



## 13年业绩略超预期，资产整合协同效应凸显

2014. 1. 20

**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: 6.35  
目标价: 9.00  
**股价空间: 42%**

电力设备与新能源行业

### 事件:

1月20日晚，公司发布2013年业绩预增公告：预计2013年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将增加198%左右，考虑香港卧龙合并报表重述后，同比增速为50%。

### 点评:

● **业绩略超预期，ATB 整合协同效应凸显。**公司自上市以来不断整合和优化产业结构，13年业绩超预期再次显示公司在整个产业布局过程中表现出卓越的整合能力。ATB 的整合进一步丰富公司高端电机产品线，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，同时向多个下游扩张，优化客户结构，在研发、采购、生产、销售各环节产生协同作用，铸造国际化电机龙头。

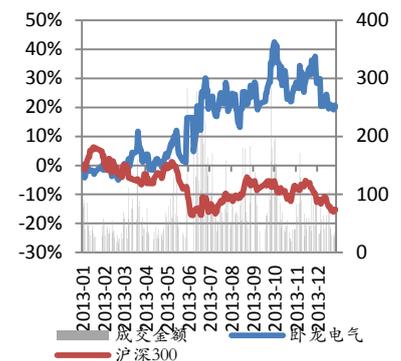
● **工业节能市场化加速，公司显著受益高效节能电机改造。**13年以来深圳、上海、北京、广东、天津碳排放交易所陆续启动运行，开始交易。碳交易市场体系的建立是节能环保从“治标”向“治本”转变的制度设计，以市场化的机制将节能减排的压力传导到企业，利用强制性制度保障，迫使企业主动节能减排，促进经济结构转型。而我国电机耗电量占整个工业耗电的70%以上，是重点节能改造领域。公司高效节能电机已三次入围国家“节能产品惠民工程”高效电机推广目录。根据发改委《节能产品惠民工程高效电机推广实施细则》，按照能效等级、产品功率等指标，相应产品在销售给终端用户后可获得12-60元/千瓦的补贴。公司将显著受益高效节能电机改造加速。

● **电机电控一体化战略发展，有望向多个新兴领域延伸。**目前，公司发展战略已基本实现普通电机向高效电机转换，中小电机向大型电机转换，下一步电机电控一体化将是战略发展方向，有望在新能源汽车、3D打印、机器人等多个新兴领域打开多个增长点。

● **盈利预测与估值。**考虑到公司整合ATB电机协同效应略超预期，以及显著受益工业节能市场化推动高效节能电机改造加速，我们上调公司13-15年EPS至0.32、0.45、0.59元，当前股价对应20、14、11倍PE。维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**收购整合不达预期风险、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	-3.9	-13.3	1.8
电力设备	4.4	-5.6	15.7
沪深300	-4.0	-10.6	-2.7

### 基本资料

总市值(亿元)	70.518
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)点评报告：三度入围推广目录，高效电机销售盈利双提升-2013.12.8

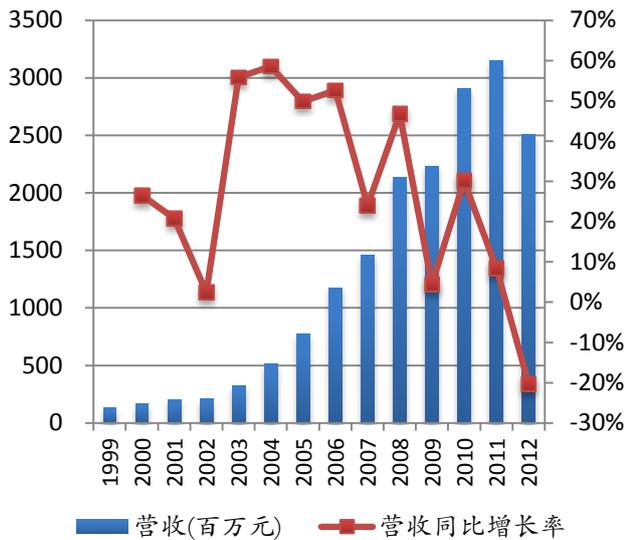
-卧龙电气(600580)季报点评：业绩符合预期，Q3毛利大幅提升-2013.10.28

-卧龙电气(600580)点评报告：收购美的旗下清江电机，巩固龙头地位-2013.10.15

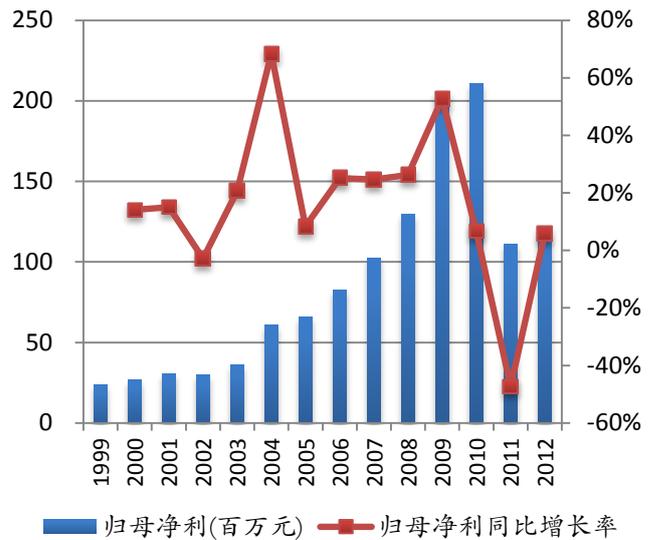


主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2507.20	5811.28	7538.55	9627.51
同比(%)	-20.31%	131.78%	29.72%	27.71%
归属母公司净利润	117.51	353.40	498.85	652.23
同比(%)	5.85%	200.74%	41.16%	30.75%
ROE(%)	3.57%	8.75%	11.21%	13.04%
每股收益(元)	0.11	0.32	0.45	0.59
P/E	47.38	19.95	14.14	10.81
P/B	1.55	1.81	1.63	1.43
EV/EBITDA	23.16	12.34	8.74	7.57

图表 1 公司近年收入 (百万元) 及增长率情况



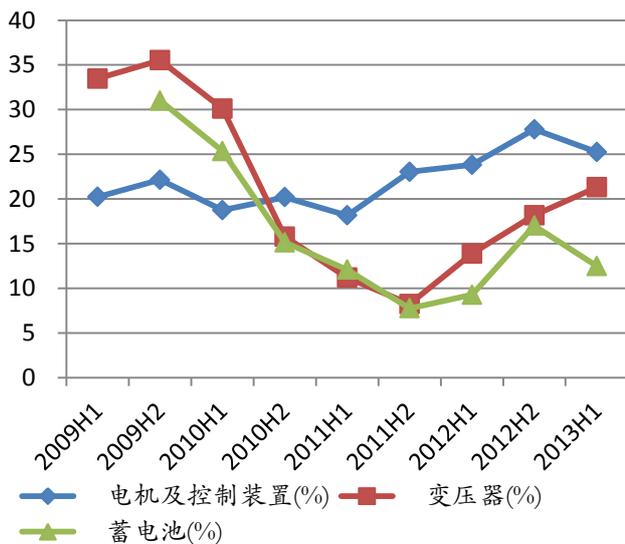
图表 2 公司近年归母净利 (百万元) 及增长率情况



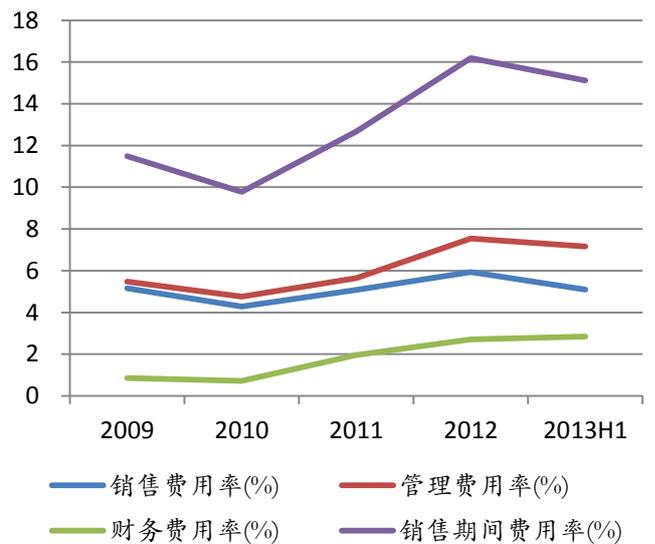
资料来源: WIND, 广证恒生

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



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

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	2012	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	3967.78	6642.95	8213.50	10749.59	<b>经营活动现金流</b>	274.22	583.46	847.80	1069.31
现金	1278.06	2451.43	3181.59	4344.05	净利润	135.64	388.40	538.85	697.23
应收账款	1309.44	2324.51	2864.65	3369.63	折旧摊销	84.74	231.65	378.77	460.37
其它应收款	83.77	144.12	107.16	270.39	财务费用	67.91	153.43	283.53	412.61
预付账款	118.61	311.85	246.56	466.59	投资损失	-17.59	-20.00	-24.00	-28.00
存货	1052.76	1236.66	1587.36	2010.07	营运资金变动	93.55	-180.65	-329.34	-472.89
其他	125.13	174.37	226.19	288.86	其它	-90.04	10.63	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	3329.67	5441.50	6487.52	7916.58	<b>投资活动现金流</b>	-107.03	-2323.56	-1400.79	-1861.44
长期投资	323.81	434.81	507.81	582.81	资本支出	701.21	1982.18	976.87	1350.34
固定资产	1799.81	3086.12	3764.76	4700.95	长期投资	69.88	110.59	73.00	75.00
无形资产	489.61	862.49	1068.55	1349.68	其他	664.06	-230.79	-350.92	-436.10
其他	716.43	1058.08	1146.41	1283.13	<b>筹资活动现金流</b>	-215.37	463.37	-584.04	-474.59
<b>资产总计</b>	7297.45	12084.45	14701.02	18666.17	短期借款	-304.52	464.25	-207.99	-16.09
<b>流动负债</b>	2617.73	6930.00	9115.01	12453.01	长期借款	211.67	105.21	-35.04	-12.13
短期借款	835.75	3750.11	5409.30	7822.38	其他	-122.52	-106.09	-341.00	-446.37
应付账款	785.98	1737.81	1805.40	2681.38	<b>现金净增加额</b>	-48.18	-1276.73	-1137.03	-1266.71
其他	996.00	1442.08	1900.32	1949.25					
<b>非流动负债</b>	817.21	941.37	902.48	894.06	<b>主要财务比率</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
长期借款	271.17	376.37	341.33	329.20	<b>成长能力</b>				
其他	546.05	565.00	561.15	564.86	营业收入增长率	-20.31%	131.78%	29.72%	27.71%
<b>负债合计</b>	3434.95	7871.38	10017.49	13347.08	营业利润增长率	-17.37%	414.52%	55.51%	32.51%
少数股东权益	279.56	314.56	354.56	399.56	归属于母公司净利润	5.85%	200.74%	41.16%	30.75%
归属母公司股东权益	3582.95	3898.52	4328.98	4919.53	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	7297.45	12084.45	14701.02	18666.17	毛利率	19.21%	24.00%	24.80%	25.43%
					净利率	5.41%	6.68%	7.15%	7.24%
					ROE	3.57%	8.75%	11.21%	13.04%
					ROIC	3.14%	5.44%	6.69%	6.96%
<b>利润表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>偿债能力</b>				
营业收入	2507.20	5811.28	7538.55	9627.51	资产负债率	47.07%	65.14%	68.14%	71.50%
营业成本	2025.61	4416.65	5669.13	7178.83	净负债比率	29.11%	100.18%	125.11%	155.75%
营业税金及附加	12.47	17.43	22.62	28.88	流动比率	1.52	0.96	0.90	0.86
营业费用	148.99	377.73	452.31	577.65	速动比率	1.11	0.78	0.73	0.70
管理费用	188.98	453.28	527.70	673.93	<b>营运能力</b>				
财务费用	67.91	153.43	283.53	412.61	总资产周转率	0.41	0.60	0.56	0.58
资产减值损失	9.65	46.49	37.69	28.88	应收账款周转率	0.52	0.40	0.38	0.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	3.06	3.50	3.20	3.20
投资净收益	17.59	20.00	24.00	28.00	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>营业利润</b>	71.19	366.27	569.57	754.73	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.32	0.45	0.59
营业外收入	81.94	90.00	60.00	60.00	每股经营现金流(最新)	0.25	0.53	0.76	0.96
营业外支出	1.83	2.00	3.00	4.00	每股净资产(最新摊薄)	3.48	3.79	4.22	4.79
<b>利润总额</b>	151.29	454.27	626.57	810.73	<b>估值比率</b>				
所得税	15.66	65.87	87.72	113.50	P/E	47.38	19.95	14.14	10.81
<b>净利润</b>	135.64	388.40	538.85	697.23	P/B	1.55	1.81	1.63	1.43
少数股东损益	18.13	35.00	40.00	45.00	EV/EBITDA	23.16	12.34	8.74	7.57
归属母公司净利润	117.51	353.40	498.85	652.23					
EBITDA	265.60	778.15	1207.38	1566.14					
EPS (摊薄)	0.11	0.32	0.45	0.59					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



## 分析师简介

**姚 玮** 广证恒生研究团队总监，首席分析师，浙江大学工学博士，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。把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。带队获得多项分析师奖项，曾获 2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名。主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

**姬 浩** 电力设备新能源研究员，北京大学硕士，理工金融复合背景，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，2013 年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向电力设备、新能源及高端装备等。

## 机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北业务拓展部	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈 璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	阳思程	(86)18600497273	yangsc@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
华南业务拓展部	王 亮	(86)13241806575	wangl_a@gzgzhs.com.cn
	韦 祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	杨 翥	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
海外业务拓展部	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn



### 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研究所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研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，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。