



2009年4月27日

电气设备

业绩回顾

陈华, CFA

分析员

chenhua@cicc.com.cn

沈超

联系人

shenc@cicc.com.cn

中性

上海电气(601727.CH)

08和1Q09业绩符合预期

主要财务信息

(人民币 百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	56,098	58,909	44,596	42,530
(+/-)	27%	5%	-24%	-5%
主营业务利润	9,950	10,750	7,990	7,916
(+/-)	19%	8%	-26%	-1%
净利润	2,895	2,622	2,168	2,358
(+/-)	39%	-9%	-17%	9%
每股盈利(元)	0.23	0.21	0.17	0.19
(+/-)	39%	-9%	-17%	9%
市盈率	40.0	44.2	53.5	49.2
市净率	6.0	5.4	4.9	4.5
EV/EBITDA	21.64	22.11	26.44	24.36
净资产收益率	15.0%	12.3%	9.2%	9.1%
每股经营现金流(元)	0.3	0.2	0.2	0.2
股价/经营现金	32.7	38.3	57.8	47.6

股票信息

H股	A股
2727.HK	601727.CH
港币3.06	人民币9.27
港币2	目标价
0.0	日成交量(百万股)
港币4.98/1.37	52周最高价/最低价
港币9.097	市值(百万元)
2973	发行股数(百万股)
2973	其中:流通股(百万股)
上海电气(集团)总公司	上海电气(集团)总公司
(59.24%)	(59.24%)
主要股东(持股比例)	

最近股价走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[601727.CH]	+0.00	+22.78	+49.28	+60.38
[上证A股指数]	-2.21	+4.71	+22.98	+34.44
[中金电气设备指数]	-1.70	+15.80	+35.91	+45.46

52周股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

08年业绩符合我们预期:

上海电气公布08年业绩。营业收入同比增长5%至590亿元,费用率上升拖累EBIT同比下滑5%,净利润下降9%至26亿元,对应每股盈利0.21元,符合我们预期。股票投资收益减少进一步压低盈利。公司宣布每10股派发现金股息0.61元。

正面:

- 重工设备业务收入同比增长57%,在所有业务中首屈一指,主要受惠于大额的资本开支投入和强劲的核岛设备需求。
- 截止08年底在手订单充足,包括1600亿元的电力设备订单和170亿元的重工设备订单。

负面:

- 电力设备毛利率从08年上半年的20.3%降至下半年的17.2%,主要受消化08年上半年高价购进的钢材库存影响。
- 08年费用率从07年的11.4%升至13.0%。股票投资收益仅5亿元,较07年的12亿元减逾一半。

09年1季度业绩符合预期:

上海电气亦公布了1季度业绩。营业收入同比下降5%,毛利率收窄拖累EBIT倒退29%,净利润同比下滑17%至6.1亿元,对应每股盈利0.05元。

负面:

- 期内毛利率为16.6%,低于上年同期的18.5%和08年下半年的17.3%。
- 期内预收账款几乎无增加,表明新接订单可能十分有限。

估值与建议:

该股将继续停牌,直到董事会敲定非公开发行方案为止。该方案公布后,我们将检查盈利预测和目标价是否需要进行调整。

图表 1: 08 年和 09 年第一季度业绩分析

(人民币 百万元)	季度业绩			年度业绩			CICC comment
	1Q08	1Q09	YoY	2007	2008	YoY	
营业收入	13,685	12,937	-5%	56,098	58,909	5%	重工设备业务增长57%
营业成本	-11,157	-10,783	-3%	-46,148	-48,159	4%	
主营业务利润	2,528	2,154	-15%	9,950	10,750	8%	
营业税金及附加	-40	-34	-14%	-145	-118	-19%	
销售费用	-359	-339	-6%	-1,557	-1,858	19%	
管理费用	-887	-899	1%	-4,066	-4,803	18%	由于研发等费用增加
EBIT	1,243	882	-29%	4,181	3,971	-5%	由于费用率上升
财务费用	-22	-1	-97%	-4	-11	200%	主要由于汇率损失的同比增加
资产减值损失	-162	-66	-59%	-769	-1,002	30%	应收款减值损失
期间费用	-1,429	-1,305	-9%	-6,396	-7,674	20%	
公允价值变动收益	-157	-8	-95%	187	-238	-228%	
投资收益	379	200	-47%	1,989	1,255	-37%	股票投资收益大幅下滑
营业利润	1,302	996	-23%	5,584	3,975	-29%	
营业外收入	31	44	41%	206	280	36%	
营业外支出	-4	-7	59%	-45	-61	37%	
利润总额	1,328	1,033	-22%	5,746	4,193	-27%	
所得税费用	-247	-164	-34%	-1,327	-396	-70%	子公司得到税收优惠
净利润	1,081	869	-20%	4,419	3,797	-14%	
归属于母公司股东的净利润	731	610	-17%	2,895	2,622	-9%	
少数股东损益	-350	-259	-26%	-1,524	-1,175	-23%	
每股收益 (人民币元)	0.06	0.05	-17%	0.23	0.21	-9%	
财务数据							
毛利率	18.5%	16.6%	-1.8%	17.7%	18.2%	0.5%	
期间费用率	10.4%	10.1%	-0.4%	11.4%	13.0%	1.6%	
营业利润率	9.5%	7.7%	-1.8%	10.0%	6.7%	-3.2%	
有效税率	18.6%	15.9%	-2.7%	23.1%	9.4%	-13.6%	
净利润率	5.3%	4.7%	-0.6%	5.2%	4.5%	-0.7%	
总资产负债率	65.9%	66.6%	0.7%	64.1%	65.9%	1.8%	
净资产负债率	-62.0%	-58.7%	3.4%	-69.6%	-62.0%	7.5%	

数据来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测主要假设

(人民币 百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
收入					
电力设备	25,583	33,501	34,004	21,627	18,105
机电一体化	10,069	12,160	13,072	13,072	13,072
重工设备	2,680	3,272	5,143	5,863	6,332
交通设备	3,589	4,779	4,478	1,200	1,440
环保业务	1,834	2,748	3,111	3,733	4,480
合 计	44,194	56,098	58,909	44,596	42,530
成本					
电力设备	-20,650	-28,041	-27,679	-18,250	-15,178
机电一体化	-8,019	-9,692	-10,588	-10,458	-10,458
重工设备	-2,280	-2,735	-4,428	-4,690	-5,066
交通设备	-3,130	-3,924	-3,744	-984	-1,181
环保业务	-1,686	-2,589	-2,931	-3,435	-3,942
合 计	-35,826	-46,148	-48,159	-36,606	-34,613
毛利					
电力设备	4932	5461	6325	3376	2927
机电一体化	2050	2468	2484	2614	2614
重工设备	400	537	715	1173	1266
交通设备	459	855	734	216	259
环保业务	148	159	180	299	538
合 计	8368	9950	10750	7990	7916
毛利率					
电力设备	19.3%	16.3%	18.6%	15.6%	16.2%
机电一体化	20.4%	20.3%	19.0%	20.0%	20.0%
重工设备	14.9%	16.4%	13.9%	20.0%	20.0%
交通设备	12.8%	17.9%	16.4%	18.0%	18.0%
环保业务	8.1%	5.8%	5.8%	8.0%	12.0%
合 计	18.9%	17.7%	18.2%	17.9%	18.6%
收入占比					
电力设备	58%	60%	58%	48%	43%
机电一体化	23%	22%	22%	29%	31%
重工设备	6%	6%	9%	13%	15%
交通设备	8%	9%	8%	3%	3%
环保业务	4%	5%	5%	8%	11%
合 计	100%	100%	100%	100%	100%
毛利占比					
电力设备	59%	55%	59%	42%	37%
机电一体化	25%	25%	23%	33%	33%
重工设备	5%	5%	7%	15%	16%
交通设备	5%	9%	7%	3%	3%
环保业务	2%	2%	2%	4%	7%
合 计	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务数据

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	44,194	56,098	58,909	44,596	42,530
主营业务利润	8,368	9,950	10,750	7,990	7,916
营业费用	1,293	1,557	1,858	1,249	1,148
管理费用	3,407	4,066	4,803	3,211	2,977
财务费用	9	4	11	27	42
营业利润	3,871	5,584	3,975	3,419	3,720
税前利润	4,085	5,746	4,193	3,419	3,720
所得税	1,048	1,327	396	323	351
少数股东权益	950	1,524	1,175	929	1,011
净利润	2,087	2,895	2,622	2,168	2,358
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	265	3,548	3,030	2,007	2,434
投资活动现金流净额	-82	-302	-2,606	-1,500	-500
融资活动现金流净额	-720	731	-686	-49	-42
货币资金增加额	-593	3,930	-320	458	1,892
资产负债表 (百万元)					
货币资金	11,011	15,534	15,331	10,910	12,802
应收款项	10,058	11,824	12,284	7,376	6,218
存货	16,389	16,577	21,751	14,041	13,276
流动资产	49,417	58,908	63,706	44,549	44,214
长期投资	3,734	3,862	3,520	3,520	3,520
固定资产	5,920	6,708	6,949	7,024	7,030
无形资产和其他资产	2,008	2,614	3,224	3,224	3,224
短期借款	420	1,221	565	565	565
预收帐款	24,052	24,441	29,318	18,052	16,121
一年内到期的长期负债	42	75	181	181	181
流动负债	39,590	45,570	50,676	28,996	24,796
长期负债	927	2,906	3,147	3,147	3,147
少数股东权益	6,746	7,803	6,514	7,443	8,453
股东权益	16,457	19,350	21,322	23,489	25,848
总资产	63,720	75,629	81,658	63,074	62,244
财务指标					
主营业务利润率	18.9%	17.7%	18.2%	17.9%	18.6%
营业利润率	8.8%	10.0%	6.7%	7.7%	8.7%
净利润率	4.7%	5.2%	4.5%	4.9%	5.5%
净资产收益率	12.7%	15.0%	12.3%	9.2%	9.1%
总资产收益率	3.3%	3.8%	3.2%	3.4%	3.8%
总资产负债率	63.6%	64.1%	65.9%	51.0%	44.9%
净资产负债率	-63.3%	-69.6%	-62.0%	-37.5%	-41.4%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.8
速动比率	0.8	0.9	0.8	1.1	1.2
应收帐款周转期	70.2	63.7	70.7	55.0	48.0
存货周转期	167.0	131.1	164.9	140.0	140.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

行业	公司	代码	评级	货币	股价	总市值 百万人民币	每股盈利			PE			PB		
							08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
火电设备	A股														
	东方电气	600875.CH	中性	CNY	41.84	29,790	0.20	1.53	2.10	209.7	27.3	19.9	16.4	10.3	6.8
	上海电气	601727.CH	中性	CNY	9.27	88,387	0.21	0.17	0.19	44.2	53.5	49.2	5.4	4.9	4.5
	H股														
	东方电气	1072.HK	中性	HKD	20.50	3,070	0.20	1.53	2.10	90.5	11.8	8.6	7.1	4.4	2.9
	上海电气	2727.HK	中性	HKD	3.06	8,014	0.21	0.17	0.19	12.9	15.6	14.3	1.6	1.4	1.3
	哈动力	1133.HK	中性	HKD	6.35	7,702	0.87	0.63	0.60	6.4	8.9	9.4	0.9	0.9	0.8
	欧洲														
	阿尔斯通	ALO.FP	无评级	EUR	47.01	122,252	35.68	39.81	34.43	11.9	10.7	12.3	4.3	3.3	2.8
	西门子	SIE.GR	无评级	EUR	49.14	406,140	57.95	43.70	43.30	7.7	10.2	10.3	1.7	1.4	1.3
	美国														
	通用电气	GE.N	无评级	USD	12.11	873,817	11.74	6.83	6.45	7.0	12.1	12.8	1.2	1.2	1.2
	日本														
	三菱	7011.T	无评级	JPY	333.00	78,935	0.40	0.37	0.68	58.6	62.8	34.5	0.8	0.8	0.8
	中值								12.9	12.1	12.8	1.7	1.4	1.3	
输配电设备	A股														
	置信电气	600517.CH	推荐	CNY	20.92	8,629	0.56	1.05	1.40	37.4	20.0	14.9	9.5	7.1	5.3
	特变电工	600089.CH	推荐	CNY	28.48	34,126	0.80	1.28	1.49	35.5	22.3	19.1	6.5	5.3	4.3
	平高电气	600312.CH	审慎推荐	CNY	15.99	8,175	0.41	0.55	0.68	39.4	29.0	23.6	5.5	4.7	3.9
	国电南瑞	600406.CH	中性	CNY	29.07	7,415	0.49	0.88	1.03	59.2	33.1	28.3	7.6	6.2	5.1
	宝胜股份	600973.CH	中性	CNY	16.08	2,508	0.03	0.50	0.56	490.5	32.1	28.8	3.3	3.0	2.8
	欧洲														
	ABB	ABB.N.VX	无评级	CHF	17.07	237,667	9.28	7.71	6.60	11.0	13.3	15.5	3.1	2.8	2.5
	施耐德	SU.FP	无评级	EUR	56.52	126,428	63.47	39.69	43.19	8.1	12.9	11.8	1.2	1.2	1.2
	耐克森	NEX.FP	无评级	EUR	32.79	8,280	28.57	29.91	30.07	10.4	9.9	9.9	0.5	0.6	0.6
		中值								36.4	21.2	17.3	4.4	3.9	3.3

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。