

Q1 营收加速，全年业绩高增长可期

2015. 4. 30

强烈推荐(维持)

	姚玮(首席分析师)	姬浩(分析师)
电话:	020-88836125	020-88831169
邮箱:	yaow@gzgzhs.com.cn	jih_a@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310512110002	A1310515020001

现价:	14.24
目标价:	20.00
股价空间:	40%

电力设备与新能源行业

事件:

4月29日晚公司发布2015年一季报:实现营业收入19.8亿元,同比增长29.26%;实现归属于上市公司股东的净利润9796万元,同比增长52.88%;实现归属于上市公司股东的扣非净利润6553万元,同比增长8.6%,EPS0.09元。

点评:

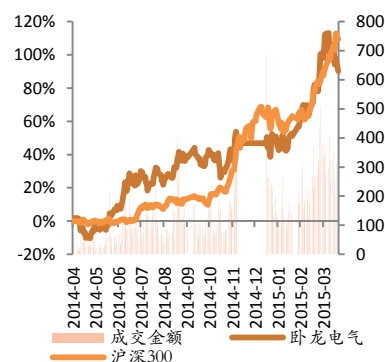
● **营收继续保持快速增长，毛利率稳步提升。**一季度公司营收保持了接近30%的快速增长，净利大幅增长主要由于处置厂房、土地收益带来约3297万元的非经常性损益，扣非净利增速低于收入增速主要由于一季度公司短期借款大幅增长，导致财务费用同比增加86.81%，预计随着公司后续增发完成，财务费用影响将逐步减弱。另外，南阳防爆60%股权收购事项已经公司股东大会审议通过，我们预计二季度将并表，公司全年业绩大幅增长可期。一季度公司综合毛利率21.19%，同比提升0.5个百分点，环比去年四季度提升1.19个百分点，盈利能力稳步提升。

● **电机延伸高端领域，搭建大数据平台提升服务水平。**2015年初，公司完成对南阳防爆60%股权的收购，依托其在军工和核工业等高端装备领域防爆电机的深厚底蕴，公司将大力开拓防爆电机、舰艇推进机组(电机/发电机)及专用配套设备、核岛内外电机等产品。同时，在南阳防爆已经建立的4S式电机维修站的基础上，公司与国内知名研究院合作，搭建电机运行大数据平台，实现远程设备运行状况检测，在能耗、温升、电压、功率等方面提供数据分析，为客户提供增值服务。“产品+服务”全方位提升综合实力。

● **下一步战略聚焦电机控制，逐步切入工控自动化高端装备集成。**公司传统电机主业通过收购兼并已布局完善，电控是下一步扩张重心，通过自身技术积累加并购国内外优秀电机控制企业来迅速提升控制业务比重。按照电机本体与驱动控制装置1:1销售比例，电机控制产品可衍生出100亿体量产值，总营收规模可超200亿。未来公司将以电机及控制装置为切入点逐步进入机器人及其应用的高端制造业领域，打造贯穿工控自动化上下游的高端装备龙头。

● **盈利预测与估值:**考虑增发摊薄，预计公司15-17年EPS分别为0.50、0.64、0.88元，当前股价对应29、22、16倍PE，继续维持“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	-0.3	36.9	41.3
电力设备	23.5	59.1	81.8
沪深300	20.2	35.4	93.4

基本资料

总市值(亿元)	158
总股本(亿股)	11.105
流通股比例	62%
资产负债率	58%
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:电机布局完善,电控外延是下一步战略重心-2015.4.21

-点评报告:电机电控巨头外延不停息-2015.3.11

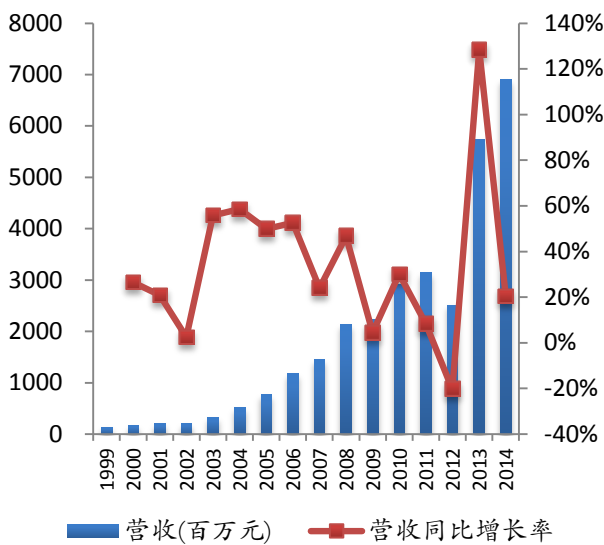
-点评报告:电机电控国际巨头已起跑-2015.1.13

-点评报告:并购欧洲机器人公司,外延迈出坚实一步-2014.12.10

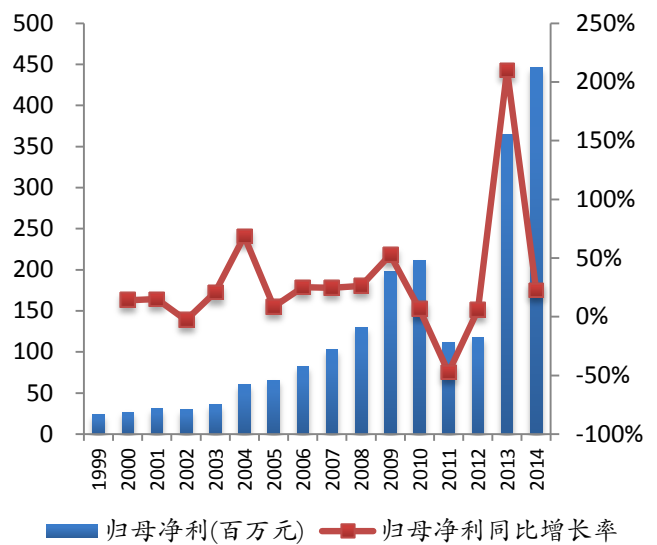


主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6892.56	10136.92	12825.34	16274.35
同比(%)	20.34%	47.07%	26.52%	26.89%
归属母公司净利润	445.78	662.82	846.16	1176.21
同比(%)	22.46%	48.69%	27.66%	39.01%
ROE(%)	11.11%	14.66%	15.75%	18.11%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.64	0.88
P/E	20.67	28.62	22.42	16.13
P/B	2.44	4.28	3.64	3.00
EV/EBITDA	18.85	15.15	11.76	9.31

图表 1 收购促营收上一个台阶



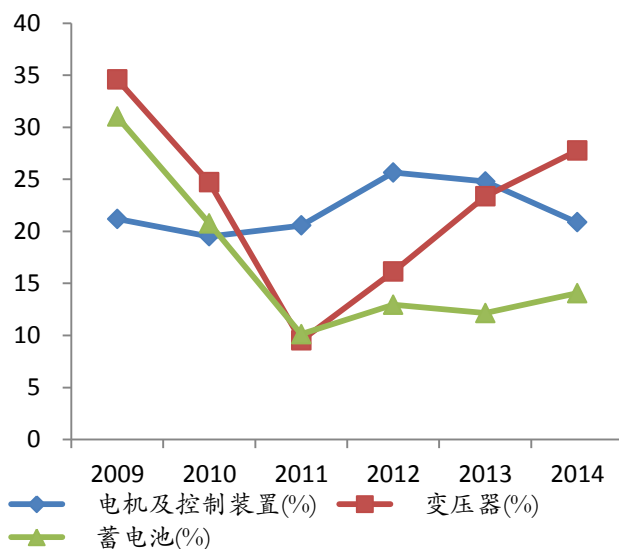
图表 2 整合协同提升盈利能力



资料来源: WIND, 广证恒生

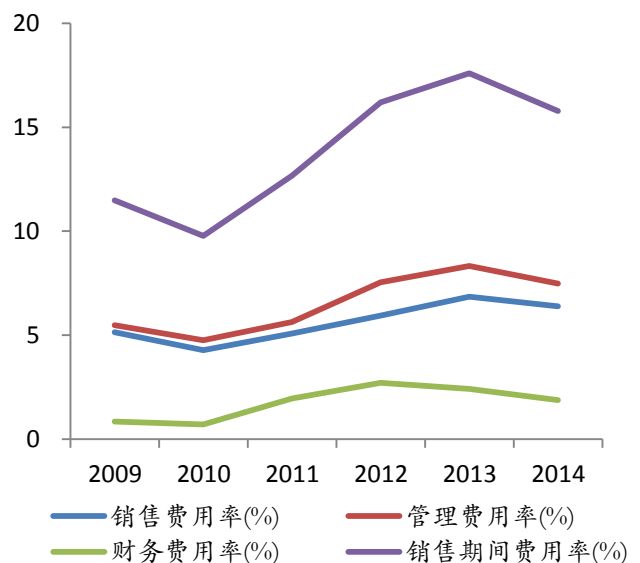
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司三大主业毛利率走势



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				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	5410.73	7574.08	9442.48	11902.13	经营活动现金流	270.49	688.80	935.24	1873.56
现金	1475.14	2027.38	2565.07	3254.87	净利润	475.97	762.82	1006.16	1376.21
应收账款	1823.79	2635.60	3270.46	4068.59	折旧摊销	0.00	469.68	626.36	735.30
其它应收款	90.27	148.25	153.52	229.40	财务费用	130.50	150.35	232.97	294.72
预付账款	141.71	196.19	231.32	311.15	投资损失	-30.11	-32.00	-36.00	-40.00
存货	1331.21	1876.86	2345.21	2940.99	营运资金变动	-482.36	-656.55	-889.25	-487.67
其他	548.62	689.80	876.89	1097.13	其它	176.50	-5.51	-5.00	-5.00
非流动资产	4382.90	5770.54	6676.38	7857.80	投资活动现金流	-466.25	-1825.32	-1496.19	-1876.72
长期投资	164.60	210.60	258.60	308.60	资本支出	308.26	1796.83	859.97	1137.88
固定资产	2573.17	3451.86	4020.78	4788.44	长期投资	87.28	66.94	48.05	49.97
无形资产	737.36	1023.13	1247.55	1534.46	其他	-70.71	38.45	-588.17	-688.87
其他	907.77	1084.95	1149.44	1226.30	筹资活动现金流	-413.55	31.23	-450.32	-345.29
资产总计	9793.63	13344.62	16118.86	19759.93	短期借款	186.71	51.52	-96.59	47.22
流动负债	4146.01	6935.30	8865.43	11281.78	长期借款	233.32	3.84	-91.05	-77.71
短期借款	1748.48	3457.54	4909.92	5995.38	其他	-833.58	-24.14	-262.69	-314.80
应付账款	1351.52	1906.91	2251.26	2963.25	现金净增加额	-879.81	-1105.30	-1011.27	-348.45
其他	1046.02	1570.84	1704.25	2323.14					
非流动负债	1507.10	1034.81	941.58	857.44	主要财务比率				
长期借款	940.97	944.81	853.77	776.06	成长能力				
其他	566.13	90.00	87.81	81.38	营业收入增长率	20.34%	47.07%	26.52%	26.89%
负债合计	5653.11	7970.12	9807.01	12139.22	营业利润增长率	19.04%	128.94%	36.76%	40.87%
少数股东权益	368.78	468.78	628.78	828.78	归属于母公司净利润	22.46%	48.69%	27.66%	39.01%
归属母公司股东权益	3771.74	4434.55	5211.90	6320.77	获利能力				
负债和股东权益	9793.63	12873.45	15647.69	19288.76	毛利率	20.65%	22.85%	23.81%	24.70%
					净利率	6.91%	7.53%	7.85%	8.46%
					ROE	11.11%	14.66%	15.75%	18.11%
					ROIC	9.16%	9.76%	10.67%	12.10%
利润表	2014	2015E	2016E	2017E	偿债能力				
营业收入	6892.56	10136.92	12825.34	16274.35	资产负债率	57.72%	59.73%	60.84%	61.43%
营业成本	5469.44	7820.24	9771.71	12254.11	净负债比率	67.62%	94.60%	103.35%	99.20%
营业税金及附加	16.83	23.31	29.50	37.43	流动比率	1.31	1.09	1.07	1.05
营业费用	440.74	648.76	820.82	1041.56	速动比率	0.98	0.82	0.80	0.79
管理费用	516.11	760.27	961.90	1220.58	营运能力				
财务费用	130.50	150.35	232.97	294.72	总资产周转率	0.74	0.88	0.87	0.91
资产减值损失	26.88	30.41	38.48	48.82	应收账款周转率	0.26	0.26	0.26	0.25
公允价值变动收益	-0.86	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.87	4.80	4.70	4.70
投资净收益	30.11	32.00	36.00	40.00	每股指标 (元)				
营业利润	321.30	735.58	1005.96	1417.12	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.50	0.64	0.88
营业外收入	143.47	120.00	120.00	120.00	每股经营现金流(最新)	0.00	0.52	0.70	1.41
营业外支出	7.76	8.00	8.00	8.00	每股净资产(最新摊薄)	3.11	3.68	4.38	5.37
利润总额	457.01	847.58	1117.96	1529.12	估值比率				
所得税	-18.96	84.76	111.80	152.91	P/E	20.67	28.62	22.42	16.13
净利润	475.97	762.82	1006.16	1376.21	P/B	2.44	4.28	3.64	3.00
少数股东损益	30.19	100.00	160.00	200.00	EV/EBITDA	18.85	15.15	11.76	9.31
归属母公司净利润	445.78	662.82	846.16	1176.21					
EBITDA	580.56	1457.47	1964.47	2542.87					
EPS (摊薄)	0.33	0.50	0.64	0.88					

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，5 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。从业期间多次获得分析师奖项，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，荣获 2014 年度搜狐“金罗盘”中国最佳分析师等奖项。主要研究方向新兴经济、高端装备、能源、环保等。

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，3 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
北京机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	杨崙	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	步娜娜	(86)18320711987	bunn@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（广州证券股份有限公司）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。