

买入

2015年4月1日

风电业务表现亮丽，有望获母公司资产注入具有想象空间

- **14年收入符合预期，净利润略超市场预期：**公司全年营收同比下降2.6%至767.9亿元，主要受高效清洁能源和现代服务业务收入减少所致，其中火电设备和电站EPC收入下降较大，而风电和电梯收入增长弥补了部分火电收入负面影响。属于母公司净利润同比增长4.9%至25.1亿元，结束了连续两年的下跌。整体毛利率和净利润率稳中有升，虽然火电设备毛利率继续承压下跌，但风电和现代服务版块（受益于海外工程计提拨备拨回）毛利率大幅改善。公司拟派末期股息每股5.87分，派息率为30%。全年新增订单588亿元，同比基本持平，高效清洁能源订单同比下降20%，而新能源订单同比大增98.5%（主要来自风电）。年末在手订单为2508亿元，同比增长5.8%。
- **风电业务表现亮眼：**14年风电市场延续13年下半年回暖的势头，风机ASP开始回升，同时由于规模效应，使得公司的风电单位采购成本下降，期内风电毛利率从13年的-4.4%提升至14年5.7%。风电新增订单翻倍达到约94亿元，创历史新高。全年风电收入同比增长73.8%至52.7亿元。随着风电设备价格继续回暖以及15年抢装潮，预计毛利率水平仍有提升空间，收入保持快速增长态势。
- **国企改革推进，有望获得母公司优质资产注入：**根据上海国企改革最新情况，上海电气总公司有望未来几年实现整体上市。隶属于上海国资委的上海电气总公司为公司的控股股东（持股占比超过58%），其旗下还有4家上市公司，而公司作为母公司旗下最大电力设备上市平台，从营收、盈利和总资产规模来看，其他几家无法相比，我们认为很有望未来获得来自母公司优质资产注入。
- **加快优化产业结构：**在维持现有业务平稳发展的基础上，公司将加快对产业结构的优化进程，未来将通过收购、合资等不同方式积极发展例如机器人、太阳能光热发电、油气和海工等具有光明前景的领域，保持公司竞争力和持续发展。
- **调整目标价5.89港元，维持买入评级：**公司具有国企改革、一路一带、核电、AH股折价等众多具有前景和想象力的主题，同时作为沪港通标的，南下资金涌入有助于提升整体行业估值水平。因此我们提升公司未来12个月目标价格为5.89港元，较目前价格有15.04%的上涨空间，为2016年每股预测收益22倍市盈率和1.6倍PB，维持买入评级。

★ 1人民币=1.25港元

侯捷

+ 852-25321597

Jay.hou@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	电力设备
股价	5.12 港元
目标价	5.89 港元 (+15.04%)
股票代码	2727
已发行股本	128.24 亿股 (A+H)
总市值 (A+H)	1497 亿港元
52 周高/低	5.48 港元/2.67 港元
每股净资产	3.34 港元
主要股东	上海市国有资产监督管理委员会 (61.60%)

盈利摘要

截止12月31日	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
营业额 (人民币百万)	78,795	76,785	78,983	82,314	86,910
变动 (%)	2.9%	-2.6%	2.9%	4.2%	5.6%
净利润 (人民币百万)	2,393	2,511	2,464	2,661	2,815
每股盈利 (人民币元)	0.19	0.20	0.19	0.21	0.22
变动 (%)	-11.8%	4.9%	-1.9%	8.0%	5.8%
市盈率@5.12港元 (倍)	21.9	20.9	21.3	19.7	18.7
每股股息 (人民币元)	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07
股息现价比率 (%)	1.8%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



来源: 彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币 百万元, 财务年度截至12月31日						人民币 百万元, 财务年度截至12月31日					
	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测		2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
收入	78,794.5	76,784.5	78,983.5	82,314.1	86,910.1	盈利能力					
毛利	13,710.0	14,366.5	14,441.4	15,092.7	15,959.6	毛利率 (%)	17.4%	18.7%	18.3%	18.3%	18.4%
其他业务收入	1,471.0	1,371.8	1,454.1	1,541.4	1,695.5	EBITDA 利率 (%)	7.4%	8.7%	8.1%	8.4%	8.2%
销售及管理费用	(7,678.2)	(7,351.5)	(7,661.4)	(7,778.7)	(8,473.7)	净利率 (%)	3.0%	3.3%	3.1%	3.2%	3.2%
其他费用	(3,047.0)	(3,071.4)	(3,159.3)	(3,292.6)	(3,476.4)	营运表现					
营运收入	4,455.7	5,315.5	5,074.8	5,562.9	5,705.0	SG&A/收入 (%)	9.7%	9.6%	9.7%	9.5%	9.8%
财务费用	(254.2)	(296.5)	(320.1)	(317.8)	(310.0)	实际税率 (%)	21.4%	16.1%	20.0%	20.3%	20.6%
联营公司	811.6	533.0	533.0	533.0	533.0	股息支付率 (%)	40.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
税前盈利	5,013.1	5,552.0	5,287.8	5,778.0	5,928.0	库存周转	119.4	130.7	138.5	135.2	128.9
所得税	(1,072.6)	(895.2)	(1,057.6)	(1,172.1)	(1,223.8)	应付账款天数	137.8	152.1	154.9	154.4	153.4
少数股东应占利润	1,816.9	2,032.9	1,766.2	2,027.5	2,080.5	应收账款天数	106.3	122.0	119.0	112.3	106.0
净利润	2,393.2	2,510.6	2,464.0	2,660.7	2,814.9	财务状况					
折旧及摊销	1,398.6	1,328.7	1,355.2	1,382.3	1,382.3	净负债/股本	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6
EBITDA	5,854.3	6,644.1	6,430.0	6,945.2	7,087.3	收入/总资产	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EPS	0.19	0.20	0.19	0.21	0.22	总资产/股本	4.0	4.2	4.2	4.2	4.1
增长						盈利对利息倍数	9.4	8.5	7.7	8.4	9.1
总收入 (%)	2.9%	-2.6%	2.9%	4.2%	5.6%						
EBITDA (%)	-11.9%	13.5%	-3.2%	8.0%	2.0%						
每股收益 (%)	-11.8%	4.9%	-1.9%	8.0%	5.8%						
资产负债表	人民币 百万元, 财务年度截至12月31日					现金流量表	人民币 百万元, 财务年度截至12月31日				
	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测		2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
现金	21,408.8	25,113.5	30,454.5	34,460.1	38,128.6	EBITDA	5,854.3	6,644.1	6,430.0	6,945.2	7,087.3
应收账款	25,268.4	26,055.8	25,461.9	25,208.8	25,285.5	融资成本(收入)	254.2	296.5	320.1	317.8	310.0
存货	20,644.8	24,073.0	24,892.2	24,888.5	25,218.5	营运资金变化	738.6	(2,003.1)	2,188.1	(502.8)	(661.2)
其他流动资产	34,148.7	35,989.8	36,308.0	38,033.8	39,720.4	所得税	(1,545.1)	(1,238.5)	(1,033.9)	(1,261.8)	(1,264.4)
总流动资产	101,470.6	111,232.1	117,116.5	122,591.3	128,353.0	其他营运活动	1,876.2	484.2	783.8	862.5	985.3
固定资产	15,126.7	14,066.5	14,508.8	15,013.8	15,613.3	营运性现金流	7,178.2	4,183.1	8,688.1	6,360.9	6,456.9
无形资产	990.5	915.3	915.3	915.3	915.3	资本开支	(1,771.0)	(1,239.7)	(1,797.5)	(1,887.4)	(1,981.8)
长期投资	11,704.9	17,336.7	16,345.4	16,956.5	16,793.1	其他投资活动	(3,540.3)	(1,230.8)	406.5	623.3	440.8
总资产	129,292.7	143,550.6	148,886.0	155,476.9	161,674.6	投资性现金流	(5,311.3)	(2,470.5)	(1,391.0)	(1,264.1)	(1,541.0)
应付票据	4,144.5	4,898.1	5,064.7	5,275.0	5,567.6	负债变化	513.4	1,880.1	(42.7)	(40.5)	(38.5)
应付帐款	29,243.4	31,835.6	32,919.0	34,285.6	36,187.6	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期银行贷款	3,764.5	5,008.7	5,008.7	5,008.7	5,008.7	股息	(816.9)	(957.3)	(753.1)	(739.2)	(798.2)
其他短期负债	45,084.1	51,555.8	52,957.9	53,910.2	53,820.9	其他融资活动	(1,135.1)	1,298.4	(1,154.8)	(303.7)	(398.5)
总短期负债	82,236.5	93,298.2	95,950.2	98,479.4	100,584.7	融资性现金流	(1,438.6)	2,221.2	(1,950.6)	(1,083.5)	(1,235.2)
长期银行贷款	217.7	853.6	811.0	770.4	731.9	现金变化	266.1	3,704.7	5,184.0	3,844.0	3,501.9
其他负债	4,129.9	3,973.7	3,975.8	4,129.0	4,162.7	期初持有现金	15,909.8	16,175.9	19,880.6	25,064.6	28,908.6
总负债	86,584.1	98,125.5	100,737.0	103,378.8	105,479.3	期末持有现金	16,175.9	19,880.6	25,064.6	28,908.6	32,410.5
少数股东权益	10,502.6	11,188.7	12,954.8	14,982.4	17,062.9	购买3个月定期	5,232.9	5,232.9	5,389.9	5,551.6	5,718.1
股东权益	32,206.0	34,236.4	35,194.2	37,115.7	39,132.3						
每股账面值	2.51	2.67	2.74	2.89	3.05						
营运资金	19,234.1	17,933.9	21,166.3	24,111.9	27,768.2						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。