



主业盈利能力全面提升，外延扩张仍值得期待

2014. 8. 13

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: 8.79  
目标价: 12.00  
股价空间: 37%

电力设备与新能源行业

事件:

8月13日盘后公司发布2014年半年报: 实现营业收入33.51亿元, 同比增长20.46%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.47亿元, 同比增长23.1%; 实现归属于上市公司股东的扣非净利润1.4亿元, 同比增长220.68%, EPS0.13元。公司于2013年9月完成重大资产重组, 以上同比增幅为追溯调整后的数据。

点评:

● **业绩符合预期，主业盈利能力全面提升。**上半年公司电机及控制业务营收同比增长 20.09%，毛利率同比提升 0.82 个百分点。一方面由于公司调整产品结构，加大高附加值产品销售比重；另一方面公司对生产线进行自动化改造及引入先进管理模式，提高生产效率和管理效率。上半年公司高效电机、变频电机销售同比增长 53% 和 144%，无刷直流电机和大 AC 柜机电机同比增长 52%和 20%，新能源汽车电机同比增长达 220%。另外，变压器、蓄电池板块经营持续改善。受益轨道交通以及 4G 投资不断加大，公司铁路牵引变压器收入同比增长 60%，毛利率同比提升 13.54 个百分点；蓄电池收入同比增长 41.87%，毛利率同比提升 1.14 个百分点。

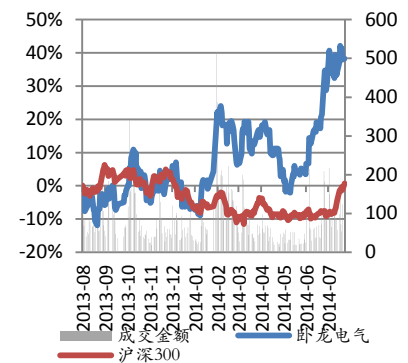
● **电机主业收购兼并加速成长，向电控外延扩张值得期待。**去年以来，公司先后重组整合 ATB 及收购美的清江、海尔章丘电机，传统电机板块布局逐步完善，收入规模及市占率迅速扩大。上半年香港卧龙实现净利润 4171 万元，扣除掉清江电机贡献后，ATB 贡献净利润预计同比下滑约 55%，主要由于中东局势影响部分项目进度，预计三季度起 ATB 盈利水平将逐步恢复。公司传统电机主业加速成长的同时，未来有望进一步在海内外寻求电机控制及自动化公司，并依托欧洲、日本、杭州研究院架构建立，迅速提升公司电机及电机控制一体化业务体量和层次，加速进口替代。未来电动汽车电机电控、机器人、油气设备等新兴下游都有望成为公司重要业务爆发点。

● **未来两年业绩保底 20%复合增长，骨干激励奠定成长基础。**控股股东提供融资担保推出员工持股计划，激励 186 名公司高管及核心骨干。解锁要求 14-15 年收入、净利润符合增速均达 20%。公司控股股东主动让利捆绑高管及核心骨干利益，直接二级市场增持相比传统股权激励方案降低成本费用，同时与二级市场投资者利益相一致，坚定公司未来发展决心。

● **盈利预测与估值:**预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.45、0.59、0.74 元，当前股价对应 19、15、12 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	2.8	33.0	12.4
电力设备	8.6	18.1	7.1
沪深 300	9.7	8.5	3.4

基本资料

总市值(亿元)	97.615
总股本(亿股)	11.105
流通股比例	62%
资产负债率	56%
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

-点评报告: 上半年业绩符合预期, 主业基本面继续向好-2014.7.17

点评报告: 继续聚焦电机主业, 收购兼并加速成长-2014.7.15

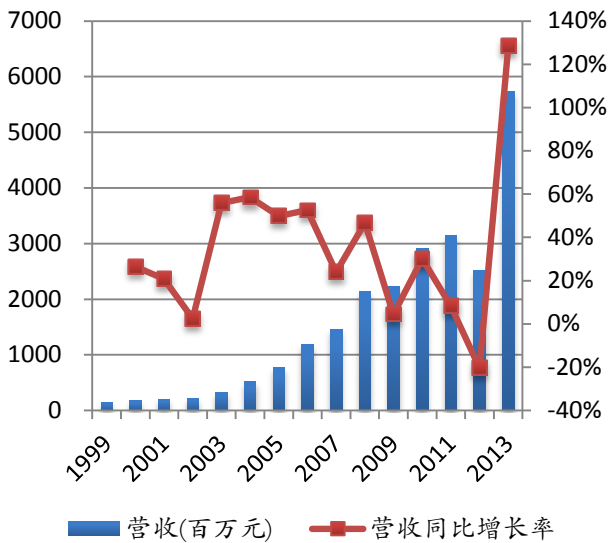
-点评报告: 股权激励超预期, 利益捆绑显决心-2014.6.16

-一季报点评: 主业盈利质量显著提升, 并购扩张仍是今年主旋律-2014.4.28

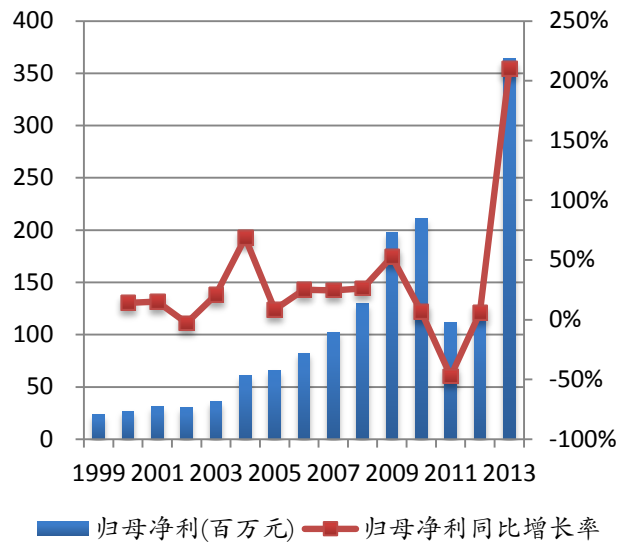


主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5727.65	7284.56	9225.55	11715.42
同比(%)	9.37%	27.18%	26.65%	26.99%
归属母公司净利润	364.03	504.80	656.91	823.50
同比(%)	55.30%	38.67%	30.13%	25.36%
ROE(%)	9.40%	12.14%	13.78%	14.91%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.59	0.74
P/E	17.83	19.34	14.86	11.85
P/B	1.81	2.39	2.07	1.78
EV/EBITDA	17.90	11.92	9.97	8.58

图表 1 收购促营收上一个台阶



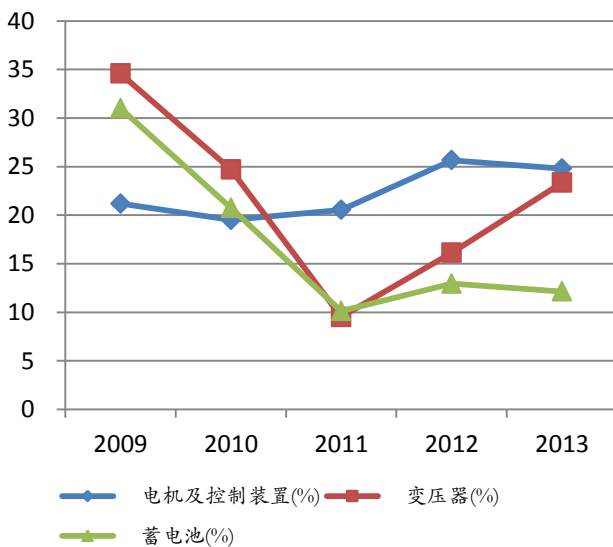
图表 2 整合协同提升盈利能力



资料来源: WIND, 广证恒生

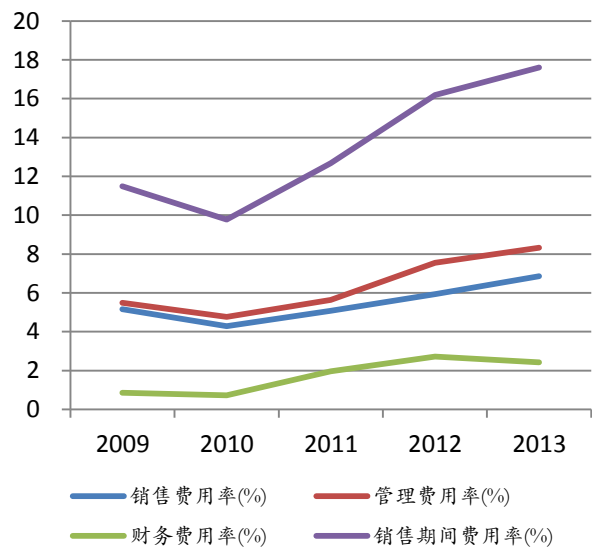
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司三大主业毛利率逐步回升



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 4 期间费用率情况 (%)



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					现金流量表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	4856.51	6256.27	7685.81	9978.71	<b>经营活动现金流</b>	270.49	515.16	572.49	738.89
现金	1559.72	2066.12	2460.11	3212.40	净利润	406.54	549.80	708.91	878.50
应收账款	1701.36	2185.37	2767.67	3514.63	折旧摊销	0.00	291.45	340.49	408.63
其它应收款	72.53	135.60	171.92	287.51	财务费用	138.34	134.82	201.29	281.33
预付账款	99.65	191.73	177.29	291.33	投资损失	-16.53	-19.00	-21.00	-23.00
存货	1099.72	1328.50	1665.49	2108.09	营运资金变动	-241.12	-441.91	-657.20	-806.57
其他	323.53	348.95	443.34	564.76	其它	-16.75	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	4032.27	4632.87	5410.94	6426.56	<b>投资活动现金流</b>	-955.28	-872.44	-1097.67	-1401.37
长期投资	350.15	378.15	407.15	437.15	资本支出	420.34	583.72	746.35	985.64
固定资产	2236.41	2596.92	3107.53	3782.87	长期投资	27.90	26.66	29.21	30.28
无形资产	614.44	742.49	908.89	1127.11	其他	-507.04	-262.06	-322.11	-385.45
其他	831.28	915.31	987.38	1079.42	<b>筹资活动现金流</b>	932.91	-401.70	-358.76	-210.98
<b>资产总计</b>	8888.79	10889.14	13096.75	16405.26	短期借款	726.02	-261.77	-67.49	132.25
<b>流动负债</b>	3749.66	5301.23	6910.02	9431.12	长期借款	436.48	-91.24	-73.72	-57.47
短期借款	1561.77	2565.38	3775.81	5533.82	其他	-229.59	-48.68	-217.55	-285.77
应付账款	894.74	1319.42	1456.39	2057.10	<b>现金净增加额</b>	-22.37	-758.98	-883.94	-873.47
其他	1293.15	1416.43	1677.81	1840.20					
<b>非流动负债</b>	1257.43	1156.41	1085.20	1027.42	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	707.65	616.41	542.68	485.22	<b>成长能力</b>				
其他	549.78	540.00	542.51	542.20	营业收入增长率	9.37%	27.18%	26.65%	26.99%
<b>负债合计</b>	5007.09	6457.64	7995.21	10458.54	营业利润增长率	76.40%	94.09%	33.75%	26.89%
少数股东权益	299.57	344.57	396.57	451.57	归属于母公司净利润	55.30%	38.67%	30.13%	25.36%
归属母公司股东权益	3582.13	4086.93	4704.97	5495.16	<b>盈利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	8888.79	10889.14	13096.75	16405.26	毛利率	22.97%	24.01%	24.78%	25.02%
					净利率	7.10%	7.55%	7.68%	7.50%
					ROE	9.40%	12.14%	13.78%	14.91%
					ROIC	8.04%	8.00%	8.65%	8.77%
<b>利润表</b>					<b>偿债能力</b>				
营业收入	5727.65	7284.56	9225.55	11715.42	资产负债率	56.33%	59.30%	61.05%	63.75%
营业成本	4411.74	5535.41	6939.53	8783.72	净负债比率	59.96%	75.28%	88.07%	104.64%
营业税金及附加	12.97	16.75	21.22	26.95	流动比率	1.30	1.18	1.11	1.06
营业费用	392.82	473.50	599.66	761.50	速动比率	1.00	0.93	0.87	0.83
管理费用	477.07	582.76	738.04	937.23	<b>营运能力</b>				
财务费用	138.34	134.82	201.29	281.33	总资产周转率	0.71	0.74	0.77	0.79
资产减值损失	42.24	36.42	46.13	58.58	应收账款周转率	0.30	0.30	0.30	0.30
公允价值变动收益	0.94	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	5.25	5.00	5.00	5.00
投资净收益	16.53	19.00	21.00	23.00	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>营业利润</b>	269.92	523.89	700.68	889.12	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.45	0.59	0.74
营业外收入	88.47	90.00	90.00	90.00	每股经营现金流(最新)	0.00	0.46	0.52	0.67
营业外支出	2.96	3.00	3.00	3.00	每股净资产(最新摊薄)	3.50	3.99	4.59	5.35
<b>利润总额</b>	355.44	610.89	787.68	976.12	<b>估值比率</b>				
所得税	-51.10	61.09	78.77	97.61	P/E	17.83	19.34	14.86	11.85
<b>净利润</b>	406.54	549.80	708.91	878.50	P/B	1.81	2.39	2.07	1.78
少数股东损益	42.50	45.00	52.00	55.00	EV/EBITDA	17.90	11.92	9.97	8.58
归属母公司净利润	364.03	504.80	656.91	823.50					
EBITDA	448.70	993.45	1269.49	1595.78					
EPS (摊薄)	0.33	0.45	0.59	0.74					

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
华北区域 机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
北京机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	刘小洁	(86)18511699006	liuxj@gzgzhs.com.cn
广州机构 销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
深圳机构 销售	杨崙	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	黄诚	(86)18616267711	huangc_c@gzgzhs.com.cn
海外业务 拓展部	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。