

# 远东电缆 (600869)

公司研究/研究报告

## 收购水木源华，进军配电自动化，外延式发展将加速

远东电缆 (600869) 研究报告

民生精品---研究报告/电气设备与新能源行业

2014年6月4日

### 一、事件概述

远东电缆收购北京水木源华电气股份有限公司 3060 万股股份，占水木源华股份总数的 51%，股份转让款总计 28,453 万元，水木源华原控股股东、实际控制人吕强，与管理层股东共同向远东电缆承诺：2014 年至 2016 年，水木源华每年净利润分别不低于 4560 万元、5472 万元、6570 万元；若业绩承诺期内任一年度未完成协议约定的业绩目标，则吕强和管理层股东任一年度需向远东电缆支付补偿价款。

### 二、分析与判断

#### ➤ 低PE收购水木源华，业绩增厚逐年提升

按照水木源华 13 年净利润 3784 万元计算，收购静态 PE 为 14.7 倍，按照 14 年 4560 万元业绩承诺计算，对应动态 PE 仅为 12 倍，目前 A 股配电自动化公司动态 PE 均超过 20 倍，公司此次收购 PE 较低；按照所签署的对赌协议，预计水木源华 2014-16 年净利润复合增速超 20%，保障业绩增长，同时对公司业绩增厚将逐年提升。

#### ➤ 依托水木源华，进军配电自动化市场，有望成为新的利润增长点

水木源华专注于智能配电网、智能输电网产品的研发制造，具备从主站到一次设备、二次设备自动化终端在内的全套配电自动化产品生产能力；收购水木源华后，公司正式进入配电自动化市场；按照国网规划，2014 年配电领域计划投资 1580 亿元，其中配电自动化是重中之重，公司此时进入配电自动化市场，恰逢其时：一方面能够降低公司在配电自动化领域的研发与市场投入，另外一方面可以快速建立起兼具一、二次设备的生产和协同能力，享受配电自动化行业高景气度，水木源华有望成为公司新的利润增长点。

#### ➤ 外延式发展启动，未来有望加速

国内电线电缆行业产值规模高达 1.2 万亿，但是龙头公司市场集中度很低，并购整合是电线电缆行业公司未来发展的主旋律。公司连续 13 年都是电线电缆行业龙头，外延式发展也是公司发展的必要手段之一，未来外延式发展将主要围绕四个方向：1) 产品互补性；2) 区域互补性；3) 海外市场拓展；4) 电气研究院（具备总包资质等各种资质）；公司未来发展战略规划非常清晰，目前按照规划正在积极推进，按照目前行业发展趋势，我们预计公司未来外延式发展有望加速，业绩贡献将显著增加。

#### ➤ 电商平台价值需重估，市值提升空间大

我们选择交易额、盈利情况、市场空间、发展潜力等几个方面把公司电商平台与同类公司进行比较，公司电商平台目前各方面均处于领先地位。而从公司目前市值来看，目前对应估值仅 19 倍，仅反映当前公司电缆主业价值，电商平台价值完全未体现，电商平台价值需要重估。参考目前同类公司市值约 50 亿，公司电商平台价值至少在 50 亿以上，相较公司目前 80 亿市值，市值提升空间大。

### 三、盈利预测与投资建议

暂不调整公司盈利预测，预计 14-15 年 EPS 分别为 0.44/0.58 元，对应 PE 为 19/14 倍，目前市场给公司估值仅按照电线电缆行业估值，若考虑电商平台 50 亿以上市值的增量以及未来交易额逐步增加以及利润贡献逐步提升，市值提升空间非常大，强烈推荐。

**四、风险提示：**电商平台交易额低预期、铜价大幅上涨。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2012A    | 2013A    | 2014E  | 2015E  |
|------------------|----------|----------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 9,880    | 11,574   | 13,511 | 15,795 |
| 增长率 (%)          | -10.14%  | 17.15%   | 16.73% | 16.91% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | (142)    | 303      | 431    | 578    |
| 增长率 (%)          | -143.04% | -313.13% | 42.33% | 34.08% |
| 每股收益 (元)         | (0.14)   | 0.31     | 0.44   | 0.58   |
| PE               | (58.87)  | 27.62    | 19.41  | 14.47  |

**强烈推荐**

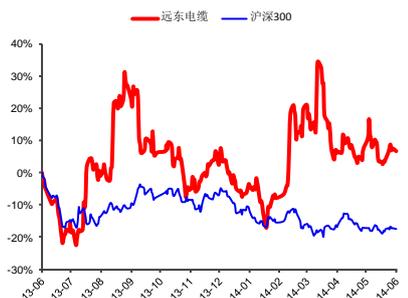
维持评级

合理估值：**13.00 元**

#### 交易数据 (2014-6-3)

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 8.12       |
| 近 12 个月最高/最低 | 10.38/5.36 |
| 总股本 (百万股)    | 990.04     |
| 流通股本 (百万股)   | 990.04     |
| 流通股比例%       | 100.00%    |
| 总市值 (亿元)     | 80.39      |
| 流通市值 (亿元)    | 80.39      |

#### 该股与沪深 300 走势比较



#### 分析师

分析师：**陈龙**

执业证书编号：S0100511080002

电话：(021) 60876713

Email: chenlong@mszq.com

地址：上海浦东新区浦东南路 588

号浦发银行大厦 31 楼 200120

#### 相关研究

---

|    |      |      |      |      |
|----|------|------|------|------|
| PB | 2.86 | 2.76 | 2.37 | 2.05 |
|----|------|------|------|------|

---

资料来源: 民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表         |         |         |        |        |
|-------------|---------|---------|--------|--------|
| 项目(百万元)     | 2012A   | 2013A   | 2014E  | 2015E  |
| 一、营业总收入     | 9,880   | 11,574  | 13,511 | 15,795 |
| 减: 营业成本     | 8,211   | 9,651   | 11,195 | 13,088 |
| 营业税金及附加     | 29      | 36      | 41     | 48     |
| 销售费用        | 836     | 1,152   | 1,216  | 1,358  |
| 管理费用        | 248     | 331     | 338    | 363    |
| 财务费用        | 211     | 163     | 189    | 221    |
| 资产减值损失      | 111     | 140     | 130    | 142    |
| 加: 投资收益     | (410)   | 20      | 32     | 32     |
| 二、营业利润      | (175)   | 119     | 434    | 606    |
| 加: 营业外收支净额  | 55      | 236     | 71     | 71     |
| 三、利润总额      | (120)   | 356     | 505    | 677    |
| 减: 所得税费用    | 24      | 61      | 86     | 115    |
| 四、净利润       | (143)   | 295     | 419    | 562    |
| 归属于母公司的利润   | (142)   | 303     | 431    | 578    |
| 五、基本每股收益(元) | (0.14)  | 0.31    | 0.44   | 0.58   |
| 主要财务指标      |         |         |        |        |
| 项目          | 2012A   | 2013A   | 2014E  | 2015E  |
| EV/EBITDA   | 0.00    | 0.00    | 23.63  | 19.02  |
| 成长能力:       |         |         |        |        |
| 营业收入同比      | -10.14% | 17.15%  | 16.73% | 16.91% |
| 营业利润同比      | -149.5% | -168.2% | 263.7% | 39.6%  |
| 净利润同比       | -143.4% | -305.7% | 42.3%  | 34.1%  |
| 营运能力:       |         |         |        |        |
| 应收账款周转率     | 3.42    | 3.94    | 6.71   | 13.37  |
| 存货周转率       | 8.57    | 11.06   | 5.28   | 3.52   |
| 总资产周转率      | 0.99    | 1.21    | 1.21   | 1.17   |
| 盈利能力与收益质量:  |         |         |        |        |
| 毛利率         | 16.9%   | 16.6%   | 17.1%  | 17.1%  |
| 净利率         | -1.4%   | 2.6%    | 3.2%   | 3.7%   |
| 总资产净利率 ROA  | -1.4%   | 3.1%    | 3.7%   | 4.1%   |
| 净资产收益率 ROE  | -4.6%   | 9.9%    | 12.8%  | 14.8%  |
| 资本结构与偿债能力:  |         |         |        |        |
| 流动比率        | 1.26    | 1.10    | 1.17   | 1.20   |
| 资产负债率       | 67.3%   | 68.8%   | 71.7%  | 72.1%  |
| 长期借款/总负债    | 0.1%    | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   |
| 每股指标(元)     |         |         |        |        |
| 每股收益        | (0.14)  | 0.31    | 0.44   | 0.58   |
| 每股经营现金流量    | 1.15    | 0.52    | 3.38   | 1.02   |
| 每股净资产       | 2.95    | 3.06    | 3.56   | 4.13   |

资料来源: 民生证券研究院

| 资产负债表            |              |              |               |               |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 项目(百万元)          | 2012A        | 2013A        | 2014E         | 2015E         |
| 货币资金             | 2,118        | 2,100        | 1,023         | 1,818         |
| 应收票据             | 527          | 607          | 3,883         | 4,483         |
| 应收账款             | 2,944        | 2,928        | 1,101         | 1,262         |
| 预付账款             | 345          | 56           | 209           | 229           |
| 其他应收款            | 367          | 481          | 34            | 33            |
| 存货               | 1,125        | 968          | 4,147         | 4,823         |
| 其他流动资产           | 47           | 75           | 0             | 0             |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>7,479</b> | <b>7,225</b> | <b>10,397</b> | <b>12,648</b> |
| 长期股权投资           | 54           | 74           | 74            | 74            |
| 固定资产             | 1,180        | 1,382        | 1,146         | 1,112         |
| 在建工程             | 163          | 398          | 404           | 408           |
| 无形资产             | 145          | 261          | 0             | 0             |
| 其他非流动资产          | 0            | 416          | 416           | 416           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,721</b> | <b>2,731</b> | <b>2,040</b>  | <b>2,010</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>9,201</b> | <b>9,956</b> | <b>12,438</b> | <b>14,659</b> |
| 短期借款             | 3,673        | 4,235        | 0             | 0             |
| 应付票据             | 3            | 13           | 3,469         | 4,144         |
| 应付账款             | 497          | 579          | 3,774         | 4,550         |
| 预收账款             | 1,041        | 882          | 1,551         | 1,746         |
| 其他应付款            | 509          | 570          | 49            | 50            |
| 应交税费             | 125          | 176          | 36            | 36            |
| 其他流动负债           | 0            | 0            | 0             | 0             |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5,948</b> | <b>6,563</b> | <b>8,880</b>  | <b>10,525</b> |
| 长期借款             | 4            | 0            | 0             | 0             |
| 其他非流动负债          | 19           | 22           | 35            | 48            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>23</b>    | <b>22</b>    | <b>35</b>     | <b>48</b>     |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,189</b> | <b>6,853</b> | <b>8,915</b>  | <b>10,574</b> |
| 股本               | 990          | 990          | 990           | 990           |
| 资本公积             | 1,507        | 1,507        | 1,507         | 1,507         |
| 留存收益             | 428          | 533          | 964           | 1,542         |
| 少数股东权益           | 86           | 73           | 61            | 45            |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>2,926</b> | <b>3,030</b> | <b>3,523</b>  | <b>4,085</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>9,201</b> | <b>9,956</b> | <b>12,438</b> | <b>14,659</b> |
| 现金流量表            |              |              |               |               |
| 项目(百万元)          | 2012A        | 2013A        | 2014E         | 2015E         |
| 经营活动现金流量         | 1,140        | 512          | 3,345         | 1,014         |
| 投资活动现金流量         | (589)        | (683)        | (12)          | (11)          |
| 筹资活动现金流量         | (1,592)      | (44)         | (4,410)       | (208)         |
| 现金及等价物净增加        | (1,041)      | (215)        | (1,077)       | 795           |

## 分析师与研究助理简介

**陈龙**，华中科技大学工学与管理学双学士，经济学硕士。曾就职于上海电气集团股份有限公司，具备多年行业工作经验。2011年2月，加盟民生证券有限责任公司，电气设备与新能源行业分析师，覆盖电气设备、新能源等行业。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

**上海：**浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                            |
|--|------|-------------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上          |
|  | 谨慎推荐 | 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 |
|  | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10% 以上          |
| 行业评级标准                                       |      |                               |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上           |
|  | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间   |
|  | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5% 以上           |

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。