

# 卧龙电气 (600580)

## ——增长明确，发展驶入快车道

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 17.74 元

### 投资要点:

我们近期调研了卧龙电气，对公司的经营情况、未来的发展规划与公司进行了交流，形成如下看法:

**公司的三项主业发展势头良好。**变压器业务的中牵引变压器处于景气周期，变压器产品结构不断优化，电机业务将受益于国内外市场回暖以及国家对高效节能电机的推广，蓄电池业务在 2011 年也就有恢复性增长，总体增速将明显快于 2010 年。

**公司的“十二五”规划明确了发展目标。**公司的计划是 2015 年的三大业务实现 100 亿产值，相对于目前 20 亿的收入规模来讲，这是一个相当高的目标，年均增长必须达到 35% 以上才有可能实现，未来公司将进一步加快外延和内生式发展。

**并购总是能够带来意外之喜。**公司的成长过程中，并购成为重要的一环。公司的并购并不仅仅是简单的资产买卖，而是具有很强的管理改造能力。未来公司仍将维持 1-2 年一起并购的速度，选择好的标的，进一步增强三大业务板块的实力。

**盈利预测与投资评级:**考虑公司各项业务的发展情况以及 2011 年出售卧龙地产产生的收益，预计 2010-2012 年每股受益 0.51 元、0.80 元、0.93 元，对应的利润增速为 10.43%、57.92%、15.27%。公司当前股价对于 2011 年 22 倍 PE，2012 年 19 倍 PE，处于电机板块低端和变压器板块中游水平。我们认为公司增长明确，估值有优势，给予推荐评级。

### 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2232	2910	4022	5358
收入同比(%)	4%	30%	38%	33%
归属母公司净利润	197	218	344	397
净利润同比(%)	53%	10%	58%	15%
毛利率(%)	21.8%	17.1%	17.9%	18.3%
ROE(%)	15.8%	9.3%	13.0%	13.3%
每股收益(元)	0.46	0.51	0.80	0.93
P/E	35.20	31.88	20.19	17.51
P/B	5.55	2.96	2.63	2.34
EV/EBITDA	23	24	16	14

发布时间: 2011 年 3 月 9 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	20.14/14.31
上证指数/深圳成指	2999.94/13144.18
50 日均成交额(百万元)	117.01
市净率(倍)	6.07
股息率	0.56%

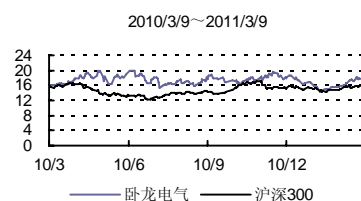
### 基础数据

流通股(百万股)	428.94
总股本(百万股)	428.94
流通市值(百万元)	7609.43
总市值(百万元)	7609.43
每股净资产(元)	2.92
净资产负债率	98.61%

### 股东信息

大股东名称	卧龙控股集团有限公司
持股比例	25.64%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

《国元证券公司研究-卧龙电气中报点评》，  
2010-8-12

### 联系方式

研究员: 程建国  
执业证书编号: S0020110120029  
电话: 021-51097188-1951  
电邮:  
研究员: 常格非  
执业证书编号: S0020210080002  
电话: 021-51097188-1925  
电邮: changgefei@gyzq.com.cn  
联系人: 赵喜娟  
电话: (86-21) 51097188-1952  
电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn  
地址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号  
(230001)

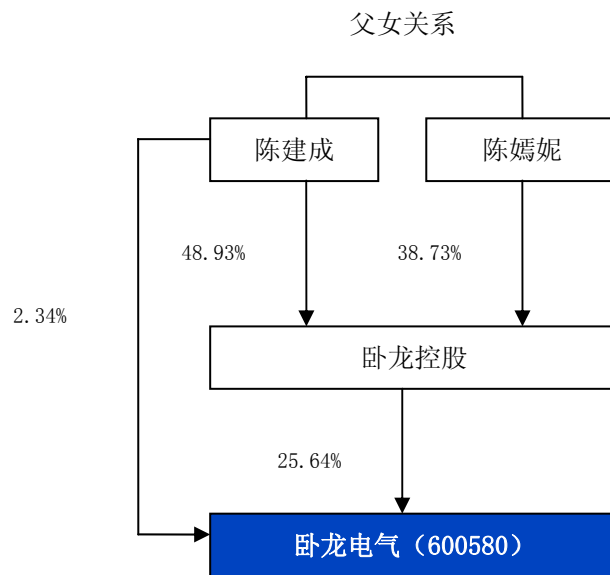
## 目 录

一、公司业务形成三足鼎立格局 .....	3
二、电机业务稳定增长，高效节能电机是亮点 .....	4
2.1、内需和出口复苏 .....	5
2.2、高效节能电机推广启动 .....	5
三、变压器业务逐步做强 .....	6
3.1、产品结构优化 .....	7
3.2 产能大幅增加 .....	8
3.3 轨道交通和铁路牵引变压器是亮点 .....	9
四、蓄电池业务恢复性增长 .....	10
4.1、2011 年铅酸蓄电池业务将有恢复性增长 .....	11
4.2、锂离子电池项目短期难有贡献 .....	11
五、投资亮点 .....	12
5.1、宏大的远景规划 .....	12
5.2、并购成为成长的助推器 .....	12
5.3、注重人才激励 .....	12
六、主要风险 .....	12
七、盈利预测与估值 .....	13
图 1：股权关系图 .....	3
图 2：公司的业务板块及实体公司 .....	4
图 3：最近 3 年中小型电机和微分电机收入对比(单位：万元) .....	5
图 4：中小型电机收入及占电机业务的比重（单位：百万元） .....	6
图 5：公司输变电业务并购路线图 .....	7
图 6：各规格变压器占收入比例变化趋势 .....	8
图 7：各规格变压器毛利贡献变化 .....	8
图 8：与国内变压器第一梯队厂家产能对比（单位：万 KVA） .....	9
图 9：公司牵引变压器市场占有率情况 .....	9
表 1：公司三块主要业务在行业中的地位 .....	4
表 2：高效电机推广财政补贴标准 .....	5
表 3：经审计的烟台东源财务指标 .....	7
表 4：公司变压器产能情况（单位：万 KVA） .....	8
表 5：TD 招标时间及基站建设数量 .....	11
表 6：公司近年的并购活动 .....	12
表 7：电机行业和变压器行业可比公司估值情况 .....	13

## 一、公司业务形成三足鼎立格局

公司是一家上虞民营企业，成立于1998年，2002年在上海证券交易所上市。公司实际控制人是陈建成先生，陈建成先生及其女儿通过卧龙控股持有卧龙电气25.64%股权，同时还直接持有卧龙电气2.34%股份，合计控制了27.98%的股份。虽然增发和股权激励行权导致大股东持股比例下降，但其对公司仍具有绝对控制力。

图 1：股权关系图



来源：公司公告、国元证券研究中心

公司的传统主营业务为电机业务，上市之后公司通过不断的资产收购和处置，陆续进入蓄电池、变压器等领域，目前已经形成电机、变压器、蓄电池三大业务板块。此外公司还有一定规模的国际贸易业务，但贸易业务基本处于微利状态，不属于重点发展方向。

根据战略发展规划部署，公司按照产品线设立了三大事业本部：电机与控制事业本部、输变电事业本部、电源事业本部。

### 电机与控制事业本部：

下属分支机构包括浙江卧龙家用电机有限公司、微电机事业部、工业电机事业部、武汉卧龙电机有限公司、杭州卧龙电气研究院有限公司、冲压件事业部、控制器事业部；

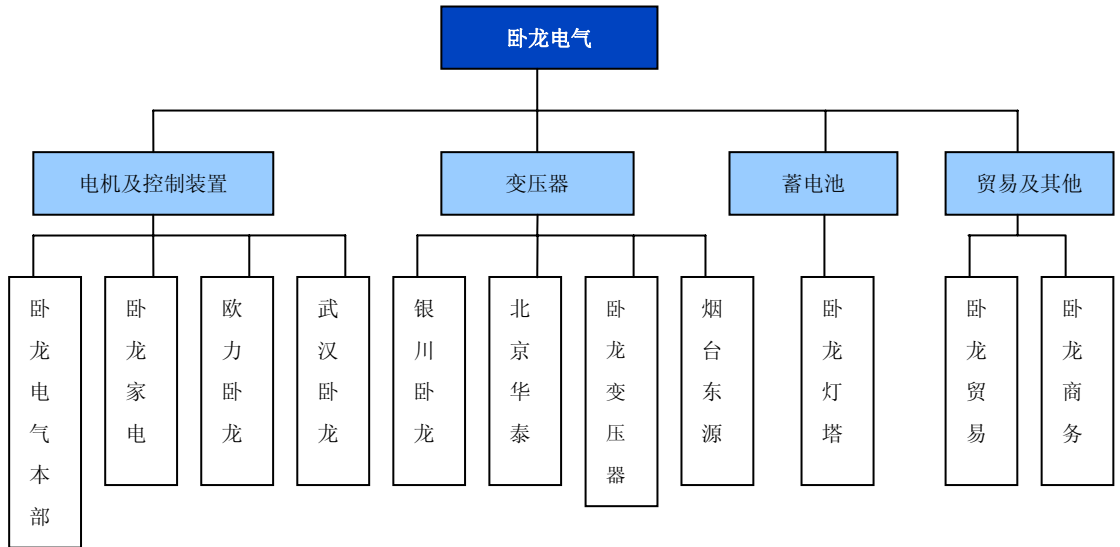
### 输变电事业本部：

下属分支机构包括卧龙电气银川变压器有限公司、北京卧龙华泰变压器有限公司、浙江卧龙变压器有限公司和近期收购的烟台东源变压器有限责任公司；

### 电源事业本部：

下属分支机构包括浙江卧龙灯塔电源有限公司、锂电池事业部和绍兴卧龙灯塔橡塑有限公司。

图 2：公司的业务板块及实体公司



来源：公司公告、国元证券研究中心

目前，卧龙微电机产品年销量近 3000 万台套，居国内行业首位；家用空调电机产品产销量位居全球第三位；振动电机产销量名列全球同行首位；通讯电源名列全国四强；电气化铁路牵引变压器全面进入国内已运行或即将运行的高铁专线。

公司在电机、蓄电池业务方面已经处于行业第一梯队行业，变压器业务在铁路牵引变压器、城市轨道交通牵引变压器方面领先。根据公司拟定的“十二五”发展规划，“十二五”末公司三大业务板块要形成 100 亿的产值（不包括贸易，电机和变压器各 40 亿，蓄电池 20 亿。），相对于目前 20 亿左右的收入水平来讲，这是一个宏大的计划。届时公司在各个业务板块还将进一步提升行业地位，行业内拥有更大的话语权。

表 1：公司三块主要业务在行业中的地位

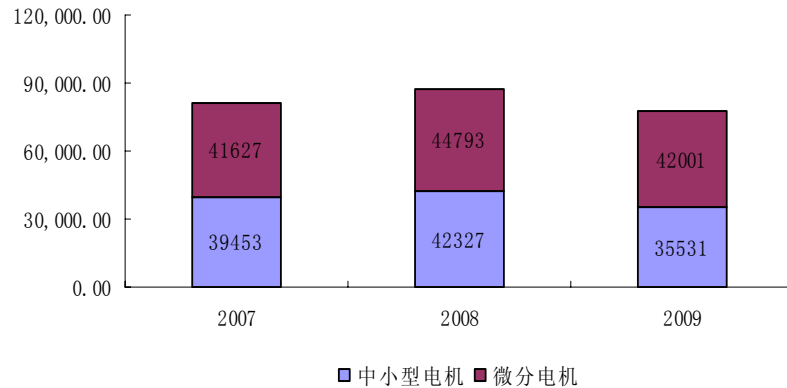
业务板块	目前在行业中地位	“十二五”目标
中低压及微分电机	第一梯队	第一梯队
变压器	第三梯队	第二梯队
蓄电池	第一梯队末	第一梯队

来源：调研、国元证券研究中心

## 二、电机业务稳定增长，节能电机是亮点

公司的传统主业电机业务按照下游用途可以分为家用电机和工业电机。家用电机主要用于室内挂式空调、豆浆机、汽车 ABS 电机（去年开始批量生产）等，客户包括格力电器等，工业电机主要生产工矿企业用的中小型电机。按照产品规格可以分为中小型电机和微分电机，其中微分电机收入规模略微超过中小型电机。

图 3：最近 3 年中小型电机和微分电机收入对比(单位：万元)



来源：公司公告、国元证券研究中心

## 2.1、内需和出口复苏

07、08、09 电机及控制装置收入达到 8.1 亿元、8.7 亿元、7.7 亿元，分别较上年增长 23.68%、7.45%、-11.01%。电机及控制装置业务收入增速放缓及 2009 年负增长，主要原因是国际金融危机带来的冲击，国内电机下游行业如家用电器行业等受冲击影响较大，对电机产品需求下降所导致，同时电机产品的出口业务也受到了一定影响。

自从 09 年 4 季度开始，电机出口已出现回暖势头，新客户不断涌现。内需市场来讲，在四万亿投资拉动和家电下乡等利好政策推动下，家用电器行业需求迅速恢复，在此背景下，2010 年电机业务收入大幅增长。

## 2.2、高效节能电机推广启动

电机收入增速下滑的原因，除了金融危机导致的下游行业需求下降因素外，欧洲和美国陆续制定和推行高效电机能效标识制度使中小型电机产品出口难度增加，国际市场份额下降也是电机收入增长速度下降的原因之一。公司节能电机的推出将从抢占国内市场和出口两方面改善这种局面。

2006 年 8 月修订发布的《中小型三相异步电动机能效限定值及能效等级》标准规定：从 2011

年 7 月 1 日起，高效率电机（二级效率）为最低效率标准，禁止普通效率电机（三级效率）的生产。高效节能电机取代传统高耗能电机的时代即将来临。

2010 年，卧龙电气部分电机产品入选《节能产品惠民工程”高效电机推广目录》（第一批），其中低压三相异步电动机有 72 个型号电机入选，将获得 15-35 元/KW 补贴，稀土永磁三相同步电动机 24 个型号产品入选，将获得 20-40 元/KW 补贴。公司是唯一同时有低压三相异步电动机和稀土永磁三相同步电动机入选节能补贴目录的企业。

表 2：高效电机推广财政补贴标准

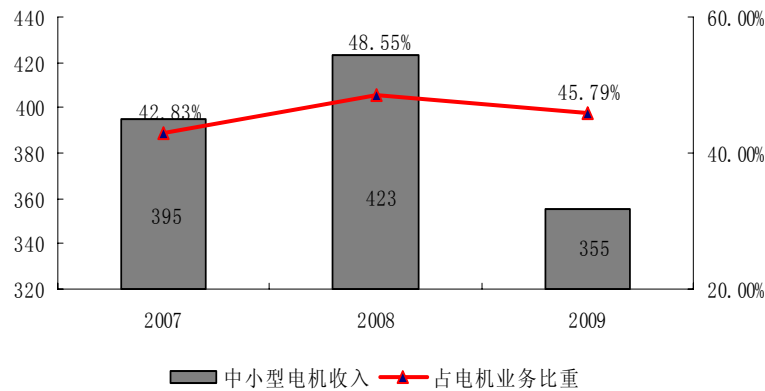
高效电机推广财政补贴标准具	额定功率（千瓦）	补贴标准（元/千瓦）
---------------	----------	------------

体为：产品类型		1 级	2 级
低压三相异步电机	0.55≤额定功率≤22	40	35
	22<额定功率≤315	20	15
高压三相异步电机	355≤额定功率≤25000	12	
稀土永磁 电机	0.55≤额定功率≤22	60	
	22<额定功率≤315	40	

来源：《节能产品惠民工程高效电机推广实施细则》

2007-2009 年，公司中小型电机占电机及控制装置业务收入的比重超过 40%。而根据公司的《公开增发招股说明书》，公司的中小型电机的产能规模上 240 万 KW，在进行改造后，产能达到 400 万 KW，并全部为节能电机。

图 4：中小型电机收入及占电机业务的比重（单位：百万元）



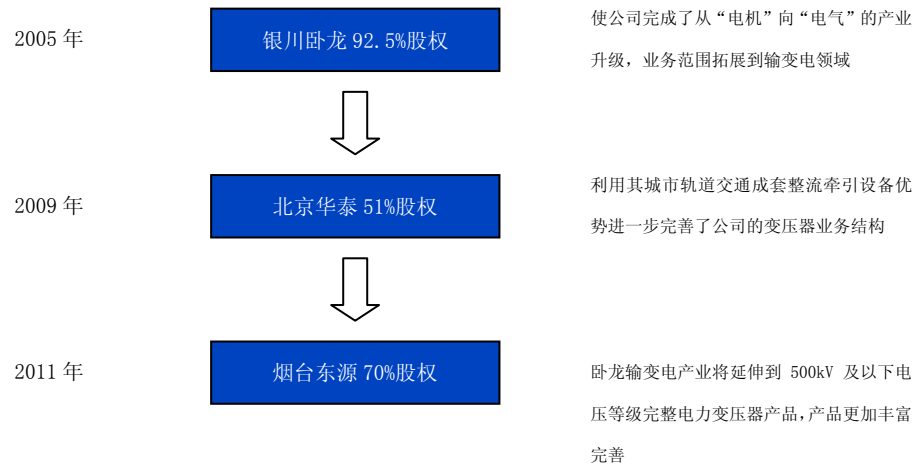
来源：调研、国元证券研究中心

根据我们调研了解，高效节能电机的补贴的申领在操作程序上还不是很顺畅，有待进一步完善。但从趋势上来讲，高效节能电机大行其道是大方向，公司在这方面无疑具有先发优势，有利于在新政推广后快速抢占市场份额。从盈利能力来讲，如果考虑国家的节能补贴，中小型电机的毛利率将有几个百分点的提高。

### 三、变压器业务逐步做强

公司输变电业务从无到有，通过不断的收购、整合，业务实力越来越强，在产能规模、产品结构等方面发生了巨大的变化。

图 5：公司输变电业务并购路线图



来源：公司公告、国元证券研究中心

2011 年 1 月，公司受让了烟台东源变压器有限责任公司 70% 股权，受让金额为人民币 11,663.75 万元。同时，公司将与另一股东烟台络华变压器有限责任公司共同对东源变压器增资 4000 万元，其中公司出资 2800 万元，络华变压器出资 1200 万元。

表 3：经审计的烟台东源财务指标

财务指标（万）	总资产	净资产	营业收入	净利润
2009 年底或 2009 年	54224.34	14282.96	49096.43	3562.18
2010 年 11 月底或 1-11 月	55648.6	8384.71	36393.92	-468.43

来源：公司公告、国元证券研究中心

卧龙电气输变电产业已拥有包括铁路牵引变压器、轨道交通成套整流变压设备以及 220kV 及以下等级电力变压器。烟台东源变压器有限责任公司以生产 220kV、110kV 和 35kV 油浸式电力变压器为主。并购东源变压器之后，卧龙输变电产业将延伸到 500kV 及以下电压等级完整电力变压器产品，产品线更加丰富。

### 3.1、产品结构优化

公司的变压器业务产品结构在不断优化，从电压等级上看，220KV 产品的占比不断提高，贡献的毛利大幅提升，在烟台东源收购后，220KV 产品占比继续提升。募投项目投产后，500KV 超高压变压器新增产能 1000 万 KVA，占总产能的 20% 以上，产品结构进一步优化。

图 6: 各规格变压器占收入比例变化趋势

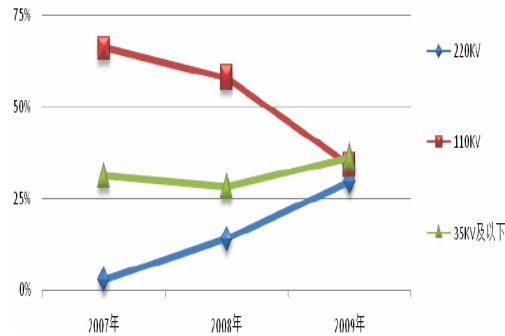
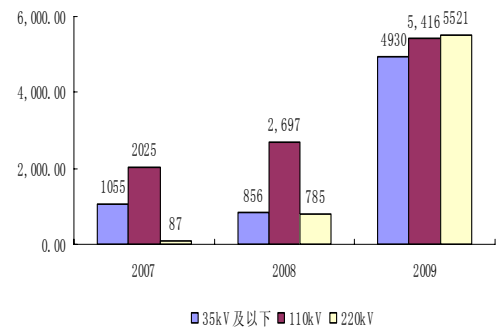


图 7: 各规格变压器毛利贡献变化



来源: 公司公告、国元证券研究中心

### 3.2 产能大幅增加

烟台东源主导产品为 500kV 及以下电压等级的电力变压器、组合式变压器以及非晶合金变压器等产品, 全部入选国家经贸委两网改造设备选型目录, 共计十大系列 1000 多种规格, 年生产能力 1800 万 kVA。

卧龙电气原有的输变电产能为 760 万 kVA, 在建的募投项目达产后, 卧龙输变电产能将达到 2457 万 kVA。加上收购东源变压器的新增产能, 卧龙输变电产能将达到 4000 万 kVA 以上, 是目前产能的近 6 倍, 产品涵盖 500kV 及以下电压等级的几乎所有电力变压器产品。

表 4: 公司变压器产能情况 (单位: 万 KVA)

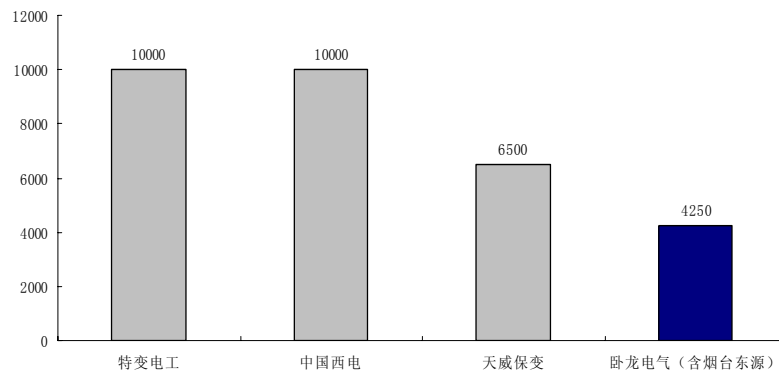
产品等级	目前设计产能	2010年募投新增	达产后	比例	产能增幅
500kV		1,004	1,004	40.86%	全为新增
220kV	160	693	853	34.72%	433.13%
110kV	200		200	8.14%	
35kV	400		400	16.28%	
合计	760	1,697	2,457	100.00%	
收购的烟台东源	1800		1800		
收购后合计产能	2560		4257		

来源: 公司公告、国元证券研究中心

与国内第一梯队的 3 家变压器企业相比, 公司产能规模还比较小, 但已经处于同一数量级, 并且已经是行业内重要的厂家之一。根据公司的发展规划, “十二五” 末输变电产业将进入国内第二梯队。届时收入规模、盈利水平都将在现有水平上大幅提高。



图 8：与国内变压器第一梯队厂家产能对比（单位：万 KVA）



来源：公司公告、国元证券研究中心

### 3.3 轨道交通和铁路牵引变压器是亮点

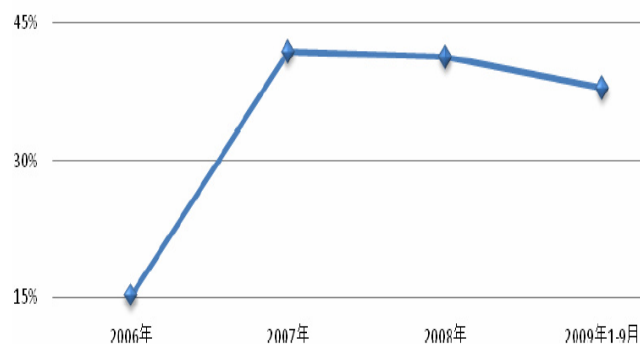
公司在铁路牵引变压器和轨道交通牵引整流变压器方面处于国内龙头，行业竞争相对缓和，该业务板块的景气度也高于电力变压器业务。

#### 铁路牵引变压器

在国内的铁路牵引变压器方面，目前基本由银川卧龙、云变股份、长沙顺特生产，这三家企业合计占有牵引变压器市场份额约 80%以上。

银川卧龙是铁道部指定的铁路牵引变压器供应商，产品使用在国内京沪线、京广线、陇海线、包兰线、胶济线等主要干线上，占全国市场份额约 40%。卧龙电气持有银川卧龙 92.50%股权，2009 年银川卧龙实现营业收入 38,083.63 万元，净利润 6,894.08 万元。

图 9：公司牵引变压器市场占有率情况



来源：2010 年《公开增发 A 股招股说明书》

2009 年，银川卧龙与中铁电气化局成功合作完成乌兹别克斯坦电气化铁路改造工程，向乌兹别克斯坦“土库马奇至安格连铁路电气化改造工程”中提供了四台电气化铁路牵引变压器，公司电气化铁路牵引变压器成套产品第一次在国外大型铁路建设项目上的正式亮相，实现了变压器产品出口国外零的突破。产品质量和服务水平得到客户高度认可，

为此公司还收到来自乌兹别克斯坦共和国铁道部的感谢信。

2010年11月底，银川卧龙变压器有限公司生产的 OD-32000/2×27.5kV 和 S-X-QY-50000+50000/220kV 两种型号高速铁路牵引变压器产品，顺利通过意大利电器与机电行业协会 CESI 试验室认证。意大利 CESI 试验室是世界上最大、最全面、最权威的变压器行业检测机构。CESI 试验室时一周，对银川公司高速铁路产品进行了严格的例行试验和型式试验等产品试验的监试。检测结果显示，公司产品各项数据均达到了变压器行业国际化标准的要求。

此次认证，为公司高铁产品同中国高铁一起走向世界、进一步拓展国外牵引变压器市场打下了良好基础。

中国高铁的成功吸引了来自世界的目光，美国、俄罗斯、沙特、委内瑞拉等国家已与中国达成合作建设意愿，一些项目已取得重要进展。泰国、缅甸、老挝、印度、波兰、保加利亚和中亚部分国家分别与中国达成了相关铁路建设合作意向。未来铁路牵引变压器的市场将不仅仅局限于国内，市场的空间也同时打开。

从国内铁路投资计划看，未来 2-3 年仍然是投资高峰，高铁电气设备景气可持续至 2014 年，铁路用牵引变压器仍处于景气周期。同时国内的电气化铁路改造是需求的另一大动力，我国的铁路电气化率只有 35%，而发达国家的电气化率大都在 50%以上。按照国家最新规划是到 2012 年建成铁路运营里程 11 万公里，电气化率达到 50%。根据测算 2009-2012 年的铁路牵引变压器的市场容量分别为 8.4 亿元、10.7 亿元、12.3 亿元和 13.1 亿元（公开增发招股说明书数据）。此外国际市场如果能打开，市场空间更大。

#### 轨道交通牵引整流设备

在城市轨道交通牵引变压器方面，目前国内主要生产厂家为万家乐旗下的顺特电气和公司控股子公司北京华泰，而北京华泰是目前国内唯一能够生产成套牵引整流设备的企业。

北京华泰早在10年前就积极研发生产了专门用于轨道交通的成套整流变压设备，在城市轨道产品市场中已占有较高的份额。在北京市场份额最高达到90%，全国市场占到30%。目前已广泛使用于北京地铁1号线、2号线、4号线、5号线、10号线、13号线、八通线和奥运支线，以及重庆、长春、大连、南京、天津、上海和武汉等城市的轻轨和地铁项目。同时还出口朝鲜、伊朗等国家。

目前，城市交通拥堵问题日益严重，城市轨道交通建设成为新的投资热点。据统计的36个规划建设城市轨道交通项目城市的规划，2009~2020年，城市轨道交通新增营业里程将达到6,560公里，截至2020年，我国城市轨道交通累计营业里程将达到7395公里。以每公里5亿元造价计算，2009~2020年将投入3.3万亿，年均达2700亿元。

平均来算，2011-2015年每年新完工里程超过600公里，按照牵引整流变压器投资68万/公里计算，市场容量在每年4.1亿元左右，随着大量轨道交通项目的开工建设，未来较长时间这一子行业都处于高景气周期。

## 四、蓄电池业务恢复性增长

与电机业务和变压器业务相比，蓄电池业务的收入和利润占比相对较小，但依然是公司重要的利润来源。

公司目前生产的阀控密封式铅酸蓄电池，主要应用于通讯用 UPS 电源。目前通讯用 UPS 电源全部用铅酸蓄电池。公司的铅酸蓄电池主要应用于移动基站、计算机网络以及电力等行业，约 90%的产品用作通信基站的备用电源。

公司是该领域的主要供应商之一，蓄电池业务主要由子公司卧龙灯塔实施，卧龙灯塔占市场份额的 6%左右，具有较强的市场竞争力。

#### 4.1、2011 年铅酸蓄电池业务将有恢复性增长

由于电信投资的下滑，2010 年蓄电池业务出现了较快的滑坡，营业收入和毛利率同时下降，这也是造成 2010 年净利润同比增幅远低于收入增长幅度的原因。2010 年 3G 投资 960 亿，远低于 2009 年的 1600 亿，造成蓄电池需求下降。2010 年下半年，中国移动启动 TD 四期招标，基站数量超过前面三期总和，达到 10.2 万个。从供货周期来讲，此次招标的产品的供货将主要集中在 2011 年。从电信运营商的投资往往是同步的，以此推测 2011 年蓄电池业务恢复性增长是大概率事件。

表 5：TD 招标时间及基站建设数量

TD 招标	招标结果公布时间	基站数量
TD 一期	2008.9	1.5
TD 二期	2008.11	2.3
TD 三期	2009.7	4.2
TD 四期	2010.7	10.2

来源：国元证券研究中心

长期来看，蓄电池业务将随着电信运营商的投资计划同步波动，同时存量市场的更换和国际市场对需求的稳定起到一定的作用。

#### 4.2、锂离子电池项目短期难有贡献

随着锂离子蓄电池技术的逐步成熟，未来锂离子蓄电池的应用领域将越来越广，通信基站后备电源市场在未来有可能被锂离子蓄电池逐步替代。

锂离子电池作为新型蓄电池凭借其比铅酸电池、镍氢电池能存储更多的能量、具有比能量大、循环寿命长、自放电率小、无记忆效应和无环境污染等优点，成为了铅酸电池、镍氢电池的最佳替代产品，是未来蓄电池的主要发展方向之一。因此发展锂离子电池是公司产业布局的需要。

公司投资锂离子电池项目，一方面处于产品升级换代的考虑，另一方面也考虑未来介入动力电池领域。预期 2011 年底进入中试阶段，但短期来看，锂离子电池是为保障公司在蓄电池领域的市场份额和行业地位的战略投资，短期内难以量产。

## 五、投资亮点

### 5.1、宏大的远景规划

公司计划的是 2015 年的三大业务实现 100 亿产值，相对于目前 20 亿的收入规模来讲，这是一个相当高的目标，年均增长必须达到 35%以上才有可能实现。

### 5.2、并购成为成长的助推器

公司的成长过程中，并购成为重要的一环。公司的并购并不仅仅是简单的收购，而是具有化腐朽为神奇的管理能力，银川卧龙、北京华泰都是在并购后实现了业绩的大幅改善的。未来公司仍将维持 1-2 年一起并购的速度，选择好的标的，进一步增强三大业务板块的实力。

表 6：公司近年的并购活动

---

2002 年收购卧龙灯塔，使公司业务从电机产业延伸到电源电池产业；
2003 年收购武汉卧龙，使公司从低压电机业务拓展到中高压电机领域；
2005 年收购银川变压器厂（现为“银川卧龙”），使公司完成了从“电机”向“电气”的产业升级，业务范围拓展到输变电领域；
2009 年收购北京华泰，利用其城市轨道交通成套整流牵引设备优势进一步完善了公司的变压器业务结构。
2011 年收购烟台东源 70%股权，进一步增强变压器业务实力。

---

来源：国元证券研究中心整理

### 5.3、注重人才激励

作为一家民营企业，公司的机制非常灵活。公司早在 2008 年即推出股权激励计划，该计划已经到了最后一期，公司业绩基本上每期都实现了当初设定的行权的业绩要求。因此这是一个现实的计划，能够调动中高层人员的积极性，同时达到了增长的目的。由于原来的股权激励计划仅涉及 2008-2010 年业绩要求，未来我们预期还会有新的激励方案出来，但形式是否为新的股权激励计划还不能确定。

## 六、主要风险

### 原材料价格上涨的风险

我们认为在铜、硅钢的原材料价格上涨的背景下，公司的成本转嫁能力将受到考验，从历史经验看，公司的电机、蓄电池业务的成本转嫁能力较强，而变压器业务（尤其是电力变压器）由于统一招标的原因，成本转嫁能力相对较差。总体上，公司不怕原材料的趋势性变化，怕的是价格剧烈的上下波动。公司上市后来从未亏损，多数年份保持业绩的正增长，显示出很强的成本控制能力和管理水平。

### 竞争加剧风险

公司的三个子行业均为竞争性行业，蓄电池、电机、电力变压器的竞争还比较激烈，因此，如果这些子行业出现价格战，则可能对盈利能力造成重创。

### 海通证券的减持风险

在最近减持了 1000 万股后，海通仍持有 2000 股的卧龙电气股权。海通的减持是造成股价受到压制的主要原因之一，但从一个更长的周期来看，海通必然要减持，卧龙电气也必然要发展，所以减持不是决定性因素。

## 七、盈利预测与估值

我们认为，公司的变压器业务亮点突出，产能将大幅增长，产品结构不断优化；电机业务出口和内需市场双双复苏，节能电机将抢占先机；蓄电池业务短期看有恢复性增长，长期来看可以保持平稳。总体上，大股东对于未来的发展制定了宏大的发展规划，公司未来的成长性比较明确，因此我们看好公司的发展。

考虑公司各项业务的发展情况以及 2011 年出售卧龙地产产生的 6000 万收益，预计 2010-2012 年每股受益 0.51 元、0.80 元、0.93 元，对应的利润增速为 10.43%、57.92%、15.27%。

从电机板块估值看，估值在 2011 年 30-35 倍 PE 之间，从变压器板块估值看，平均在 2011 年 25 倍 PE。公司股价对于 2011 年 22 倍 PE，2012 年 19 倍 PE，处于电机板块低端和变压器板块中游水平。我们认为公司增长明确，估值不高，给予推荐评级。

表 7：电机行业和变压器行业可比公司估值情况

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益			市盈率 PE		
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
600416	湘电股份	32.22	0.6177	0.7570	1.0801	52.15	42.56	29.83
002249	大洋电机	31.00	0.5333	0.5552	0.7865	58.13	55.84	39.41
300032	金龙机电	22.50	0.3606	0.2800	0.3000	62.38	80.35	75.00
002196	方正电机	26.69	0.1740	0.2852	0.7518	153.31	93.60	35.50
002176	江特电机	27.13	0.1656	0.0000	0.3816	163.75	158.94	71.09
600089	特变电工	20.49	0.8285	0.9126	1.1546	24.73	22.45	17.75
600550	天威保变	23.98	0.5298	0.7014	0.7409	45.26	34.19	32.37
600517	置信电气	15.87	0.4682	0.5363	0.7146	33.89	29.59	22.21
002112	三变科技	16.65	0.4208	0.0000	0.5469	39.56	0.00	30.45
601179	中国西电	8.47	0.2467	0.2523	0.3209	34.33	33.57	26.40

来源：wind 资讯，股价取 2011 年 3 月 8 日收盘价

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1715	2936	3676	4525	<b>营业收入</b>	2232	2910	4022	5358
现金	513	2186	2734	3402	营业成本	1745	2412	3302	4379
应收账款	434	0	0	0	营业税金及附加	9	11	16	21
其他应收款	29	48	63	83	营业费用	115	115	165	227
预付账款	256	285	421	545	管理费用	122	146	221	295
存货	425	352	367	372	财务费用	19	-14	-45	-60
其他流动资产	58	64	91	123	资产减值损失	18	17	18	20
<b>非流动资产</b>	953	939	937	945	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	227	235	250	270	投资净收益	24	24	80	25
固定资产	462	469	447	411	<b>营业利润</b>	228	247	426	502
无形资产	147	174	207	246	营业外收入	29	29	29	29
其他非流动资产	116	61	34	18	营业外支出	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	2668	3875	4614	5471	<b>利润总额</b>	256	274	453	529
<b>流动负债</b>	1065	1110	1447	1848	所得税	29	23	45	53
短期借款	279	269	271	272	<b>净利润</b>	226	251	408	476
应付账款	378	469	645	870	少数股东损益	29	33	63	79
其他流动负债	408	372	531	706	<b>归属母公司净利润</b>	197	218	344	397
<b>非流动负债</b>	170	204	245	294	EBITDA	295	282	433	495
长期借款	170	204	245	294	EPS (元)	0.69	0.51	0.80	0.93
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1235	1314	1692	2142	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	180	213	276	355	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	285	429	429	429	<b>成长能力</b>				
资本公积	396	1158	1158	1158	营业收入	4.5%	30.4%	38.2%	33.2%
留存收益	572	761	1058	1387	营业利润	57.3%	8.2%	72.3%	17.9%
归属母公司股东权益	1253	2348	2646	2974	归属于母公司净利润	52.7%	10.4%	57.9%	15.3%
<b>负债和股东权益</b>	2668	3875	4614	5471	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	21.8%	17.1%	17.9%	18.3%
					净利率(%)	8.8%	7.5%	8.6%	7.4%
					ROE(%)	15.8%	9.3%	13.0%	13.3%
					ROIC(%)	19.3%	35.4%	77.7%	192.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	46.3%	33.9%	36.7%	39.1%
					净负债比率(%)	36.35%	35.96%	30.50%	26.40%
					流动比率	1.61	2.64	2.54	2.45
					速动比率	1.21	2.32	2.28	2.25
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.98	0.89	0.95	1.06
					应收账款周转率	5	12	-	-
					应付账款周转率	5.33	5.69	5.92	5.78
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.51	0.80	0.93
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.80	1.12	1.55

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	204	774	479	667
净利润	226	251	408	476
折旧摊销	47	48	52	54
财务费用	19	-14	-45	-60
投资损失	-24	-24	-80	-25
营运资金变动	-72	559	135	211
其他经营现金流	8	-46	10	11
<b>投资活动现金流</b>	-191	-15	27	-40
资本支出	185	0	0	0
长期投资	-5	8	15	20
其他投资现金流	-11	-7	42	-20
<b>筹资活动现金流</b>	120	915	42	41
短期借款	16	-11	3	0

长期借款	170	34	41	49	每股净资产(最新摊薄)	2.92	5.47	6.17	6.93
普通股增加	2	144	0	0	估值比率				
资本公积增加	77	762	0	0	P/E	35.20	31.88	20.19	17.51
其他筹资现金流	-144	-15	-2	-8	P/B	5.55	2.96	2.63	2.34
现金净增加额	134	1673	548	668	EV/EBITDA	23	24	16	14

国元证券投资评级体系:

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn