2015 年 08 月 26 日

群益香港研究部
hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 13.0RMB

公司基本資訊

產業別	電氣設備
A 股價(2015/8/25)	10.29
上證綜指(2015/8/25)	2964.97
股價 12 個月高/低	15.2/6.48
總發行股數(百萬)	1110.53
A 股數(百萬)	687.73
A 市值(億元)	155.92
主要股東	浙江臥龍舜禹投資有限公司(38.07%)
每股淨值(元)	3.40
股價/賬面淨值	4.13

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	8.0	30.7	84.8

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2015-04-21	12.0	買入
2014-07-18	8.86	買入

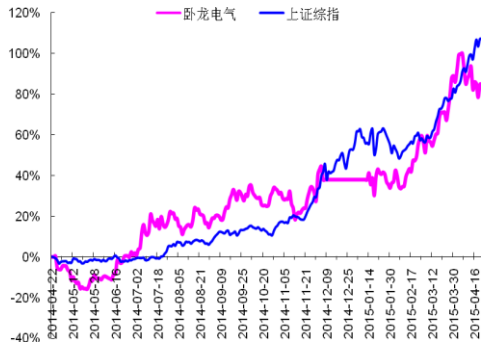
產品組合

電機及控制裝置	84.02%
變壓器	11.57%
蓄電池	4.41%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	18.5%
一般法人	28.2%

股價相對大盤走勢



臥龍電氣(600580.SH) BUY/買入

電機業務大幅增長，產業并購整合提速

結論與建議：

公司今日發布 2015H1 報告，報告期實現收入 43.91 億元(YOY+31.1%)，實現淨利潤 1.61 億元(YOY+34.3%)，符合預期。單季度看，公司 2Q 實現收入 24.1 億元(YOY+32.4%)，實現淨利潤 1 億元(YOY+20.0%)。展望未來，公司董事會以中長期戰略部署爲導向，打造一流的電機與控制集成爲主業，做深做强家電類電機、工業類電機和電機控制驅動三大產業，全面提升產品的盈利能力，確保公司持續健康快速發展。

預計公司 15、16 年分別實現營收 83.76 億元(YOY+21.5%)、101.48 億元(YOY+21.2%)，實現淨利潤 6.71 億元(YOY+50.5%)、7.96 億元(YOY+18.6%)，EPS0.60、0.72 元，當前股價對應 15、16 年動態 PE 分別爲 17X、14X，考量公司未來發展前景，當前動態估值有提升空間，維持“買入”建議，目標價 13.0 元(對應 2016 年動態 PE 18X)

- **電機產業全面提振**：公司緊緊圍繞家用、工業、項目電機和驅動控制四大產品聚焦的戰略，實現從電氣產業向電機及控制產業方向的轉變，做深做强電機及控制產業。報告期內，公司該業務實現收入 32.78 億元(YOY+35.36%)，銷售利潤 7.4 億元（毛利率 22.57%），保持了高水準。與此同時，公司增强日本、荷蘭、杭州技術研究院對產業發展的技術支撑，努力向全球電機產業第一方陣梯隊邁進。

- **加快產業并購步伐，完善產業布局**：報告期內收購防爆電機龍頭企業南防集團，建立國內防爆電機市場的領先地位。收購意大利 SIR 後，取得了在工業機器人應用的前端性技術及整體方案的設計與解决能力，并大力開拓國內機器人市場。此外，公司與上海大郡合資設立新能源電機合資公司實現關鍵部件、動力總成系統製造基地。與歐洲 ATB 集團建立國內合資公司紹興澳特彼電機有限公司，實現超高效節能電機 OEM 生產製造，在開拓北美等國際市場的同時提升國內電機生產、 製造、工藝以及技術。一些列布局均圍繞著電機與控制產業方向，立足于完善產業布局，打造國際一流的系統集成商和整體方案解决商。

- **變壓器、電源產品結構得到優化，產品的獲利能力顯著改善**：15H1 公司變壓器業務實現收入 4.52 億元(YOY+32.6%)，產品毛利率同比下降 7.1ppt，主要是加大了高鐵牽引變壓器等產品的銷售，優化產品結構；公司蓄電池業務 15H1 實現銷售收入 1.72 億元(YOY-2.2%)，主要是公司加大了 UPS、汽車起動、儲能等產品的產業化。

- **財務方面**：公司綜合毛利率 27.33%，同比上升 0.25ppt。公司電機與控制裝置業務中核心產品繼續保持快速增長勢頭變壓器及蓄電池業務優化產品結構使得公司整體毛利率維持較高水平；費用率方面，費用率 15.9%（YOY-2.0%）,公司加强費用管理取得效果。

- **聚焦電機，產業結構不斷優化**：展望未來，公司董事會以中長期戰略部署爲導向，加快實現“一大主業、三大產業、三個技術研發支撑點”戰略目標，打造一流的電機與控制集成爲主業，做深做强家電類電機、工業類電機和電機控制驅動三大產業，全面提升產品的盈利能力，確保了公司持續健康快速發展。

- **盈利預測**：預計公司 15、16 年分別實現營收 83.76 億元(YOY+21.5%)、101.48 億元(YOY+21.2%)，實現淨利潤 6.71 億元(YOY+50.5%)、7.96 億元(YOY+18.6%)，EPS0.60、0.72 元，當前股價對應 15、16 年動態 PE 分別爲 17X、14X，考量公司未來發展前景，當前動態估值有提升空間，維持“買入”建議，目標價 13.0 元(對應 2016 年動態 PE 18X)。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	117.51	364.03	445.78	670.80	795.73
同比增減	%	5.85%	209.79%	22.46%	50.48%	18.62%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.106	0.328	0.401	0.604	0.717
同比增減	%	5.85%	209.79%	22.46%	50.48%	18.62%
A 股市盈率(P/E)	X	132.68	42.83	34.98	17.04	14.36
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.100	0.100	0.100	1.100
股息率(Yield)	%	0.71%	0.71%	0.71%	0.97%	10.69%

注：公司13年完成資產注入，12年相關數據作追溯調整

=預期報酬(Expected Return；ER)爲准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；買入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
賣出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
營業收入	2,507	5,728	6,893	8,376	10,148
經營成本	2,026	4,412	5,469	6,585	7,991
營業稅金及附加	12	13	17	13	42
銷售費用	149	393	441	445	579
管理費用	189	477	516	561	658
財務費用	68	138	130	136	168
資產減值損失	10	42	27	32	23
投資收益	18	17	30	35	58
營業利潤	71	270	321	623	744
營業外收入	82	88	143	154	169
營業外支出	2	3	8	11	1
利潤總額	151	355	457	766	911
所得稅	16	-51	-19	35	62
少數股東損益	18	43	30	60	54
歸屬于母公司所有者的淨利潤	118	364	446	671	796

附二：合并資產負債表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
貨幣資金	967	1,560	1,122	1,347	1,616
應收帳款	1,019	2,134	2,242	2,578	2,965
存貨	607	1,100	1,095	1,226	1,373
流動資產合計	2,594	4,857	4,517	5,151	5,954
長期投資淨額	324	350	403	435	470
固定資產合計	994	2,236	2,224	2,558	2,941
在建工程	498	386	413	260	261
無形資產	2,180	4,032	3,969	4,077	4,603
資產總計	4,773	8,889	8,486	9,228	10,557
流動負債合計	1,959	3,750	3,220	3,638	4,111
長期負債合計	25	1,257	1,291	102	103
負債合計	1,984	5,007	4,511	3,740	4,214
少數股東權益	236	300	322	12	13
股東權益合計	2,789	3,882	3,975	5,476	6,330
負債和股東權益總計	4,773	8,889	8,486	9,228	10,557

附三：合并現金流量表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
經營活動產生的現金流量淨額	274	270	-59	101	101
投資活動產生的現金流量淨額	-107	-955	29	129	129
籌資活動產生的現金流量淨額	-215	933	-409	-6	39
現金及現金等價物淨增加額	-48	248	-438	224	269

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。