2010 年 8 月 12 日

卧龙电气

下半年增速会好于上半年

卧龙电气 2010 年上半年净利润增幅为 11.4%，略低于此前市场预期。上半年变压器业务维持高速发展，电机业务加速增长，蓄电池同比下降，我们认为公司下半年的利润增速会明显好于上半年。维持 23.00 元目标价格和买入评级。

买入

A

600580.SS – 人民币 16.82

目标价格: 人民币 23.00

韩玲

(8621) 6860 4866 分机 8595

ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

股价相对指数表现

资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	20	(8)	(10)	27
相对新华富时 A50 指数(%)	45	(12)	(9)	53

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	426
流通股 (%)	70.14
流通股市值 (人民币 百万)	5,072
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	171
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
卧龙集团	29.86

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

中报要点

- 2010 年上半年实现营业收入 14.65 亿元，同比增长了 35.45%，实现净利润 1.16 亿元，同比增长了 11.39%。每股收益为 0.27 元，低于市场预期。
- 收入的增幅主要来自于电机及控制装置、变压器业务增长所致；其中电机业务受经济复苏拉动，收入同比增长 58%，变压器业务收入同比增长 66.5%，蓄电池业务受上半年通信建设放缓，收入同比下降了 24.2%。上半年受原材料价格上涨以及人工费用增加较多影响，毛利率有所下降。
- 下半年增速会好于上半年。1、电机业务会较大受益于高效节能电机的推广。近日发改委颁布了第一批高效电机推广目录，卧龙共有 96 个型号入围，是入围最多、也是唯一一家既入围异步电动机也入围永磁电机的厂家。2、下半年通信建设会比上半年有所加快，全年蓄电池的业务收入的降幅有望从上半年的 24% 左右下降到 5%左右。3、变压器业务仍然在铁路和地铁建设的大背景下快速发展。4、公司 6 月份完成的募集资金到位，未来有可能继续维持一贯的外延收购增长。

估值

- 考虑到增发后摊薄，我们下调公司 2010-2012 年的业绩预测至 0.61、0.87 和 1.13 元，公司目前股价只有 2011 年 22 倍左右市盈率，在同行业中估值偏低，我们维持 23.00 元目标价和***买入***评级。

图表 1.投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	2,137	2,232	3,038	3,799	4,773
增幅(%)	*46.7*	*4.5*	*36.1*	*25.1*	*25.6*
净利润 (人民币 百万)	129	197	260	372	483
增幅(%)		*53*	*32*	*43*	*30*
全面摊薄每股收益(人民币)	0.35	0.53	0.61	0.87	1.13
增幅(%)	*26.3*	*52.7*	*32.0*	*42.7*	*30.0*
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.76	1.01	1.31
调整幅度(%)			*(19.7)*	*(13.7)*	*(13.5)*
市盈率 (倍)	55.9	36.6	32.0	22.4	17.2
每股现金流量 (人民币)	0.17	0.72	0.34	0.54	0.58
价格/每股现金流量 (倍)	117.88	27.22	57.08	36.07	33.51
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	33.5	23.6	24.1	17.5	13.4
每股股息 (人民币)	0.12	0.12	0.18	0.26	0.34
股息率 (%)	0.62	0.62	0.94	1.34	1.74

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>， firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.)上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10%区间内波动

2010 年上半年净利润增长 11.39%

2010 年上半年实现营业收入 14.65 亿元，同比增长了 35.45%，实现营业利润 1.35 亿元，同比增长了 2.95%，实现净利润 1.16 亿元，同比增长了 11.39%。每股收益按最新股本计算为 0.27 元。

1. 收入的增幅主要来自于电机及控制装置、变压器业务增长所致；其中电机业务受经济复苏拉动，收入同比增长 58%，变压器业务收入同比增长 66.5%，蓄电池业务受上半年通信建设放缓，收入同比下降了 24.2%。
2. 毛利率有所下降，上半年受原材料价格上涨以及人工费用增加较多。

图表 2. 业绩摘要

(人民币，百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动%
营业收入	1081.8	1465.3	35.5
销售税金	(5.2)	(4.9)	(7.1)
营业成本	(521.8)	(1173.3)	124.9
毛利润	237.0	287.1	21.2
销售费用	(51.9)	(59.5)	14.7
管理费用	(60.9)	(84.9)	39.4
经营利润	124.0	142.8	15.1
财务费用	(7.4)	(16.3)	120.6
投资收益	18.2	14.8	(18.7)
营业外收入	3.9	14.6	273.4
营业外支出	(0.6)	(1.0)	65.7
利润总额	134.2	148.4	10.6
所得税	(13.8)	(11.8)	(14.4)
少数股东权益	(15.8)	(20.0)	26.9
净利润	104.6	116.5	11.4
主要比率 (%)			
毛利率	21.9	19.6	
经营利润率	11.5	9.7	
净利率	9.7	8.0	

资料来源：公司数据

下半年利润增速会加快

电机业务将大力受益于高效节能电机的推广。近日，发改委公布了第一批高效电机推广目录，包括北京毕捷电机、福建安波电机、佳木斯电机、卧龙电气等 11 家企业的 996 个型号的中小型三相异步电动机，深圳安托山特种机电、卧龙电气等 3 家企业的 65 个型号的稀土永磁三相同步电动机入围第一批推广目录。卧龙电气有 72 个型号入围中小型三相异步电动机，24 个型号入围稀土永磁三相同步电动机，也是唯一一家异步电动机和永磁电动机都入围的厂家。预计，在“节能产品惠民工程”等相关政策措施推动下，我国高效电机市场份额有望在 1-2 年内，由目前的不足 5%提高到 30%以上，实现年节电约 35 亿千瓦时。卧龙电气在高效电机领域有较明显的技术以及先发优势，未来必将较大受益于高效电机的迅速推广。

变压器业务仍然会维持高速增长。1、公司银川铁路变压器订单十分饱满，预计 2010 年产量能达到 50%以上增长。2011 年公司上虞产能释放可以弥补铁路变压器产能的不足。2、地铁变压器长期看好。北京华泰变压器的收入 2010 年有望做到 1.5 个亿。3、进入高压电力变压器进行布局。

蓄电池业务下半年将好于上半年。2009 年上半年是通信建设的高峰，所以 2009 年上半年蓄电池业务比下半年好。而 2010 年正好相反，上半年基站建设较缓，下半年有望加快。2010 年蓄电池全年业务下降幅度有望收窄到 5%左右。

公司今年 6 月份完成了公开增发，募集基金约 10 亿元，这部分资金会减少公司的财务费用，更重要的是，有了这些资金，我们预计公司会延续内生加外延增长并重的方式，继续寻找好的收购标的来开拓新的利润增长点。

目标价维持 23.00 元，维持买入评级

考虑到增发后摊薄，我们下调公司 2010-2012 年的业绩预测 0.61、0.87、和 1.13 元，公司目前股价只有 2011 年 22 倍左右市盈率，在同行业中估值偏低，我们维持 23.00 元目标价和***买入***评级。

图表 3.盈利预测假设（收入单位：百万元）：

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
电机及控制	营业收入	871.2	775.3	1,155.5	1,415.6	1,640.7
	同比增长(%)	7.4	(11.0)	49.0	22.5	15.9
	毛利率 (%)	19.0	21.2	21.5	21.7	21.7
变压器	营业收入	208.2	458.8	701.2	1,001.7	1,452.4
	同比增长(%)	42.6	120.4	52.8	42.9	45.0
	毛利率 (%)	20.8	34.6	31.0	32.0	32.0
蓄电池	营业收入	397.3	406.7	386.3	444.3	555.4
	同比增长(%)	50.0	2.4	(5.0)	15.0	25.0
	毛利率 (%)	24.3	31.0	28.0	28.0	28.0
贸易	营业收入	592.6	539.5	701.3	806.5	927.5
	同比增长(%)	256.4	(9.0)	30.0	15.0	15.0
	毛利率 (%)	4.3	4.0	5.0	6.0	6.0
其他	营业收入	67.7	52.0	93.6	131.1	196.6
	同比增长(%)	(1.2)	(23.2)	80.0	40.0	50.0
	毛利率 (%)	28.7	32.8	30.0	30.0	30.0
收入合计		2,136.9	2,232.2	3,037.9	3,799.1	4,772.6
	同比增长(%)	46.7	4.5	36.1	25.1	25.6
毛利率合计	(%)	16.4	21.8	21.0	22.1	22.9
销售费用率	(%)	4.0	5.1	4.8	4.7	4.7
管理费用率	(%)	4.1	5.5	5.6	5.7	5.6
财务费用率	(%)	1.2	0.9	0.6	0.0	(0.0)
实际所得税率	(%)	11.1	11.5	10.0	10.5	11.0

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	2,137	2,232	3,038	3,799	4,773
销售成本	(1,787)	(1,745)	(2,401)	(2,959)	(3,681)
经营费用	(145)	(199)	(269)	(340)	(431)
息税折旧前利润	205	289	368	500	661
折旧及摊销	(35)	(41)	(46)	(49)	(56)
经营利润 (息税前利润)	171	248	322	452	605
净利息收入/(费用)	(15)	(13)	(10)	7	10
其他收益/(损失)	18	15	21	24	24
税前利润	166	256	333	483	639
所得税	(18)	(29)	(33)	(51)	(70)
少数股东权益	(19)	(29)	(39)	(61)	(85)
净利润	129	197	260	372	483
核心净利润	129	197	260	372	483
每股收益(人民币)	0.35	0.53	0.61	0.87	1.13
核心每股收益(人民币)	0.35	0.53	0.61	0.87	1.13
每股股息(人民币)	0.12	0.12	0.18	0.26	0.34
收入增长(%)	47	4	36	25	26
息税前利润增长(%)	26	45	30	40	34
息税折旧前利润增长(%)	23	41	27	36	32
每股收益增长(%)	26	53	15	43	30
核心每股收益增长(%)	26	53	15	43	30

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	166	256	333	483	639
折旧与摊销	35	41	46	49	56
净利息费用	24	23	19	2	(1)
运营资本变动	(86)	(72)	(269)	(327)	(433)
税金	(18)	(29)	(33)	(51)	(70)
其他经营现金流	(74)	(15)	50	75	58
经营活动产生的现金流	47	204	146	231	248
购买固定资产净值	(93)	(107)	(135)	(185)	(105)
投资减少/增加	21	24	39	42	44
其他投资现金流	(9)	(108)	1	(3)	(34)
投资活动产生的现金流	(82)	(191)	(95)	(146)	(94)
净增权益	0	0	142	0	0
净增债务	16	186	(85)	(116)	(79)
支付股息	(34)	(34)	(78)	(112)	(145)
其他融资现金流	(32)	(31)	840	(2)	(19)
融资活动产生的现金流	(50)	120	818	(229)	(243)
现金变动	(84)	134	869	(144)	(88)
期初现金	367	363	513	1,382	1,238
公司自由现金流	(33)	17	62	109	176
权益自由现金流	(34)	186	(47)	(25)	84

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	363	513	1,382	1,238	1,150
应收帐款	309	434	591	739	928
库存	294	425	582	718	893
其他流动资产	186	340	590	851	1,196
流动资产总计	1,156	1,715	3,149	3,549	4,172
固定资产	495	561	661	771	885
无形资产	42	147	147	147	147
其他长期资产	177	245	234	233	231
长期资产总计	715	953	1,042	1,151	1,262
总资产	1,871	2,668	4,191	4,700	5,435
应付帐款	346	467	612	754	938
短期债务	263	279	194	79	0
其他流动负债	122	319	562	724	930
流动负债总计	731	1,065	1,368	1,557	1,868
长期借款	0	170	170	170	170
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	283	285	427	427	427
储备	728	968	2,007	2,267	2,605
股东权益	1,011	1,253	2,434	2,694	3,032
少数股东权益	129	180	219	279	364
总负债及权益	1,871	2,668	4,191	4,700	5,435
每股帐面价值(人民币)	3.57	4.39	5.70	6.31	7.11
每股有形资产(人民币)	3.45	4.00	5.30	5.91	6.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.35)	(0.23)	(2.39)	(2.32)	(2.30)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	9.6	12.9	12.1	13.2	13.8
息税前利润率	8	11.1	10.6	11.9	12.7
税前利润率	7.8	11.5	11	12.7	13.4
净利率	6	8.8	8.6	9.8	10.1
流动性 (倍)					
流动比率	1.6	1.6	2.3	2.3	2.2
利息覆盖率	10.2	15.1	13.6	24.1	43.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.2	1.2	1.9	1.8	1.8
估值 (倍)					
市盈率	55.9	36.6	32	22.4	17.2
核心业务市盈率	55.9	36.6	32	22.4	17.2
目标价对应核心业务市盈率	66	43.2	37.7	26.4	20.3
市净率	5.5	4.4	3.4	3.1	2.7
价格/现金流	(163.6)	29.9	(177.7)	(328.7)	99.5
企业价值/息税折旧前利润	27.9	20.3	21.1	15.8	12.2
周转率					
存货周转天数	61	89.5	89	89	89
应收帐款周转天数	52.8	70.9	71	71	71
应付帐款周转天数	59	79.1	79	79	79
回报率(%)					
股息支付率	26.3	17.3	30	30	30
净资产收益率	13.5	15.2	14.1	14.5	16.9
资产收益率	8.2	8.2	8.5	9.1	10.6
已运用资本收益率	12.3	13.3	13.7	15.3	18.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守準则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请, 亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表; 在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之强制規定作出任何推薦須有合理基礎; (2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371