



买入

50% ↑

目标价格: 人民币 10.60

600580.CH

价格: 人民币 7.06

目标价格基础: 25倍 2014年市盈率

板块评级: 中立

卧龙电气

员工受让大股东股权，变相股权激励

公司发布公告：员工以自筹资金加大股东提供 1:2 融资，通过大宗交易以不高于 6.5 元股价受让大股东持有的 3,500 万股流通股。大股东根据后续 2 年业绩情况，并结合员工的个绩效考核，提供对应的收益承诺（综合考核合格，对资本金部分提供 15% 保底收益承诺，不合格者的资本金提供 5% 保底收益承诺）。公司管理有所进步，经营已走出低谷，持续改善具备支撑，维持买入评级，维持目标价 10.6 元，预计未来对市值管理可能更重视。

支撑评级的要点

- 大股东对参加持股的员工，根据公司经营业绩与员工个人业务考核，提供保底承诺。根据未来两年的锁定期内公司整体约定经营业绩（两年内，收入与归上净利润均保持 20% 增长），并结合个人绩效考核，确定综合考核结果，大股东对合格者的资本金提供 15% 保底收益承诺，不合格者的资本金提供 5% 收益承诺。
- 大股东提供融资：大股东为参与员工按照 1:2 提供配套融资，以加杠杆方式提高参与员工的可能的收益率水平。
- 受让大股东股权，不增加股本。资管计划直接受让控股股东转让的 3,500 万股流通股，不增加股本；锁定期为两年，锁定期满后半年内资管计划统一清算。
- 公司处于转型发展期，该模式有利于提高公司员工积极性。公司处于多元化收缩后的发展期，公司与集团重回电机与控制主业，目前管理有所进步，经营已走出谷底。通过受让大股东股权，管理团队与业务骨干有望更好地分享公司未来发展的成果。

评级面临的主要风险

- 公司业绩低于预期。

估值

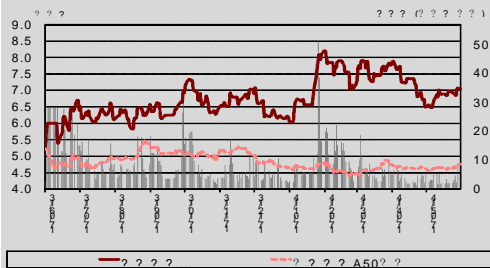
- 维持买入评级，维持目标价为 10.6 元。我们预计公司 2014-2016 年摊薄后每股收益分别为 0.42、0.56 和 0.72 元，基于 2014 年 25 倍市盈率，维持买入评级，维持目标价 10.60 元；计公司未来可能更重视市值管理。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,507.20	5,727.65	6,875.32	8,321.21	10,109.14
变动(%)	(20.31)	128.45	20.04	21.03	21.49
净利润(人民币 百万)	117.51	364.03	465.59	625.98	803.52
全面摊薄每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.42	0.56	0.72
变动(%)	5.82	209.79	27.90	34.45	28.36
先前预测每股收益(人民币)			0.42	0.55	0.67
调整幅度(%)	-	-	0	1.9	7.5
全面摊薄市盈率(倍)	66.72	21.54	16.84	12.52	9.76
每股现金流量(人民币)	0.25	0.25	0.29	0.61	0.61
价格/每股现金流量(倍)	28.68	28.52	24.76	11.51	11.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.14	17.56	11.92	8.33	6.65
每股股息(人民币)	0.05	0.10	0.06	0.08	0.11
股息率(%)	0.78	1.42	0.89	1.20	1.54

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.3	4.0	(1.4)	35.0
相对新华富时 A50 指数	17.1	2.9	(6.3)	44.8

发行股数(百万)	1,110.5
流通股(%)	67.9
流通股市值(人民币 百万)	3,934
3个月日均交易额(人民币 百万)	49
净负债比率(%) (2014E)	5.7
主要股东(%)	
舜禹投资	38.07

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 6 月 16 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备及新能源

游家训

(8621) 2032 8595

jiaxun.you@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513070002

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

员工增持计划概要

公司员工将自筹资金委托大股东统一代收，大股东卧龙控股提供 1:2 比例（自筹资金与融资资金比例）融资后，并委托基金管理公司在对应托管银行监督下进行投资管理。

激励范围：公司高管、中层管理人员为增持认购对象，并对引进人才有部分预留。

操作方式：认购标准的 33.3% 为个人自筹资金，66.7% 为大股东提供的融资配额；后续通过大宗交易的方式以不超过 6.5 元价格（相当当前股价 9.2 折）受让大股东持有的流通股 3,500 万股，并锁定两年，在锁定期满后的半年内统一清算。

图表 1. 参加资产管理增持计划的员工情况

增持人员类别	增持股数(股)	占本次增持股份比例(%)	自筹资金(万元)	融资资金(万元)	占公司总股本比例(%)
公司董事、监事、高管及下属子公司经营班子(79名)	1,190	34.00	2,618	5,236	1.07
其他增持人员(107名)	2,022	57.77	4,448.40	8,896.80	1.82
未来人才(预留)	288	8.23	633.6	1,267.20	0.26
合计	3,500	100.00	7,700	15,400	3.15
增持人员类别	增持股数(股)	占本次增持股份比例(%)	自筹资金(万元)	融资资金(万元)	占公司总股本比例(%)
公司董事、监事、高管及子公司经营班子(79名)	1,190	34.00	2,618	5,236	1.07
其他增持人员(107名)	2,022	57.77	4,448.40	8,896.80	1.82
未来人才(预留)	288	8.23	633.6	1,267.20	0.26
合计	3,500	100.00	7,700	15,400	3.15

资料来源：公司数据及中银国际研究

业绩及收益率承诺分析

业绩目标：实际控制人提出公司未来 2 年的业绩增长目标为 2014、2015 年分别较上一年实现收入、归上净利润同时增长 20% 以上。

图表 2. 约定的业绩增长目标（同比）

(%)	2014 年	2015 年
收入	20	20
利润	20	20

资料来源：公司数据及中银国际研究

收益率保底承诺：大股东根据未来 2 年公司的业绩完成情况，并结合参与增持计划的员工绩效考核结果，对参与增持的员工综合考评，并进行相应的收益率保底承诺。

综合考核结果为：

$$\eta = (\alpha_{2014} * \beta_{2014} + \alpha_{2015} * \beta_{2015}) / 2;$$

α 为公司当期业绩系数，达到当年业绩则为 1，否则为 0；

β 为个人当年的绩效考核结果，在 [0,1] 区间。

图表 3. 收益及成本分析

	员工增持收益	控制人收益
综合考核合格、股权达到约定15.5%收益率	本金部分实际收益率+(融资部分实际收益率-融资成本)*综合考核结果	资产管理计划清算后的差额
综合考核合格、股价未达到约定15.5%收益率	本金部分15%收益率	融资部分实际收益-融资成本-员工本金15%约定收益补偿的部分
综合考核合格、股价达到约定15.5%收益率	本金部分实际的实际收益率	融资部分实际收益-融资成本
综合考核合格、股价未达到约定15.5%收益率	本金部分实际的约定5%最低收益率	融资部分实际收益-融资成本-员工本金5%约定最低收益补偿的部分

公司数据、中银国际研究

注：资产管理计划的差额，主要指部分综合考核结果比较低员工的融资资金实际收益留尾。

公司经营情况

经营好转：公司与集团在多元化之后开始收缩，企业经营重心回归电机与控制主业。在过去几年，管理方面的管理架构有所优化，产品竞争力有所加强，客户结构也得以优化。

公司并购的 ATB 公司内部整合初见成效，其制造、市场都没有走出欧洲的情况有所好转，2013 年订单实现金融危机后最好水平，2014 上半年订单有望保持 2 位数增长。

可能加强电机与控制主业的外延整合：ATB 并购后的磨合期之后，公司并购整合的资本与管理能力提升；从公司战略格局来讲，在工业传动控制领域的外延扩张也有必要，且公司已具备较丰富的国内外并购整合经验和教训。

如考虑适中的外延式整合，公司此次员工增持计划中约定的收入与业绩目标并不困难。

未来可能更重视市值管理：此次增持计划中，员工、控股股东未来的收益兑现、补偿直接与市值挂钩，未来公司可能会更重视市值管理。

盈利预测与假设

图表 4. 卧龙电气公司盈利预测

(人民币, 百万)		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电机及控制装置	营业收入	1,394.8	1,203.3	1,367.3	1,982.6	2,577.4	3,221.7
	同比增长(%)	16.7	(13.7)	13.6	45.0	30.0	25.0
	营业成本	1,108.1	8,94.6	10,05.0	1,457.2	1,842.8	2,303.5
	毛利率(%)	20.5	25.7	26.5	26.5	28.5	28.5
变压器	营业收入	834.5	608.7	752.1	940.2	1,128.2	1,331.3
	同比增长(%)	48.1	(27.0)	23.6	25.0	20.0	18.0
	营业成本	755.0	510.5	576.5	710.8	857.4	1,011.8
	毛利率(%)	9.5	16.1	23.4	24.4	24.0	24.0
蓄电池	营业收入	241.6	226.1	252.8	328.7	410.8	513.6
	同比增长(%)	(22.6)	(6.4)	11.8	30.0	25.0	25.0
	营业成本	217.2	196.9	222.1	267.9	328.3	410.3
	毛利率(%)	10.1	12.9	12.1	18.5	20.1	20.1
其他	营业收入	21.2	31.9	34.3	34.3	34.3	34.3
	同比增长(%)	71.6	50.6	7.5	0.0	0.0	0.0
	营业成本	16.3	22.9	24.8	24.8	24.8	24.8
	毛利率(%)	23.3	28.3	27.7	27.7	27.7	27.7
贸易	营业收入	551.5	356.7	362.3	362.3	362.3	362.3
	同比增长(%)	(24.0)	(35.3)	1.6	0.0	0.0	0.0
	营业成本	533.4	343.2	343.1	343.1	343.1	343.1
	毛利率(%)	3.3	3.8	5.3	5.3	5.3	5.3
ATB	营业收入			2,856.0	3,227.3	3,808.2	4,646.0
	同比增长(%)			1.3	13.0	18.0	22.0
	营业成本			2,171.4	2,388.2	2,780.0	3,345.1
	毛利率(%)			24.0	26.0	27.0	28.0
合计	营业收入	3,146.2	2,507.2	5,727.7	6,875.3	8,321.2	10,109.1
	同比增长(%)	8.3	(20.3)	128.4	20.0	21.0	21.5
	营业成本	2,697.6	2,025.6	4,411.7	5,192.0	6,176.4	7,438.7
综合毛利率(%)	14.3	19.2	23.0	24.5	25.8	26.4	
销售费用率(%)	5.1	5.9	6.9	6.9	6.8	6.8	
管理费用率(%)	5.6	7.5	8.3	8.2	7.9	7.9	
财务费用率(%)	2.0	2.7	2.4	1.7	1.7	1.6	
实际所得税率(%)	5.1	10.3	(14.4)	4.5	10.5	12.5	
净利润率(%)	4.1	5.4	7.1	7.6	8.4	8.9	

资料来源: 中银国际研究

注: 2014 年不考虑大规模并购。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,507	5,728	6,875	8,321	10,109
销售成本	(2,026)	(4,412)	(5,192)	(6,176)	(7,439)
经营费用	(270)	(731)	(841)	(1,020)	(1,270)
息税折旧前利润	212	585	842	1,125	1,400
折旧及摊销	(73)	(177)	(231)	(239)	(251)
经营利润(息税前利润)	139	408	611	886	1,150
净利息收入/(费用)	(54)	(67)	(120)	(143)	(162)
其他收益/(损失)	80	86	53	38	38
税前利润	151	355	544	781	1,026
所得税	(16)	51	(25)	(82)	(128)
少数股东权益	(18)	(43)	(54)	(73)	(94)
净利润	118	364	466	626	804
核心净利润	118	364	466	626	804
每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.42	0.56	0.72
核心每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.42	0.56	0.72
每股股息(人民币)	0.05	0.10	0.06	0.08	0.11
收入增长(%)	(20)	128	20	21	21
息税前利润增长(%)	(6)	194	50	45	30
息税折旧前利润增长(%)	2	176	44	34	24
每股收益增长(%)	6	210	28	34	28
核心每股收益增长(%)	37	210	28	34	28

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	151	355	544	781	1026
折旧与摊销	73	177	231	239	251
净利息费用	96	121	120	143	162
运营资本变动	192	(992)	544	17	(39)
税金	(16)	51	(25)	(82)	(128)
其他经营现金流	(223)	563	(1,098)	(417)	(598)
经营活动产生的现金流	273	275	317	681	673
购买固定资产净值	(14)	(21)	0	0	0
投资减少/增加	18	17	27	27	27
其他投资现金流	(64)	(33)	7	0	0
投资活动产生的现金流	(61)	(38)	34	27	27
净增权益	0	423	0	0	0
净增债务	(651)	1659	(750)	(125)	(44)
支付股息	(38)	(111)	(70)	(94)	(121)
其他融资现金流	(82)	281	(195)	(668)	138
融资活动产生的现金流	(770)	2,252	(1,015)	(886)	(26)
现金变动	(557)	2,489	(665)	(179)	673
期初现金	1,053	967	1,560	1,452	1,166
公司自由现金流	233	266	365	719	708
权益自由现金流	(492)	1,829	(520)	440	494

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	967	1,560	1,300	1,166	1,359
应收帐款	745	1,701	1,986	1,903	2,270
库存	607	1,100	1,281	1,377	1,699
其他流动资产	265	453	450	599	1,036
流动资产总计	2,594	4,857	5,066	5,151	6,430
固定资产	994	2,236	2,807	2,798	2,611
无形资产	257	520	683	683	683
其他长期资产	929	1,276	999	913	1,022
长期资产总计	2,180	4,032	4,489	4,394	4,316
总资产	4,773	8,889	9,555	9,544	10,746
应付帐款	658	1,198	1,424	1,193	1,540
短期债务	633	1,562	838	882	891
其他流动负债	668	990	1,161	1,244	1,306
流动负债总计	1,959	3,750	3,422	3,320	3,736
长期借款	25	708	708	708	708
其他长期负债	0	550	1,086	581	599
股本	688	1,111	1,111	1,111	1,111
储备	1,867	2,484	2,880	3,412	4,095
股东权益	2,553	3,582	3,990	4,522	5,205
少数股东权益	236	300	348	414	499
总负债及权益	4,773	8,889	9,555	9,544	10,746
每股帐面价值(人民币)	3.71	3.23	3.59	4.07	4.69
每股有形资产(人民币)	3.40	2.63	2.88	3.40	4.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.45)	0.64	0.22	0.38	0.22

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.5	10.2	12.2	13.5	13.9
息税前利润率(%)	5.5	7.1	8.9	10.6	11.4
税前利润率(%)	6.0	6.2	7.9	9.4	10.1
净利率(%)	4.7	6.4	6.8	7.5	7.9
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.5	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	1.9	4.2	4.5	5.7	6.8
净权益负债率(%)	净现金	18.3	5.7	8.6	4.2
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	66.7	21.5	16.8	12.5	9.8
核心业务市盈率(倍)	66.7	21.5	16.8	12.5	9.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	100.2	32.3	25.3	18.8	14.7
市净率(倍)	1.9	2.2	2.0	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	28.7	28.5	24.8	11.5	11.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.1	17.6	12.0	8.5	6.8
周转率					
存货周转天数	110.9	94.5	93.5	93.5	91.5
应收帐款周转天数	108.5	108.4	105.4	105.4	105.4
应付帐款周转天数	95.9	74.0	75.0	75.0	75.0
回报率					
股息支付率(%)	32.2	30.5	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	5.1	12.2	12.3	14.7	16.5
资产收益率(%)	2.6	4.6	6.3	8.3	9.9
已运用资本收益率(%)	8.5	10.2	12.2	13.5	13.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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