

**买入**

2014年12月01日

**核电重启指日以待，带来长期增长新动力**

**14年上半年业绩概览：**公司上半年营业收入同比下降 6.43%至 358.8 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。期内风电、电梯收入的增长弥补了一部分火电收入减少影响。公司净利润同比下降 8%至约 13 亿元，主要受火电设备毛利率下降所致，但公司整体毛利率同比有 1.9 个百分点的增长，主要因为除火电以外，其他版块毛利率同比都有不同程度的上升。公司建议不派中期股息。

- **风电新增订单和收入增长喜人：**截止 14 年 1-9 月，风电设备新增订单为 69.4 亿元，同比增加约 102%，并提早三个月完成公司 62 亿元的全年风电新增订单目标。前三季度风电销售收入为 31 亿元，同比增加 93%。毛利率也从去年同期的-1.7%提升至上半年的 9%，随着风电设备价格继续回暖以及下半年至明年上半年的抢装潮带动，相信毛利率水平仍有提升空间。上半年海上风电拿到将近 8 亿元的订单，由于公司和西门子在海上风电的深度合作，未来若海上风电开始启动大规模建设周期，相信公司将收获更多订单。
- **核电重启在即，增添长期增长动力：**前 9 个月核岛新增订单同比增长 89%至 23.4 亿元，超预期完成全年目标的 129%。核岛在手订单充足，为 157 亿元。核岛上半年收入同比微增 1.5%至 10.4 亿元，预计全年收入大约 21 亿元。核岛设备毛利率同比大幅提高了 6.6 个百分点至 31.3%，主要由于堆内构件和控制棒驱动机构销售占比较高所致（毛利率接近 50%）。在政策方面，国家已经明确将核电作为未来国内能源发展的重要组成部分，并将核电出口上升至国家战略。按照核电中长期规划，到 2020 年核电装机容量将达到 5800 万千瓦，在建容量达到 3000 万千瓦。公司在核岛和常规岛分别拥有 45%和 33%的市占率，并在一些关键核岛设备拥有垄断性地位（堆内构件、控制棒驱动机构），因此我们认为公司是核电重启的最大受益者之一。
- **调整目标价 5.41 港元，维持买入评级：**我们提升公司未来 12 个月目标价格为 5.41 港元，较目前价格有 16.3%的上涨空间，为 2015 年每股预测收益 21 倍市盈率和 1.5 倍 PB，维持买入评级。

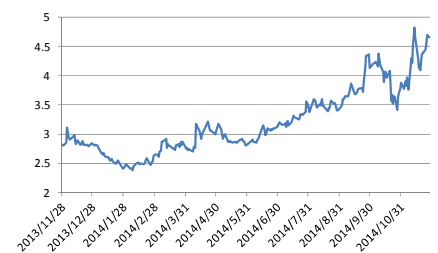
**侯捷**
**+ 852-25321597**
**Jay.hou@firstshanghai.com.hk**
**主要数据**

行业	电力设备
股价	4.65 港元
目标价	5.41 港元 (+16.3%)
股票代码	2727
已发行股本 (A+H)	128.24 亿股
总市值 (A+H)	918.67 亿港元
52 周高/低	4.85 港元/2.31 港元
每股净现值	3.28 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	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
营业额 (人民币百万)	76,591	78,795	78,124	80,506	83,739
变动 (%)	7.2%	2.9%	-0.9%	3.0%	4.0%
净利润 (人民币百万)	2,715	2,393	2,394	2,642	2,758
每股盈利 (人民币元)	0.21	0.19	0.19	0.21	0.22
变动 (%)	-14.7%	-11.8%	0.1%	10.3%	4.4%
市盈率@4.65港元 (倍)	17.6	19.9	19.9	18.1	17.3
每股股息 (人民币元)	0.06	0.07	0.07	0.08	0.09
股息现价比率 (%)	1.7%	2.0%	2.0%	2.2%	2.3%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

# 核电重启指日以待，带来长期增长新动力

## 14年上半年业绩概览

公司上半年营业收入同比下降 6.43%至 358.8 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。期内风电、电梯收入的增长弥补了一部分火电收入减少影响。公司净利润同比下降 8%至约 13 亿元，主要受火电设备毛利率下降所致，但公司整体毛利率同比有 1.9 个百分点的增长，主要因为除火电以外，其他版块毛利率同比都有不同程度的上升。公司建议不派中期股息。

## 风电新增订单和收入增长喜人

截止 14 年 1-9 月，风电设备新增订单为 69.4 亿元，同比增加约 102%，并提早三个月完成公司 62 亿元的全年风电新增订单目标。前三季度风电销售收入为 31 亿元，同比增加 93%。毛利率也从去年同期的-1.7%提升至上半年的 9%，随着风电设备价格继续回暖以及下半年至明年上半年的抢装潮带动，相信毛利率水平仍有提升空间。上半年海上风电拿到将近 8 亿元的订单，由于公司和西门子在海上风电的深度合作，未来若海上风电开始启动大规模建设周期，相信公司将收获更多订单。

## 核电重启在即，增添长期增长动力

前 9 个月核岛新增订单同比增长 89%至 23.4 亿元，超预期完成全年目标的 129%。核岛在手订单充足，为 157 亿元。核岛上半年收入同比微增 1.5%至 10.4 亿元，预计全年收入大约 21 亿元。核岛设备毛利率同比大幅提高了 6.6 个百分点至 31.3%，主要由于堆内构件和控制棒驱动机构销售占比较高所致（毛利率接近 50%）。在政策方面，国家已经明确将核电作为未来国内能源发展的重要组成部分，并将核电出口上升至国家战略。按照核电中长期规划，到 2020 年核电装机容量将达到 5800 万千瓦，在建容量达到 3000 万千瓦。近期国家发改委已经正式向国务院申报启动核电新项目审批，此次上报的是要正式通过核准的三个核电站项目的 6 台机组。考虑到公司在核岛和常规岛分别拥有 45%和 33%的市占率，覆盖了目前所有主流的核电技术路线，并在一些关键核岛设备拥有垄断性地位（堆内构件、控制棒驱动机构），因此我们认为公司是核电重启后的最大受益者之一。我们预计今年核电业务收入为 45-50 亿元，未来 3-4 年公司目标为每年 100 亿元收入。

## 火电设备价格停止下跌，电梯业务将进入稳增长阶段

火电业务继续受宏观能源结构调整影响，导致下游需求持续疲软，上半年高效清洁能源板块收入同比下降 23.4%，但利好消息是 1-9 月份火电设备新增订单平均价格比 13 年有 5%的回升，减轻了未来火电毛利率压力。尽管国家强调新能源建设的重要性，但是由于新能源建设速度在短期内还无法解决中国能源消耗缺口，预计未来几年火电新增装机容量大概维持在 30-40GW 的水平。电梯业务今年受到房地产增速放缓影响，增速从去年的 30%放缓至 10%左右，公司希望通过对电梯改造和维保服务的提高来弥补这电梯制造部分的减少，截止上半年电梯服务增速为 20%，占比电梯总收入的 16%左右。预计未来中长期，随着国内城镇化持续推进，电梯业务将保持中高单位数的增长。

### 调整目标价 5.41 港元，维持买入评级

考虑到以下因素：1) 核电重启和核电外交政策带来新的长期增长动力。2) 中广核上市带来的短期核电板块热度和关注度 3) AH 股差价 70%，我们提升公司未来 12 个月目标价格为 5.41 港元，较目前价格有 16.3% 的上涨空间，为 2015 年每股预测收益 21 倍市盈率和 1.5 倍 PB，维持买入评级。

### 风险提示

1) 核电重启时间低于预期 2) 期间重大核事故导致国内再度暂停核电发展 3) 火电市场需求持续低迷，设备价格进一步下跌。

## 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					
	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测		2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入	76,591.0	78,794.5	78,124.5	80,505.6	83,739.2	盈利能力					
毛利	13,989.0	13,710.0	14,027.3	14,284.1	14,962.2	毛利率 (%)	18.3%	17.4%	18.0%	17.7%	17.9%
其他业务收入	1,268.7	1,740.6	1,879.9	2,161.9	2,378.0	EBITDA 利率 (%)	8.7%	7.8%	8.2%	8.2%	8.4%
销售及管理费用	(6,956.8)	(7,678.2)	(7,734.3)	(7,970.1)	(8,332.1)	净利率 (%)	3.5%	3.0%	3.1%	3.3%	3.3%
其他费用	(2,990.5)	(3,047.0)	(3,125.0)	(3,220.2)	(3,349.6)	营运表现					
营运收入	5,310.3	4,725.3	5,047.8	5,255.7	5,658.6	SG&A/收入 (%)	9.1%	9.7%	9.9%	9.9%	10.0%
财务费用	(195.5)	(254.2)	(324.0)	(143.4)	(143.0)	实际税率 (%)	23.5%	20.3%	18.0%	20.0%	20.0%
联营公司	611.2	811.6	552.8	552.8	552.8	股息支付率 (%)	30.1%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
税前盈利	5,725.9	5,282.7	5,276.6	5,665.1	6,068.4	库存周转	127.9	119.4	128.2	136.7	133.6
所得税	(1,344.0)	(1,072.6)	(949.8)	(1,133.0)	(1,213.7)	应付账款天数	132.2	137.8	152.4	159.3	158.9
少数股东应占利润	1,667.0	1,816.9	1,932.3	1,890.4	2,096.5	应收账款天数	94.4	106.3	125.2	127.0	120.1
净利润	2,714.9	2,393.2	2,394.5	2,641.7	2,758.2	财务状况					
折旧及摊销	1,337.7	1,398.6	1,328.7	1,355.2	1,382.3	净负债/股本	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
EBITDA	6,648.0	6,123.9	6,376.5	6,610.9	7,041.0	收入/总资产	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EPS	0.21	0.19	0.19	0.21	0.22	总资产/股本	3.9	4.0	4.2	4.2	4.2
增长						盈利对利息倍数	13.9	9.4	7.4	18.4	19.3
总收入 (%)	7.2%	2.9%	-0.9%	3.0%	4.0%						
EBITDA (%)	26.0%	-7.9%	4.1%	3.7%	6.5%						
每股收益 (%)	-14.7%	-11.8%	0.1%	10.3%	4.4%						

资产负债表						现金流量表					
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					
	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测		2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
现金	22,141.7	21,408.8	22,671.3	26,975.9	31,974.7	EBITDA	6,648.0	6,123.9	6,376.5	6,610.9	7,041.0
应收账款	20,605.7	25,268.4	28,310.5	27,714.7	27,386.5	融资成本(收入)	195.5	254.2	324.0	143.4	143.0
存货	21,933.8	20,644.8	24,398.0	25,206.5	25,132.1	营运资金变化	28.5	738.6	(4,308.0)	658.7	997.2
其他流动资产	27,135.0	34,148.7	34,258.4	35,125.4	36,594.8	所得税	(1,522.5)	(1,545.1)	(949.2)	(1,170.5)	(1,252.6)
总流动资产	91,816.2	101,470.6	109,638.2	115,022.6	121,088.0	其他营运活动	1,373.1	1,606.6	766.9	941.6	927.4
固定资产	15,226.2	15,126.7	15,037.7	15,604.0	16,239.2	营运性现金流	6,722.6	7,178.2	2,210.1	7,184.1	7,856.0
无形资产	995.6	990.5	990.5	990.5	990.5	资本开支	(2,074.7)	(1,771.0)	(1,239.7)	(1,921.5)	(2,017.6)
长期投资	10,661.5	11,704.9	12,484.2	12,721.6	13,351.5	其他投资活动	(766.2)	(3,540.3)	3,275.9	282.1	121.0
总资产	118,699.5	129,292.7	138,150.6	144,338.7	151,669.3	投资性现金流	(2,840.9)	(5,311.3)	2,036.2	(1,639.4)	(1,896.6)
短期负债	2,456.8	4,144.5	4,081.6	4,216.9	4,379.6	负债变化	468.0	#REF!	(387.3)	(10.3)	(9.8)
应付账款	26,488.1	29,243.4	32,507.6	33,584.9	34,881.0	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期银行贷款	3,419.3	3,764.5	3,388.1	3,388.1	3,388.1	股息	(979.7)	#REF!	(957.3)	(957.8)	(1,056.6)
其他短期负债	41,422.5	45,084.1	48,453.7	49,943.1	51,722.9	其他融资活动	(3,269.5)	#REF!	(1,478.5)	(263.3)	116.4
总短期负债	73,786.7	82,236.5	88,431.0	91,133.0	94,371.5	融资性现金流	(3,781.2)	(1,438.6)	(2,823.2)	(1,231.4)	(950.1)
长期银行贷款	2,028.6	217.7	206.8	196.4	186.6	现金变化	62.7	266.1	1,262.5	4,147.7	4,837.1
其他负债	2,202.0	4,129.9	4,392.1	4,314.2	4,618.0	期初持有现金	15,847.1	15,909.8	16,175.9	17,438.4	21,586.1
总负债	78,017.3	86,584.1	93,029.8	95,643.6	99,176.1	期末持有现金	15,909.8	16,175.9	17,438.4	21,586.1	26,423.1
少数股东权益	10,175.7	10,502.6	12,434.9	14,325.3	16,421.9	购买3个月定期	6,231.9	5,232.9	5,232.9	5,389.9	5,551.6
股东权益	30,506.6	32,206.0	32,685.9	34,369.8	36,071.3						
每股账面值	2.38	2.51	2.55	2.68	2.81						
营运资金	18,029.5	19,234.1	21,207.2	23,889.6	26,716.5						

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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。