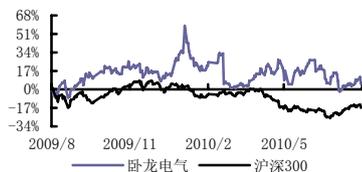


投资品 - 电气设备

2010 年 8 月 12 日

市场数据	2010 年 8 月 11 日
当前价格(元)	16.82
52 周价格区间(元)	14.55-25.05
总市值(百万)	7178.13
流通市值(百万)	7178.13
总股本(百万股)	426.76
流通股(百万股)	426.76
日均成交额(百万)	161.97
近一月换手(%)	69.36%
Beta(2 年)	-
第一大股东	卧龙控股集团有限公司
公司网址	http://www.wolong.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
卧龙电气	-7.89%	-9.52%	-2.15%
沪深 300	7.67%	1.76%	-19.86%

相关报告

何本虎

执业证书号: S1030210070003

0755-83199599-8233

hebh@csc.com.cn

分析师申明

本人, 何本虎, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

毛利率下降导致业绩增长低于预期, 维持“增持”

—卧龙电气(600580)2010 半年报点评

评级: 增持

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2232.25	295014	360241	432284
净利润(百万元)	197.40	23123	31557	38870
每股收益(元)	0.46	0.54	0.74	0.91
净利润增长率%	52.7%	17.1%	36.5%	23.2%
每股净资产(元)	4.39	4.90	5.60	6.50
市盈率	36.4	31.0	22.7	18.5
市净率	3.83	3.43	3.0	2.58
EV/EBITDA	26.11	24.34	19.87	16.45

资料来源: 世纪证券研究所

- 上半年, 公司实现收入 146533 万元, 同比增长 35.5%, 净利润 11653 万元, 同比增长 11.4%。收入增长符合预期, 但盈利显著低于市场预期。
- 从毛利率看, 电机、蓄电池和变压器均有不同程度下降, 综合毛利率下降 2.5 个百分点, 是业绩低于预期的主要原因。我们认为, 目前的毛利率水平更具备持续性。
- 期间费用中, 除了财务费用增幅较大外, 营业费用和管理费用表现正常。财务费用总体规模不大。公司刚结束再融资, 将有效缓解财务压力。
- 短期看, 变压器目前仍是公司最大亮点。由于产品的专用性强, 规避了行业风险。在经济平稳的背景下, 预计电机也会保持稳定增长。相对而言, 短期下降较为明显的是蓄电池业务。
- 预计 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.54 元、0.74 元和 0.91 元, 目前 16.82 元股价对应的 PE 分别为 31 倍、23 倍和 19 倍。
- 我们认为, 目前估值基本合理, 预计股价弹性不大, 操作上建议持有为主, 不建议买入, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 产品价格下降和行业竞争激烈是主要的风险。

从收入低增长到收入高增长

上半年，公司实现收入 146533 万元，同比增长 35.5%，净利润 11653 万元，同比增长 11.4%，盈利显著低于市场预期。

收入变化看，细分产品有较大差异。其中，电机及控制实现收入 56699 万元，增长 58%；变压器延续高增长态势，上半年实现收入 35121 万元，增长 67%。蓄电池实现收入 17174 万元，同比下降 24%，是主导产品中唯一出现下降的。

总体上看，收入表现符合预期，公司的电机与变压器主要与固定资产投资有关，在宏观经济好转的背景下，收入高增长不难理解。一方面，需求量会恢复增长，另一方面，原材料价格上涨将带动产品单价提高。

另外，变压器业务由于新增了 2009 年收购的北京华泰变压器，该公司属于地铁变压器专营企业，得益于行业的高增长，预计 2010 年可以实现收入 3~4 亿，增速超过 200%。由于产品具有高毛利率，成为公司新的利润增长点。

蓄电池业务由于受到原材料价格上涨和电信投资增速下降，出现收入下降和毛利率下降的“双降”表现。

毛利率变化看，符合我们预期，但低于市场预期。公司在 2009 年曾出现业绩大幅增长的良好表现，其中，毛利率大幅提升是关键。

我们在 2009 年半年报分析中就指出，毛利率的大幅上升不具备持续性，相反，存在一定的下降风险。应该说，2010 年半年报数据的下降较为准确验证了我们的观点，目前的毛利率状况也符合常态。

Figure1 2010 年中期主要产品收入和毛利变化一览表

	收入(万元)	同比(%)	毛利率(%)	毛利率变化
电机及控制	56699	57.7	18.9	减少 3.5 个百分点
蓄电池	17174	-24.2	25.4	减少 7.6 个百分点
变压器	35121	66.5	30.1	减少 3.4 个百分点
贸易	32918	25.8	4.4	提高 0.7 个百分点

资料来源：公司 2010 年中期报告

Figure2 2010年中期简要财务数据一览表

	2009 中报	2010 中报	同比
一、营业总收入(万元)	108182	146533	35.5%
二、营业总成本(万元)	96910	134534	38.8%
营业成本(万元)	83999	117333	39.7%
销售费用(万元)	5186	5948	14.7%
管理费用(万元)	6090	8490	39.4%
财务费用(万元)	739	1630	120.6%
资产减值损失(万元)	372	646	73.9%
三、其他经营收益(万元)			
投资净收益(万元)	1820	1479	-18.7%
四、营业利润(万元)	13092	13478	2.9%
加: 营业外收支(万元)	330	1361	312.3%
五、利润总额(万元)	13422	14840	10.6%
减: 所得税(万元)	1382	1183	-14.4%
六、净利润(万元)	12040	13656	13.4%
减: 少数股东损益(万元)	1578	2003	26.9%
归属于母公司净利(万元)	10462	11653	11.4%

资料来源: 公司 2010 年中期报告

财务压力将逐步缓解

销售费用和管理费用分别增长 14.7%和 39.4%，与收入增长幅度有一定差异，但总体数据可以接受范围。

另外，财务费用有较大幅度提高，但总体规模不大。公司刚结束再融资，将有效缓解财务压力。

优秀的管理是持续增长的保证

公司属于浙江地区优秀的民营企业，虽然产品的壁垒并不高，但依靠公司优秀的管理和准确定位，保证了公司持续的增长。自从我们 2006 年跟踪该公司以来，公司业绩从未出现过下降，即使在 2008 年，仍有 20% 左右的增长。我们预计，增长态势会延续。

2010 年的宏观经济环境要好于 2009 年，在毛利率回归正常水平的情况下，预计公司业绩将重新回到稳健增长轨道。

短期看，变压器目前仍是公司最大亮点。由于产品的专用性强，规避了行业风险。在经济平稳的背景下，预计电机也会保持稳定增长。相对而言，短期下降较为明显的是蓄电池业务。

另外，公司募集资金投向在短期难以发挥大的功效。公司主要投资于建设高压、超高压变压器项目、高效节能中小型交流电机技术改造项目和大量锂离子电池项目。变压器行业遇到发展瓶颈，大容量锂离子电池项目需要时间。

高效节能中小型交流电机技术改造项目由于可以享受国家补贴，公司在公告中已经进行了说明，预计有利于改善毛利率，但总体幅度难以量化。

盈利预测

Figure3 盈利预测表

单位: 万元	2009年	2010E	2011E	2012E
一、营业利润				
营业收入	223225	295014	360241	432284
减: 营业成本	174466	234712	284846	340861
减: 营业税金及附加	902	1193	1456	1748
减: 营业费用	11495	13276	14410	17291
减: 管理费用	12238	17701	21614	25937
减: 财务费用	1923	3200	3520	3872
减: 资产减值损失	1801	1200	1320	1452
加: 投资净收益	2436	2680	2948	3243
营业利润	22836	26412	36023	44366
二、利润总额				
加: 营业外收支	2728	3273	3928	4714
利润总额	25564	29685	39951	49079
三、净利润				
减: 所得税	2931	3562	4794	5890
净利润	22632	26123	35157	43190
四、归属母公司净利				
减: 少数股东损益	2892	3000	3600	4320
归属母公司净利润	19740	23123	31557	38870
总股本(万股)				42676
EPS(元)	0.46	0.54	0.74	0.91

资料来源: 世纪证券研究所

预计2010年、2011年和2012年每股收益分别为0.54元、0.74元和

0.91元，目前16.82元股价对应的PE分别为31倍、23倍和19倍。我们认为，目前估值基本合理，预计股价弹性不大，操作上建议持有为主，不建议买入，给予“增持”评级。

风险因素

产品价格下降和行业竞争激烈是主要的风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.