

未评级

上海电气 (2727.HK)

积极转型谋发展，母集团整体上市值得期待

市场数据

报告日期	2015.03.20
收盘价(港元)	4.48
流通H股(亿股)	29.73
总股本(亿股)	128.24
流通H市值(亿港元)	133.19
总市值(亿港元)	574.52
股东净资产(亿元)	342.36
总资产(亿元)	1,435.50
每股净资产(元)	2.67

数据来源: Wind

相关报告

调研纪要 20140121
业绩点评_20140819

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005
(852) 3509-5999
luhj@xyzq.com.hk

主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	78,795	76,785	80,545	84,216
增长率(%)	2.88%	-2.55%	4.90%	4.56%
净利润(百万元)	4,210	4,543	6,023	6,360
增长率(%)	-3.92%	7.92%	32.57%	5.59%
毛利率(%)	17.40%	18.71%	16.17%	13.58%
净利润率(%)	5.34%	5.92%	7.48%	7.55%
每股收益(元)	0.19	0.20	0.20	0.23

数据来源: Wind、公司资料、兴证香港

投资要点

- **2014年业绩保持平稳。**上海电气(2727.HK)3月17日公告2014年经营业绩,其中营业收入减少2.6%至人民币767.84亿元;综合毛利率上升1.3个百分点至18.7%;税前利润54.39亿元,同比增长3.0%;本公司所有者应占利润增加4.9%至25.10亿元;每股盈利19.58分(2013年同期为18.66分),建议派发每股5.873分末期股息。
- **新能源设备板块业绩良好,毛利率提升3.6个百分点。**2014年,新能源设备实现销售收入77.51亿元,较上年同期上升32.2%,毛利率27.4%,同比增加3.6个百分点。板块营业收入及盈利能力的大幅提升主要因为报告期内风电产业继续复苏,风电产品合同单价有所回升,同时售电规模扩大而单位采购成本下降。期内,公司新增风电订单94亿元,创历史新高。核电处于缓慢推动状态,期内新增核电核岛订单29亿元。公司还与全球先进的聚光光热公司合资成立太阳能光热公司,进军光热发电领域。
- **高效能源设备-火电发电设备业务持续下降。**受燃煤发电设备市场整体下滑影响,报告期内交付的发电产品销售量和销售单价均较去年有所下降。业绩期内,高效清洁能源板块实现销售收入286.94亿元,同比下降12.3%,输配电业务同比增长10.1%,燃煤发电业务同比减少11%,板块毛利率16.9%,同比减少0.7个百分点。
- **工业装备板块小幅增长。**2014年工业装备板块实现营收260.2亿元,同比增长2.8%,板块毛利率增加2.2个百分点至21.0%,主要因为业绩期内虽然经济结构调整等对电梯市场产生不利影响,但新型城镇化、公共设施投资等对电梯业务发展起到推动作用。另外,电梯维修保养业务收入超过35亿元,占电梯业务收入比例超过20%。
- **现代服务业收入下降,毛利率大幅提升。**2014年现代服务业实现营收181.4亿元,较上年同期下降10.6%;板块毛利率5.9个百分点上升至16.4%。板块内输配电工程业务收入增长12%,金融业务收入增长33%,但电站工程业务收入下降26.8%。
- **提前战略布局新产业,2015年-转型关键年。**公司进行未来战略性产业领域提前布局,重点关注环保节能领域,关注机器人领域、关注油气、海工,关注高端医疗等领域。已有的业务中,公司将大容量、高参数、节能环保的火电设备作为未来产品的发展方向,保持高效清洁火电的市场优势,努力在燃气轮机、风电设备和能源服务领域取得突破。

核电抓住核电重启的机遇，巩固第三代核电优势，并进军第四代核电、军用核设备、乏燃料后处理等领域。三菱电梯重点发展服务性制造，进一步拓展全国服务网点。

- **我们的观点：** 面临国内宏观经济增速下行，电力市场需求特别是传统火电设备需求下降的形势，公司提出 2015 年是上海电气的“转型发展关键年”，并战略性布局新兴产业。在国企改革的大背景下，上海电气母集团进行整体上市有可能带来资产注入预期。业务上，国内风电市场回暖、核电重启背景下呈现复苏态势，公司未来业绩有望继续保持稳健，建议投资者密切关注。
- **风险提示：** 发电端需求下降，电力设备订单低于预期。

图表 1 上海电气 2014 年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)			点评
	2014年	2013年	同比变动	
收入	76,784,516	78,794,522	-2.6%	产能过剩，需求不足。尽管风电、电梯业务良好，但电站工程，除风电以前的发电设备业务收入均有所下
销售成本	(62,418,022)	(65,084,541)	-4.1%	
毛利	14,366,494	13,709,981	4.8%	新能源设备板块毛利率提升拉动综合毛利率提升1.3个百分点
其他收入和收益	1,371,821	1,470,987	-6.7%	
销售及分销成本	(2,437,275)	(2,551,386)	-4.5%	
管理费用	(8,098,922)	(7,904,263)	2.5%	
财务费用	(296,481)	(254,151)	16.7%	借款利息增加
应占溢利及亏损				
合营企业	944	4,088	-76.9%	
联营企业	532,073	807,463	-34.1%	
税前利润	5,438,654	5,282,719	3.0%	
税项	(895,235)	(1,072,604)	-16.5%	递延所得税大幅增加
本期净利润	4,543,419	4,210,115	7.9%	
归属于				
本公司所有者	2,510,564	2,393,242	4.9%	
非控股股东权益	2,032,855	1,816,873	11.9%	
归属于母公司普通股股东的每股收益				
基本EPS(人民币分)	19.58	18.66	4.9%	

资料来源：公司资料，兴证香港

2014 业绩发布会 Q&A (2015. 3. 19)

1、上海电气集团整体上市情况？

整体上市事情大家普遍关注，前两天公司也停过牌并公告。主要是董事长在两会期间已经提到了整体上市的情况，我看有些新闻报道说的已经比较详细了。

有一点是确定的是上海国企业的改革正在加快推进。上海电气的改革方向也是非常明确的，未来母公司会整体上市。主要是母公司下面子公司的优质资产将会帮到 2727.HK 上市公司。整个上海电气集团母公司下属有 5 家上市公司，我们会根据各个公司的实际具体情况和产业结构情况进行适当的调整。总的方向是希望通过整体上市使得产业结构更加清晰，发展后劲更足，各个产业板块的定位更加合理。整体上市需要各种条件和时间，但我们会去积极推进进程。

2、国家最近已经重启核电项目了，管理层对新拿到的核电订单的做一些量化估值是怎样的？

中国的核电未来会大发展，这是非常明确的。但是中国的核电正在恢复期，主要原因是福岛核电事故以后，各方面对于核电发展的认识有一个统一思想的过程。两会期间，大家更加关注的是内陆的核电要不要发展。核电不仅在中国会加快发展，而且还会推进出口的发展进程。

大家关心明年、后年核电部分业绩将会有多大的发展，这个确实无法回答。第一，因为中国核电走出去项目我们都在参与，这些合同什么时候能够拿到，会有什么样的结果，目前还不清楚。第二，中国核电启动速度到底有多快，大家都很期待，但政府的决心到底有多大，目前也不清楚。

我们只能做好自己。第一、上海电气目前是唯一一家可以提供核岛主设备和常规岛主设备的企业；第二、目前为止我们核岛设备市占率超过 47%，常规岛市占率三分之一。所以我们希望能够保持我们在核电设备方面的优势。但是到底能有多少销售和订单，目前还无法确定。

3 去年现代服务业板块毛利率上涨了比较多，请问原因是什么？这种高毛利率是否可以持续？

现代服务业板块毛利率上升的原因主要是电站工程在 2014 年完工和接近完工的项目比较多。因为海外项目工程风险相对比较大，在项目前期时，我们考虑足够的风险，就计提了一些准备。当完工以后，一些准备没有用完，这样导致毛利率上升。2015 年还有一些海外工程要完工，当前海外工程毛利率 7-8%，毛利率能否保持，最后还要看项目的风险程度。

4、现代服务业板块项目之前拨备有没有撤销或回拨，因为之前中东的一些项目推高了你们利润率？

中东主要是 2014 年伊拉克的项目拨备比较多，金额不到 5 亿。关于撤销或回拨问题上面已经回答了。

5、现代服务业板块，2014 年国际服务和金融服务营业额分别上涨了 33%和 35%，请问什么内容的项目，上涨原因是什么？

有关金融和现代服务业板块增长比较多，包括有关机器人的一些项目，从 2013 年的 9 亿多增长到 16 亿。另外金融方面，集团下属财务公司的集中存款，下属企业存到财务公司，收益方面包括利息和投资收益都有所上升。

6、能否介绍一下公司发展的战略新方向，如比较具体环保方向进展？

我们会重点关注环保节能这个领域，关注机器人领域、关注油气，海工，也会关注高端医疗领域等。现在也在积极的跟踪一些项目，但更具体的信息目前还无法披露。

7、2014 年海外工程收入有比较大下降原因？

2014 年，我们的海外工程项目主要针对一些新兴国家，去年这些国家资金链比较紧张，有些项目比较缓，导致 2014 年收入下降。2014 年订单方面，海外项目订单 131.9 亿元，同比略有增长，13 年订单是比较少的。

8、光热项目组建合资公司的开展情况如何？

光热是未来的一个新的能源形式，当前还在示范阶段，政府也在制订一些政策扶持。

上海电气已经在光热领域，提前进行了布局，选择合作伙伴现在已明确了和 BrightSource 成立合资企业，第一个合同就是 3 万 5 千瓦的光热项目，目前在中国，也是世界上最大的光热项目，我们和其中电投业主达成一致，项目谈判在进行当中。

9、未来发展方向，公司发展机器人项目会不会和母集团下的上海机电产生竞争？

目前状况是，机器人产业在这两个上市公司都有，所以未来我们会非常谨慎的做出安排。但是有一点是确定的，上海电气会全力进入智能机器人领域。

10、火电设备产业发展的方向？

火电是所有能源中最不环保的，但火电技术也在发展。中国是一个煤炭为主的国家，大方向是节能环保，但在国家的能源发展中，火电还是会扮演比较重要的角色。所以，上海电气不可能退出火电，但是我们的火电技术要向更先进、更高效、更环保的方向发展。在这方面我们已经做了大量的投入。在这个行业中，我们处于全球领先的地位。国内整个火电市场订单在下滑，相比于最高峰，现在的订单只有一半。但就在这样的市场氛围里，我们上海电气还是保持全面的领先。今后火电技术要更先进、更高效、更环保，技术水平做到不仅中国第一，也是世界第一。

11、火电业务虽然整体国内招标在下滑，但是相对 2013 年的火电机组招标比 2012 年翻翻了，而根据火电设备交货期一般是 2-2.5 年，这是不是意味着 15-16 年我们的火电业绩会有回升？

火电业务继续回升？我不知道你的数据来源，这两年业内情况已经大变，未来火电下滑是无可避免的。2008 年时候火电订单是 1 万万千瓦，目前只有 4,000-5,000 万千瓦。预计到 2020 年，也就只有 2,000-3,000 万千瓦。所以火电的春天不在这

里，火电设备的机会在于小机组要淘汰，大机组更先进、更高效、更环保。所以也不会说火电未来就没有了，上海电气退出也不可能。

12、去年风电毛利率和市占率都有所提升，我们风电的优势在于什么？2015 年对于风电增速判断和布局是怎样的？

风电已经是非常成熟的新能源技术，中国风电市场经过起伏和大浪淘沙才进入比较成熟的发展阶段。我们是从战略上安排发展风电的，即使在最困难的时候，我们也没有改变我们的意愿。实事求是说，从开始进入风电领域开始，我们是没有赚过一分钱的，到 2014 年，虽然几乎没亏损了，但还没赚钱。我们预计从 2015 年开始，风电会有更快的增长，利润也会有更好的贡献。我们对风电未来发展非常看好，认为风电会成为公司非常重要的业务板块。

13、请问公司对于光伏是怎样布局的？

光伏是成熟技术，是环保的技术，是中国政府鼓励支持的技术，光伏也是发展非常快的一个产业。

上海电气对光伏发展也是我们新重点，我们主要的商业模式是做工程 EPC，但是我们也通过我们的金融业务，我们的投资杠杆撬动工程项目。

去年我们已经进入了中国智慧能源 (1004.HK)，它主要是一个光伏和环保的投资平台、开发商。所有中国智慧能源开发做的光伏和环保项目，上海电气将会总承包 EPC，同时也会使用上海电气的一些设备。

14、2014 年火电确认收入的毛利率如何？电梯业务是否受房地产的影响，毛利率如何？

2014 年火电收入的毛利率国内准则 19.4%，同比下降 0.8%；香港准则 16.9%，同比下降 0.7%。电梯业务毛利率中国准则持平，香港准则是 21%到 21.53%。

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的 12 个月内公司股票的涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

- 买入: 涨幅大于 15%
- 增持: 涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中性: 涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 减持: 涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

- 香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室
- 总机: (852) 35095999
- 传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。