

2014年07月18日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 12.0RMB

公司基本信息

| | |
|-----------------|-----------------------|
| 产业别 | 电气设备 |
| A 股价(2014/7/17) | 8.75 |
| 上证综指(2014/7/17) | 2055.59 |
| 股价 12 个月高/低 | 9.19/5.83 |
| 总发行股数(百万) | 1110.53 |
| A 股数(百万) | 687.73 |
| A 市值(亿元) | 97.17 |
| 主要股东 | 浙江卧龙舜禹投资有限公司 (38.07%) |
| 每股净值(元) | 3.19 |
| 股价/账面净值 | 2.74 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 18.9 14.7 36.4 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
| -- | -- | -- |

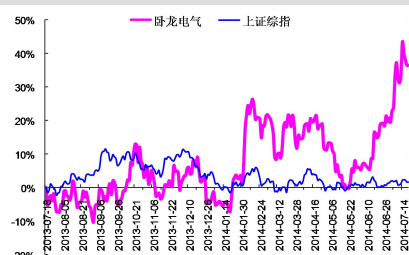
产品组合

| | |
|---------|-------|
| 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

聚焦电机产业，业绩进入新一轮增长期

结论与建议：

公司今日发布 14H1 业绩预告，预计 H1 实现净利润同比增长 65%。业绩大幅增长一方面是由于公司 13 年 9 月完成重大资产重组，充实了公司电机业务，提升了产业的技术实力，经追溯调整后，H1 净利润同比增长约 23%；另一方面原因是受铁路牵引变需求回升，该板块业绩较上年同期有所增加。展望未来，公司通过注入 ATB 电机与外延式并购，聚焦电机产业；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。综合看，公司业绩已经进入新一轮快速发展期。

预计公司 14、15 年分别实现营收 70.40 亿元(YOY+22.9%)、87.17 亿元(YOY+23.8%)，实现净利润 4.71 亿元(YOY+29.4%)、6.34 亿元(YOY+34.6%)，EPS0.42、0.57 元，当前股价对应 2014、2015 年动态 PE 分别为 21X、15X，鉴于未来发展良好预期，当前动态估值有提升空间，维持“买入”建议，目标价 12.00 元(对应 15 年动态 PE 20X)。

- **电机产业成为第一主导产业，ATB 盈利超预期：**13 年 9 月，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，实现了公司以电机和控制为主导产业的战略发展聚焦(13 年公司电机业务营收比重达 75%)。2011 年以来，通过公司的整合及欧洲市场的好转，ATB 公司盈利能力迅速复苏，11-13 年分别实现净利润 0.70、1.32、2.35 亿元，其中 13 年净利润比注入时的承诺净利润 1.47 亿元高 0.78 亿元。展望未来，ATB 注入时承诺 2014、2015 年实现净利润分别不低于 2.12、2.65 亿元，我们认为，ATB 驱动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良好的协同效应，发展前景值得继续看好，实现净利润高于注入承诺是大概率事件。
- **聚焦电机产业，外延并购不断：**公司聚焦电机及控制产业以来，不断进行外延式并购。13 年 10 月，公司以 1.56 亿元收购清江电机 100%股权，拓展和完善了公司压缩机电机和中高压电机产品系列及应用领域；近日公司宣布收购章丘电机 70%股权，本次收购将进一步充实公司家电产品种类和应用领域。利润贡献方面，清江电机自收购日至年底为公司贡献净利润 0.56 亿元；章丘电机 13 年实现营收 17.7 亿元，净利润 0.26 亿元，净利润率 1.47%(净利润率低主要是公司定位为海尔内配场所致)，预计并入公司后，经营更加市场化，利润率将有所提升。展望未来，我们认为公司聚焦电机与控制的战略将不断深化，未来不排除继续外延并购的动作，巩固公司在电机领域的龙头地位。
- **变压器业务有望盈利，蓄电池业务也将走出低谷：**公司变压器业务主要涉及牵引变、整流变和输变电。受益铁路建设加码，公司牵引变业务订单与利润均快速好转，13 年牵引变公司实现净利润 0.29 亿元，有效弥补其他类变压器的亏损，14 年 1-5 月份牵引变订单超去年全年，盈利将继续走强；卧龙灯塔电源公司(主营蓄电池业务)，13 年因拆迁补偿 0.57 亿元实现净利 0.37 亿元，受益公司招标份额上升及 4G 建设启动，预计今年蓄电池业务有望实现盈亏平衡，走出低谷。
- **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%。
- **盈利预测：**预计公司 2014、2015 年实现净利润 4.71 亿元(YOY+29.4%)、6.34 亿元(YOY+34.6%)，EPS0.42、0.57 元，当前股价对应 2014、2015 年动态 PE 分别为 21X、15X，鉴于未来发展良好预期，当前动态估值有提升空间，维持“买入”建议，目标价 12.00 元(对应 15 年动态 PE 20X)。

..... 继续下页

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|----------------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 纯利(Net profit) | RMB 百万元 | 111.02 | 117.51 | 364.03 | 471.13 | 634.13 |
| 同比增减 | % | -47.29% | 5.85% | 209.79% | 29.42% | 34.60% |
| 每股盈余(EPS) | RMB 元 | 0.100 | 0.106 | 0.328 | 0.424 | 0.571 |
| 同比增减 | % | -47.29% | 5.85% | 209.79% | 29.42% | 34.60% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 87.53 | 82.69 | 26.69 | 20.63 | 15.32 |
| 股利(DPS) | RMB 元 | 0.050 | 0.100 | 0.100 | 0.100 | 0.100 |
| 股息率(Yield) | % | 0.57% | 1.14% | 1.14% | 1.14% | 1.14% |

注：公司13年完成资产注入，12年相关数据作追溯调整

=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 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3,146 | 2,507 | 5,728 | 7,040 | 8,717 |
| 经营成本 | 2,698 | 2,026 | 4,412 | 5,393 | 6,598 |
| 营业税金及附加 | 10 | 12 | 13 | 27 | 36 |
| 销售费用 | 160 | 149 | 393 | 414 | 521 |
| 管理费用 | 178 | 189 | 477 | 536 | 636 |
| 财务费用 | 62 | 68 | 138 | 124 | 153 |
| 资产减值损失 | -15 | 10 | 42 | 27 | 26 |
| 投资收益 | 13 | 7 | 17 | 24 | 18 |
| 营业利润 | 86 | 71 | 270 | 543 | 765 |
| 营业外收入 | 53 | 82 | 88 | 49 | 45 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 3 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 137 | 151 | 355 | 591 | 808 |
| 所得税 | 7 | 16 | -51 | 63 | 98 |
| 少数股东损益 | 19 | 18 | 43 | 57 | 76 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 111 | 118 | 364 | 471 | 634 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 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 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对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i @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i @。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。