



买入

25% ↑

目标价格:人民币 11.90

原目标价格:人民币 11.10

600580.CH

价格:人民币 9.52

目标价格基础:28倍 2014年市盈率

板块评级:中立

本报告要点

- 国内经营趋势向好
- 外延扩张稳步推动

# 卧龙电气

## 三季度报符合预期，公司可能延续外延发展

公司发布2014年三季度报：2014年前三季度，公司实现收入51.9亿元，同比增长24.38%，实现归上净利润2.31亿元，同比增长27%，公司业绩符合市场预期。公司主业增速稳中有升，国内电机、铁路牵引变等业务持续好转，竞争力有所加强。公司报表质量与财务状况有望逐步改善。考虑到公司未来外延整合的预期，提高目标价到11.90元，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **经营改善**：公司综合毛利率下降0.76个百分点，总体利润率下降0.1个百分点。公司国内业务持续向好，母公司产品结构推动盈利能力显著好转，铁路牵引变业务表现较好；ATB盈利情况有所低于预期，但海外业务有望逐步开始恢复，未来报表质量与财务状况有望逐步改善。
- **国内经营趋势向好**：公司国内板块重点培育的高效电机、无刷直流电机、新能源电机等业务快速发展，竞争力加强；铁路牵引变在行业整合后盈利情况显著提升。在产品优化、管理改进的多重推动下，公司国内经营趋势向好。
- **国内业务整合较快**：公司收购的清江电机经过业务和管理的整合，经营效率有所提升，竞争力加强；收购的章丘海尔整合后，盈利能力有望提升。
- **海外业务有望逐步恢复**：海外业务订单尚可，薪酬提升影响了盈利水平，随着新市场开拓的贡献加大，海外业务有望逐步恢复。
- **可能延续外延发展思路**：公司对上一轮多元化业务收缩后，业务聚焦于电机与控制领域，预计可能在自动化核心配套领域延续外延思路。

### 评级面临的主要风险

- ATB海外业务继续低于预期。

### 估值

- 我们预计公司2014-2016年摊薄后每股收益分别为0.43、0.62和0.79元，基于2014年28倍市盈率，目标价由11.10元上调至11.90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)	2,507.20	5,727.65	7,558.97	9,743.20	11,486.70
变动(%)	(20.31)	128.45	31.97	28.90	17.89
净利润(人民币 百万)	117.51	364.03	472.59	689.76	881.87
全面摊薄每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.43	0.62	0.79
变动(%)	5.82	209.79	29.82	45.95	27.85
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)			0.44	0.62	0.79
调整幅度(%)			(2)	0	0
全面摊薄市盈率(倍)	89.97	29.04	22.37	15.33	11.99
价格/每股账面价值(倍)	38.67	38.45	27.40	17.67	13.46
每股现金流量(人民币)	0.25	0.25	0.35	0.54	0.71
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.11	21.89	14.71	10.52	8.36
每股股息(人民币)	0.05	0.10	0.06	0.09	0.12
股息率(%)	0.58	1.05	0.67	0.98	1.25

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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) 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

## 经营改善

报告期内，公司综合毛利率下降 0.76 个百分点，同期期间费用率下降 0.62 个百分点，其中管理费用率增加 0.28 个百分点。

公司收入增速提升到 24.38%，考虑到清江电机并表因素的影响，国内业务与 ATB 业务合计增速可能在 17% 左右的水平，其中国内业务经营增速较快。

公司资产减值损失、所得税同比下降，可能主要与 ATB 公司的财务政策有关，公司尚有较大额度递延所得税资产，根据海外并购整合的财务法则，预计所得税等情况 2015 年将趋于正常；此外，开发支出增长较快。

报告期内，公司经营现金情况显著好转，增长约 500%；同时，存货、购买支出良好增长；公司员工薪酬大幅增长 78%，人均薪酬福利支出增长预计超过 30%，一方面系 ATB 涨薪，另一方面公司总体待遇有提升，此外，引进技术人才等薪酬支出也有影响。

综合来看，公司国内主业经营改善，后续财务情况可能趋于健康。

**图表 1. 2014 年三季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013 年前三季度	2014 年前三季度	同比变动(%)
营业收入	4,172.83	5,190.26	24.38
销售税金	(10.04)	(14.55)	44.85
营业成本	(3,270.48)	(4,107.55)	25.59
毛利润	892.30	1,068.15	19.71
销售费用	(282.76)	(312.81)	10.63
管理费用	(325.87)	(419.68)	28.79
经营利润	283.67	335.67	18.33
资产减值损失	(30.23)	(10.43)	(65.51)
公允价值变动收益	0.00	(0.49)	-
财务费用	(92.58)	(107.49)	16.11
投资收益	17.16	11.48	(33.1)
营业外收入	70.91	25.45	(64.11)
营业外支出	(1.69)	(2.46)	45.44
利润总额	247.23	251.73	1.82
所得税	(35.85)	5.77	(116.10)
税后净利润	211.38	257.50	21.82
少数股东权益	(29.50)	(26.51)	(10.15)
净利润	181.88	231.00	27.00
<b>主要比率(%)</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	21.62	20.86	(0.76)
销售费用率	6.78	6.03	(0.75)
管理费用率	7.81	8.09	0.28
财务费用率	2.22	2.07	(0.15)
经营利润率	6.80	6.47	(0.33)
税后净利率	5.07	4.96	(0.10)

资料来源：公司数据

**图表 2. 经营指标分析**

	2011 年	2012 年	2013 年	2013 年 前三季度	2014 年 前三季度	同比 (%)
薪酬总额(百万元)	271	1,286	1,350	607.80	1,082.20	78.05
人均薪酬(万元/人)	4.96		15.87		12.72	27.93
员工	5459		8,510			

资料来源：公司数据

**图表 3. 经营指标分析**

(人民币, 百万)	2013 年前三季度	2014 年前三季度	同比(%)
预付款	153.01	103.99	(32.04)
预收款	194.22	185.28	(4.60)
存货	1,013.65	1,233.51	21.69
购买商品支付现金	2,319.59	3,029.14	30.59
经营现金净额	21.72	130.12	499.09
考虑应付差的购买现金	927.96	2,303.17	148.20

资料来源: 公司数据

**国内业务趋势向好:** 公司国内业务方面, 高效电机、无刷直流电机、控制电机、新能源汽车等重点新领域的业务取得一定成果, 竞争力加强; 同时, 国内板块在 2012 年之后管理有所进步, 产品优化与管理提升效果逐步体现。

报告期内, 母公司收入增长 18%, 在投资收益、营业外收入下降情况下, 税前利润增长 56%; 而银川牵引变子公司从中期数据及公司披露信息来看, 盈利提升可能在 40% 以上。考虑电池业务重返中移动、电信客户, 国内总体经营趋势向好。

**国内业务整合较快:** 公司收购的清江电机经过业务和管理的整合, 经营效率有所提升, 竞争力加强; 公司本年度收购章丘海尔电机, 预计整合后盈利能力有望提升, 并有望贡献一定盈利。

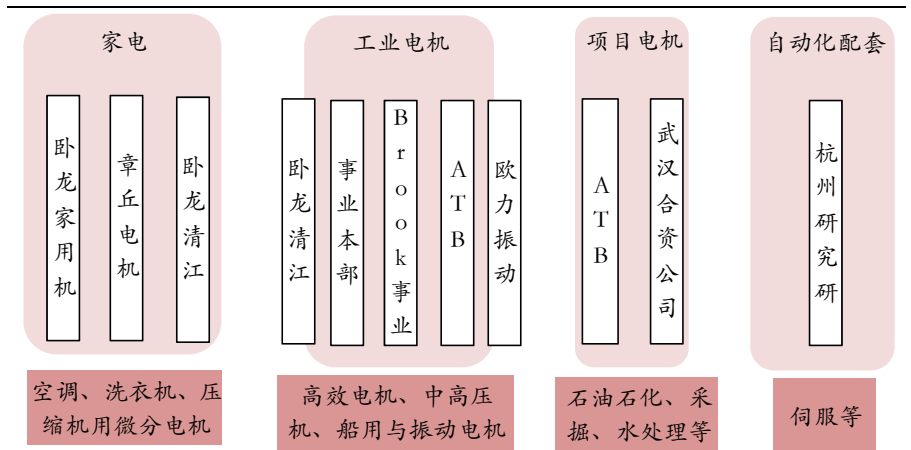
**海外业务有望开始恢复:** 收购 ATB 后其内部管理、整合有所加强, 在世界煤炭采掘市场萧条的形势下 (重要子公司 Morley 主要为煤炭设备), ATB 维持 2 位数订单增长, 但员工待遇上升给盈利造成较大压力。

随着 ATB 在中国等欧洲外市场的开拓, 后续 ATB 经营有望逐步恢复。

### 可能延续在自动化核心配套领域的外延整合

通过并购整合发展业务是公司重要的经营理念, 2011 年之后, 公司收缩多元化业务, 经营重心回归电机与控制主业。

从公司战略布局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 4. 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	2,507	5,728	7,559	9,743	11,487
销售成本	(2,026)	(4,412)	(5,774)	(7,302)	(8,525)
经营费用	(270)	(731)	(908)	(1,229)	(1,450)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>212</b>	<b>585</b>	<b>876</b>	<b>1,213</b>	<b>1,511</b>
折旧及摊销	(73)	(177)	(231)	(239)	(251)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>139</b>	<b>408</b>	<b>645</b>	<b>974</b>	<b>1,260</b>
净利息收入/(费用)	(54)	(67)	(138)	(145)	(167)
其他收益/(损失)	80	86	48	38	38
<b>税前利润</b>	<b>151</b>	<b>355</b>	<b>555</b>	<b>867</b>	<b>1,131</b>
所得税	(16)	51	(25)	(91)	(141)
少数股东权益	(18)	(43)	(58)	(85)	(108)
<b>净利润</b>	<b>118</b>	<b>364</b>	<b>473</b>	<b>691</b>	<b>882</b>
<b>核心净利润</b>	<b>118</b>	<b>364</b>	<b>473</b>	<b>691</b>	<b>882</b>
每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.43	0.62	0.79
核心每股收益(人民币)	0.11	0.33	0.43	0.62	0.79
每股股息(人民币)	0.05	0.10	0.06	0.09	0.12
收入增长(%)	(20)	128	32	29	18
息税前利润增长(%)	(6)	194	58	51	29
息税折旧前利润增长(%)	2	176	50	38	25
每股收益增长(%)	6	210	30	46	28
核心每股收益增长(%)	37	210	30	46	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	555	867	1,131
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)	323	(214)	2
税金	(16)	51	(25)	(91)	(141)
其他经营现金流	(223)	563	(836)	(348)	(624)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>273</b>	<b>275</b>	<b>386</b>	<b>598</b>	<b>785</b>
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)	208	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(61)</b>	<b>(38)</b>	<b>235</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
净增权益	0	423	0	0	0
净增债务	(651)	1,659	(597)	441	(126)
支付股息	(38)	(111)	(71)	(104)	(132)
其他融资现金流	(82)	281	(213)	(670)	133
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(770)</b>	<b>2,252</b>	<b>(881)</b>	<b>(333)</b>	<b>(125)</b>
现金变动	(557)	2,489	(261)	292	687
期初现金	1,053	967	1,560	1,355	1,279
公司自由现金流	233	266	632	633	815
权益自由现金流	(492)	1,829	(115)	921	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	1,560	1,355	1,279	1,469
应收帐款	745	1,701	2,183	2,314	2,668
库存	607	1,100	1,424	1,655	1,961
其他流动资产	265	453	489	755	1,185
<b>流动资产总计</b>	<b>2,594</b>	<b>4,857</b>	<b>5,507</b>	<b>6,120</b>	<b>7,359</b>
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	837	795	901
<b>长期资产总计</b>	<b>2,180</b>	<b>4,032</b>	<b>4,327</b>	<b>4,276</b>	<b>4,195</b>
<b>总资产</b>	<b>4,773</b>	<b>8,889</b>	<b>9,833</b>	<b>10,395</b>	<b>11,554</b>
应付帐款	658	1,198	1,583	1,502	1,837
短期债务	633	1,562	965	1,375	1,250
其他流动负债	668	990	1,137	1,204	1,289
<b>流动负债总计</b>	<b>1,959</b>	<b>3,750</b>	<b>3,685</b>	<b>4,081</b>	<b>4,376</b>
长期借款	25	708	708	708	708
其他长期负债	0	550	1,093	595	612
股本	688	1,111	1,111	1,111	1,111
储备	1,867	2,484	2,886	3,473	4,223
<b>股东权益</b>	<b>2,553</b>	<b>3,582</b>	<b>3,996</b>	<b>4,584</b>	<b>5,333</b>
少数股东权益	236	300	352	428	525
<b>总负债及权益</b>	<b>4,773</b>	<b>8,889</b>	<b>9,833</b>	<b>10,395</b>	<b>11,554</b>
每股帐面价值(人民币)	3.71	3.23	3.60	4.13	4.80
每股有形资产(人民币)	3.40	2.63	2.89	3.46	4.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.45)	0.64	0.29	0.72	0.44

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	11.6	12.4	13.2
息税前利润率(%)	5.5	7.1	8.5	10.0	11.0
税前利润率(%)	6.0	6.2	7.3	8.9	9.8
净利率(%)	4.7	6.4	6.3	7.1	7.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.5	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	1.9	4.2	4.3	6.4	7.4
净权益负债率(%)	净现金	18.3	7.3	16.0	8.3
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	90.0	29.0	22.4	15.3	12.0
核心业务市盈率(倍)	90.0	29.0	22.4	15.3	12.0
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	104.9	33.9	26.1	17.8	14.0
市净率(倍)	2.6	3.0	2.6	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	38.7	38.5	27.4	17.7	13.5
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	35.1	21.9	14.7	10.5	8.4
<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	12.5	16.1	17.8
资产收益率(%)	2.6	4.6	6.6	8.6	10.0
已运用资本收益率(%)	8.5	10.2	11.6	12.4	13.2

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

## 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  
西单北大街 110 号 7 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