



**买入**

**26% ↑**

目标价格:人民币 11.1

原评级: 买入 原目标价格: 11.1

600580.CH

价格:人民币 8.79

目标价格基础:25倍 2014年市盈率

板块评级:中性

**本报告要点**

■ **要点.**

收购企业逐步完成磨合, 多元化持续反转;  
外延扩张稳步推动;

**股价表现**

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对				
相对上证指数				
发行股数(百万)				1,110.5
流通股(%)				61.9
流通股市值(人民币 百万)				6,320
3个月日均交易额(人民币 百万)				
净负债比率(%) (2014E)				11.4
主要股东(%)				
舜禹投资				38.07

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以2014年08月13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

电气设备:

**游家训**

(8621)20328595  
jiaxun.you@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300513070002

**刘波**

(8621)20328929  
bo.liu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

# 卧龙电气

## 经营稳中有升, 可能继续外延扩张

公司发布2014年半年报: 报告期内, 公司实现收入33.5亿元, 同比增长20.46%, 实现归上净利润1.47亿元, 同比增长23.1%, 实现归上扣非净利润1.4亿元, 同比增长220.7%, 公司2013年半年报符合市场预期。公司收购企业逐步完成磨合, 电机与控制主业稳中有升, 竞争力加强; 电池、铁路牵引变等多元化业务持续反转, 后续经营态势有望持续; 维持11.1元目标价及买入评级。

**支撑评级的要点**

- **经营持续改善:** 公司综合毛利率提升1.2个百分点, 同期期间费用率提升0.57个百分点, 业务方面电机与控制业务、变压器、电池业务分别增长约20.1%、6.6%、40%。公司总体业务态势持续改善, 未来财务有望趋于健康。
- **新兴业务快速成长:** 公司重点培育的高效电机、控制类电机、新能源汽车电机等业务快速发展, 竞争力加强。
- **并购业务初步完成磨合:** 收购的ATB经历一段时期磨合后, 经营效率有所提升, 业务凝聚力加强; 并购清江电机等公司也较快完成了管理与业务整合。
- **公司外延发展可能加快:** 公司处于多元化收缩后的发展期, 预计可能继续外延发展, 综合公司的业务布局及产业需要来看, 其未来重心可能在工控自动化核心配套领域。

**评级面临的主要风险**

- ATB海外整合低于预期;

**估值**

- 我们预计公司2014-2016年摊薄后每股收益分别为0.44、0.62和0.79元, 基于2014年25倍市盈率, 维持买入评级, 维持目标价为11.1元。

**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)	2507.20	5727.65	7558.97	9743.20	11486.70
变动(%)	(20.31)	128.45	31.97	28.90	17.89
净利润(人民币 百万)	117.51	364.03	493.48	689.35	881.87
全面摊薄每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.44	0.62	0.79
变动(%)	5.82	209.79	35.56	39.69	27.93
市场预期每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.42	0.55	0.71
原先预测摊薄每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.44	0.62	0.79
调整幅度(%)			0	0	0
全面摊薄市盈率(倍)	83.07	26.82	19.78	14.16	11.07
价格/每股账面价值(倍)	2.37	2.73	2.43	2.12	1.82
每股现金流量(人民币)	35.70	35.51	22.45	16.29	12.43
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.75	20.84	13.69	10.02	7.94
每股股息(人民币)	0.05	0.10	0.07	0.09	0.12
股息率(%)	0.63	1.14	0.76	1.06	1.36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 经营改善

报告期内，公司综合毛利率提升1.2个百分点，同期期间费用率提升0.57个百分点，其中管理费用率增加0.43个百分点。

公司电机与控制业务增速20.1%，变压器、电池业务分别增速6.6%、40%；其中，变压器业务中铁路牵引变大幅增长60%，铁路牵引变毛利率提升13.5个百分点，电池业务因上年没有正式复产订单获取量很小，对报告期内收入规造成不利影响，电池业务仍未能盈利。

公司资产减值损失、所得税同比下降，可能主要与ATB公司有关，预计所得税情况2015年将趋于正常。

报告期内，公司员工薪酬支出增长约30%，人均薪酬福利支出增长约28%。综合来看，公司国内主业经营持续改善，后续财务情况可能趋于健康。

图表 1. 2014 年年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年半年度	2014 年半年度年	同比变动(%)
营业收入	2781.50	3350.53	20.46
销售税金	(6.48)	(9.64)	48.75
营业成本	(2219.93)	(2633.97)	18.65
毛利润	555.09	706.91	27.35
销售费用	(179.83)	(210.66)	17.14
管理费用	(216.27)	(274.87)	27.10
经营利润	159.00	221.39	39.24
资产减值损失	(17.98)	(10.08)	(43.94)
公允价值变动收益	0.00	(1.12)	
财务费用	(39.80)	(58.49)	46.96
投资收益	15.85	10.58	
营业外收入	63.06	13.57	(78.48)
营业外支出	(1.18)	(2.11)	78.66
利润总额	158.96	173.73	9.29
所得税	(21.30)	(14.91)	(30.00)
税后净利润	137.66	158.82	15.37
少数股东权益	(18.10)	(11.64)	(35.67)
净利润	119.56	147.18	23.10

主要比率 (%)	百分点变动		
毛利率	20.19	21.39	1.20
销售费用率	6.47	6.29	(0.18)
管理费用率	7.78	8.20	0.43
财务费用率	1.43	1.75	0.31
经营利润率	5.72	6.61	0.89
税后净利率	4.95	4.74	(0.21)

资料来源：公司数据

图表 2. 2014 年半年报经营指标分析

	2011 年	2012 年	2013 年	2013 年 半年度	2014 年 半年度	同比 (%)
薪酬总额 (百万元)	271	1286	1350	306	399	30.28
人均薪酬 (万元/人)	4.96		15.87	2.92	3.74	27.93
员工	5459		8510			

资料来源：公司数据

**新业务有所成长:** 报告期内, 公司高效电机、变频电机、无刷直流电机、大AC柜机电机分别同比增长53%、144%、52%、20%, 新能源汽车电机同比增长220%。在高效电机、控制电机、新能源汽车等重点新领域的业务快速发展, 竞争力加强。

**多元化持续反转:** 公正式复产后, 本年度电池业务重回中国移动、电信等主要运营企业的主流供应商系列, 本年度电池业务增长40%, 由于规模等原因暂时未盈利, 但减亏明显; 银川变压器业务规模、盈利双提升, 对变压器板块拉动明显。预计公司变压器、电池业务将持续较大幅度改善。

**ATB 平稳发展:** 公司收购ATB后对其内部管理、整合有所加强, ATB过去几年基本完成初步磨合, 在世界煤炭采掘市场萧条的形势下(重要子公司morley主要为煤炭设备), ATB在2013年订单增速约8%, 2014年上半年有望达2位数。

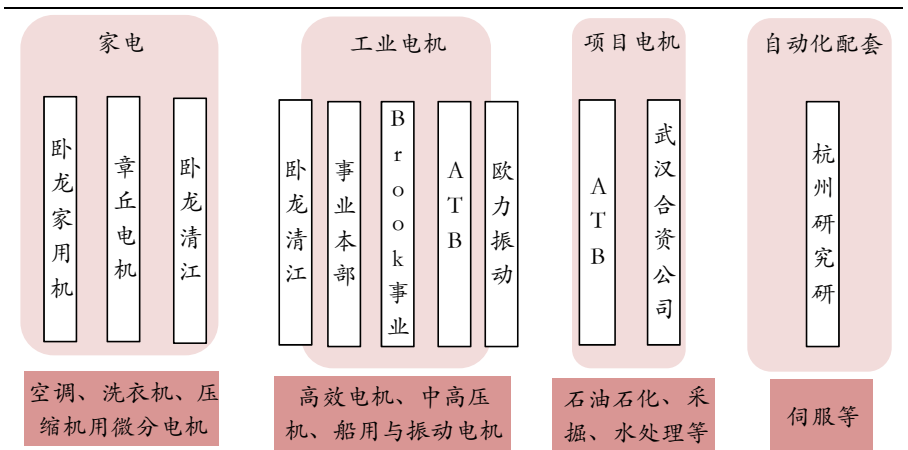
ATB在2013年上半年利润约4.4百万欧元左右, 报告期内根据香港卧龙公司的经营情况推测, ATB经营稳中有升。尽管ATB员工待遇缓慢上升对经营有所压力, 但随着规模的提升, ATB经营效率也有望提高。

### 围绕电机与控制主业的外延扩张有望加快

通过并购整合发展业务是公司重要的经营理念, 2011年之后, 公司经营重心回归电机与控制主业, 开始收缩多元化业务; 特别在收购ATB后, 公司并购整合有所减缓。

目前ATB公司初步走出磨合期, 欧洲外市场开拓初见成效, 未来公司在外延整合方面可能会有所加快。从公司战略布局, 以及产业发展需要来看, 公司未来在工控自动化核心配套领域与新能源汽车等领域外延整合的可能性较大。

图表 1. 公司业务板块构成



资料来源: 中银国际研究

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2507	5728	7559	9743	11487
销售成本	(2026)	(4412)	(5721)	(7302)	(8525)
经营费用	(270)	(731)	(942)	(1231)	(1450)
息税折旧前利润	212	585	896	1210	1511
折旧及摊销	(73)	(177)	(231)	(239)	(251)
经营利润(息税前利润)	139	408	665	971	1260
净利息收入/(费用)	(54)	(67)	(138)	(145)	(167)
其他收益/(损失)	80	86	53	38	38
税前利润	151	355	580	864	1131
所得税	(16)	51	(26)	(91)	(141)
少数股东权益	(18)	(43)	(60)	(84)	(108)
净利润	118	364	493	689	882
核心净利润	118	364	493	689	882
每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.44	0.62	0.79
核心每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.44	0.62	0.79
每股股息(人民币)	0.05	0.10	0.07	0.09	0.12
收入增长(%)	(20)	128	32	29	18
息税前利润增长(%)	(6)	194	63	46	30
息税折旧前利润增长(%)	2	176	53	35	25
每股收益增长(%)	6	210	36	40	28
核心每股收益增长(%)	37	210	36	40	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	580	864	1131
折旧与摊销	73	177	231	239	251
净利息费用	96	121	138	145	167
运营资本变动	192	(992)	322	(213)	2
税金	(16)	51	(26)	(91)	(141)
其他经营现金流	(223)	563	(810)	(346)	(624)
经营活动产生的现金流	273	275	435	599	785
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	(415)	439	(126)
支付股息	(38)	(111)	(74)	(103)	(132)
其他融资现金流	(82)	281	(213)	(670)	133
融资活动产生的现金流	(770)	2252	(702)	(334)	(125)
现金变动	(557)	2489	(234)	292	687
期初现金	1053	967	1560	1355	1279
公司自由现金流	233	266	480	634	815
权益自由现金流	(492)	1829	(85)	920	519

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	1560	1355	1279	1469
应收帐款	745	1701	2183	2314	2668
库存	607	1100	1411	1655	1961
其他流动资产	265	453	489	755	1185
流动资产总计	2594	4857	5493	6120	7359
固定资产	994	2236	2807	2798	2611
无形资产	257	520	683	683	683
其他长期资产	929	1276	1038	994	1100
长期资产总计	2180	4032	4528	4475	4394
总资产	4773	8889	10021	10594	11753
应付帐款	658	1198	1569	1502	1837
短期债务	633	1562	1147	1556	1431
其他流动负债	668	990	1137	1204	1289
流动负债总计	1959	3750	3853	4262	4557
长期借款	25	708	708	708	708
其他长期负债	0	550	1093	595	612
股本	688	1111	1111	1111	1111
储备	1867	2484	2903	3489	4239
股东权益	2553	3582	4014	4600	5349
少数股东权益	236	300	354	430	527
总负债及权益	4773	8889	10021	10594	11753
每股帐面价值(人民币)	3.71	3.23	3.61	4.14	4.82
每股有形资产(人民币)	3.40	2.63	2.91	3.47	4.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.45)	0.64	0.45	0.89	0.60

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.5	10.2	11.8	12.4	13.2
息税前利润率(%)	5.5	7.1	8.8	10.0	11.0
税前利润率(%)	6.0	6.2	7.7	8.9	9.8
净利率(%)	4.7	6.4	6.5	7.1	7.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.6
利息覆盖率(倍)	1.9	4.2	4.4	6.3	7.4
净权益负债率(%)	净现金	18.3	11.4	19.6	11.4
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	83.1	26.8	19.8	14.2	11.1
核心业务市盈率(倍)	83.1	26.8	19.8	14.2	11.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	104.9	33.9	25.0	17.9	14.0
市净率(倍)	2.4	2.7	2.4	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	35.7	35.5	22.5	16.3	12.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.7	20.8	13.7	10.0	7.9
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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	13.0	16.0	17.7
资产收益率(%)	2.6	4.6	6.7	8.4	9.9
已运用资本收益率(%)	4.6	7.1	10.9	14.5	16.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
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，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