

卧龙电气 (600580)

报告日期: 2014年01月27日

点评报告

行业公司研究
—
电力设备新能源行业

证券研究报告

光伏领域获得突破

——2014年1月跟踪报告

✍ : 史海昇 执业证书编号: S1230511010006
☎ : 021-64718888-1737
✉ : Shihaiseng@stocke.com.cn

报告导读

- 光伏项目取得突破
- 公司主营业务盈利能力持续回升

投资要点

□ 2013年1-9月业绩同比大幅提升

近日,公司持股51%的龙能电力申报的“上虞杭州湾新区分布式光伏发电项目”获得了50MW的建设规模指标,指标规模列此次浙江省光伏发电项目计划第一。本项目可享受国家分布式光伏发电和光伏电站的补贴,以及省、地方出台的相关补助。该项目需在2014年6月底前开工,2014年底建成投运。本项目预计总投资约为4亿元,项目所发电量将采用就地消纳,余电上网的模式。

我们认为,分布式光伏发电项目将有助于加快公司战略性新兴产业的部署与发展,有效带动公司已有产品大功率光伏逆变器和配电变压器的生产与销售。

□ 盈利能力显著提升

2013年前三季月,公司产品综合毛利率为21.62%,同比提升3.06个百分点,其中电机及控制装置、变压器产品、电源产品毛利率均呈现了不同程度的提升,如我们之前报告所述——“卧龙业绩已经步入上升通道”。

□ 估值与投资评级

我们预计,按向卧龙投资发行股份后总股本摊薄计算,每股收益0.32元,目前股价对应2013年动态市盈率约21倍,维持卧龙电气“买入”评级。

□ 催化剂: 铁路牵引变压器中标量超预期, ATB公司的盈利状况大幅改善。

财务摘要:

(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入	2507.20	2927.26	3281.55	3659.28
(+/-)	-20.31%	16.75%	12.10%	11.51%
净利润	117.51	350.63	488.77	653.11
(+/-)	5.85%	198.38%	39.40%	33.62%
每股收益(元)	0.17	0.32	0.44	0.59
P/E	44.59	21.35	15.31	11.46

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥6.74

单季度业绩

元/股

1Q/2013

0.08

2Q/2013

0.05

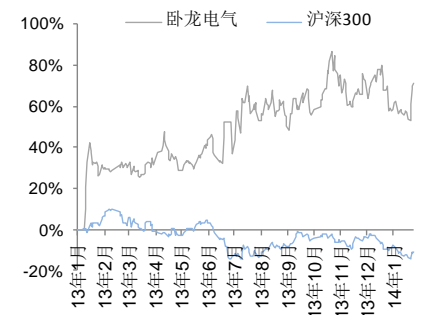
3Q/2013

0.03

4Q/2012

0.10

2013年初至今股价走势(复权)



公司简介

公司主营包括电机及控制系统、特种牵引变压器、UPS电源及贸易等方面的业务,电机及控制系统占公司总收入50%左右,卧龙牌商标系浙江省著名商标,卧龙牌中小、微电机认定为国家免检产品。业务逐步向大规格振动电机、汽车电机、胶体储能新能源电池的新品开发和电源管理系统、太阳能逆变器等新兴产业拓展。

相关报告

《卧龙电气调研报告》

《并购 ATB 卧龙腾飞——跟踪报告》

报告撰写人: 史海昇

数据支持人: 史海昇



图：2013年1-6月卧龙电气各产品系毛利率有所提升

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	比上年 增减	营业成本	比上年 增减	毛利率 (%)	比上年 增减(%)
电机及控制装置	633,401,140.97	-2.19%	473,398,727.90	-4.04%	25.26	增加1.44个百分点
蓄电池	123,939,651.76	4.16%	108,459,665.70	0.47%	12.49	增加3.22个百分点
变压器	319,664,496.60	9.69%	251,552,204.64	0.25%	21.31	增加7.42个百分点
贸易	261,979,698.86	79.24%	253,345,185.03	80.16%	3.30	减少0.49个百分点
其他	14,454,608.04	-6.13%	10,886,658.43	-1.67%	24.68	减少3.42个百分点

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

□ 积极拓展新能源汽车市场

公司一直筹划向电动汽车领域拓展，与浙江的万向集团类似，卧龙力图打造“电机、电池、电控”的电动汽车动力总成全产业链。依靠电机领域深厚技术优势，2013年内，公司有望在电动汽车驱动电机领域实现上千万元的产品销售。此外，公司在建大容量锂电池募投项目——20万kWh年产能，已经部分达产。

□ 风险因素

- 1) ATB 海外市场销售低于预期
- 2) 公司国内电机业务市场竞争加剧导致产品价格下滑
- 3) 电池（尤其是汽摩电池）业务销售受阻
- 4) 变压器产品销售价格下滑，应收账款大幅增加
- 5) 新能源汽车驱动电机销售受阻
- 6) 锂电项目不能如期达产
- 7) 电控系统研发滞后

附录：

□ 向特定对象发行股份及支付现金购买资产

公司之前公布重大资产重组预案为：卧龙电气拟向卧龙投资发行股份并支付现金购买其所持有的香港卧龙控股集团有限公司（以下简称“香港卧龙”）100%的股权，其中：卧龙电气拟通过向卧龙投资发行股份购买其持有的香港卧龙85%的股权，同时支付现金向卧龙投资购买其持有的香港卧龙15%的股权。本次交易实施前，卧龙投资直接持有香港卧龙100%股权。本次交易完成后，卧龙电气将直接持有香港卧龙100%股权。

卧龙电气向卧龙投资发行股份购买资产的定价为4.25元/股。目前该部分拟购买资产的预估值约为290,000,000欧元，根据中国人民银行公布的2012年12月31日银行间外汇市场人民币汇率中间价100欧元=831.76元人民币，折算为人民币的预估值约为2,412,204,000元。本次发行股份向卧龙投资购买其所持有



的香港卧龙 85% 的股权的预估值约为 246,500,000 欧元，折算为人民币的预估值约为 2,050,288,400 元。按照向卧龙投资发行股份的发行价格 4.25 元/股计算，向卧龙投资发行股份数量约为 482,420,800 股。

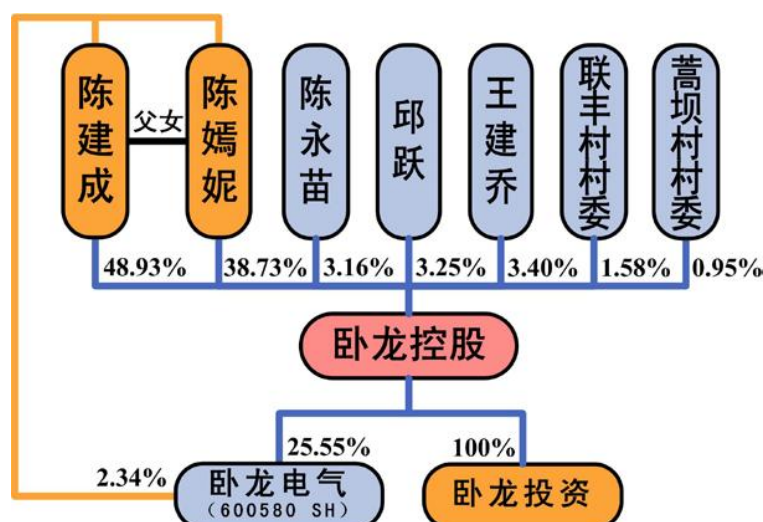
□ 外延式扩张的发展模式更适合卧龙

自 2002 年上市以来,公司管理层决策和主导了卧龙灯塔、武汉卧龙、银川变压器等五次规模不一、类型不同的企业收购,收购后的快速整合改造使其融入公司体系。由此,卧龙电气的产业整合能力有目共睹,无论是蓄电池业务还是牵引变压器业务,都是当年卧龙整合而来,后迅猛发展,相关子公司均拥有较高的市场份额,成为各自领域的行业龙头。

卧龙电气作为国内领先的电机制造企业,此次收购香港卧龙进而获得 ATB 驱动股份的控股权,有利于实现公司研发、制造及销售资源在全球范围内的合理布局与充分利用,为公司打造跨国企业的目标奠定了基础。

并且本次交易完成后,ATB 驱动股份的资产注入上市公司,成为卧龙电气子公司,有效避免了卧龙电气与 ATB 驱动股份之间未来的可能产生的同业竞争问题。

图：卧龙控股股权情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

电机作为工业耗电的主要部分（占比约 60%），在国民经济和社会发展中具有重要地位和作用。中国目前已成为全球最大的电机生产国和重要出口国，由于中小型电机的生产制造属于典型的劳动密集型行业，一些发达国家劳动力成本过高，无法承担中小型低技术附加值电机的本土化生产，在失去竞争力的同时，不得不向国外采购或定制加工，这使得我国中小型电机企业拥有了全球化的市场——但仍旧是低端产品为主。

尽管卧龙控股目前已经在大陆拥有八大研发、制造基地，但是卧龙要做强做大、要成为一个国际化的跨国公司，在实现客户全球化的同时，也必须实现研发、制造和销售的全球化布局，因此，在全球重要的电机使用地欧洲拥有电机与控制的研发、制造基地是卧龙国际化发展过程中的必然选择。ATB 公司作为欧洲三大电机生产商之一，其技术研发能力行业领先，通过对 ATB 公司的并购有助于提升卧龙技术水平，加速推动卧龙的全球化进程。



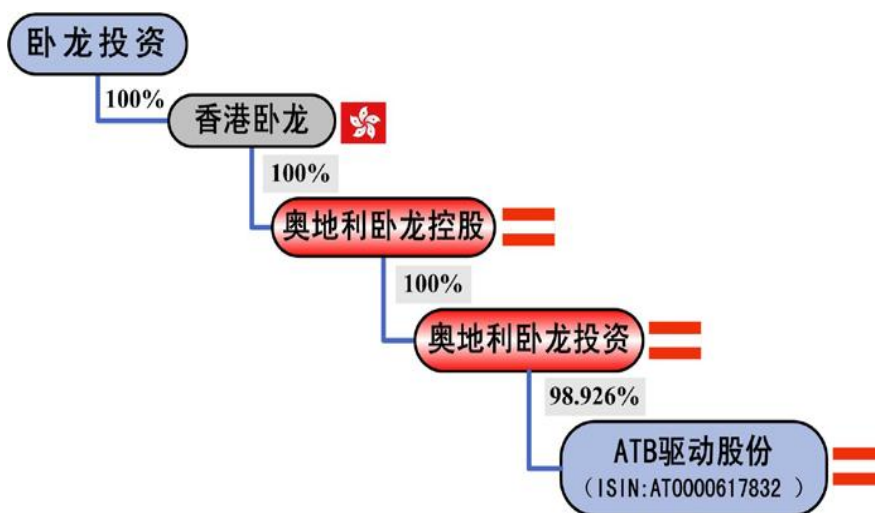
近年，国内外大型电机制造企业并购重组轮番上演，如：

- 1、中国平安收购南阳防爆电机；
 - 2、泰富集团收购西安电机；
 - 3、西门子先后收购了仪征电机、德国 SEW 和山西防爆电机；
 - 4、ABB 收购了美国堡德电机；
 - 5、日本电产集团收购了美国艾默生电机；
 - 6、美国雷戈勃劳伊特收购了 A.O.史密斯电机；
-

2010 年 10 月，ATB 公司的母公司——艾泰克公司因无法偿还到期债务而进入破产保护阶段，导致 ATB 公司 2010 年陷入财务困境，企业估值大幅降低，为卧龙以兼并重组的方式收购 ATB 公司并以此在欧洲拥有研发与制造基地提供了难得的机遇。

□ 收购“香港卧龙”意在 ATB 驱动

图：卧龙投资实际控制 ATB 驱动股份



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

卧龙电气斥 24 亿元巨资收购兄弟公司“香港卧龙”的核心目的是控股 ATB 驱动股份公司。

ATB 奥地利驱动股份有限公司创始于 1986 年，为控股型公司，在奥地利维也纳证券交易所上市。ATB 驱动股份是欧洲老牌的电机制造企业，产品涵盖了高、中、低压各类电机，其客户分布于石油化工、核电、核动力船舶、煤矿、石油天然气开采及钻井等重要领域，公司旗下莫利、伯顿、啸驰、劳伦斯等众多品牌国际知名度极高，具有超过 130 年电机驱动技术的经验，在全球范围内拥有相当大的市场影响力。ATB 驱动股份公司目前拥有欧洲市场约 12% 的份额，这一数字仅次于 ABB 和西门子。





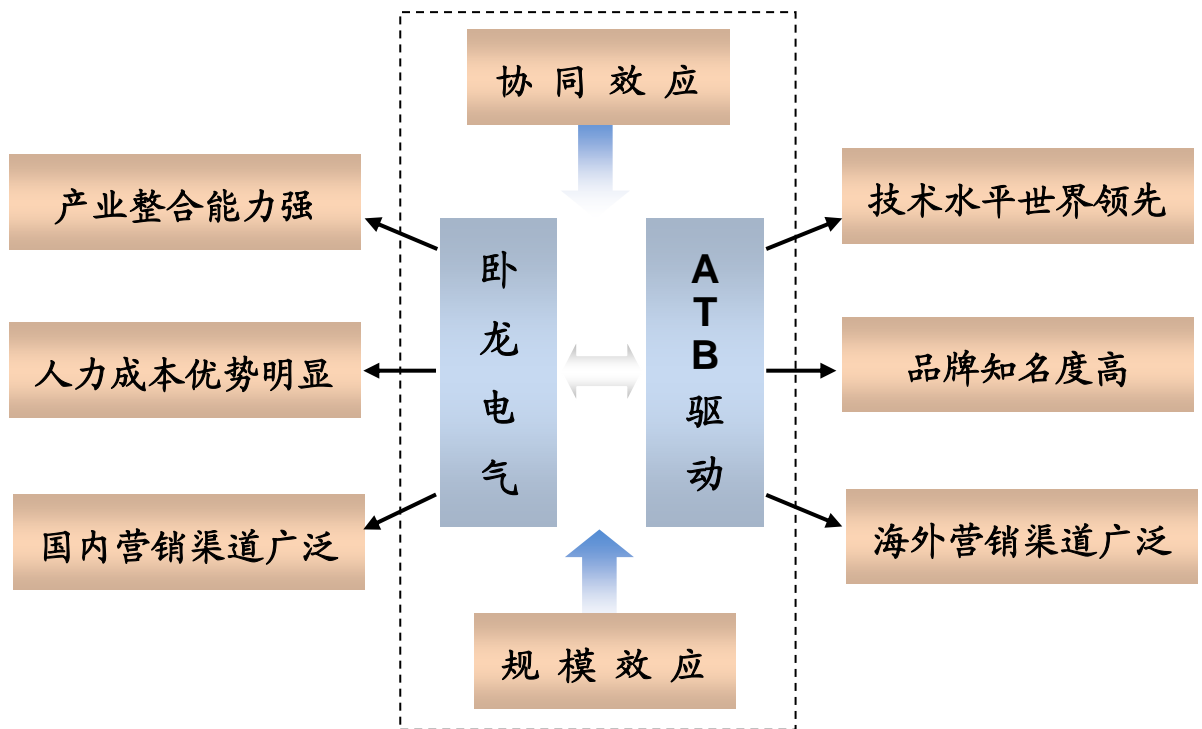
图：ATB 驱动股份主要财务数据（万元人民币）

项目	2012.9.30 /2012 年 1-9 月	2011.12.31/2011 年度	2010.12.31/2010 年度
资产合计	243,647	255,756	212,290
负债合计	160,987	188,940	177,765
归属于母公司的股东权益	75,696	63,241	30,865
营业收入	210,488	304,269	282,759
利润总额	13,309	31,920	-93,931
净利润	12,084	30,959	-95,630

资料来源：公司公告

□ 并购为卧龙创造价值

图：卧龙并购 ATB——创造价值



资料来源：浙商证券研究所

1、卧龙与 ATB 间产品既有加强又有互补

ATB 驱动股份公司部分产品与卧龙电气现有产品系吻合，在原材料采购、产品制造和市场销售等方面有条件形成协同效应，强化卧龙现有产品的盈利能力——该类产品的包括：低压三相/单相鼠笼电机、三相/单相紧凑型集成逆变器电机、低



压调速电机、低压防滴式电机、低压制电机、排烟电机、低压增安型电机、矿用防爆电机、工业防爆电机、开启式分冷电机、P/M 系列高压感应电机、低启动电流电机、高压防爆电机、高压方箱型电机、核电站用高压电机等。

ATB 驱动股份公司另有部分产品能够填补卧龙电气某些领域的空白，迅速扩大产品覆盖范围和市场，这些均是目前卧龙电气技术研发尚未成熟或短期内无能力生产的产品——该产品包括：三相/单相紧凑型集成逆变器电机、排烟电机、变极电机和大型高压感应电机等（ATB 可为客户量身定制各类专特电机产品）。

ATB 的并入使得卧龙电气电机业务得到了强化和补充，产品结构更趋优化。获得了世界一流的电机生产技术和研发团队——ATB 现有 200 多名具有资深研发设计经验的工程技术人员，加之丰富的研发资源以及注重创新的研发氛围，保证了 ATB 驱动股份在高效节能电机和专特电机的设计上始终走在世界的前沿。在大幅提升技术水平的同时，卧龙还可以借助 ATB 驱动股份现有的成熟品牌，以及其作为欧洲知名电机品牌的认可度，进一步加快产品结构调整进程，加速进入全球高端电机市场。同时，通过与 ATB 在采购、研发、销售等方面取长补短，发挥协同效应，这有助于卧龙电气迅速掌握先进技术，对公司提升自身技术实力、拓展品牌外延效用具有明显作用。

2、卧龙与 ATB 的营销渠道能够形成“共享”

ATB 驱动股份是欧洲居于领先地位的电动马达和驱动系统制造商，目前下属 11 家大型制造工厂分别位于奥地利、德国、英国、波兰、塞尔维亚等五个欧洲国家，销售网络遍布欧洲、亚洲、美洲、非洲及大洋洲。并入 ATB 后，卧龙电气可以凭借 ATB 驱动股份在全球市场广泛的营销渠道和深远的品牌影响力推销其自有产品，拓展海外高端客户，提升卧龙产品国际市场的占有率，加速公司国际化战略的推进。

同样，ATB 公司也可充分利用卧龙电气在中国市场经营多年的成熟而广泛的营销渠道推广其集成逆变器电机、变极电机和大型高压感应电机等高端产品。

3、卧龙人力资源成本优势保证了可观的利润空间

导致 ATB 驱动股份近年经营困难的主要因素之一是人力资源成本过高，其在欧洲生产的人工成本占总成本的比重平均高达 35% 左右（英国和德国工厂则更高），而卧龙这一数据仅为 10% 上下，二者差距显著。我们预计，ATB 并入后原相关电机产品的生产过程将逐步迁至中国国内，卧龙通过这种产业大规模转移的方式有望腾挪出可观的利润空间。

□ 卧龙的产业整合能力再次得到验证

昔日，无论是蓄电池业务还是牵引变压器业务，都非卧龙电气自建，均是“整合而来”后发扬光大，相应子公司在各自领域均成为龙头企业。

卧龙控股收购 ATB 驱动股份后，又是通过积极整合，使 ATB 驱动股份经营状况显著改善。首先，卧龙控股为保障 ATB 驱动股份及下属企业的全面正常生产





经营，向其提供贷款等支持；其次，通过协议方式将 ATB 驱动股份的经营管理委托给卧龙电气，并促使 ATB 驱动股份与卧龙电气在采购、生产、销售环节建立一体化的沟通运作平台，形成更有效的协同运作；第三，促使 ATB 各部门在不断优化的基础上着力控制成本，厉行节约。

在卧龙电气的整合再造后，ATB 驱动股份 2011 年实现扭亏，净利润高达近 3.1 亿元人民币（2010 年 ATB 亏损约 9.56 亿元人民币），2012 年持续盈利，公司的经营状况得到根本性改观。



股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

