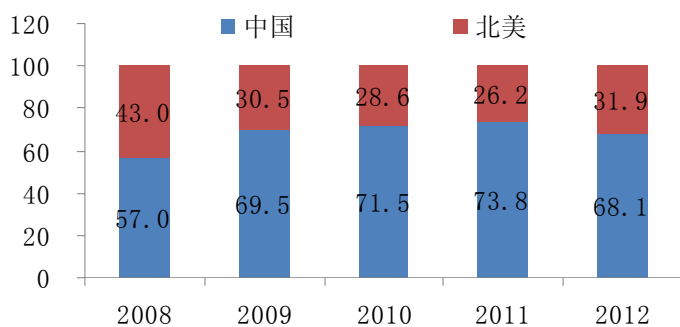
其二，ATB与卧龙在销售管道上有很好的互补优势。ATB作为欧洲三大电机品牌厂商，主要面向欧元区(图表三)，亚洲、美洲则是弱势区域；卧龙电气恰恰相反，依托

本土优势及海外战略，卧龙在中国、北美区域有良好的管道，未来ATB可通过卧龙的销售管道加大亚洲及美洲的销售；

其三，通过卧龙与ATB薪酬结构对比，卧龙在薪酬等人力成本上远远低于ATB(见表二)，未来ATB通过技术转让后，新增亚洲及美洲的订单转移至卧龙生产，将明显降低公司的生产成本。目前，卧龙上虞基地具备了ATB制造的生产转移能力，未来双方将在此加大合作力度。

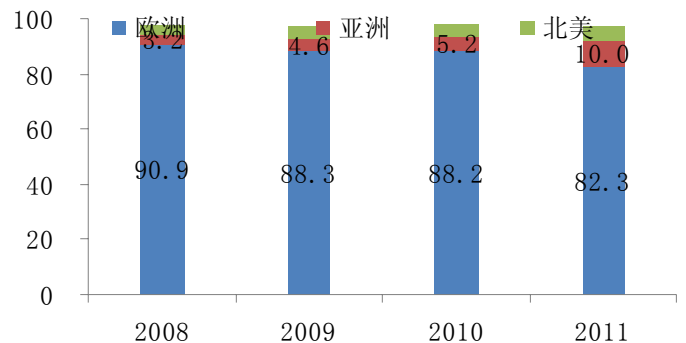
我们认为，随着ATB的注入，公司电机产业将真正实现国际化经营，也确保公司在国内的龙头地位，对未来发展奠定基础。

图表三：卧龙电气主要销售区域



资料来源：Bloomberg，群益证券(2013/12)

图表四：ATB 主要销售区域



资料来源：Bloomberg，群益证券(2013/12)

表二：卧龙电气较 ATB 人力成本有显著优势

单位：百万美元

项目	2008	2009	2010	2011	2012
薪酬福利支出	203.81	166.72	154.44	164.39	154.68
总收入	577.13	427.81	407.94	469.87	432.08
ATB 人力成本支出占比(%)	35.3%	39.0%	37.9%	35.0%	35.8%
薪酬福利支出	16.04	20.67	28.07	41.8	34.14
总收入	306.44	325.43	427.78	485.34	395.39
卧龙电气 人力成本支出占比(%)	5.23%	6.35%	6.56%	8.61%	8.63%

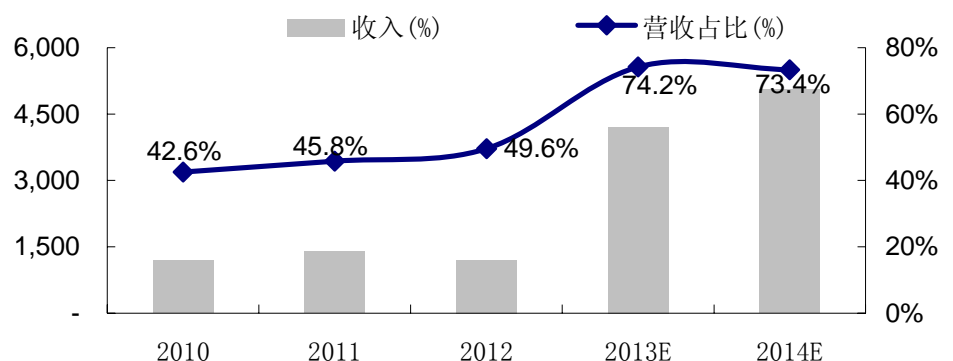
资料来源：Bloomberg 公司年报 群益证券(2013/12)

### 电机成主导产业

随着香港卧龙的注入，电机产业将成为公司最大收入来源，电机占营收比重将从四成左右提高至七成以上。公司将形成具有高压、中低压全系列生产能力的电机厂商，并通过ATB实现国际化经营。

图表五：电机业务成为公司主要收入来源

单位：百万元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2013/12)

**变压器：牵引变、地铁变好转，输变电致力于提升盈利能力**

公司特种变压器主要有高铁用牵引变压器、地铁领域用整流变压器及输变电行业所需变压器，分别是依托卧龙银川变压器、北京华泰变压器与烟台变压器作为主要生产基地。2012年受行业低迷影响，公司变压器业务全面亏损，三大变压器厂累计亏损额近4000万元。

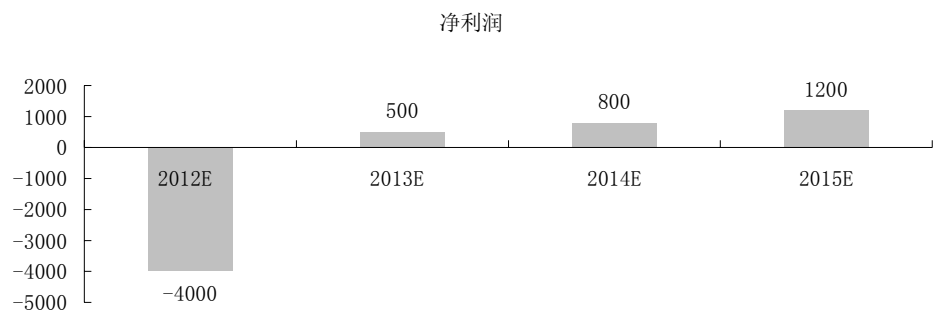
进入13年，随着铁路建设恢复，银川牵引变订单饱满，排产计划已经到明年，银川牵引变预计将实现盈利2000万；北京华泰整流变受下游铁路投资、地铁建设回暖影响，三季度也成功实现了盈利，初步估算全年将实现500万的盈利。

由于输变电竞争格局没有根本改变，毛利率水准普遍较低，集团公司进行订单毛利率集中审核管理。预计今年经营情况较去年略有改善，全年预计将亏损2000万元。

综合来看，变压器业务13年将是扭亏之年，预计实现盈利约500万元，较12年亏损4000万有明显改观。展望未来，铁路投资、地铁城轨建设仍属高景气度周期，输变电在严格审核订单毛利率情形下，变压器业务盈利能力有望逐步回升。

图表六：特种变压器净利润及预测

单位：万元/%



资料来源：公司年报，群益证券(2013/12)

**蓄电池业务：行业整顿影响利好龙头企业，盈利水平逐步回升**

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；13年，一方面公司环保核查通过，重新进入下游客户的招标名单中；另一方面，公司瞄准环保核查淘汰落后产能契机，在新厂房利用全新工艺设施进行扩产，新生产线的生产能力为120万KVAh，较原有旧厂房80万KVAh提升1.5倍，争取扩大自身市场份额。

H1公司从中国电信招标中获得订单约1.8亿元，该订单式从环保核查后取得的第一个大订单，此外，在最新一轮的三大移动运营商招标体系评分中，公司均获得了较好的成绩(见图标五)，为未来招标锁定了份额。盈利方面也将逐步回升。

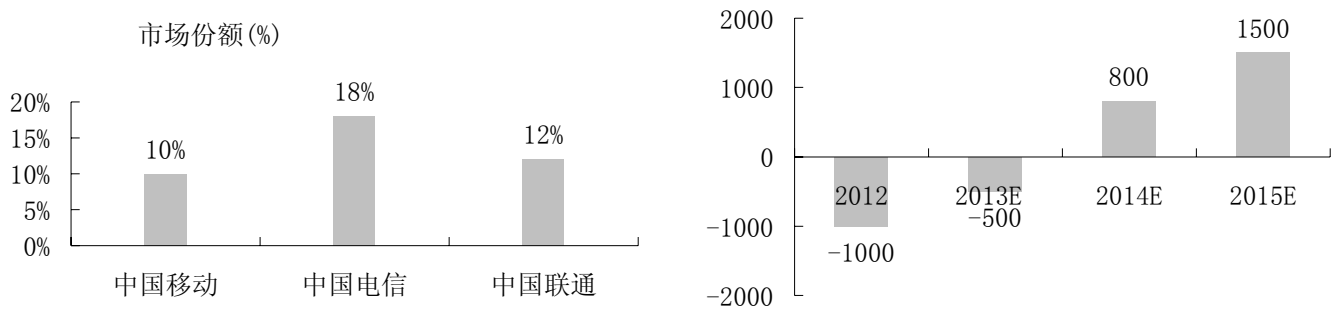
图表七：卧龙电气蓄电池在三大运营商招标份额

单位：%

图表八：公司蓄电池业务净利润预测

单位：万元





资料来源：群益证券(2013/12)

资料来源：公司公告，群益证券(2013/12)

### 加码光伏电站，进军分散式太阳能领域

公司与浙江龙柏集团签署合资协议，双方将共同出资设立浙江龙能电力发展有限公司（暂定名，以工商核准为准，以下简称“龙能电力”）。本次合资主要是为了建设光伏发电项目，加快公司战略性新兴产业的发展，获取稳定收益。

龙能电力注册资本 6000 万元，公司认缴出资 3060 万元，占注册资本的 51%；龙能电力经营范围为太阳能光伏项目投资、设计、开发、系统集成、项目工程建设及电站运营管理。目前双方已经正在建设的项目为 28MW，根据规划，预计 14 年龙能电力将开工建设 90MW，未来每年开工建设 100MW。

合作光伏电站，将给公司带来两方面的收益。其一，建设分散式光伏电站，将带动公司自身设备(变压器、逆变器等部件)的销售，预计未来两年带动的销售量超 10 亿元；其二，分散式光伏电站运营具有稳定收益。根据浙江省、绍兴市的分散式光伏补贴政策(两者分别在国家电价 0.42 元/KW 补贴基础上，再分别给出 0.1 元/KWH 的电价补贴)，根据当前分散式电站的成本 1.00 元/KWH 的建设成本估算，公司保本销售电价为 0.38 元/KWH，而当地工业用电、商业用电价格分别为 0.6 元/KWH、1.2 元/KWH，公司预期给用户电价可以达到 0.5~0.6 元/KWH，包括补贴，公司每千瓦时发电实际收入达 1.1~1.2 元，收益率有望达 10%~20%。

表三：浙江分散式电站盈利情况分析

单位：元/KWH

项目	电价
发电成本	1.00
国家补贴	0.42
浙江省补贴	0.1
绍兴市补贴	0.1
预期销售电价	0.5~0.6
每度电实际收入	1.1-1.2

资料来源：群益证券(2013/12)

### 财务分析：毛利率改善空间较大，费用率一次性提升较大

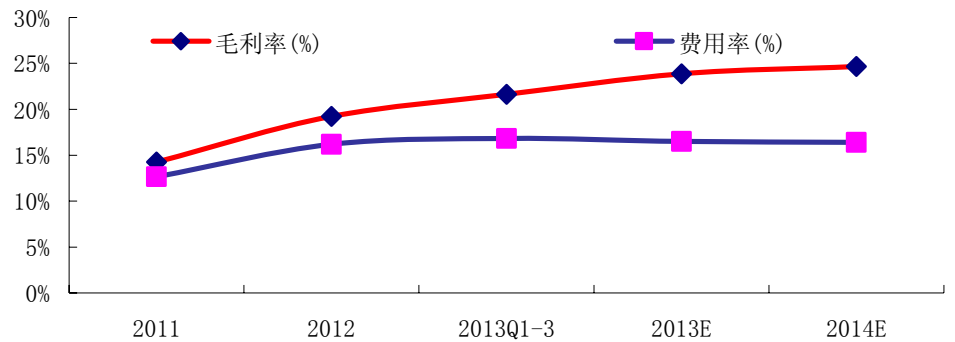
13Q1-Q3 公司综合毛利率 21.6%，同比提升 2.6 个百分点，尤其是三季度随着香港卧龙 ATB 电机资产注入，单季度毛利率 24.4%，同比提升 5.6 个百分点。

展望未来，我们认为公司毛利率将有较大改善空间。最主要原因是电机收入占比从四成提升至七到八成，而电机产品毛利率普遍在 25% 以上，远高于其他业务毛利率，结构性原因导致毛利率将不断提升；

费用率方面，Q1-3 费用率 16.8%，较去年同期提升 1.2 个百分点。主要是注入的 ATB 在管理费用(员工薪酬明显高于国内)等方面会显著高于国内，但鉴于公司未来 ATB 增量业务将转移至国内制造，我们认为费用率水平是一次性提升，未来趋于稳定。

图表九：公司毛利率、费用率走势及预测

单位：%



资料来源：公司年报，群益证券(2013/12)

### 盈利预测

综上所述，电机在 ATB 注入后，不仅实现了规模的扩张，更是在技术升级、渠道互补及成本转移等方面产生协同效应，公司将真正成为国际化的电机龙头企业；变压器与蓄电池业务也迎来下游需求好转时期，并通过主动管理恢复盈利能力。经营状况看，公司进入了业绩反转时期。

预计公司 2013、2014 年实现营收 56.51 亿元(YOY+7.9%)、68.32 亿元(YOY+20.9%)，实现净利润 3.19 亿元(YOY+36.1%)、4.98 亿元(YOY+56.2%)，EPS0.29、0.45 元，当前股价对应 2013、2014 年动态 PE 分别为 24X、15X，考量公司业绩回暖，当前动态估值有提升空间，维持“买入”建议，目标价 9.00 元(对应 14 年动态 PE 20X)

风险提示：原材料价格上涨过快，导致毛利率改善不如预期；

公司内部整合费用率上涨超预期

=预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	2,904	3,146	5,238	5,651	6,832
经营成本	2,395	2,698	4,046	4,321	5,190
营业税金及附加	9	10	12	13	29
销售费用	125	160	149	288	423
管理费用	138	178	189	317	504
财务费用	21	62	68	105	202
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	330	532
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	402	556
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	234	319	498

## 附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	513	1,223	1,053	1,158	1,389
应收帐款	747	810	1,110	1,277	1,468
存货	425	672	646	710	796
流动资产合计	1,715	2,754	2,855	4,216	5,736
长期投资净额	227	242	260	273	295
固定资产合计	462	510	797	876	1,008
在建工程	99	322	545	616	258
无形资产	953	1,309	1,970	2,093	1,850
资产总计	2,668	4,064	4,825	6,309	7,586
流动负债合计	279	296	1,140	1,311	1,482
长期负债合计	170	180	60	120	100
负债合计	449	476	1,200	1,431	1,582
少数股东权益	180	206	237	8	10
股东权益合计	1,253	2,389	2,484	3,870	3,995
负债和股东权益总计	2,668	4,064	4,825	6,309	7,586

## 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	204	75	-103	25	188
投资活动产生的现金流量净额	-191	-323	-600	-88	56
筹资活动产生的现金流量净额	120	955	420	168	-12
现金及现金等价物净增加额	134	707	-283	105	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益证券(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,不在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。