

上海电气(601727.SH)

逐项整合 迎接未来

 评级: **增持**

前次:

目标价(元):

7.25-8.12

分析师

联系人

刘江啸

赵大陆

S0740510120006

021-20315167

021-20315160

liujx@qlzq.com.cn

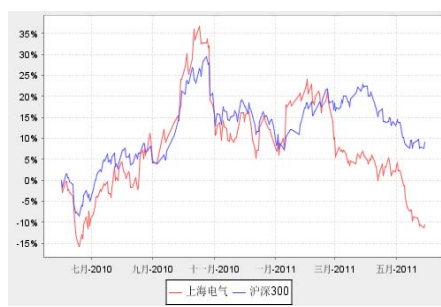
zhaodl@qlzq.com.cn

2011年6月15日

基本状况

总股本(百万股)	12823.63
流通股本(百万股)	2441.63
市价(元)	6.73
市值(百万元)	86303.01
流通市值(百万元)	16432.14

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	57,790.3	63,175.8	75,166.7	86,071.0	93,649.7
营业收入增速	-1.90%	9.32%	18.98%	14.51%	8.81%
净利润增长率	-4.61%	12.72%	30.07%	17.92%	18.30%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.22	0.29	0.34	0.40
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	48.11	38.57	26.26	22.27	18.83
PEG	—	3.03	0.87	1.24	1.03
每股净资产(元)	1.80	2.11	2.31	2.57	2.89
每股现金流量	0.55	0.38	0.64	0.56	0.62
净资产收益率	11.13%	10.44%	12.37%	13.13%	13.81%
市净率	5.35	4.03	3.25	2.92	2.60
总股本(百万股)	12,507.6	12,823.6	12,823.6	12,823.6	12,823.6

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

事件:

- 上海电气发布公告称, 已与上海市电力公司签署合资合同, 双方共同出资组建上海电气输配电装备有限公司。合资公司注册资本为 20 亿元, 双方各以现金 10 亿元出资, 股权比例分别为 50%。
- 合资公司设立后将收购合资双方相关下属企业的股权, 以构建发展的基础平台; 未来合资公司将重点发展特高压设备、新能源接入、储能设备及其控制系统、电动汽车动力电池及充换电系统等新兴产业, 以满足智能电网新一代电力系统及节能环保的需求为目标。

点评:

- 上海电气是中国电站装备制造的龙头; 上海电气集团旗下拥有大量输变电制造资产, 包含输变电设备中的大型电力变压器、中型电力变压器、充 SF₆ 气绝缘开关柜、电磁式互感器等一次设备制造; 电站装备尚未回归 A 股市场之前的上电股份, 其主业即为塑壳断路器与空气开关制造。
- 与上海市电力公司合作成立合资公司整合双方下属相关企业的资产, 并致力于智能电网设备、新能源接入设备以及储能与电动车动力电池、充换电站系统的研制, 于上海电气而言, 将在上市公司内部新生专业方向并据此归拢收集整个集团内部的输变电制造资产。
- 与上海市电力公司合作的另一重大意义在于, 上海电气传统输变电设备产品与今后将要实施的众多智能电网与新能源应用设备将直接获得应用实际, 有利于新产品迅速获得市场拓展, 并实质性介入到智能电网建设中, 就此形成新的营业收入增长和利润来源。

- 对上海市电力公司而言，依托具备强大研发与制造能力的上海电气集团实现在智能电网设备、新能源装备上的研发与应用突破，将使得电网公司获得内生性设备配套平台，其主动性与协调效应将会十分明显。
- 我们认为，上海电气此次与电网公司的合作对其输配电设备研制产品线的经营业绩将产生良性影响；将这种影响融入对公司的业绩预测中，我们预计，在核电成套设备制造业业绩爆发性增长、高效清洁能源装备在电力需求刚性增长加上短期内缺电导致新增电源建设加快的预期条件下，以及公司重工制造迎来产业升级、产能扩张后的释放与应用扩大等诸多有利因素刺激下，公司未来三年经营业绩将有可能获得超历史性增长；由此我们预测，上海电气未来三年营业收入或将达到 752 亿、861 亿、936 亿元，年复合增长率达到 15%。
- 我们预计在获得规模效应的前提假设下，上海电气未来三年每股收益或将达到 0.29、0.34、0.40 元，考虑到国有大型装备制造龙头企业地位，以及，在核电、重工、输配电等领域内的强大研发制造能力与实力，我们给予上海电气动态 25~28 倍市盈率的相对估值定价，对应股价区间为 7.25~8.12 元，给予上海电气 A 股“增持”评级，给予上海电气 H 股“买入”评级。
- 我们坚定认为，作为国有特大型重装制造集团，在强国富民的产业升级道路上，上海电气占据重要角色，尽管庞大与复杂的业务影响到了真实业绩的释放导致资本市场无法对其进行精准解读，但是仍应给予上海电气应有的市场地位。

附录：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	57,790	63,176	75,167	86,071	93,650
增长率	-1.9%	9.3%	19.0%	14.5%	8.8%
营业成本	-48,275	-52,023	-62,822	-71,618	-77,243
% 销售收入	83.5%	82.3%	83.6%	83.2%	82.5%
毛利	9,516	11,153	12,345	14,453	16,407
% 销售收入	16.5%	17.7%	16.4%	16.8%	17.5%
营业税金及附加	-168	-218	-263	-301	-328
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-1,609	-1,849	-2,180	-2,496	-2,716
% 销售收入	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用	-4,888	-5,655	-6,765	-7,746	-8,428
% 销售收入	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	2,851	3,430	3,137	3,909	4,934
% 销售收入	4.9%	5.4%	4.2%	4.5%	5.3%
财务费用	61	-38	656	850	989
% 销售收入	-0.1%	0.1%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-873	-1,221	0	0	0
公允价值变动收益	25	35	0	0	0
投资收益	855	1,275	1,000	1,000	1,000
% 税前利润	25.6%	30.9%	18.5%	15.7%	13.3%
营业利润	2,920	3,482	4,793	5,760	6,923
营业利润率	5.1%	5.5%	6.4%	6.7%	7.4%
营业外收支	418	640	600	600	600
税前利润	3,338	4,123	5,393	6,360	7,523
利润率	5.8%	6.5%	7.2%	7.4%	8.0%
所得税	-7	-228	-378	-445	-527
所得税率	0.2%	5.5%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	3,331	3,895	5,016	5,914	6,997
少数股东损益	830	1,075	1,348	1,590	1,881
归属于母公司的净利润	2,501	2,819	3,667	4,324	5,116
净利率	4.3%	4.5%	4.9%	5.0%	5.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3,331	3,895	5,016	5,914	6,997
少数股东损益	0	0	1,348	1,590	1,881
非现金支出	2,017	2,546	1,322	1,375	1,453
非经营收益	-1,178	-1,606	-1,595	-1,600	-1,600
营运资金变动	2,763	-8	3,476	1,434	1,068
经营活动现金净流	6,933	4,827	9,567	8,714	9,797
资本开支	2,072	3,311	453	830	150
投资	-858	709	0	0	0
其他	757	-1,775	1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	-2,173	-4,377	547	170	850
股权募资	7	3,239	0	0	0
债权募资	-401	-154	-245	0	0
其他	-2,253	-769	-30	-1,026	-1,026
筹资活动现金净流	-2,647	2,317	-275	-1,026	-1,026
现金净流量	2,112	2,767	9,839	7,858	9,622

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	17,480	22,209	30,700	36,968	44,709
应收账款	16,728	19,455	20,717	23,723	25,811
存货	20,193	20,328	24,958	28,451	30,686
其他流动资产	15,672	14,818	16,665	17,984	18,828
流动资产	70,073	76,811	93,040	107,126	120,034
% 总资产	78.2%	78.2%	81.5%	83.5%	85.4%
长期投资	3,488	3,645	3,645	3,645	3,645
固定资产	12,278	13,460	13,475	13,724	13,091
% 总资产	13.7%	13.7%	11.8%	10.7%	9.3%
无形资产	2,357	2,219	1,935	1,741	1,672
非流动资产	19,553	21,401	21,131	21,186	20,484
% 总资产	21.8%	21.8%	18.5%	16.5%	14.6%
资产总计	89,626	98,212	114,171	128,312	140,518
短期借款	1,127	461	216	216	216
应付款项	48,417	50,803	61,271	70,042	75,956
其他流动负债	7,947	9,660	11,407	11,889	12,209
流动负债	57,490	60,924	72,894	82,146	88,381
长期贷款	1,418	1,097	1,097	1,097	1,097
其他长期负债	1,654	1,688	1,688	1,688	1,688
负债	60,562	63,709	75,679	84,932	91,166
普通股股东权益	22,475	27,002	29,644	32,942	37,032
少数股东权益	6,589	7,500	8,848	10,438	12,319
负债股东权益合计	89,626	98,212	114,171	128,312	140,518

比率分析

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标					
每股收益 (元)	0.200	0.220	0.286	0.337	0.399
每股净资产 (元)	1.797	2.106	2.312	2.569	2.888
每股经营现金净流 (元)	0.554	0.376	0.641	0.556	0.617
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.080	0.080	0.080
回报率					
净资产收益率	11.13%	10.44%	12.37%	13.13%	13.81%
总资产收益率	2.79%	2.87%	3.21%	3.37%	3.64%
投入资本收益率	23.67%	28.39%	43.73%	68.70%	130.33%
增长率					
营业总收入增长率	-1.90%	9.32%	18.98%	14.51%	8.81%
EBIT增长率	-28.21%	20.33%	-8.56%	24.62%	26.23%
净利润增长率	-4.61%	12.72%	30.07%	17.92%	18.30%
总资产增长率	9.76%	9.58%	16.25%	12.39%	9.51%
资产管理能力					
应收账款周转天数	79.0	85.5	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	158.6	142.2	145.0	145.0	145.0
应付账款周转天数	86.2	101.0	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	54.6	60.7	49.4	40.5	35.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-48.21%	-57.31%	-74.07%	-80.17%	-86.15%
EBIT利息保障倍数	-46.4	90.7	-4.8	-4.6	-5.0
资产负债率	67.57%	64.87%	66.29%	66.19%	64.88%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308