上海电气（2727）

公司报告

持有

2008 年 4 月

毛利率下降趋稳，新技术正在消化中

➢**主营业务持续增长：**上海电气去年业务继续保持稳定增长。整体收入约为 564 亿元人民币，与去年同期相比增长了 28%，其中手持发电设备、重工设备以及轨道交通设备定单分别 1,216 亿元、112 亿元和 16.5 亿元。其中，公司业务增长的最快的是公司的新兴业务：交通设备和环保系统，由于受到轨道交通业务和太阳能设备业务的拉动，两个板块分别较去年增长了 36.5% 和 43.8%。

➢**2008 年公司毛利率下降趋稳：**上海电气的主要业务板块电力设备业务的毛利率有所下降，其毛利率从 2006 年的 18.1%下降到 2007 年的 16.4%。该板块在 2008 年的毛利率将趋稳，主要是由于钢铁供应已形成战略联盟，能适当降低成本；同时新产品技术消化已经差不多了，自产件比例提升；且 EPC 项目比例基本已经维持稳定，因此毛利率有望趋稳。

➢**重型机械板块 08 年将有快速增长：**上海电气的重型机械业务板块包括了重型机械，核电设备以及大型船用曲轴。随着临港基地的建设，以及热加工设备的改造，公司的船用曲轴和核电设备业务将有进一步的快速增长。公司目前在手船用曲轴定单为 170 多根，核电业务 2008 年底累计为 100 亿元人民币。我们预测重型机械板块 2007 年到 2008 年将有超过 24%的收入增长。

➢**风电的增长:** 2007 年中国风电的装机容量较 2006 年有 136.3%的增长，实际新增装机容量为 3,550MW，而根据市场普遍预测 2008 到 2010 年期间，风电的新增装机容量将依旧快速增长。根据我们预测，到 2010 年，上海电气一期风机量产工厂完工，公司将达到 900MW 的产能，我们预测，该业务到 2010 年占电力设备板块的 10%左右。

➢**目标价 4.90 港元，调整为持有评级:**上海电气未来 12 个月目标价格为 4.90 港元，为 2008 年每股预测收益人民币 0.25 元的 17.8 倍市盈率。

1 港元=0.90 人民币

毛力

电话：+ 86 755 33331813

Email: eric.mao@firstshanghai.com.hk

行业	机械制造
股价	4.44 港元
目标价	4.90 港元
	(+10.0%)
市值	132 亿港元
已发行股本	29.7 亿股
52 周高/低	3.05 港元/8.59 港元
每股净现值	1.65 港元
主要股东	上海电气（集团）总公司 (51.59%)

盈利摘要

百万元人民币 截止日12月31日	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入	44,051	56,437	62,481	72,912	90,953
变化	28.1%	28.1%	10.7%	16.7%	24.7%
净利润	2,049	2,815	3,066	3,604	4,841
变化	22.5%	37.4%	8.9%	17.6%	34.3%
市盈率@4.44港元(倍)	25.8	18.8	18.1	15.4	11.5
摊薄每股收益	0.17	0.24	0.25	0.29	0.39
每股派息	0.06	0.09	0.09	0.11	0.14
息率	1.4%	2.0%	2.0%	2.4%	3.2%

来源：公司公告，第一上海估计

股价表现

来源：澎博财经

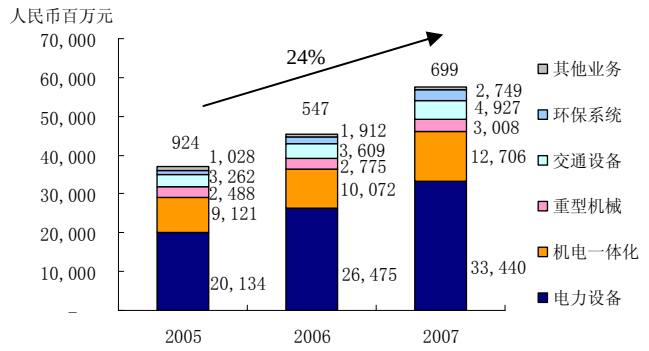
各类主营业务保持增长

公司整体业务保持稳定增长

上海电气公司整体业务继续增长，收入达到了 564 亿元人民币较去年同期增长了 28%

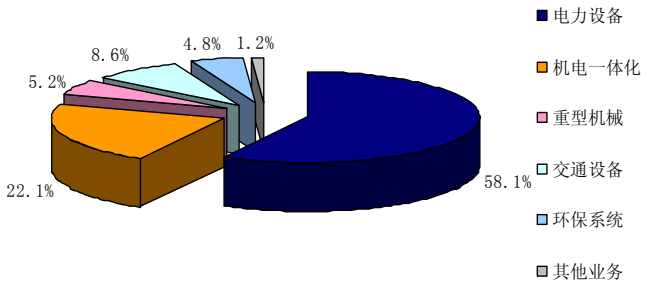
上海电气去年业务继续保持稳定增长。整体收入约为 564 亿元人民币，与去年同期相比增长了 28%，其中手持发电设备、重工设备以及轨道交通设备定单分别 1,216 亿元、112 亿元和 16.5 亿元。其中，公司业务增长的最快的是公司的新兴业务：交通设备和环保系统，由于受到轨道交通业务和太阳能设备业务的拉动，两个板块分别较去年增长了 36.5%和 43.8%。

图表 1：上海电气各业务板块收入比较



资料来源：公司资料、第一上海

图表 2: 2007 年上海电气各业务板块收入占比



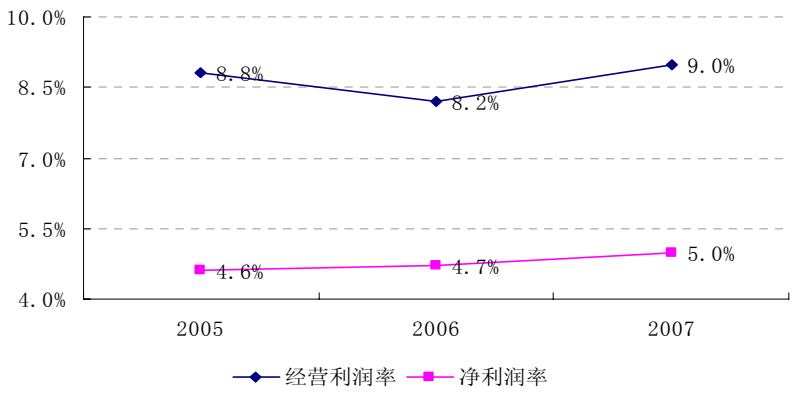
资料来源：公司资料、第一上海

公司经营利润率和净利润率有所上升

公司经营利润率和净利润率有所上升

上海电气经营利润为 51 亿元，经营利润率从去年的 8.2%增长到 9.0%其快速得到改善的主要原因有二点：(1)是在于 2007 年机电一体化业务有明显改善，其电梯业务有大幅度的回升；（2）在去年公司在资本市场兴旺时期，投资业务利润大幅度提高。公司净利润率也维持稳定增长，从 4.7%增长到 5.0%。

图表 3：公司经营利润率和净利润率比较



资料来源：公司公告、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

2008 年公司毛利率下降趋稳

2007 年电力设备业务毛利率有所下降，但 2008 年将趋稳

上海电气的主要业务板块电力设备业务的毛利率有所下降，其毛利率从 2006 年的 18.1%下降到 2007 年的 16.4%，其下降程度比较明显。这个毛利率下降的主要原因是有 3 点：（1）原材料价格上涨，主要是钢铁价格上涨。（2）新产品较多需要适当的时间进行技术消化。（3）EPC 的项目明显增多，而 EPC 除去设备后的毛利率是不高的，但能促进设备的销售，因此在财务报表上显示毛利率将有所下降。根据我们的观点，该板块在 2008 年的毛利率将趋稳，主要是由于钢铁供应已形成战略联盟，能适当降低成本；同时新产品技术消化已经差不多了，自产件比例提升，毛利率也会有适当回升；同时 EPC 项目比例基本已经维持稳定，因此毛利率有望趋稳。

其它业务毛利率增长较快

在其它业务板块中，由于制造能力提升和技术改进，其毛利率都较去年有较大幅度的提升。较为明显的是重型机械板块和交通运输板块，其毛利率分别从 13.8%上升到 16.0%以及从 9.9%上升到 15.3%，分别提高了 2.2 和 5.4 个百分点。重工板块的毛利率提升是得益于，船用曲轴和核电业务的规模扩张以及技术消化。同时公司的协同效应和资源的优化配置也使得其毛利率将有所提高。交通运输板块则因为轨道交通在 2007 年 A 型车技术有所突破，并形成量产而导致毛利率有大幅度的提升。

在机电一体化业务中，由于电梯业务的恢复以及毛利率平稳提升，因此整体毛利率也有所上升，而环保业务中，因太阳能业务的原材料价格持续上涨而导致毛利率下降较多。

图表 4：公司各主要业务板块毛利率的对比

	2005	2006	2007
电力设备	21.7%	18.9%	16.6%
机电一体化	19.4%	18.8%	20.1%
重型机械	10.1%	13.8%	16.0%
交通设备	13.0%	9.9%	15.3%
环保系统	3.4%	6.9%	5.4%
整体业务	19.5%	17.5%	16.4%

资料来源：公司公告、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

重型机械和风电将成为新的增长点

重型机械板块

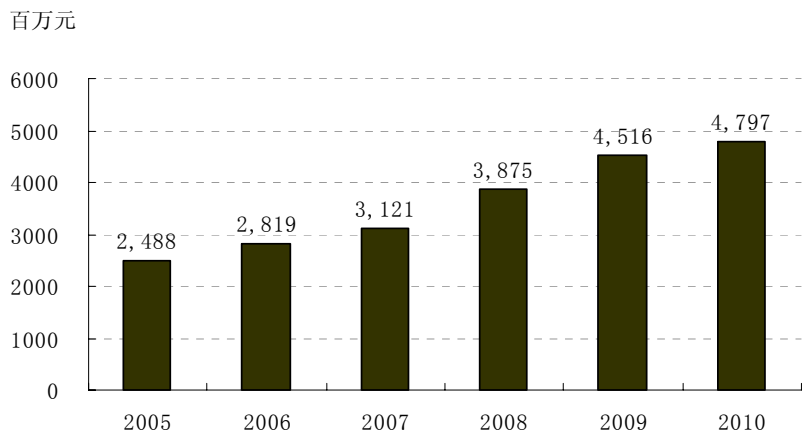
重型机械板块从机电一体化中分离，划分为新的业务板块

上海电气的重型机械业务板块从机电一体化业务中分离出来，划分为新的业务板块。其中包括了重型机械，核电设备以及大型船用曲轴。这些业务未来前景被普遍看好。随着高端工业产业逐步转入中国地区，各类大型装备的中国制造已经不可逆转，而上海电气则有相应的技术能力承接此类业务。虽然未来几年经济增长有所减缓，但是全球性的基础建设将被各国政府推动，以缓解经济减速的压力，因此在宏观上，我们认为重型设备将有增长的需求。

其增长稳定，但占比相对总业务收入较小

随着临港基地的建设，以及热加工设备的改造，公司的船用曲轴和核电设备业务将有进一步的快速增长。公司目前在手船用曲轴定单为 170 多根，核电业务 2008 年底累计为 100 亿元人民币。我们预测重型机械板块 2007 年到 2008 年将有超过 24%的收入增长。如果以 2007 年为基准，到 2010 年复合增长率保守估计可达 15.4%。

图表 5：重型机械板块的增长预测



资料来源：公司公告、第一上海

风电业务

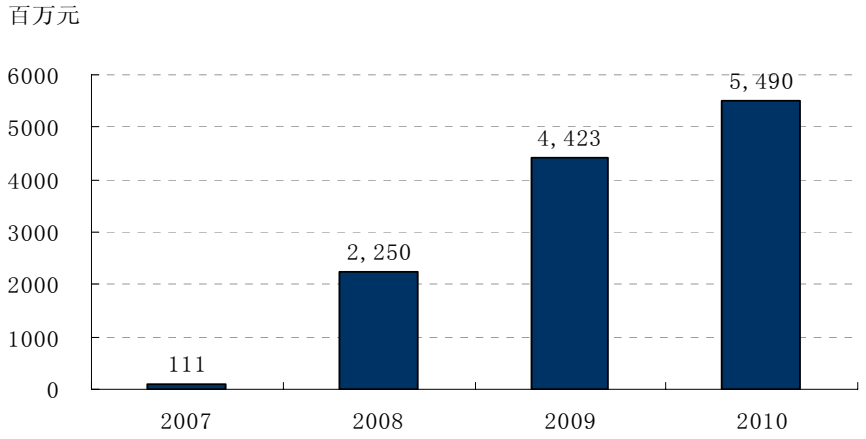
风电业务即将规模化生产

随着中国风电业务快速扩张，上海电气的风电业务也将规模化生产。据统计，当前 2007 年中国风电的装机容量较 2006 年有 136.3%的增长，实际新增装机容量为 3,550MW ，而根据市场普遍预测 2008 到 2010 年期间，风电的新增装机容量将依旧快速增长。因此目前的风机的销售依旧是供不应求。

目前上海电气的风机产品为 1.25MW 的单机，2007 年销量在 30 台，2008 年产量将维持在 200~300 台左右。上海电气根据风机的发展趋势，将发展 2MW 的单机，预计将在 2009 年量产。根据我们预测，到 2010 年，公司一期风机量产工厂完工，公司将达到 900MW 的产能，届时 1.25MW 的单机产品比例将逐步减少。我们预测，该业务到 2010 年占电力设备板块的 10%左右，总业务的 6%左右。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

图表 6：上海电气风电业务的销售预测



资料来源：公司公告、第一上海

汇率风险仍然可控

公司外汇收入已超外汇支出，但是风险依然可控

上海电气自 2007 年起外汇收入已经超过外汇支出，而且随着 2008 年上海电气海外业务的继续拓展，人民币的上涨将给公司带来相应的不利影响。但是，公司目前已经采用了各种手段来规避汇率风险：(1)在海外报价时已经考虑相当的人民币上升的溢价；（2）部分定单将使用欧元报价；（3）适当使用外汇远期协议；（4）尽力使美元支出和收入相当。

这 4 种方法除了第三种方法将无法长期规避人民币汇率上升的风险外，其它几种都能有效的使汇率风险将到相对低点，因此我们认为上海电气的汇率风险是可控的。

盈利分析

预测假设和基准

我们对上海电气盈利预测中的主要假设如下：

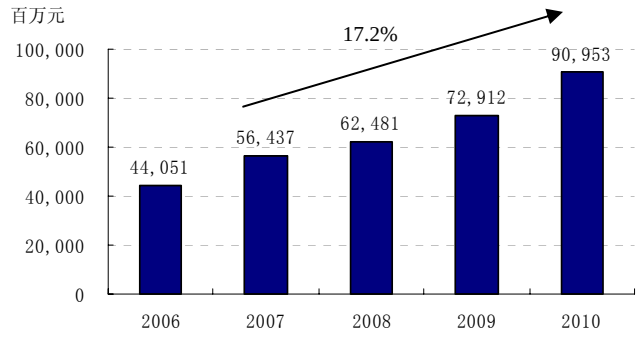
- 从 2008 年到 2010 年，平均火电与核电装机实际建设容量复合增长率为 10%左右。
- 电力设备产品的平均单价基本维持稳定，从 2008 年到 2010 年价格增长不超过 2%。
- 中国数控机床行业 2007 年到 2009 年符合增长率维持在 20%左右
- 2008 年至 2010 年销售费用和行政性开支根据销售额按比例递增。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

上海电气盈利预测

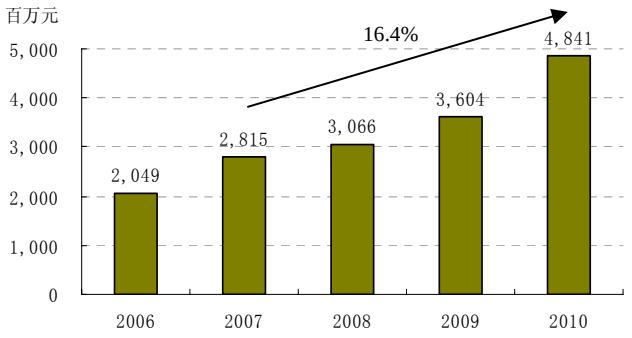
根据我们的预测，以 2007 年为基年到 2010 年，上海电气的销售收入将按年复合增长率 17.2%增长；其净利润将按年复合增长率 16.4%增长。2008 年、2009 年、2010 年的每股收益为 分别为人民币 0.25 元、0.29 元、0.39 元。下表揭示了我们对上海电气的盈利预测。

图表 7：上海电气销售收入预测



资料来源：公司资料、第一上海

图表 8:上海电气归属股东利润预测



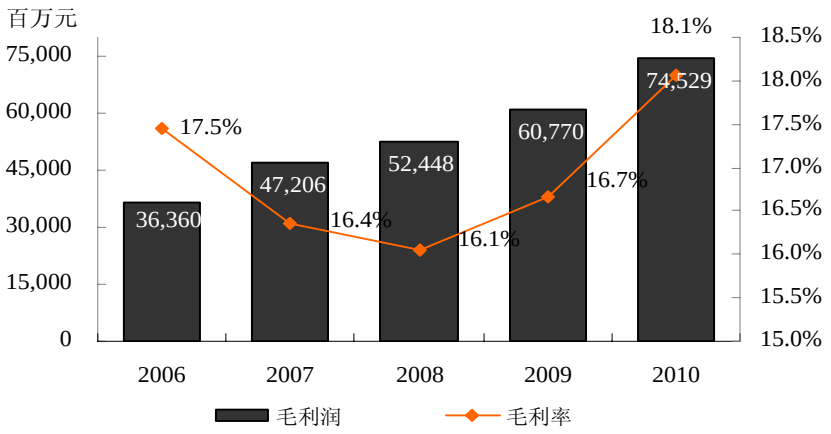
资料来源：公司资料、第一上海

上海电气毛利润和毛利率预测

2009 年毛利率有望回升

根据我们的预测，随着临港基地的完工，以及 2009 年上海电气各新业务都有望规模化生产，以及各类新技术的消化届时都将接近尾声因此 2009 年整体毛利率可望摆脱 2007 年和 2008 年的低迷，将逐步回升。我们预测 2008 年到 2010 年的毛利率分别为：16.1%、16.7%和 18.1%。

图表 5：毛利润和毛利率预测



资料来源：公司公告、第一上海

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

估值与投资建议

估值

为了方便对照较，我们在下图表给出上海电气在全球同业以及香港市场中的市盈率、市值的比较。

图表 7：全球电气类公司市盈率对照

百万欧元	市值	股价欧元	收入 2007	EBITDA 2007	净利润 2007	每股收益 欧元 2007	每股收益 欧元 2008	每股收益 欧元 2009	市盈率 2007年	市盈率 2008年	市盈率 2009年
General Electric	218,962	21.93	111,655	40,071	14,782	1.45	1.46	1.63	15.2	15.0	13.4
Siemens Electric	68,337	74.75	72,448	8,901	3,710	4.13	4.84	6.72	18.1	15.4	11.1
Alstom Electric	21,051	143.00	14,208	1,043	488	3.40	5.76	7.51	42.1	24.8	19.0
Mitsubishi Electirc	12,818	5.97	23,583	1,983	753	0.35	0.45	0.48	17.0	13.1	12.4
平均值									23.1	17.1	14.0

资料来源：Thomson One，第一上海

图表 8：香港电气类公司市盈率对照

百万元人民币	市值	股价港元	收入 2007	EBITDA 2007	净利润 2007	每股收益 元 2007	每股收益 元 2008	每股收益 元 2009	市盈率 2007年	市盈率 2008年	市盈率 2009年
东方电气	5,517	32.45	24,099	3,116	2,778	3.02	3.27	4.13	10.7	9.9	7.9
哈尔滨动力	8,159	13.42	27,649	2,639	1,528	1.24	1.33	1.44	10.8	10.1	9.3
平均值									10.8	10.0	8.6

资料来源：Thomson One，第一上海

在表 7 中，全球知名的电气设备制造业 2008 年、2009 年的预测平均市盈率（算术平均值）分别为 17.1 倍和 14 倍。而香港上市的电气类公司仅有两家，目前香港的电气设备类公司市盈率要低于全球的发电设备类公司，其 2008 年和 2009 年的市盈率分别为 10 倍和 8.6 倍。

由于目前的电气设备业务主要集中于新兴市场，未来的增长速度要高于全球平均水平，而且目前的市盈率为过去 3 年最低的。因此目前市场的电气设备业股价有低估的可能。

我们认为上海电气 12 个月目标价格为 4.90 港元，相当于 2008 年收益的 17.8 倍市盈率，较目前价格 4.44 港元有大约 10%上涨空间。

投资建议

目标价：4.90 港元

我们预测未来 12 个月的目标价格为 4.90 港元，对照现价格 4.44 港元有 10%的上升空间，我们给予其“持有”评级。

风险因素

市场可能存在以下风险，让上海电气无法达到本报告预计：

- 过度的紧缩性调控政策，引发投资急剧下降。
- 外汇汇率出现加速上升，导致公司盈利有所下降。
- 钢材价格在下半年继续上涨，可能导致利润有相应下滑。
- 上海电气出现的内部管理风险，可能会导致盈利能力下降。
- 其它制造商制造能力迅速提升，导致市场竞争激烈。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

附件 1：财务摘要

损益表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	44,051.2	56,437.5	62,480.6	72,912.5	90,952.6
毛利	7,691.3	9,231.1	10,032.7	12,142.1	16,423.6
其他业务收入	900.3	1,806.4	945.3	1,039.9	1,143.9
销售及管理费用	(4,147.7)	(4,990.8)	(5,373.3)	(6,270.5)	(7,731.0)
其他费用	(848.9)	(966.6)	(999.7)	(1,166.6)	(1,455.2)
营运收入	3,595.0	5,080.1	4,605.0	5,744.9	8,381.3
财务费用	(58.2)	(72.2)	(180.5)	(451.1)	(1,127.9)
联营公司	436.2	607.4	728.9	874.6	1,049.5
税前盈利	3,973.0	5,615.2	5,153.4	6,168.4	8,303.0
所得税	(1,041.3)	(1,320.3)	(850.3)	(1,017.8)	(1,370.0)
少数股东应占利润	882.8	1,480.4	1,237.6	1,546.1	2,091.5
净利润	2,931.7	4,295.0	4,303.1	5,150.6	6,933.0
折旧及摊销	(761.4)	(882.1)	(1,660.0)	(2,310.9)	(2,994.5)
EBITDA	4,356.5	5,962.2	6,265.0	8,055.8	11,375.7
增长					
总收入（%）	N/A	28.1%	10.7%	16.7%	24.7%
EBITDA（%）	N/A	36.9%	5.1%	28.6%	41.2%
每股收益（%）	N/A	37.4%	3.6%	17.6%	34.3%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率(%)	17.5%	16.4%	16.1%	16.7%	18.1%
EBITDA 利率(%)	9.9%	10.6%	10.0%	11.0%	12.5%
净利率(%)	6.7%	7.6%	6.9%	7.1%	7.6%
营运表现					
SG&A/收入(%)	9.4%	8.8%	8.6%	8.6%	8.5%
实际税率（%）	26.2%	23.5%	16.5%	16.5%	16.5%
股息支付率（%）	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%	24.7%
库存周转	150.7	127.5	114.8	103.3	89.9
应付账款天数	72.2	73.0	73.0	65.7	59.1
应收账款天数	70.4	64.3	64.0	60.9	59.3
财务状况					
净负债/股本	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
收入/总资产	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
总资产/股本	3.8	3.9	3.9	3.7	4.0
盈利对利息倍数	50.5	34.7	51.6	25.5	12.7

资产负债表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	8,614.2	12,809.9	10,242.7	7,489.4	4,734.6
应收账款	8,497.8	9,937.0	10,950.6	12,167.9	14,781.6
存货	15,012.6	16,494.6	16,493.4	17,199.5	18,351.4
其他流动资产	17,337.7	20,159.8	23,536.7	27,892.2	21,734.4
总流动资产	49,462.3	59,401.2	61,223.5	64,749.0	59,602.0
固定资产	8,590.5	10,778.7	16,168.1	22,635.4	29,426.0
无形资产	543.4	605.6	629.4	677.7	719.5
长期投资	5,451.5	5,611.9	6,746.0	8,062.0	9,118.7
总资产	64,047.8	76,397.5	84,767.0	96,124.0	98,866.2
短期负债	1,253.2	1,850.7	2,382.5	3,047.0	1,589.6
应付帐款	7,187.4	9,442.5	10,490.9	10,940.1	12,075.2
短期银行贷款	440.7	1,437.3	1,724.8	2,414.7	2,897.6
其他短期负债	27,513.5	30,697.3	33,145.3	36,910.7	38,769.0
总短期负债	36,394.7	43,427.9	47,743.5	53,312.4	55,331.4
长期银行贷款	107.4	824.3	1,071.6	1,393.1	1,811.0
其他负债	864.2	1,186.3	889.7	1,005.6	1,302.3
总负债	37,366.3	45,438.5	49,704.8	55,711.1	58,444.7
少数股东权益	6,771.4	7,841.8	8,713.4	11,273.3	10,562.2
股东权益	16,726.2	19,669.3	21,583.4	26,281.3	24,449.0
每股账面值	1.52	1.65	1.82	2.21	2.06
营运资金	12,096.0	13,962.8	11,518.7	9,037.9	1,157.3

现金流量表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	4,356.5	5,962.2	6,265.0	8,055.8	11,375.7
融资成本(收入)	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
营运资金变化	(3,197.8)	(6,592.1)	(3,841.0)	(4,340.4)	(6,013.3)
所得税	(1,041.3)	(1,320.3)	(850.3)	(1,017.8)	(1,370.0)
营运性现金流	117.4	(1,949.2)	1,575.7	2,700.6	3,996.4
资本开支	(2,534.9)	(2,191.9)	(5,398.8)	(6,465.1)	(6,773.8)
其他投资活动	2,653.6	8,084.2	1,576.5	2,063.2	2,320.2
投资性现金流	118.7	5,892.2	(3,822.3)	(4,401.9)	(4,453.6)
负债变化	1,802.9	996.6	287.5	689.9	133.3
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(739.1)	(1,284.4)	(1,492.5)	(1,611.4)	(739.1)
其他融资活动	(117.5)	598.6	945.5	(66.4)	(1,080.7)
融资性现金流	946.4	310.9	(259.6)	(987.9)	(1,686.4)
现金变化	1,127.1	4,195.8	(2,567.2)	(2,753.3)	(2,210.9)
期初持有现金	7,487.1	8,614.2	12,809.9	10,242.7	6,945.5
期末持有现金	8,614.2	12,809.9	10,242.7	7,489.4	4,734.6

资料来源：公司报告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

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”)编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作查照之用，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向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此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。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的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所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2008 年第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放