

上海电气

首次覆盖：有望受益于国有企业改革和三代核电重启

三代核电技术实力最突出的企业

上海电气是国内第三代核电实力最突出的企业。在 AP1000 上，承担蒸发器、主泵等 5 大主设备的国产化，是承接国产化任务最多的公司；在 CAP1400 上，其是主泵的两家供应商之一，在华龙一号上，其主设备技术成熟。我们认为其是三代核电重启最受益的公司。我们估算核电收入将从目前 50 亿元左右持续增长，峰值将在 2017 年左右达到 130 亿元，占收入和毛利比达到 15%/20%。

国企改革加快推进，提升盈利能力是目标

上海推进国企改革的速度较快。2014 年，上海电气总公司确定了上海电气以经济效益最大化为目标的改革方向。我们认为将通过专业化重组，提高盈利能力等手段提升企业竞争力，从做大转向做强。从具体行动看，公司已开始通过处理亏损资产股权等方式开始减亏，同时通过每年降低可控费用率等降低费用率，我们认为公司的盈利能力将持续提升。

火电设备价格上半年止跌回升，传统业务未来有望维持平稳

火电设备订单周期较长，从订单看，新接订单和在手订单 2012 年见底，之后持续小幅回升。按交付周期看，2014 年下半年开始火电交付订单有望回升，我们认为火电设备 2014-2015 年将维持略有增长，2016 年之后能够维持稳定。公司风电设备市占率 6%，我们认为 2014-2015 年随着行业抢装收入和利润将有高速增长，2016 年之后可能会下滑。

估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 7.5 元

我们认为连续三年下滑之后，在核电和国企改革推动下，公司净利润将重回增长趋势。我们预测 2014-2016 年 EPS 分别为 0.24/0.33/0.38 元。基于瑞银 VCAM DCF 模型 (WACC=7.9%)，得到公司目标价 7.5 元，对应 2014 年 PE 为 32x，我们认为在核电重启，国企改革，沪港通推动下公司可以获得相对同业估值溢价。

Equities

中国

电子元件与设备

12 个月评级 **买入**
 之前: 未予评级

12 个月目标价 **Rmb7.50**
 之前: -

股价 **Rmb5.50**
路透代码: 601727.SS **彭博代码** 601727 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb6.06-3.50

市值 Rmb52.4 十亿/US\$8.56 十亿

已发行股本 9,535 百万 (ORDA)

流通股比例 7%

日均成交量(千股) 30,091

日均成交额(Rmb 百万) Rmb150.2

普通股股东权益 (12/14E) Rmb34.3 十亿

市净率 (12/14E) 2.1x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	-	0.24	-	0.18
12/15E	-	0.33	-	0.19
12/16E	-	0.38	-	0.18

李博

分析师

S1460511020004

benson.li@ubssecurities.com

+86-213-866 8876

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	71,863	77,077	79,215	81,848	81,550	88,079	91,638	94,837
息税前利润(UBS)	5,067	5,829	5,525	6,774	9,029	10,004	11,253	12,661
净利润 (UBS)	3,226	2,715	2,463	3,076	4,192	4,815	5,392	6,042
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.25	0.21	0.19	0.24	0.33	0.38	0.42	0.47
每股股息 (Rmb)	0.08	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08
现金 / (净债务)	19,094	19,502	19,807	24,810	33,833	42,678	52,187	62,119

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	7.1	7.6	7.0	8.3	11.1	11.4	12.3	13.4
ROIC (EBIT) (%)	37.6	35.6	30.3	36.2	52.5	66.2	83.6	104.0
EV/EBITDA(core)x	8.4	4.8	3.6	3.7	2.8	2.2	1.6	1.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	27.9	22.6	19.8	22.9	16.8	14.6	13.1	11.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.8)	10.0	15.8	9.6	16.2	15.9	17.4	18.5
净股息收益率(%)	1.1	1.3	2.0	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 10 月 17 日 22 时 37 分的股价(Rmb5.50)得出。

投资主题

上海电气

投资理由

我们对公司的 2014-2016 的 EPS 预测为 0.24/0.33/0.38 元，目标价对应 PE 为 32x/23x/20x。市场一致预期为 0.18/0.19/0.18 元。

我们给予上海电气“买入”评级，较市场乐观，主要原因有：

1) 上海电气是国内第三代核电技术产业链最完整，国产化最深入，设备技术最成熟的企业。我们认为公司会是第三代核电重启最受益的企业。我们预计未来二至五年是核电重启的高峰期，在此期间，公司核电收入占比将从目前的 6% 上升至 2017 年的 15%，由于核电毛利率高于公司整体毛利率 10%，毛利占比将达 20% 左右。

2) 2014 年政府加快了国企改革步伐，上海电气总公司计划通过处理亏损资产股权等专业化重组开始减亏，降低三项费用率，注重长效的激励约束分配机制，以经济效益最大化为目标使公司盈利能力持续提升。

乐观情景

假设公司在未来核电建设进程加快，则我们估算公司业绩会好于我们基准预期，2014 年 EPS 或能达到 0.28 元，每股估值可能达到 8.7 元。

悲观情景

假设公司核电建设进程或国企改革减缓，则我们估算公司业绩可能低于我们基准预期，2014 年 EPS 或为到 0.19 元，每股估值可能为 5.9 元。

近期催化剂

上行催化剂：1) 若政府部门对核电项目的核准加快；2) 公司核电设备市占率有望不断提高；3) 国企改革或加快推进。

下行催化剂：1) 若核电出现类似 2011 年日本福岛核泄露事件，将会对整个行业产生负面影响。2) 核电重启进程或低于预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb7.50

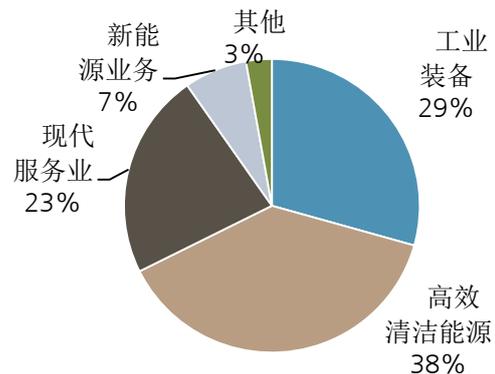
公司简介

上海电气集团股份有限公司是中国装备制造业最大的企业集团之一，高效清洁能源、新能源装备是集团的核心业务，主要从事设计、制造及销售电力设备、机电一体化设备、重工设备、交通设备及环保系统产品并提供相关服务。

行业展望

我们认为核电重启将带来行业投资机会。按照核电发展规划，未来 5 年将新审批装机 4000 万千瓦，十二五续建装机 800 万千瓦，核电设备的需求约 3200 亿元，比 2011-2015 年增长 30% 左右，整体市场空间将有较快增长。从投资周期看，我们认为今明两年，以及 2017-2019 年，核电项目收入将进入密集确认期，相关公司具有业绩高速增长潜力。第三代核电要求对设备产业链产生影响，华龙一号重启对国内设备企业有利。

收入按产品分布, 2013 (%)



来源：公司数据

各类业务的毛利

亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
工业装备	48.12	54.24	57.33	59.30	64.95
高效清洁能源	71.44	64.44	65.23	70.76	75.08
新能源业务	7.17	5.04	14.21	25.22	34.07
现代服务业	19.49	20.71	27.40	27.81	22.75
其他抵消	6.45	9.26	3.22	-2.22	-1.68
合计	152.67	153.69	167.39	180.87	195.17

来源：公司数据，瑞银证券估算

目录

投资主题	4
关键催化剂.....	5
风险.....	5
估值和推导我们目标价的基础.....	6
瑞银预测对比市场预期.....	7
竞争分析	7
行业吸引力评估.....	7
竞争优势.....	8
管理层策略.....	9
核电重启或最受益，传统业务稳中略升	9
新能源：核电重启或最受益，风电显著复苏.....	9
高效清洁能源设备：火电市占率提高，输配电平稳增长.....	14
工业设备：电梯平稳增长，其他业务处置减亏.....	17
现代服务业：订单充裕，收入稳定.....	18
国企改革：从做大到做强	19
上海国企改革领先全国，以培育国际强企为目标.....	19
电气总公司首次提出以经济效益最大化为目标.....	19
财务状况	22
收入分部预测.....	22
费用率分析.....	27
财务预测.....	28
估值	32
附录	33
公司背景.....	33

李博
分析师
S1460511020004
benson.li@ubssecurities.com
+86-213-866 8876

投资主题

我们认为上海电气将结束前面几年的业绩持续下滑，重新回到缓慢上升的通道。

国企改革已经开始推进，以经济效益最大化为目标

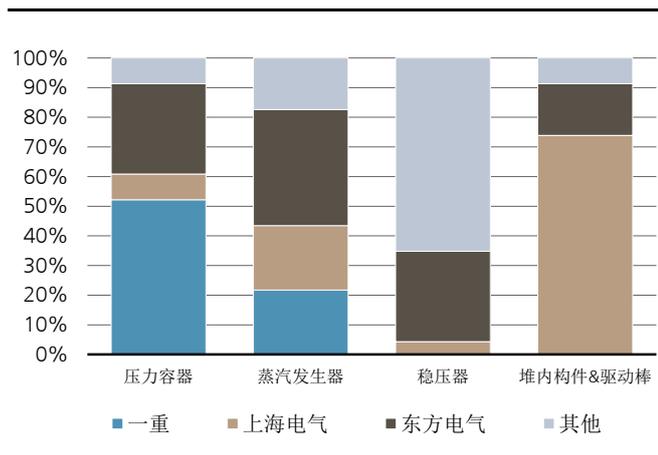
上海推进国企改革的速度较快。2014 年，上海电气总公司确定了上海电气以经济效益最大化为目标的改革方向。我们认为将通过专业化重组，提高盈利能力等手段提升企业竞争力，从做大转向做强。

从具体行动看，公司通过处理亏损资产股权等方式开始减亏，同时通过每年降低可控费用率等降低费用率，我们认为公司的盈利能力将持续提升。

第三代核电重启，有望是最为受益的企业

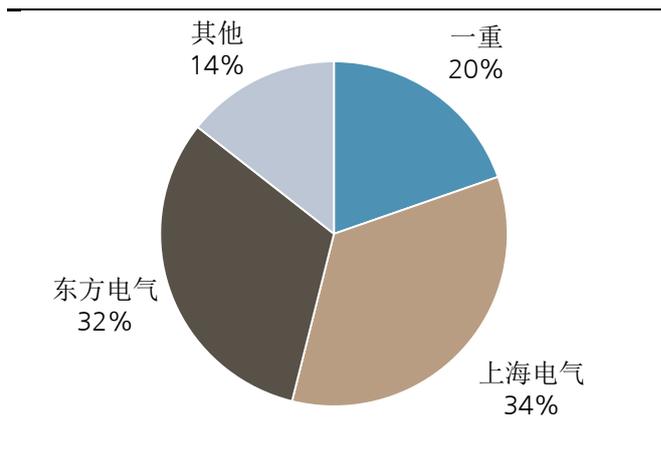
- 第三代核电单套机组主设备的价值量近 20 亿元，投资金额比第二代高出 45% 左右。主设备在产业链中的价值量大幅增加，相关企业有望显著受益。
- 在第二代核电及华龙一号核岛上，上海电气市占率 40%-45%；在 AP1000 上，上海电气承担 5 大主设备的国产化任务，是承接最多的公司，有望是最为受益于第三代核电的公司。
- 我们估算未来 5 年新开工核电 4000 万千瓦，主设备市场容量 800 亿元，上海电气能够拿到订单约 300 亿元。核岛收入的峰值可能在 2016-2017 年出现，峰值或达到 80 亿元，是目前的 4 倍。
- 我们预计核电收入占比将从目前的 6% 上升到 2017 年的 15%，由于核电设备的毛利率比公司整体毛利率高 10 个百分点，毛利占比将达到 20% 左右。

图表 1:按数量计算 第二代核电主设备市场份额



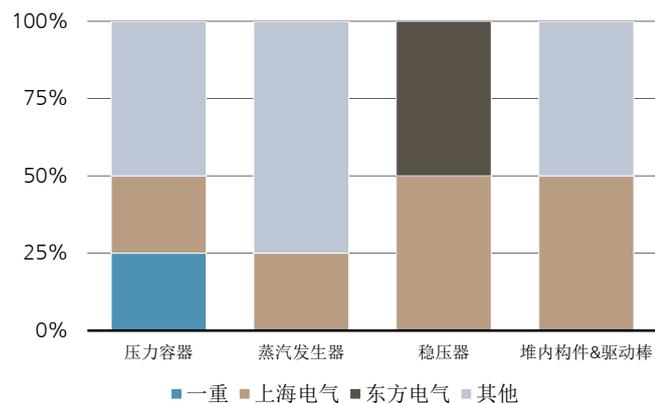
来源: 核电协会, 截至 2014 年上半年

图表 2: 按金额计算的在建第二代核电站市占率



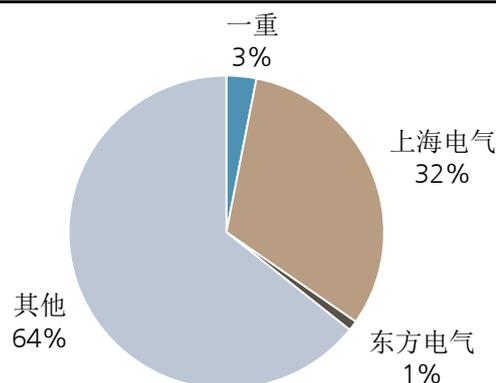
来源: 核电协会, 截至 2014 年上半年

图表 3: 按数量计算在建的第三代核电主设备的市占率



来源: 核电协会, 截至 2014 年上半年

图表 4: 按金额计算的在建第三代核电市占率



来源: 核电协会, 截至 2014 年上半年

火电设备维持稳定

- 火电设备订单周期较长, 从订单看, 新接订单和在手订单 2012 年到底, 之后持续小幅回升。我们估算目前在手订单能够支撑 4 年左右的收入。
- 按照火电订单交付 12-18 个月的周期, 2014 年下半年开始火电交付订单有望回升, 我们认为火电设备订单 2014-2015 年将维持略有增长, 2016 年之后能够维持稳定。

风电设备量价齐升

- 公司的风电设备市占率约 6% 左右, 跟随行业趋势, 今年出现量价齐升, 我们预计此过程在 2014-2015 年将持续, 2016 年后由于行业装机下滑, 风电设备增速和利润率将下滑。
- 我们认为 2016 年之后风电设备将可能随着行业趋势下滑。

关键催化剂

- 若核电新项目获得发改委开工许可, 上海电气获得核电大订单;
- 若国企改革推进, 上海电气进行资产重组, 股权激励等措施;
- 若公司通过出售亏损资产股权等减亏成功。

风险

- 市场风险: 市场目前给予国企改革公司较高估值, 如果市场风格变化, 估值中枢可能下移, 公司股价面临估值下移风险;
- 业务风险: 我们认为核电和新能源业务是其未来几年主要的增长点, 如果核电重启进程低于预期, 公司的增长可能低于预期, 业绩可能低于预期。

估值和推导我们目标价的基础

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.24/0.33/0.38 元，增速分别为 20%/37%/15%；基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型，给予公司 7.5 元目标价（WACC=7.9%）。

图表 5: VCAM 估值模型

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	6,774	9,029	10,004	11,253	12,661	7,890	7,591	7,254	6,879	6,462
折旧及摊销*	4,490	3,738	3,780	3,826	3,875	3,847	4,000	4,160	4,327	4,500
资本支出	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(4,044)	(4,206)	(4,374)	(4,549)	(4,731)
运营资本变动	(1,703)	1,049	(201)	(245)	(760)	3,398	511	549	590	633
所得税(营运)	(1,282)	(1,801)	(1,979)	(2,266)	(2,590)	(1,973)	(1,898)	(1,814)	(1,720)	(1,615)
其他	(79)	9	(196)	(107)	(96)	(114)	(118)	(123)	(128)	(133)
自由现金流	6,200	10,024	9,408	10,461	11,090	9,005	5,880	5,653	5,399	5,116
增长		61.7%	-6.1%	11.2%	6.0%	-18.8%	-34.7%	-3.9%	-4.5%	-5.3%

估值	
明计现金流现值	59,298
期末价值(第 15 年)现值	95
企业价值	59,393
占永续价值百分比	0%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	12,423
现金盈余**	25,608
-债务***	5,494
权益价值	67,084
已发行股数 [m]	9,534.8
每股权益价值 (Rmb/股)	7.04
权益成本	7.9%
股息收益率	1.3%
1年期目标价 (Rmb/股)	7.50

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润率	5.6%	0.1%	-0.7%
资本支出/销售收入	4.1%	4.0%	3.9%
投资资本回报率	28.0%	0.8%	-15.1%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	5.3x	4.7x	4.8x
企业价值 / 息税前利润	8.8x	6.6x	6.9x
自由现金流收益率	10.4%	16.9%	15.6%
市盈率(现值)	29.3x	21.5x	22.8x
市盈率(目标)	31.3x	22.9x	24.3x

加权平均资本成本	
无风险利	4.25%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.72
债务/权益比	8.2%
边际税率	25.0%
权益成本	7.9%
债务成本	6.1%
WACC	7.9%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	-80.7%
回报率增幅	--
企业价值 / 息税折旧摊销前利	0.0x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券估算

瑞银预测对比市场预期

我们的收入预测跟市场差别不大，相差在 3%以内，但净利润比市场高 30%-105%，我们的盈利预测比市场高很多，主要的原因是最近一年来，市场覆盖此公司的分析师只有一位。我们认为并不具有统计意义上的参考性。

我们认为市场没有充分预期的因素是在未来的国企改革中，上海电气将以经济效益最大化为目标，盈利能力将显著提高。我们目前已经看到其通过处理亏损资产，降低成本费用等手段开始提高盈利能力，我们认为将在未来 2-3 年陆续见到显著效果。

图表 6: 瑞银预测对比市场预期

百万元	2014E	2015E	2016E
营业收入			
瑞银预测	81848	81550	88079
市场预期	79804	83751	87096
差幅	2.56%	-2.63%	1.13%
净利润			
瑞银预测	3033	4273	4853
市场预期	2312	2437	2358
差幅	31.19%	75.34%	105.81%

来源: wind, 瑞银证券估算, 市场一致预期截至 2014 年 10 月 17 日

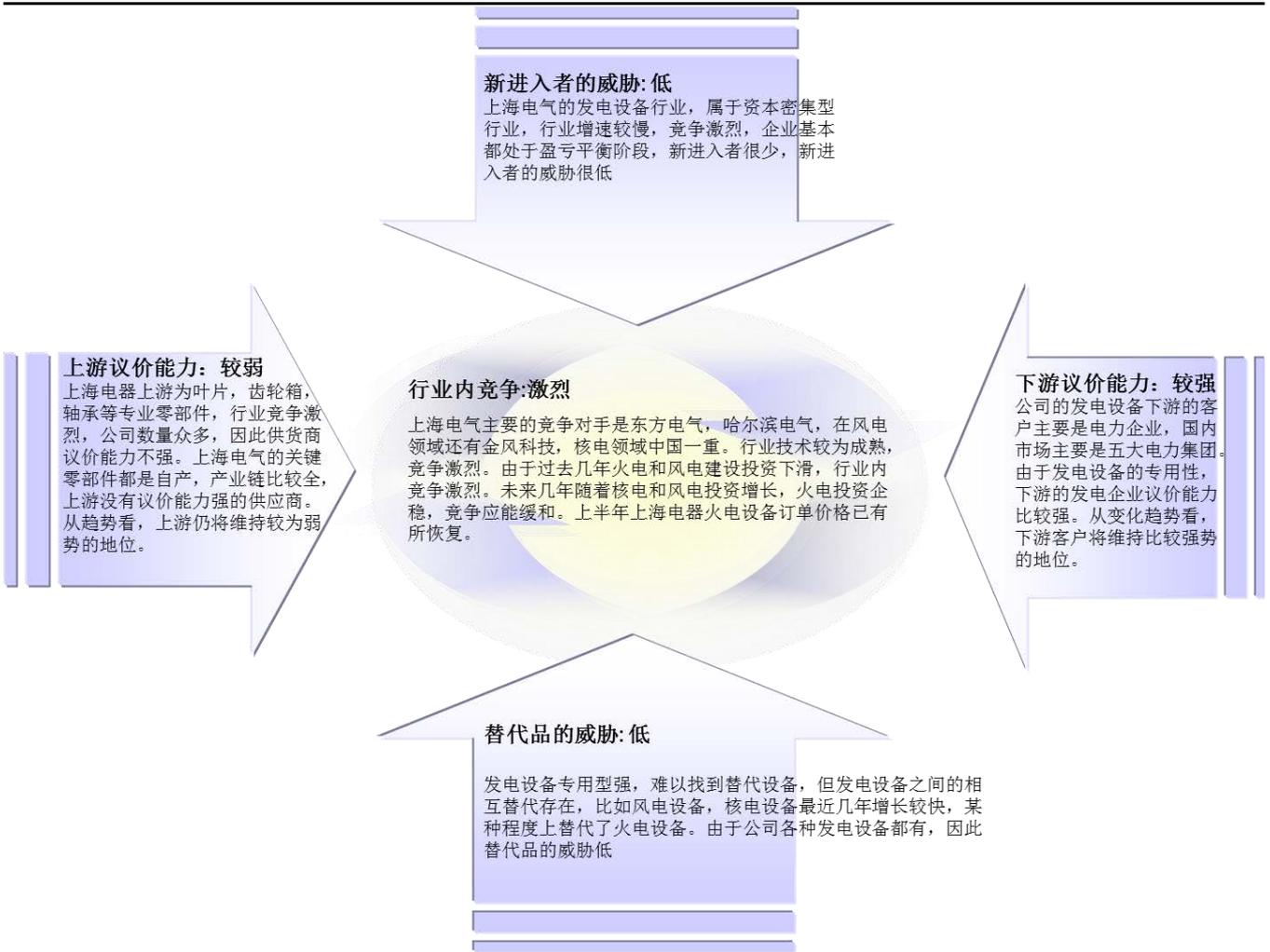
竞争分析

行业吸引力评估

- **核电设备行业:** 我们预计, 2015-2019 年, 国内在建的核电项目总共约 6550 万千瓦, 比 2010-2014 年在建核电项目 3800 万千瓦, 增长 60%; 我们预计 2016-2018 年核电设备收入将进入密集确认期。
- **火电设备行业:** 瑞银预计未来五年火电行业的装机量将维持平稳。
- **输配电设备:** 我们预计未来几年国家电网的投资将维持 5%-10% 的增长, 对应的输配电设备行业维持 5%-10% 的增长
- **风电设备行业:** 瑞银认为 2014-2015 年风电会出现抢装潮, 2016 年风电装机可能会下滑
- **电梯设备行业:** 瑞银认为电梯未来将平稳增长

我们对行业吸引力评估的波特五力图如下:

图表 7: 波特五力图



来源: 瑞银证券

竞争优势

- 在第三代核电中，上海电气承接了压力容器，蒸汽发生器等多达 7 项的国产化任务，同时是 CAP1400 的主泵两家供应商之一。是 AP1000 设备国产化最多的公司，远超过其他竞争对手。从 2008 年开始，上海电气陆续研发实现相关装备的国产化，是第三代核电技术实力最强的企业。
- 我们认为在第三代核电项目上，上海电气的占比将提升。从数量占比看，上海电气在压力容器，蒸汽发生器，稳压器等数量占比提升，堆内构件&驱动棒机构占比有下降。我们认为随着国产化率提升，在堆内构件上的市占率会提高到 95% 以上，跟二代核电持平。
- 从金额占比看，上海电气金额占比目前持平，但未来将提升。按金额划分，上海电气在二代改进型机组主设备的金额占比约 34%，三代项目金额占比 32%，一重和东电金额占比大幅下降。我们认为随着第三代核电国产

化率的提高，主泵和堆内构件的国产化率提高，上海电气的金额占比还会提升。

管理层策略

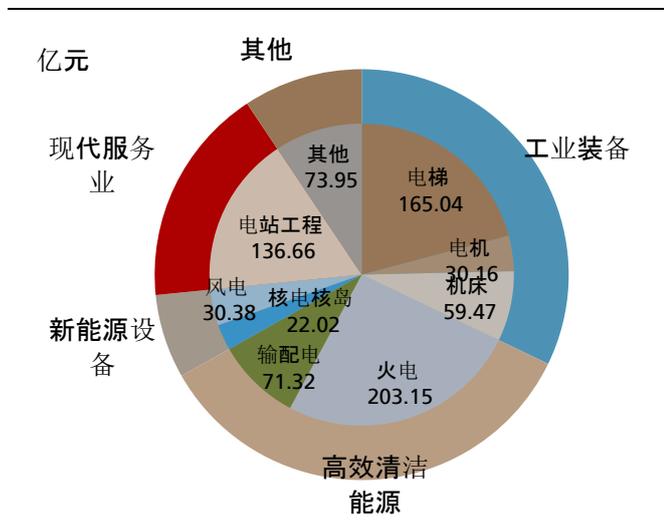
- 核电设备上，管理层策略是加快六大主设备的国产化研发进程；
- 火电设备上，管理层策略是推动大容量机组销售，减少低毛利小机组的订单承接，提供金融支持等手段提高市场占有率；
- 在管理上，上海电气国企改革的方向是提升公司的经营活力和竞争力：1) 专业化重组相关资产；2) 以经济效益最大化为目标提高盈利能力

核电重启或最受益，传统业务稳中略升

上海电气的产品结构较为复杂。从收入构成上，2013 年火电设备收入 203 亿，占比 26%，电梯收入 165 亿，占比 20%；电站工程 137 亿，占比 17%；核电核岛 2013 年 22 亿，占比 3%。

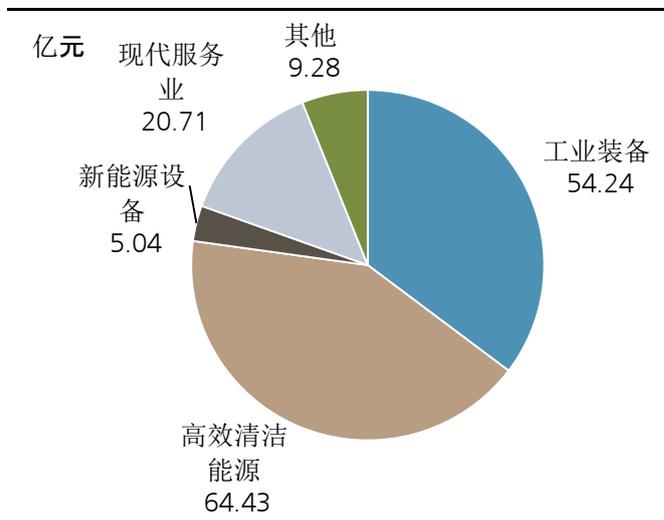
从利润构成上，2013 年工业装备营业利润 54 亿，占比 35%，高效清洁能源营业利润 64 亿，占比 42%；新能源设备 5 亿，占比 3%；现代服务业 21 亿，占比 13%。

图表 8: 上海电气的收入结构



来源: 公司公告, “其他”项指除去子项目之外的其他业务

图表 9: 上海电气的营业利润结构

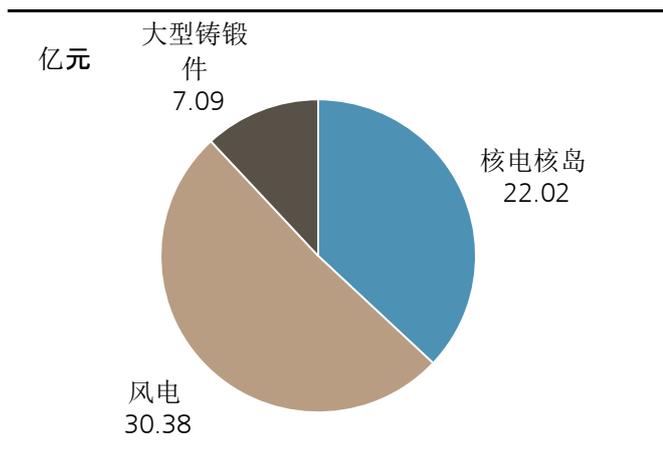


来源: 公司公告

新能源：核电重启或最受益，风电显著复苏

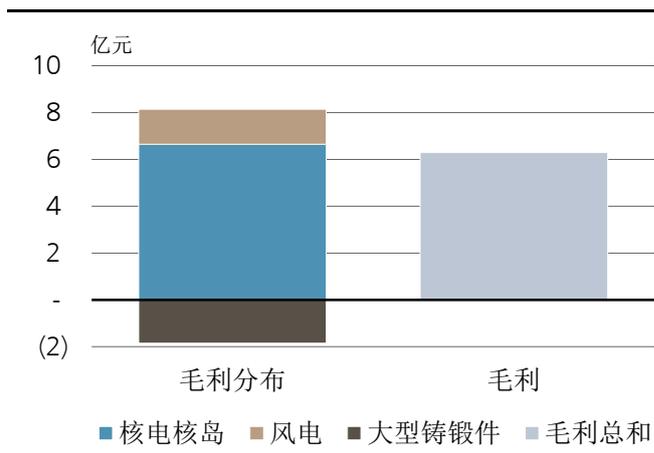
2013 年公司的新能源业务收入 58 亿，占总收入比 8%左右。其中核电 22 亿，风电 30 亿，相关铸锻件 7 亿。从毛利分布看，核电是最主要的毛利贡献来源。

图表 10: 新能源业务收入结构



来源: 公司公告, 2013 年

图表 11: 新能源业务毛利结构



来源: 公司公告, 左柱是分板块的毛利构成, 右柱是整体毛利, 2013 年

核电设备：三代核电技术实力最强，市占率有望提高

三代核电主设备价值链占比提升，相关企业将有望显著受益。我们在核电行业报告中分析过，第三代核电单套机组主设备的价值量近 20 亿，投资金额比第二代高出 45%左右。价值量的差异主要是在主泵，蒸发器，堆内构件&控制棒驱动机构等设备上，主设备在价值链中占比提升，相关企业有望显著受益。

上海电气是国内核岛设备实力最强的企业，主要的竞争优势：

- **垄断国内堆内构件&控制棒驱动市场。**上海电气持股 100%的第一机床公司，在国内核电站堆内构件&控制棒驱动机构市占率约 95%，处于垄断地位；
- **具有主泵生产能力的两家企业之一。**国内具有核一级主泵生产能力的企业只有上海电气和沈鼓动力。公司持有 55%股权的凯士比核电泵阀公司，是国内唯一可以同时提供二代改进型主泵和三代核主泵的企业。目前在手订单有二代改进型海南昌江核电站主泵和三代 CAP1400 石岛核电站共 8 台主泵合同；
- **产业链最为齐全。**上海电气生产除主管道以外的所有主设备；同时拥有自己的锻件企业（重型机器厂），是产业链最完善的企业。

上海电气的三代核电的市占率高于二代改进型核电

在第三代核电中，上海电气承接了压力容器，蒸汽发生器等多达 7 项的国产化任务，同时是 CAP1400 的主泵两家供应商之一。是 AP1000 设备国产化最多的公司，远超过其他竞争对手。从 2008 年开始，上海电气陆续研发实现相关装备的国产化，是第三代核电技术实力最强的企业。

图表 12: 上海电气是承接 AP1000 设备国产化最多的公司

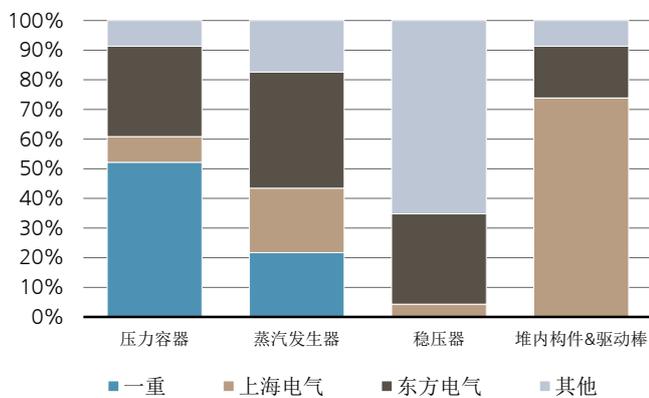
公司	国产化设备内容
上海电气	反应堆压力容器, 蒸汽发生器, 堆内构件, 控制棒驱动机构, 稳压器, 堆芯补水箱, 安注箱, CAP1400 主泵
东方电气	稳压器, 非能动余排
哈尔滨电气	主泵电机, 蒸汽发生器, 堆芯补水箱
中国一重	反应堆压力容器
中国重工	主管道
沈鼓动力	屏蔽电机主泵

来源:瑞银证券整理

我们统计了目前正在建的二代改进型核电和三代 AP1000 核电项目设备的供应商市占率情况。我们发现, 相对于二代核电, 上海电气在三代核电中的市占率显著提升。

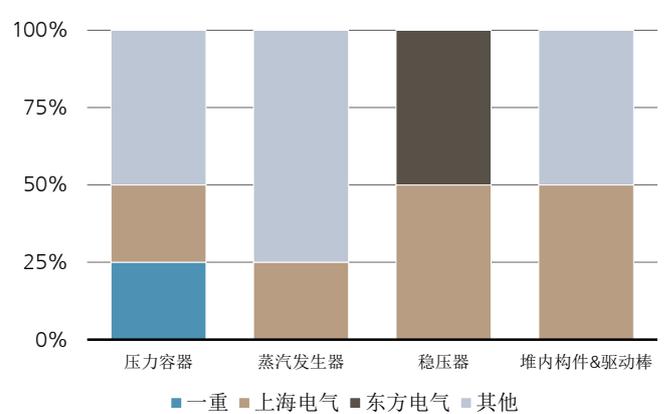
从供应数量占比看, 上海电气占比提升。从数量占比看, 上海电气在压力容器, 蒸汽发生器, 稳压器等数量占比提升, 堆内构件&驱动棒机构占比有所下降。我们认为随着国产化率提升, 上海电气在堆内构件上的市占率会提高到 95% 以上, 跟二代核电持平。

图表 13:按数量计算 第二代核电主设备市场份额



来源:核能协会

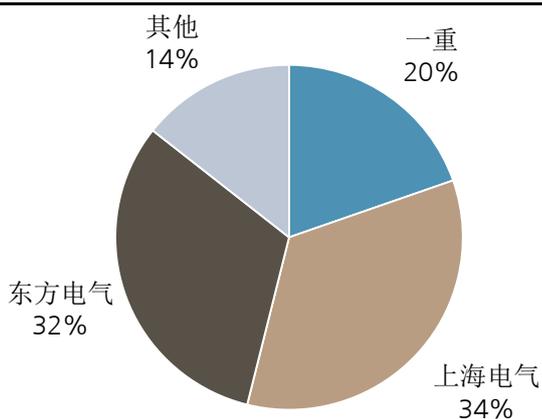
图表 14: 按数量计算在建的第三代核电主设备的市占率



来源:核能协会

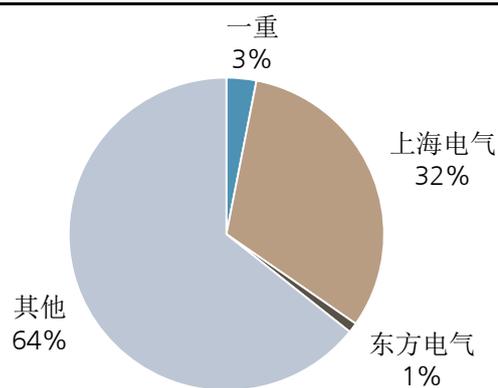
从金额对比看, 上海电气金额占比目前持平, 但未来有望提升。按金额划分, 上海电气在二代改进型机组主设备的金额占比约 34%, 三代项目金额占比 32%, 一重和东电金额占比大幅下降。我们认为随着第三代核电国产化率的提高, 主泵和堆内构件的国产化率提高, 上海电气的金额占比还会提升。

图表 15: 按金额计算的在建第二代核电站市占率



来源: 核能协会

图表 16: 按金额计算的在建第三代核电市占率



来源: 核能协会

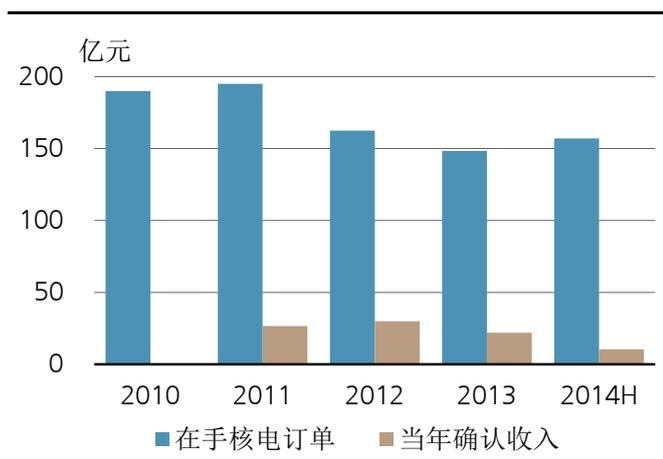
核岛收入峰值可能达到 80 亿，是目前的 4 倍。我们预计 2015-2019 年，在建的核电项目总共约 6550 万千瓦，其中新开工项目 4000 万千瓦，对应我们估算主设备的市场容量 800 亿元。我们估算如果上海电气会拿到 35% 的份额，核岛订单额将达到约 280 亿元。

根据我们的核电行业报告分析，我们认为核岛设备交货高峰可能在 2016-2017 年，最高时年交货可能有 10 台机组，按上海电气 35% 估算，核岛收入峰值可能到 70 亿元左右。

整体核电设备收入峰值可能达到 130 亿元。除了核岛设备，我们认为常规岛及附属设备也将在 2016-2017 年进入交付高峰，按 30% 的份额估算，常规岛及附属设备收入峰值可能达 60 亿元。

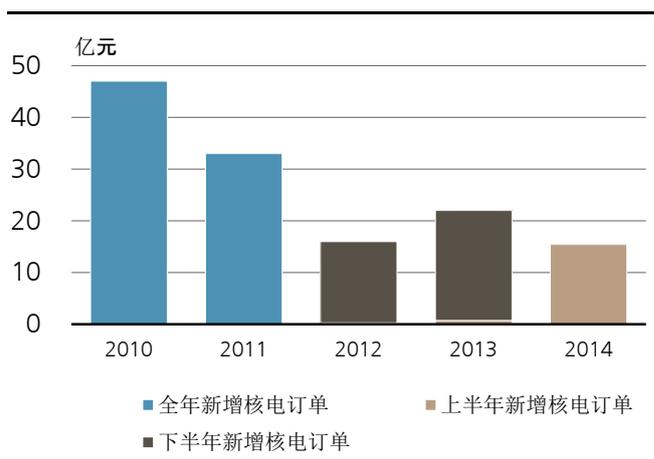
我们预计到 2017 年，整体核岛设备的收入峰值可能达到 130 亿元，占收入比重达到 15%。由于核岛毛利率高于公司毛利率，毛利的占比将有望达到 20% 左右。

图表 17: 公司的核岛订单情况



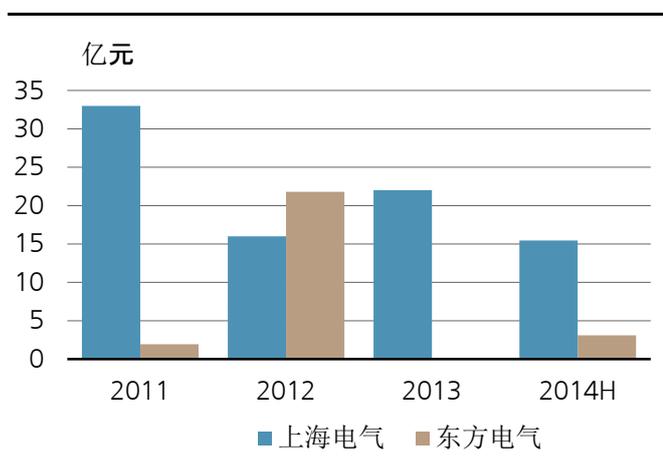
来源: 根据公司年报统计

图表 18: 2014H1 核岛订单已接近 2013 年全年



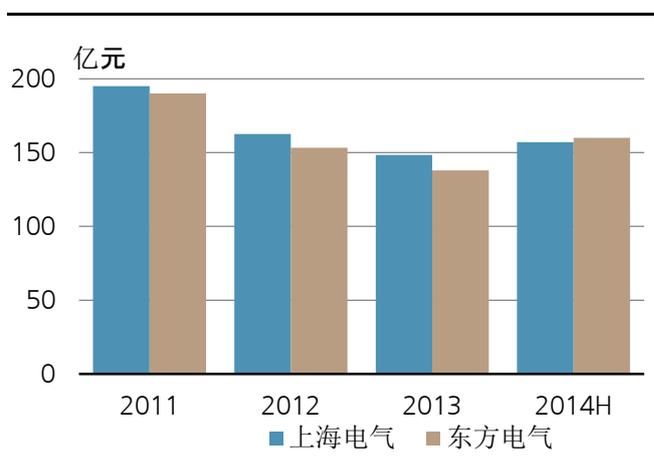
来源: 根据公司年报统计

图表 19: 上海电气与东方电气核岛新增订单对比



来源: 公司公告

图表 20: 上海电气与东方电气核岛在手订单对比



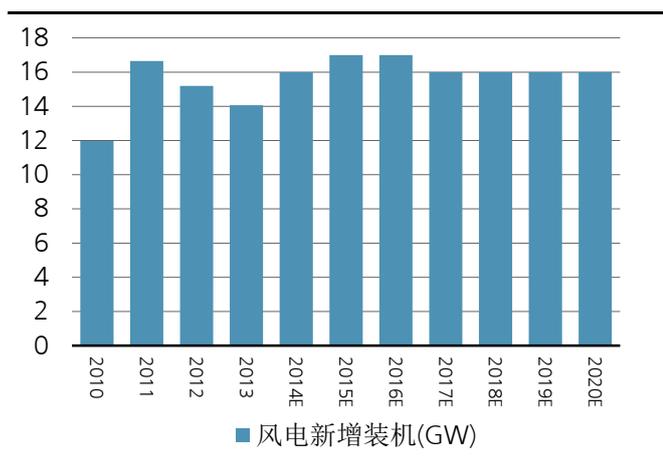
来源: 公司公告

风电设备: 跟随行业反弹, 市占率稳定

2015 年下调电价前, 风电仍将持续抢装

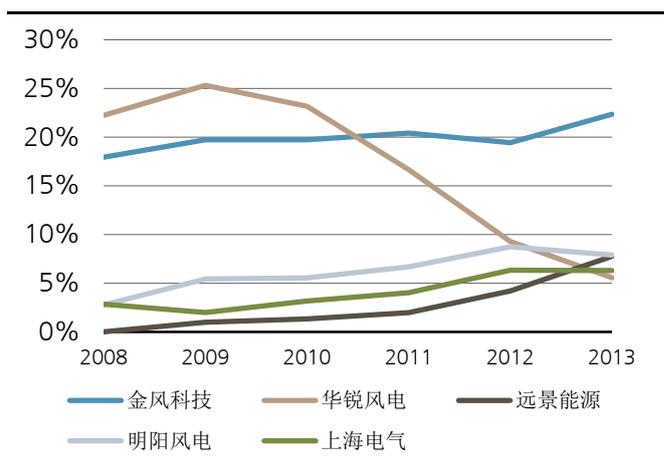
2014-2015 年风电装机将有望持续抢装。国家能源局已明确将在 2020 年前下调风电上网电价, 实现与煤电平价。目前预期在 2015 年可能会第一次下调电价, 在此之前, 风电业主有较强的抢装动力。我们预计 2014 年抢装使得风电吊装量可能超过 20GW, 同比增长 40% 以上。

图表 21: 瑞银对风电并网装机的预测



来源: 行业协会, 瑞银证券估算

图表 22: 风电设备行业的市占率



来源: 行业协会

上海电气的市占率维持稳定。过去几年, 上海电气的市占率稳定在 6%左右。由于上海电气风机质量稳定, 公司内部管理正常, 现金充裕, 我们预计公司的风机市占率应能够保持稳定。

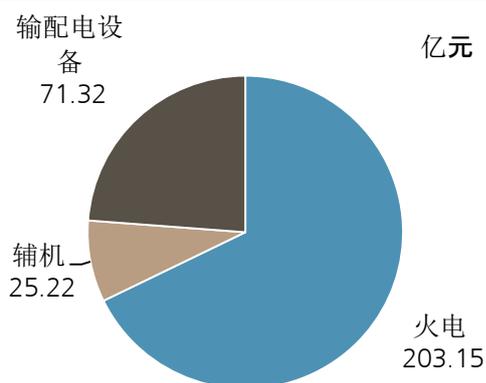
价格上涨, 利润率提升。上半年风机订单单价增长 5%, 由于下半年风电设备行业抢装持续, 风机价格可能仍有上行压力。我们预计全年风电设备收入增长 70%左右; 设备利润率从去年的 5%, 提高到 2014 全年的 15%左右。

2016 年之后, 装机出货可能下滑。展望 2015 年之后, 瑞银预计 2016 年国内风电并网装机 17GW, 2017 年会下滑, 我们认为上海电气装机出货 2015 年之后随行业并网装机下滑也会出现下滑。

高效清洁能源设备: 火电市占率提高, 输配电平稳增长

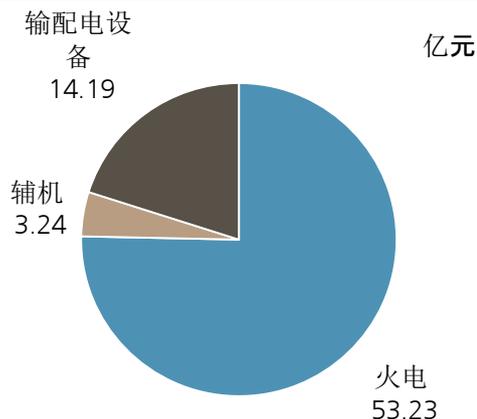
2013 年, 公司的高效清洁能源设备收入 323 亿元, 占总收入比 40%, 其中火电设备 203 亿元, 输配电设备 71 亿元, 辅机 25 亿元。从毛利看, 火电设备毛利 53 亿元, 占整个高效清洁能源设备比 75%。

图表 23: 高效清洁能源收入结构



来源: 公司公告, 2013 年情况

图表 24: 高效清洁能源的毛利结构

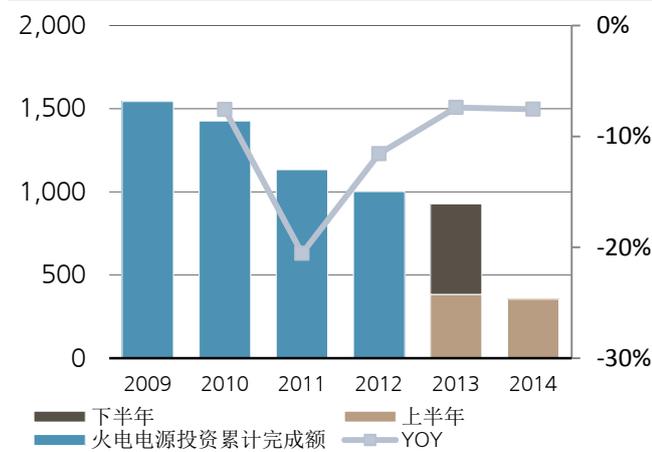


来源: 公司公告, 2013 年情况

火电设备市占率提高, 收入利润维持稳定

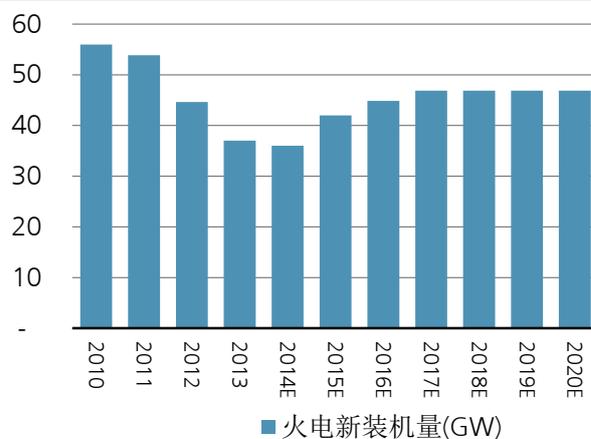
过去几年, 火电的新增装机量和投资持续下降。新增装机量从 2010 年 56GW 下降到 2013 年的 37GW, 年均下降 13%。对应的火电投资额从 2010 年 1426 亿元下降到 2013 年 928 亿, 年均下降 13%。由于火电的投资下滑, 行业竞争激烈, 火电设备价格持续下行。

图表 25: 火电投资历史数据



来源: 中电联

图表 26: 火电历史新装机量



来源: 中电联

未来 5 年基本持平, 略有增长。瑞银预计 2015-2019 年, 火电的新增装机基本稳定, 略有增长。

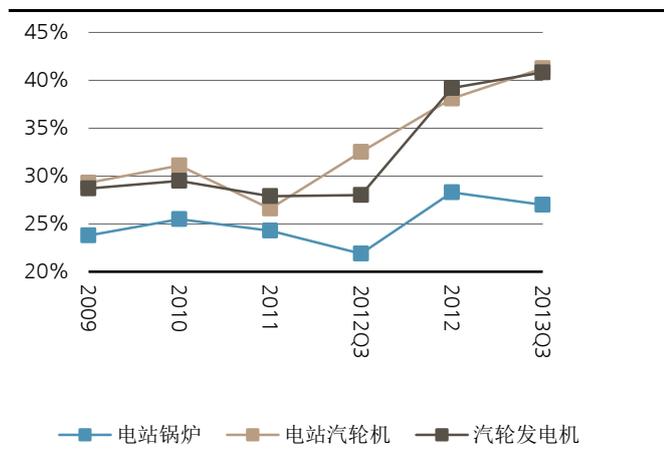
大机组上有较强竞争优势, 上海电气市场占有率提高

上海电气在大机组等设备上的研发生产能力国内领先。上海电气在 60 万千瓦, 100 万千瓦以上的大机组设备上研发能力国内领先。其火电设备收入中, 60 万 KW 以上的机组市占率超过 30%, 在最高水平的百万千瓦超超临界项目上, 市占率达到 50%。

过去几年市占率持续提高。从过去几年看, 上海电气火电设备的市占率持续提高, 从 30%左右提高到 40%左右, 主要的原因在于 1) 大机组上较强的竞争

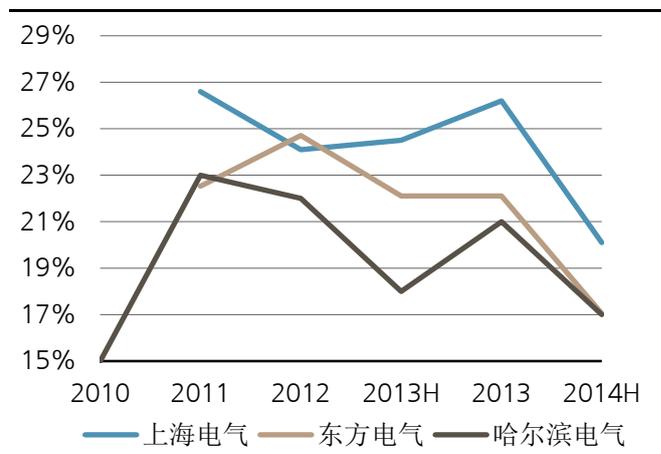
力很强；2) 公司加大大机组推广，减少低毛利小机组接货。我们认为市占率提高的过程还将持续。

图表 27: 上海电气火电设备市占率提高



来源: 瑞银证券

图表 28: 设备毛利率下滑



来源: 公司公告

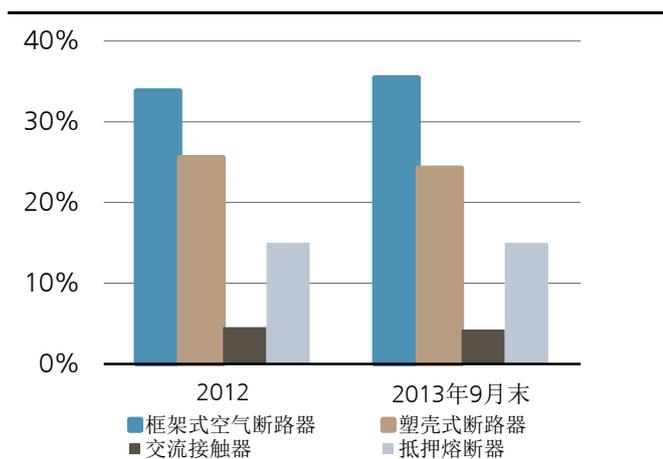
价格上半年企稳回升，出现积极信号：在连续 4 年下降之后，上半年公司新接火电设备订单价格出现 5% 左右增长。主要原因：1) 公司加大 60 万千瓦以上，尤其是 100 万千瓦的大机组设备的推广；2) 放弃了价格和毛利都较差的订单。瑞银预计未来火电装机需求平稳，市场竞争稳定，我们认为未来的订单价格将企稳。

输配电设备：平稳增长

上海电气的输配电设备主要包括超高压，高压开关等。主要产品是框架式断路器，塑壳断路器，交流接触器等。

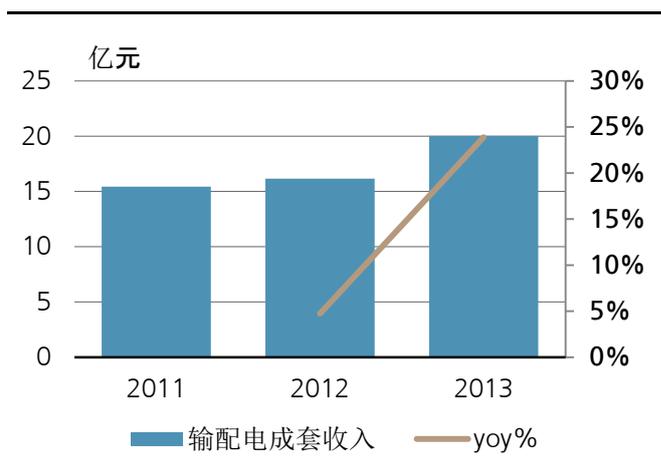
行业平稳增长，市占率稳定。从行业趋势看，由于特高压电网建设和配电网建设的推动，我们预计电网投资未来 3 年基本应能维持 5%-10% 左右的增长，对高低压开关的需求也将平稳增长。从市场占有率看，上海电气的市占率基本平稳。因此我们预计未来将跟随行业维持平稳增长。

图表 29: 输配电产品市占率稳定



来源: 公司资料

图表 30: 输配电收入平稳增长

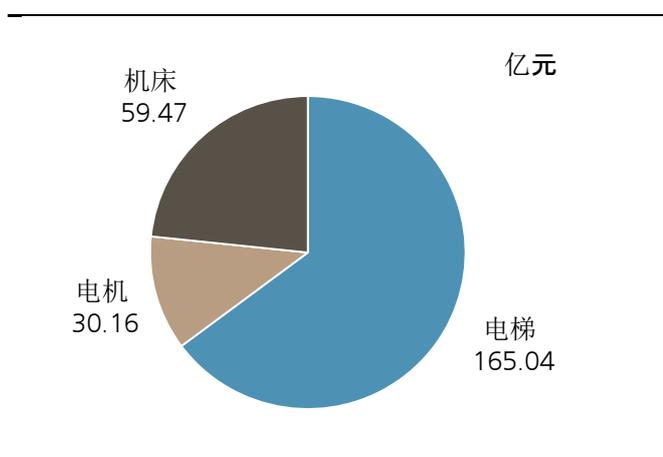


来源: 公司资料

工业设备：电梯平稳增长，其他业务处置减亏

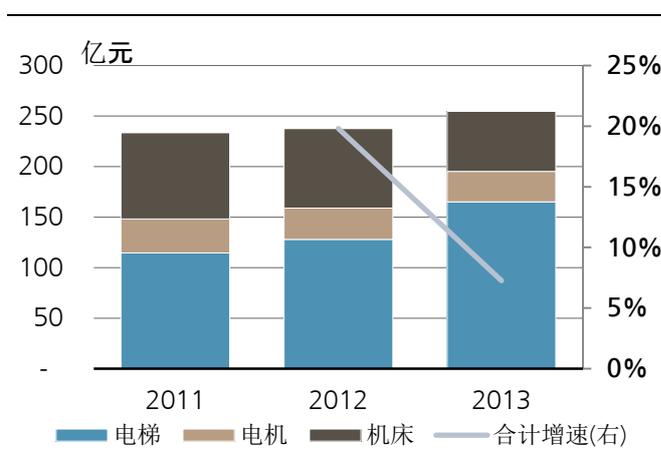
上海电气的工业设备的主要构成包括：电梯，电机，机床/印刷设备/机器人等。其中，电梯 2013 年收入 165 亿，占整个工业设备比 66%；机床等收入 59 亿，占比 24%，电机收入 30 亿，占比 12%。

图表 31: 工业设备的主要构成



来源: 公司公告, 2013 年

图表 32: 工业设备历史收入平稳增长



来源: 公司公告, 2013 年

电梯：平稳增长

- 收入平稳增长：**我们预计电梯行业未来三年保持 5%-10% 左右的正增长。由于房地产投资和施工面积今年预计仍有 7% 左右的增长，我们预计电梯行业未来三年将保持 5%-10% 左右的正增长。公司的市场份额约 20%，维持稳定，因此我们预计公司的电梯收入增速跟行业增速基本持平，
- 盈利能力：**电梯行业竞争结构稳定，虽然由于行业需求增速下滑，电梯价格有下降压力，但我们认为压力不大，公司可通过内部管理等降低成本，盈利能力会维持基本稳定。

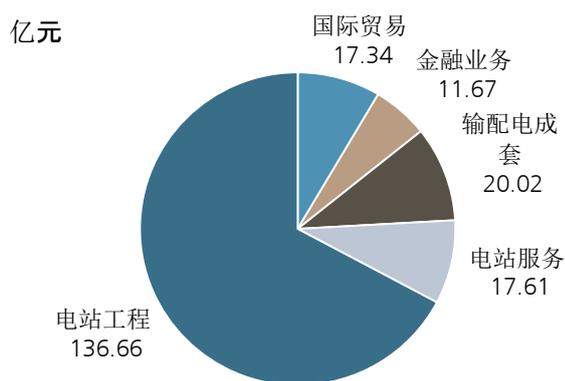
机床/印刷机械/机器人：处置减亏

- **机床收入下降：**机床等受到制造业投资下滑的影响，目前我们认为还难以看到企稳回升的迹象，我们按每年下降 5% 估计，预计 2015 年之后会平稳。
- **印刷机械处置减亏：**印刷包装机械业务主要是在上海电气子公司美国高斯，高斯图文，和印包公司旗下。2013 年上海电气印刷包装业务收入 23.8 亿，总亏损约 3 亿，2014 年以来，公司正在转让印包公司的股权，预计将实现减亏。
- **机器人较快增长：**上海电气持有上海发那科机器人公司的 50% 股权，2013 年上海电气机器人销售收入 11.6 亿，同比增长 8.7%。由于机器人行业增速 20% 左右，我们预计此业务能够实现 20% 左右的增长。

现代服务业：订单充裕，收入稳定

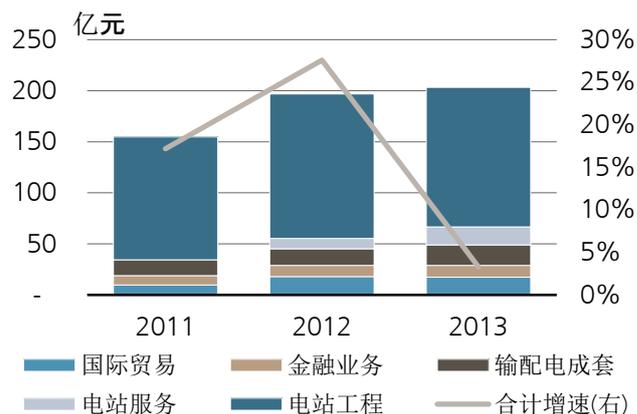
现代服务业的主要收入是海外电站工程，2013 年海外电站工程收入 136 亿，占现代服务业的收入 70%，输配电成套收入 20 亿，占 10%，电站服务和其他收入各占 10%。

图表 33: 现代服务业的主要构成 (2013 年)



来源: 公司公告

图表 34: 现代服务业历史的主要趋势



来源: 公司公告

海外电站工程主要是电站 EPC，电站设备总成套 (BTG) 等工程项目，主要分布在印度，南非，印尼，越南，泰国，伊拉克等第三世界国家。

根据订单判断电站工程收入平稳。电站工程的订单周期比较长，订单的结算受到工程进度较大的影响，同时也受到海外政治局势，当地贷款资金难易程度等的影响。目前电站工程的在手订单约有 1000 亿左右，能够支撑未来 9 年的收入，公司所处区域政治局势，资金状况稳定，因此我们预计电站工程收入能够维持基本平稳。

国企改革：从做大到做强

上海国企改革领先全国，以培育国际强企为目标

2013年12月，上海发布了《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》，提出的改革目标：是要培育具有国际竞争力和影响力的企业集团。

从具体措施上，主要提出了三方面内容：

- **股权多元化。**通过企业整体上市、核心业务资产上市或引进战略投资者，实现投资主体多元化。
- **明确功能定位并实施分类管理。**将国有企业分为竞争性，功能性，公共服务类企业。竞争性企业以市场为导向，以企业效益最大化为主要目标，努力成为国际国内同行中最具活力或影响力的企业；
- **完善注重长效的激励约束分配机制。**建立健全企业核心骨干长效激励机制，与市场机制相适应的分配机制。符合条件的国有控股上市公司，可实施股权激励。

电气总公司首次提出以经济效益最大化为目标

2013年底，控股股东上海电气总公司党委书记（2014年成为上市公司董事长）在权威杂志上发表文章，对推进电气集团的国企改革做了阐述，提出了电气集团的三方面改革重点：

- **进一步推进市场化开放式重组，发展混合所有制经济。**对外资，央企，民资开放，特别是依靠自己力量发展不起来的产业，将加大市场化开放式重组，发展混合所有制。
- **进一步完善集团管控架构，释放上市公司活力。**明确上市公司和总公司的各自定位，释放上市公司活力。
- **选择1-2家上市公司进行股权激励试点，调动经营者积极性和创造性。**

总公司管理层认为：上海电气属于竞争类国有企业，将以经济效益最大化为目标，一心一意将精力放到提高竞争力和盈利能力上，努力成为最具活力和最具竞争力的跨国集团。

2014年以来总公司旗下国企改革加快推进

总公司旗下上市公司相关改革已经开始。上海电气总公司旗下目前有五家上市公司，分别是上海电气（601727），自仪股份（600848），中纺机（600610），上海机电（600835），海立股份（600619），上海集优（2345.HK）。2014年以来，相关公司的国企改革已经开始推进，主要集中在资产整合，股权激励，改善盈利几个方面。

图表 35: 上海电气总公司旗下国企改革已开始推进

公司	改革动作	时间
自仪股份	全部资产及负债置出，发行股份购买临港集团下属园区开发类资产	2014
上海集优	子公司股权激励	2014
	海外收购	2014
上海电气	海外收购	2014
上海机电	转让经营不善资产	2014
	控股股东增持	2013

来源: 瑞银证券整理

从上海电气总公司领导层的谈话分析，我们认为上海电气的国企改革主要有几个方面：

按专业化原则重组相关业务

总公司领导层提出要明确完善集团管控架构，释放上市公司活力，明确上市公司和总公司的各自定位。

总公司旗下相关资产可能注入上市公司。上海电气总公司的资产未在上市公司里的主要有鼓风机，重型机械，钠硫电池，土地物业等资产。与上海电气相关的主要有储能电池，鼓风机，重型机械业务。从资产规模看，这几块的收入规模 20 亿左右，相对于上市公司，资产规模不大。

图表 36: 总公司不在上市公司中的主要资产

	公司名	销售收入	净利润	股权	相关业务
储能电池	上海电气钠硫储能技术有限公司	未知	未知	60%	储能电池
鼓风机	上海鼓风机厂有限公司	2013 年 10 亿	未知	100%	第四代核电高温气冷堆的氦气循环风机
重型机械	上海起重运输机械厂有限公司	2008 年销售收入 5.5 亿，2013 年未知	未知	100%	国内唯一核燃料输送系统（PMC）系统生产制造商，核电站装卸料机，环形起重机，燃料厂房起重机等
土地及物业	上海电气资产经营有限公司	2013 年 1-9 月 0.75 亿	2013 年 1-9 月 0.48 亿	未知	土地及物业
金融类股权		华安基金		20%	金融服务

来源: 公司资料，瑞银证券整理

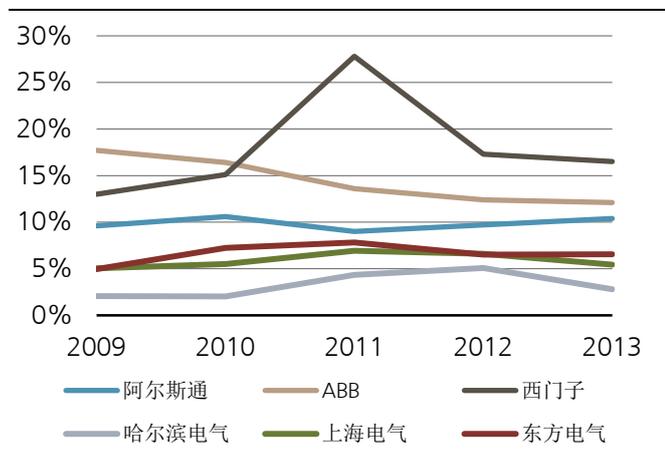
以经济效益最大化为目标提高盈利能力

上海电气总公司的思路中，强调竞争性国企，将以经济效益最大化为目标，一心一意提高盈利能力和竞争力。我们认为未来上海电气的改革主方向，将是提高企业的盈利能力。

与国际竞争对手相比，盈利能力还有提升空间。海外同行业的相关业务的营业利润率一般在 10%-17%，高于上海电气 5% 左右的营业利润率。从营业利润率角度看，上海电气的盈利能力还有较大的提升空间。

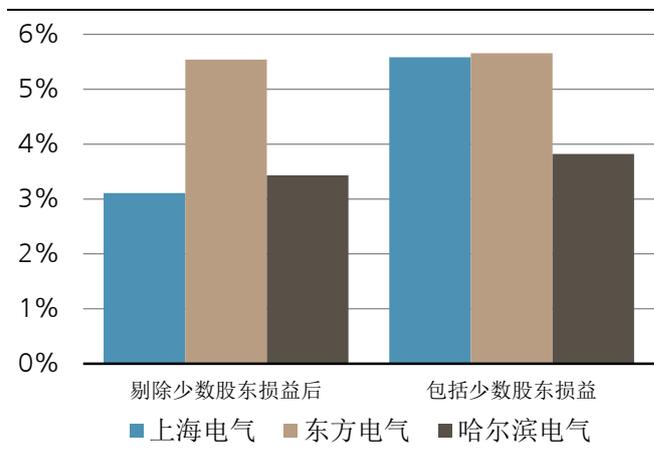
与国内同行比，净利润率较低。上海电气的整体净利润率跟东方电气持平，但剔除少数股东损益后，净利润率较低，主要是由于上海电气并表公司中有多家海外合资企业。

图表 37: 营业利润率与国际大公司对比



来源: 公司公告

图表 38: 上海电气与国内竞争对手的净利润率对比

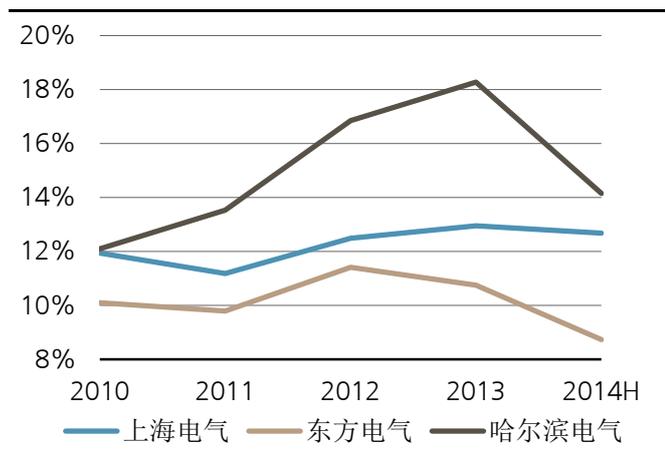


来源: 公司公告

我们认为，从长期看，上海电气将通过：1) 加大自主创新，提高产品附加值；2) 加大自主研发新产品推广力度；3) 降低可控费用等方式提升盈利能力和企业竞争力。

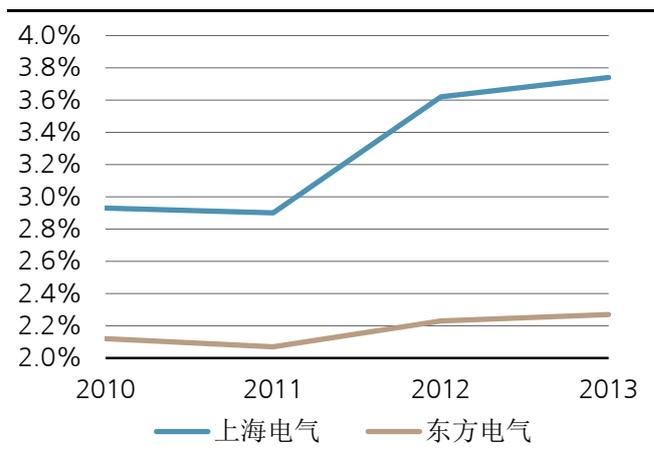
从短期看，上海电气将通过降低可控费用，减少亏损资产等手段，提高利润率。从费用率看，公司的三项费用率显著高于竞争对手东方电气，其中销售费用显著更高。通过仔细拆分销售费用构成，我们认为有较大下降空间。

图表 39: 三项费用率与国内公司对比



来源: 公司公告

图表 40: 销售费用率显著高于竞争对手



来源: 公司公告

2014 年以来，我们已看到公司提高盈利能力的部分动作

▪ **处理亏损资产：**

1、持股 100%的上海重型机器厂，主要业务是核电铸锻件，矿山冶金铸锻件。2013 年亏损 12 亿元；

2014 年拟将部分房产协议转让给上海电气（集团）总公司，转让价格 8.6 亿，我们预计 2014 年将减亏 4-5 亿元。

2、挂牌转让亏损公司股权：转让上海亚华，光华公司，申威达，紫光公司的股权，我们预计累计可减亏约 2.5 亿。

▪ **要求降低可控费用 5%-10%，降低成本费用率，提高利润率。**

我们认为通过相关手段和进一步改革，公司的盈利能力将会提高，将是国企改革率先受益标的之一。

财务状况

根据前面分析，我们认为上海电气业绩的主要驱动力及趋势如下：

图表 41: 公司业务的主要驱动力及趋势

	收入（亿元）	占比	主要驱动力	未来 3-5 年趋势
高效清洁能源	324	41%		
其中：火电设备	203	26%	火电新增装机投资	平稳
输配电设备	71	9%	电网投资	平稳，略有增长
新能源设备	58	7%		
其中：核电核岛	22	3%	核电站建设	快速增长
风电	30	4%	风电场建设投资	电价下调之前快速增长，电价下调有下行风险
工业设备	248	31%		
其中：电梯	165	21%	房地产建设投资	增速下降，但维持增长
电机/机床/印刷等其他机械设备	59	8%	制造业等工业投资	持平或略有下滑
电站工程	137	17%	海外电站工程	平稳增长
其他	25	3%		
合计	792	100%		

来源:公司数据（2013），瑞银证券预测

收入分部预测

高效清洁能源

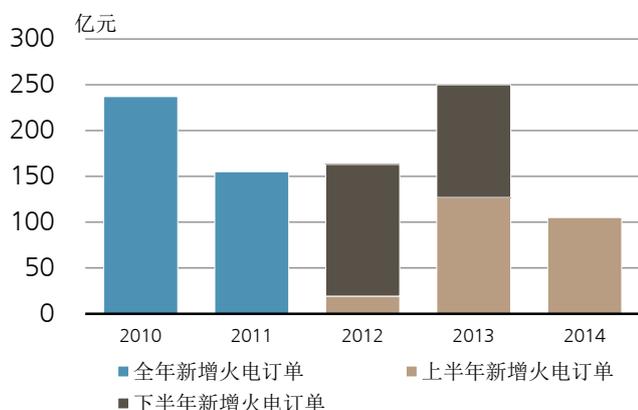
火电设备：订单和价格回升

- **收入缓慢回升：**火电设备的周期较长，期末在手订单一般是当年收入的 4-5 倍，因此基本可以根据新接订单和期末在手订单趋势预测未来设备收入。上海电气的火电新接和在手订单在 2012 年见底，之后持续回升。根据火

电 9-18 个月的生产交货周期，我们预计火电设备收入会缓慢增长。我们假设未来三年 5%左右的增速；

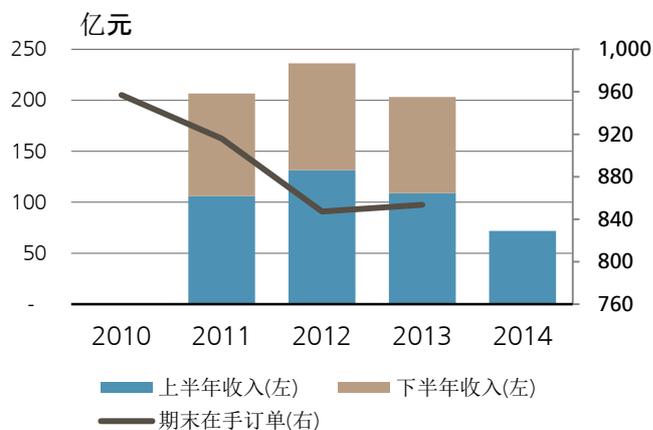
- **价格上半年企稳回升，出现积极信号：**在连续 4 年下降之后，上半年公司新接火电设备订单价格出现 5%左右增长。主要原因：1) 公司加大 60 万千瓦以上，尤其是 100 万千瓦的大机组设备的推广；2) 放弃了价格和毛利都较差的订单。瑞银预计未来三年火电装机需求平稳，市场竞争稳定，我们认为未来三年的订单价格将企稳。
- **盈利能力维持稳定：**上半年火电设备毛利率 20%，比去年同期下降 5 个百分点，主要原因是与上半年交货机组结构偏小的交货结构有关，随着下半年大机组的集中交货，下半年的毛利率会有所回升。我们认为未来 3 年将保持 25%左右的历史平均水平。

图表 42:火电新接订单 2013 年增长，2014 年上半年平稳



来源: 公司公告

图表 43: 上海电气期末在手订单平稳



来源: 公司公告

输配电设备：平稳增长

- **收入平稳增长：**公司的输配电设备产品主要有断路器，接触器等。输配电设备的周期较短，难以根据订单预测收入。由于公司的输配电设备主要是低压产品，主要的驱动力是发电量增速和 GDP 增速，预计将平稳增长。我们假设未来三年 5%左右增速；
- **盈利能力稳定：**低压输配电设备竞争比较充分，市场竞争格局稳定。我们预计未来三年盈利能力维持历史平均水平 20%左右。

我们对高效清洁能源设备的收入和毛利分拆如下：

图表 44: 高效清洁能源设备的收入和毛利分拆

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
火电设备: 收入	206.74	236.27	203.15	182.84	191.98	201.58	201.58	201.58
yoy%	0%	14%	-14%	-10%	5%	5%	0%	0%
成本	151.75	179.33	149.92	138.95	143.98	151.18	151.18	149.17
毛利	54.99	56.94	53.23	43.88	47.99	50.39	50.39	52.41
毛利率	27%	24%	26%	24%	25%	25%	25%	26%
辅机: 收入	28.09	29.31	25.22	20.18	22.19	24.41	26.85	29.54
yoy%	0%	4%	-14%	-20%	10%	10%	10%	10%
成本	-	24.48	21.98	17.75	19.31	21.00	23.09	25.11
毛利	-	4.83	3.24	2.42	2.89	3.42	3.76	4.43
毛利率	0%	16%	13%	12%	13%	14%	14%	15%
输配电设备: 收入	25.51	66.27	71.32	74.89	78.63	84.13	88.34	92.76
yoy%	-	160%	8%	5%	5%	7%	5%	5%
成本	20.69	53.48	57.13	59.91	62.90	67.31	70.67	72.35
毛利	4.82	12.79	14.19	14.98	15.73	16.83	17.67	20.41
毛利率	19%	19%	20%	20%	20%	20%	20%	22%
其他: 收入	43.23	27.56	28.96	30.41	31.93	34.16	35.87	37.67
yoy%	-	-36%	5%	5%	5%	7%	5%	5%
成本	-	23.02	25.24	26.45	27.78	29.72	31.21	32.39
毛利	-	4.54	3.72	3.95	4.15	4.44	4.66	5.27
毛利率	-	16%	13%	13%	13%	13%	13%	14%
其他抵消	-5.69	-5.82	-4.9	0	0	0	0	0
合计: 收入	297.88	353.59	323.75	308.31	324.73	344.29	352.64	361.54
yoy%	-	19%	-8%	-5%	5%	6%	2%	3%
成本	227.16	282.16	259.32	243.07	253.97	269.21	276.16	279.02
毛利	70.72	71.43	64.43	65.23	70.76	75.08	76.49	82.52
毛利率	24%	20%	20%	21%	22%	22%	22%	23%

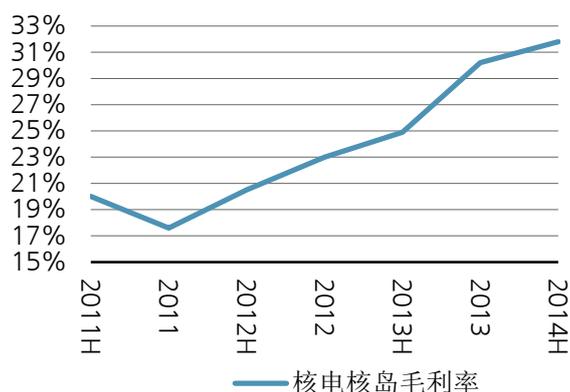
来源: 公司公告, 瑞银证券估算

新能源设备

核电核岛: 收入快速增长, 毛利率将提升

- **收入快速增长:** 核岛订单属于长周期设备, 2014 年上半年, 上海电气的在手核岛订单约 160 亿, 我们预计有 100 亿可能在未来 2 年交付。我们预计未来 5 年总收入 308 亿, 占核岛主设备总市场的 35%左右。
- **毛利率逐步提升:** 过去 3 年核电核岛毛利从 2011 年的 18%提高到 2014H1 的 32%, 我们认为主要的原因是技术逐渐成熟, 规模效应开始显现, 随着核电设备产量提升, 预计未来三年盈利能力将维持在 30%左右

图表 45: 核电核岛的毛利率情况



来源: 公司公告

图表 46: 风电设备毛利率



来源: 公司公告

风电设备: 收入与行业同步增长, 利润率回升

- **收入与行业基本同步增长:** 根据前面的分析, 行业最近两年抢装, 公司市场占有率稳定, 我们预计其收入增速与行业基本同步。
- **利润率回升:** 上半年新接订单价格回升, 我们预计 2014-2015 年毛利率会提升, 此后基本维持稳定。

我们对新能源设备的收入和毛利分拆预测如下:

图表 47: 新能源设备的收入和毛利分拆预测

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
核电核岛: 收入	26.66	30.01	22.02	28.63	40.08	68.13	81.76	89.93
yoy%	0%	13%	-27%	30%	40%	70%	20%	10%
成本	21.97	23.11	15.37	20.04	27.25	45.65	53.14	54.86
毛利	4.69	6.90	6.65	8.59	12.82	22.48	28.61	35.07
毛利率	18%	23%	30%	30%	32%	33%	35%	39%
风电: 收入	34.87	26.63	30.38	51.65	61.98	68.17	71.58	75.16
yoy%	0%	-24%	14%	70%	20%	10%	5%	5%
成本	31.45	24.98	28.89	43.90	49.58	56.58	58.70	60.13
毛利	3.42	1.65	1.49	7.75	12.40	11.59	12.88	15.03
毛利率	10%	6%	5%	15%	20%	17%	18%	20%
大型铸锻件: 收入	12.28	11.24	7.09	7.09	7.09	7.09	7.09	7.09
yoy%	0%	-8%	-37%	0%	0%	0%	0%	0%
成本	-	9.55	8.94	9.22	7.09	7.09	7.09	7.09
毛利	-	1.69	- 1.85	- 2.13	-	-	-	-
毛利率	0%	15%	-26%	-30%	0%	0%	0%	0%
其他抵消	- 2.49	- 3.07	- 1.25	-	-	-	-	-
合计: 收入	71.32	64.81	58.24	87.36	109.14	143.39	160.43	172.18
yoy%	16%	-9%	-10%	50%	25%	31%	12%	7%
成本	63.41	57.64	53.20	73.15	83.92	109.32	118.93	122.08
毛利	7.91	7.17	5.04	14.21	25.22	34.07	41.50	50.11
毛利率	11%	11%	9%	16%	23%	24%	26%	29%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

工业装备

电梯：收入平稳增长，盈利能力稳定

- **收入平稳增长：**我们预计电梯行业未来三年保持 5%-10% 左右的正增长，收入增速比 2013 年下滑。由于房地产投资和施工面积今年预计仍有 7% 左右的增长，我们预计电梯行业未来几年将保持 5%-10% 左右的正增长。公司的市场份额约 20%，维持稳定，我们预计公司的电梯收入增速跟行业增速基本持平，
- **盈利能力：**电梯行业竞争结构稳定，虽然由于行业需求增速下滑，电梯价格有下降压力，但我们认为压力不大，公司可通过内部管理等降低成本，盈利能力会维持基本稳定。

机床/电机/印刷机械：收入下滑，亏损减少

- **机床收入下降：**机床等受到制造业投资下滑的影响，我们认为目前还难以看到企稳回升的迹象，我们按每年下降 5% 估计。
- **印包机械减亏：**印刷包装机械主要业务是在子公司美国高斯，高斯图文，印包公司旗下。2013 年上海电气印刷包装业务收入 23.8 亿，总亏损约 3 亿，2014 年以来，公司正在转让印包公司的股权，预计将实现减亏。

我们对工业装备的收入和毛利分拆预测如下：

图表 48: 工业装备的收入和毛利分拆

单位：亿元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
电梯：收入	114.53	127.92	165.04	183.19	196.02	209.74	220.23	231.24
yoy%	-	12%	29%	11%	7%	7%	5%	5%
成本	-	101.34	129.00	142.89	152.89	161.50	169.57	175.74
毛利	-	26.58	36.04	40.30	43.12	48.24	50.65	55.50
毛利率	-	21%	22%	22%	22%	23%	23%	24%
电机：收入	33.59	30.96	30.16	28.65	27.22	27.22	27.22	27.22
yoy%	-	-8%	-3%	-5%	-5%	0%	0%	0%
成本	-	24.53	23.57	22.92	21.78	21.78	21.78	21.50
毛利	-	6.43	6.59	5.73	5.44	5.44	5.44	5.72
毛利率	-	21%	22%	20%	20%	20%	20%	21%
机床/印刷/机器人/其他	85.28	78.66	59.47	56.50	53.67	53.67	53.67	53.67
yoy%	-	-8%	-24%	-5%	-5%	0%	0%	0%
成本	-	62.31	46.48	45.20	42.94	42.40	41.86	41.86
毛利	-	16.35	12.99	11.30	10.73	11.27	11.81	11.81
毛利率	-	21%	22%	20%	20%	21%	22%	22%
其他抵消	- 40.14	- 6.00	- 6.30	-	-	-	-	-
合计：收入	193.26	231.54	248.37	268.34	276.91	290.63	301.12	312.13
yoy%	-	20%	7%	8%	3%	5%	4%	4%
成本	154.82	183.43	194.13	211.01	217.61	225.68	233.21	239.11
毛利	38.44	48.11	54.24	57.33	59.30	64.95	67.90	73.02
毛利率	20%	21%	22%	21%	21%	22%	23%	23%

来源：公司公告，瑞银证券估算

现代服务业：收入和利润稳定

根据前面的行业分析，我们预计现代服务业的收入和毛利将维持稳定，其拆分预测如下：

图表 49: 现代服务业的收入和毛利分拆

单位：亿元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
国际贸易：收入	9.77	18.06	17.34	24.28	25.49	28.04	29.44	30.91
yoy%	0%	85%	-4%	40%	5%	10%	5%	5%
成本	-	15.25	14.59	20.63	21.67	24.67	25.32	26.28
毛利	-	2.81	2.75	3.64	3.82	3.36	4.12	4.64
毛利率	-	16%	16%	15%	15%	12%	14%	15%
金融业务：收入	9.15	10.92	11.67	15.17	16.69	18.36	20.19	22.21
yoy%	0%	19%	7%	30%	10%	10%	10%	10%
成本	-	9.22	9.82	12.90	14.18	16.15	17.37	18.88
毛利	-	1.70	1.85	2.28	2.50	2.20	2.83	3.33
毛利率	0%	16%	16%	15%	15%	12%	14%	15%
输配电成套：收入	15.43	16.16	20.02	18.02	18.02	18.02	18.02	18.02
yoy%	0%	5%	24%	-10%	0%	0%	0%	0%
成本	-	13.64	16.84	15.32	15.32	15.86	15.86	15.32
毛利	-	2.52	3.18	2.70	2.70	2.16	2.16	2.70
毛利率	0%	16%	16%	15%	15%	12%	12%	15%
电站服务：收入	-	10.17	17.61	15.85	15.85	15.85	15.85	15.85
yoy%	0%	0%	73%	-10%	0%	0%	0%	0%
成本	-	8.59	14.82	13.47	13.47	13.95	13.95	13.47
毛利	-	1.58	2.79	2.38	2.38	1.90	1.90	2.38
毛利率	0%	16%	16%	15%	15%	12%	12%	15%
电站工程：收入	120.45	141.49	136.66	109.33	109.33	109.33	109.33	109.33
yoy%	0%	17%	-3%	-20%	0%	0%	0%	0%
成本	-	119.45	114.98	92.93	92.93	96.21	98.40	96.21
毛利	-	22.04	21.68	16.40	16.40	13.12	10.93	13.12
毛利率	0%	16%	16%	15%	15%	12%	10%	12%
其他抵消	- 9.29	- 11.16	- 11.55	-	-	-	-	-
合计：收入	145.51	185.64	191.75	182.64	185.37	189.59	192.83	196.32
yoy%	17%	28%	3%	-5%	1%	2%	2%	2%
成本	140.40	166.15	171.04	155.25	157.57	166.84	170.88	170.15
毛利	5.11	19.49	20.71	27.40	27.81	22.75	21.95	26.17
毛利率	4%	11%	11%	15%	15%	12%	11%	13%

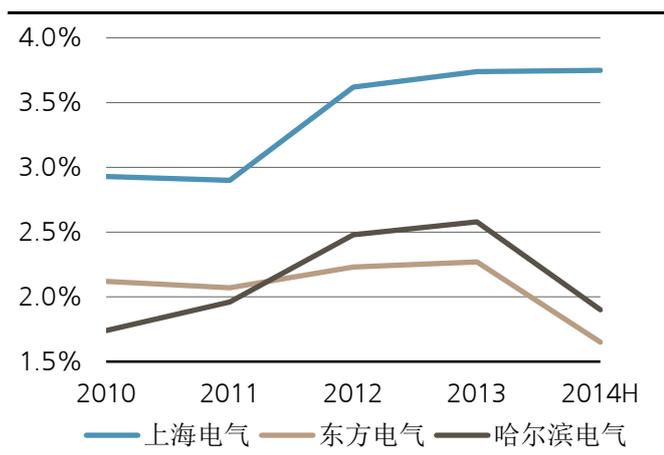
来源：公司公告，瑞银证券估算

费用率分析

销售管理费用率有下行空间

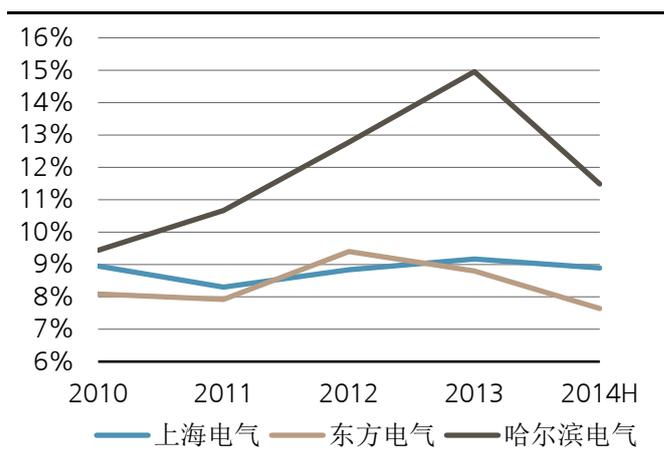
费用率相对较高。与同行相比，上海电气销售费用率高于东方电气与哈尔滨电气，呈上升趋势，管理费用率高于东方电气。我们认为在国企改革，提高效率的背景下，费用率仍有下降空间。从 2014 年情况看，公司开始要求每年降低可控费用 5%-10%，我们预计管理费用率将下降。

图表 50: 上海电气销售费用率较高



来源: 公司公告

图表 51: 上海电气管理费用率高于东方电气



来源: 公司公告

财务预测

我们估计未来 3 年公司的销售收入增长 3%/0%/8%，利润增长 23%/40%/13%，主要的增长来源：

- 核电核岛收入增长 30%/40%/70%，从 22 亿增长到 68 亿，是最主要的增长点；
- 火电销售收入由前几年的同比下降转为小幅上升，未来三年增长 5%左右；
- 风电维持在 10%-30%之间的增长，2016 年后有所下降。

图表 52: 收入分布

收入 (亿元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
高效清洁能源	297.88	353.59	323.75	308.31	324.73	344.29	352.64	361.54
其中: 火电	206.74	236.27	203.15	182.84	191.98	201.58	201.58	201.58
新能源设备	71.32	64.81	58.24	87.36	109.14	143.39	160.43	172.18
其中: 风电	34.87	26.63	30.38	51.65	61.98	68.17	71.58	75.16
核电	26.66	30.01	22.02	28.63	40.08	68.13	81.76	89.93
工业设备	193.26	231.54	248.37	268.34	276.91	290.63	301.12	312.13
现代服务业	145.51	185.64	191.75	182.64	185.37	189.59	192.83	196.32
其他抵消	10.66	-64.81	-29.96	-28.17	-80.65	-87.11	-90.63	-93.80
合计	718.63	770.77	792.15	818.48	815.50	880.79	916.38	948.37
增速		7%	3%	3%	0%	8%	4%	3%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 53: 毛利分布

毛利 (亿元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
高效清洁能源	70.72	71.43	64.43	65.23	70.76	75.08	76.49	82.52
其中: 火电	54.99	56.94	53.23	43.88	47.99	50.39	50.39	52.41
新能源设备	7.91	7.17	5.04	14.21	25.22	34.07	41.50	50.11
其中: 风电	3.42	1.65	1.49	7.75	12.40	11.59	12.88	15.03
核电	4.69	6.90	6.65	8.59	12.82	22.48	28.61	35.07
工业设备	38.44	48.11	54.24	57.33	59.30	64.95	67.90	73.02
现代服务业	5.11	19.49	20.71	27.40	27.81	22.75	21.95	26.17
其他抵消	17.17	6.47	9.28	3.22	-2.22	-2.30	-2.72	-4.66
合计	139.34	152.68	153.70	167.39	180.87	194.56	205.11	227.16

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

毛利率有所增长, 从 2013 年 19% 增长至 20%, 其中

- 火电设备由于新接订单价格有所上涨, 火电毛利小幅提升至 25%
- 核电由于产能利用率提高, 规模效应使得毛利率提升, 从 30% 提高到 33%;
- 风电设备毛利率变动较大: 2014-2015 年由于行业需求旺盛, 毛利率提高到 20% 左右, 2016 年由于行业需求下滑, 毛利下滑, 之后维持稳定

费用率下降至 11% 左右, 主要下降来源: 销售费用率从 2013 年的 3.74% 降至 2016 年的 3% 左右; 管理费用率从 9.17% 降至未来三年的 8% 左右。

图表 54: 毛利率细分

毛利率 (%)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
高效清洁能源	24%	20%	20%	21%	22%	22%	22%	23%
其中: 火电	27%	24%	26%	24%	25%	25%	25%	26%
新能源设备	11%	11%	9%	16%	23%	24%	26%	26%
其中: 风电	10%	6%	5%	15%	20%	18%	18%	18%
核电	18%	23%	30%	30%	32%	33%	35%	35%
工业设备	20%	21%	22%	21%	21%	22%	23%	23%
现代服务业	4%	11%	11%	15%	15%	12%	11%	13%
综合毛利率	18%	18%	18%	19%	20%	20%	20%	21%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 55: 毛利占比分布

毛利占比 (%)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
高效清洁能源	57.88%	48.85%	44.61%	39.73%	38.65%	38.14%	36.80%	35.60%
其中: 火电	45.01%	38.95%	36.85%	26.73%	26.21%	25.60%	24.25%	22.61%
新能源设备	6.47%	4.91%	3.49%	8.65%	13.77%	17.31%	19.97%	21.61%
其中: 风电	2.80%	1.13%	1.03%	4.72%	6.77%	5.89%	6.20%	6.48%
核电	3.84%	4.72%	4.60%	5.23%	7.00%	11.42%	13.77%	15.13%
工业设备	31.46%	32.91%	37.56%	34.92%	32.39%	33.00%	32.67%	31.50%
现代服务业	4.18%	13.33%	14.34%	16.69%	15.19%	11.56%	10.56%	11.29%

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 56: 费用率分布

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
毛利率	18%	19%	20%	19%	20%	22%	22%	22%
销售费用率	3%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
管理费用率	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	8%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
应收款周转率	3.37	3.16	3.11	2.67	2.50	2.50	2.50	2.50
存货周转率	2.43	2.49	2.45	2.67	2.50	2.70	2.70	2.70

来源:公司公告, 瑞银证券估算

我们整体的三张表预测如下:

图表 57: 利润表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	63,176	71,863	77,077	79,215	81,848	81,550	88,079
营业成本	52,023	57,929	61,809	63,845	65,109	63,463	68,562
销售费用	1,849	2,171	2,791	2,961	2,865	2,691	2,642
管理费用	5,655	6,221	6,815	7,262	7,366	7,176	7,487
财务费用	38	32	26	28	0	0	0
投资收益	1,275	980	912	861	1,200	1,200	1,400
营业税金及其他	1,475	2,081	1,455	1,687	934	390	783
营业利润	3,482	4,387	5,096	4,312	6,774	9,029	10,004
营业外净收入	640	647	708	1,186	0	0	0
利润总额	4,123	5,423	5,894	5,497	6,774	9,029	10,004
所得税	228	772	1,344	1,073	1,282	1,801	1,979
净利润	3,895	4,650	4,550	4,425	5,492	7,228	8,025
少数股东损益	1,075	1,424	1,835	1,962	2,416	3,036	3,210
归属于母公司净利润	2,819	3,226	2,715	2,463	3,076	4,192	4,815
全面摊薄 EPS	0.22	0.25	0.21	0.19	0.24	0.33	0.38
扣非 EPS	0.08	0.14	0.11	0.06	0.16	0.25	0.29

来源:公司公告, 瑞银证券估算

图表 58: 资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	22,331	23,457	25,453	26,358	28,795	37,818	46,663
应收款项	27,051	34,020	36,258	40,468	44,068	43,913	47,324
存货	20,328	22,244	23,410	22,151	24,194	21,655	23,543
其他流动资产	7,101	7,660	6,657	12,450	12,470	12,470	12,470
金融资产	270	650	1,388	940	950	950	950
长期股权投资	3,241	4,272	5,045	6,356	6,500	6,500	6,500
投资性房地产	134	129	145	140	140	140	140
固定资产	10,673	12,607	13,504	13,908	12,660	11,349	9,975
在建工程	2,787	1,549	1,722	1,218	1,218	1,218	1,218
其他非流动资产	4,295	4,212	5,118	5,302	5,076	4,863	4,660
总资产	98,212	110,800	118,700	129,293	136,071	140,876	153,444
短期借款	461	1,968	3,680	3,925	2,149	2,149	2,149
经营性应付款项	48,368	52,037	54,495	61,150	65,109	63,463	68,562
其他流动负债	9,660	12,783	12,780	14,328	14,177	14,064	14,415
长期借款	1,097	2,183	2,165	354	354	354	354
其他非流动负债	1,688	1,579	2,018	3,936	4,003	4,003	4,003
负债合计	63,709	73,180	78,017	86,584	88,826	87,067	92,517
股本	12,824	12,824	12,824	12,824	12,824	12,824	12,824
盈余公积	2,406	2,746	3,315	3,870	4,178	4,597	5,079
未分配利润	7,471	8,960	10,089	11,065	12,876	15,984	19,411
归属于母公司所有者权益合计	27,002	29,528	30,507	32,206	34,326	37,853	41,762
少数股东权益	7,500	8,091	10,176	10,503	12,919	15,955	19,165
股东权益合计	34,502	37,620	40,682	42,709	47,245	53,808	60,927

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 59: 现金流量表

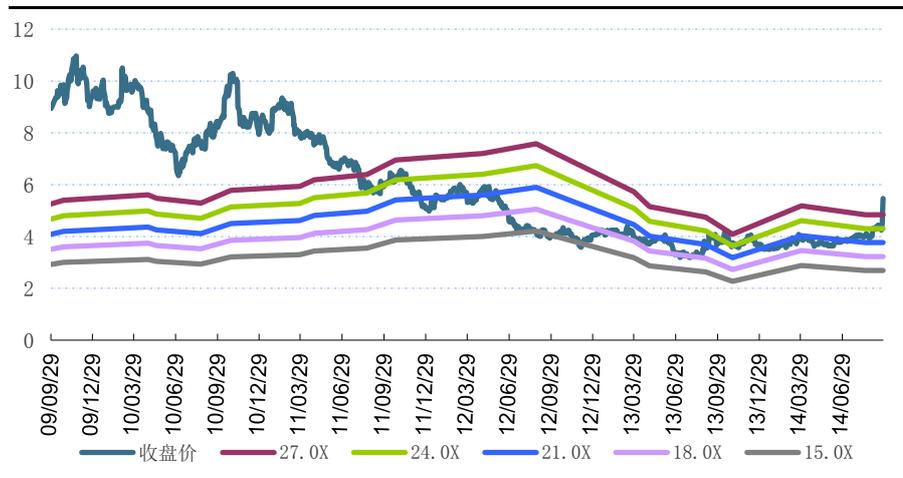
百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	3,895	4,262	4,460	4,425	5,492	7,228	8,025
折旧摊销	2,553	3,136	2,491	2,913	3,974	3,507	3,964
存货的减少	(1,090)	(1,698)	344	242	(2,087)	2,539	(1,888)
经营性应收项目的减少	(3,233)	(7,545)	(1,756)	(6,020)	(4,056)	173	(3,799)
经营性应付项目的增加	4,555	3,993	2,856	7,381	4,046	(1,759)	5,450
其它	(1,615)	(1,482)	(1,196)	(1,077)	(1,106)	(1,200)	(1,400)
经营活动产生的现金流量净额	4,827	275	6,667	7,178	(2,377)	10,489	10,352
购置资产支付现金	3,557	2,484	2,311	1,989	2,000	2,000	2,000
投资所支付的现金	180	1,214	1,145	1,129	92	0	0
其他	3,529	3,512	6,100	8,404	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(4,377)	(758)	(2,785)	(5,114)	(890)	(800)	(600)
取得借款收到的现金	291	767	2,362	2,375	2,139	2,139	2,139
偿还债务支付的现金	445	363	1,894	3,850	3,916	2,139	2,139
利息股利支付的现金	1,452	1,730	2,436	2,396	1,167	665	907
其他	3,972	1,640	(1,813)	2,433	8	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	2,366	313	(3,781)	(1,439)	(2,936)	(665)	(907)
现金及现金等价物净增加额	2,767	(170)	101	626	(7,861)	9,023	8,845
货币资金的期初余额	12,605	16,100	15,847	15,910	26,111	28,548	37,571
货币资金的期末余额	15,372	15,847	15,910	16,176	28,548	37,571	46,416

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

估值

与历史平均相比，9月底估值显著上行。上海电气的历史平均 PE 在 20 倍左右，目前的 PE 高于历史平均，我们认为主要受到沪港通和核电重启等市场情绪影响。我们认为在沪港通，核电重启等市场情绪影响下，估值可能会维持在历史高位。

图表 60: 上海电气的 PE-Band



来源: 瑞银证券

与国内同行相比，增速更快应获得更高估值。我们选择发电设备公司做估值对比，A 股主要有金风科技，东方电气，H 股有哈尔滨电气，2014 年平均 PE20 倍左右。其中东方电气，哈尔滨电气传统业务占比较大，平均 PE15 倍；金风科技是新能源板块，利润增速最快，市场给予 2014 年 PE30 倍。

根据瑞银的 VCAM 模型 (WACC=7.9%)，公司的目标价 7.5 元，对应 2014/2015PE 为 32/23 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 61: 国内外同行上市公司估值对比

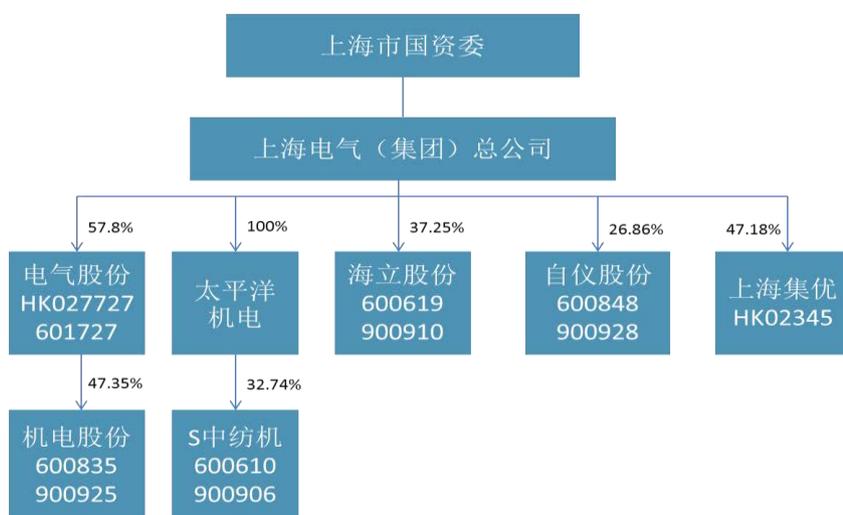
估值比较	路透代码	股价	市值	盈利预测				近3年利 润平均复 合增速	市盈率(x)			
				2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
国内传统电源设备												
金风科技	002202.sz	11.3	24,842	0.16	0.39	0.52	0.57	53%	70.8	29.0	21.8	19.9
东方电气	600875.sh	14.1	23,494	1.17	1.02	1.28	1.13	-1%	12.0	13.8	11.0	12.5
哈电气	1133.hk	4.6	6,540	0.52	0.38	0.47	0.40	-9%	8.9	12.3	9.9	11.6
平均值									30.6	18.4	14.2	14.7
海外上市电源设备公司												
阿尔斯通	ALO FP	204	63,076	20.65	14.76	15.43	19.44	-2%	9.9	13.8	13.2	10.5
西门子	SIE GY	658	579,570	41.25	48.63	48.57	56.76	11%	15.9	13.5	13.5	11.6
平均值									12.9	13.7	13.4	11.0
上海电气	601727.sh	5.5	54,179	0.19	0.24	0.33	0.38	26%	28.9	22.9	16.7	14.5

来源:wind (东方电气, 哈电气盈利预测数据), 彭博 (阿尔斯通, 西门子盈利预测数据), 瑞银证券 (上海电气, 金风科技盈利预测数据), 股价截至至 2014/10/17

附录

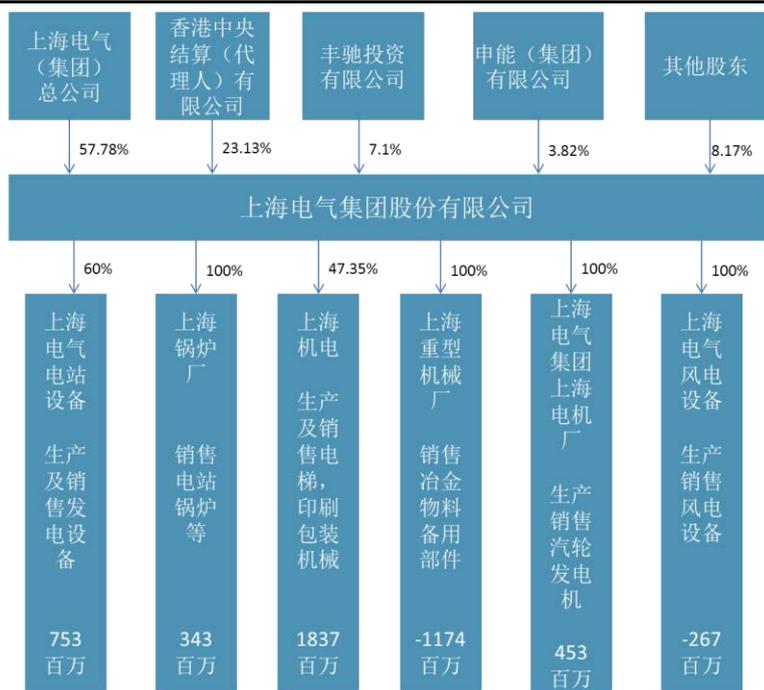
公司背景

图表 62: 上海电气总公司的股权结构



来源: 公司资料

图表 63: 上海电气股权结构



子公司数据为2013年净利润

来源: 公司资料

上海电气 (601727.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	71,863	77,077	79,215	81,848	3.3	81,550	-0.4	88,079	91,638	94,837
毛利	13,934	15,267	15,369	16,739	8.9	18,087	8.1	19,517	20,511	22,262
息税折旧摊销前利润(UBS)	6,681	7,561	7,433	11,264	51.5	12,767	13.3	13,784	15,079	16,536
折旧和摊销	(1,614)	(1,731)	(1,907)	(4,490)	135.4	(3,738)	-16.7	(3,780)	(3,826)	(3,875)
息税前利润(UBS)	5,067	5,829	5,525	6,774	22.6	9,029	33.3	10,004	11,253	12,661
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	356	65	(28)	0	-	0	-	0	0	0
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	5,423	5,894	5,497	6,774	23.2	9,029	33.3	10,004	11,253	12,661
税项	(772)	(1,344)	(1,073)	(1,282)	-19.5	(1,801)	-40.5	(1,979)	(2,266)	(2,590)
税后利润	4,650	4,550	4,425	5,492	24.1	7,228	31.6	8,025	8,987	10,071
优先股股息及少数股权	(1,424)	(1,835)	(1,962)	(2,416)	-23.2	(3,036)	-25.6	(3,210)	(3,595)	(4,028)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	3,226	2,715	2,463	3,076	24.9	4,192	36.3	4,815	5,392	6,042
净利润(UBS)	3,226	2,715	2,463	3,076	24.9	4,192	36.3	4,815	5,392	6,042
税率(%)	14.2	22.8	19.5	18.9	-3.0	19.9	5.4	19.8	20.1	20.5
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.25	0.21	0.19	0.24	24.9	0.33	36.3	0.38	0.42	0.47
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.25	0.21	0.19	0.24	24.9	0.33	36.3	0.38	0.42	0.47
每股收益(UBS, 基本)	0.25	0.21	0.19	0.24	24.9	0.33	36.3	0.38	0.42	0.47
每股股息净值(Rmb)	0.08	0.06	0.07	0.07	-0.1	0.07	0.0	0.08	0.08	0.08
每股账面价值	3.06	3.20	3.38	2.68	-20.8	2.95	10.3	3.26	3.60	3.98
平均股数(稀释后)	12,823.63	12,823.63	12,823.63	12,823.63	0.0	12,823.63	0.0	12,823.63	12,823.63	12,823.63
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	23,245	25,347	26,111	28,548	9.3	37,571	31.6	46,416	55,925	65,857
其他流动资产	64,136	66,432	75,316	80,979	7.5	78,285	-3.3	83,585	86,395	88,603
流动资产总额	87,381	91,778	101,427	109,527	8.0	115,856	5.8	130,001	142,320	154,460
有形固定资产净值	14,156	15,226	15,126	13,878	-8.3	12,567	-9.4	11,193	9,755	8,253
无形固定资产净值	2,336	2,774	2,693	2,538	-5.7	2,384	-6.1	2,229	2,075	1,920
投资/其他资产	6,926	8,922	10,046	10,128	0.8	10,069	-0.6	10,021	9,981	9,949
总资产	110,800	118,700	129,293	136,071	5.2	140,876	3.5	153,444	164,131	174,583
应付账款和其他短期负债	67,450	70,155	78,335	82,286	5.0	80,527	-2.1	85,977	88,718	90,266
短期债务	1,968	3,680	3,925	2,149	-45.24	2,149	0.00	2,149	2,149	2,149
流动负债总额	69,418	73,835	82,260	84,436	2.6	82,676	-2.1	88,126	90,868	92,415
长期债务	2,183	2,165	2,379	2,379	0.0	2,379	0.0	2,379	2,379	2,379
其它长期负债	1,579	2,018	1,945	2,012	3.4	2,012	0.0	2,012	2,012	2,012
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	73,180	78,017	86,584	88,826	2.6	87,067	-2.0	92,517	95,258	96,806
普通股股东权益	29,221	30,507	32,206	34,326	6.6	37,853	10.3	41,762	46,112	50,988
少数股东权益	8,399	10,176	10,503	12,919	23.0	15,955	23.5	19,165	22,760	26,788
负债和权益总计	110,800	118,700	129,293	136,071	5.2	140,876	3.5	153,444	164,131	174,583
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	3,226	2,715	2,463	3,076	24.9	4,192	36.3	4,815	5,392	6,042
折旧和摊销	1,614	1,731	1,907	4,490	135.4	3,738	-16.7	3,780	3,826	3,875
营运资本变动净值	(5,251)	1,444	1,603	(2,097)	-	953	-	(238)	(280)	(850)
其他营业性现金流	685	777	1,204	1,583	31.5	1,605	1.4	1,995	2,212	2,631
经营性现金流	275	6,667	7,178	7,051	-1.8	10,489	48.7	10,352	11,150	11,699
有形资本支出	(2,129)	(2,112)	(1,451)	(2,000)	-37.9	(2,000)	0.0	(2,000)	(2,000)	(2,000)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	1,371	(673)	(3,663)	1,110	-	1,200	-	1,400	1,400	1,400
投资性现金流	(758)	(2,785)	(5,114)	(890)	82.6	(800)	10.1	(600)	(600)	(600)
已付股息	(835)	(980)	(817)	(957)	-17.1	(665)	30.5	(907)	(1,042)	(1,166)
股份发行/回购	880	773	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1,322)	(5,194)	(1,114)	(202)	81.89	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	1,591	1,620	493	(1,777)	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	313	(3,781)	(1,439)	(2,936)	-104.1	(665)	77.3	(907)	(1,042)	(1,166)
现金流量中现金的增加/(减少)	(170)	101	626	3,225	NM	9,023	179.8	8,845	9,509	9,932
外汇/非现金项目	1,205	2,001	139	(789)	-	0	100.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,035	2,102	764	2,437	218.7	9,023	270.3	8,845	9,509	9,932

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

上海电气 (601727.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	27.9	22.6	19.8	22.9	16.8	14.6	13.1	11.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	27.9	22.6	19.8	22.9	16.8	14.6	13.1	11.7
股价/每股现金收益	18.6	13.8	11.1	9.3	8.9	8.2	7.7	7.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.8)	10.0	15.8	9.6	16.2	15.9	17.4	18.5
净股息收益率(%)	1.1	1.3	2.0	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
市净率	2.3	1.5	1.1	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
企业价值/营业收入(核心)	0.8	0.5	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	8.4	4.8	3.6	3.7	2.8	2.2	1.6	1.1
企业价值/息税前利润(核心)	11.1	6.2	4.9	6.1	3.9	3.0	2.1	1.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	8.6	5.0	3.8	3.8	2.8	2.2	1.6	1.1
企业价值/运营投入资本	4.2	2.2	1.5	2.2	2.1	2.0	1.8	1.5
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	66,978	45,643	36,190	52,441	52,441	52,441	52,441	52,441
净债务 (现金)	(19,094)	(19,502)	(19,841)	(24,054)	(33,077)	(41,922)	(51,431)	(61,363)
少数股东权益	8,399	10,176	10,503	12,919	15,955	19,165	22,760	26,788
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	56,283	36,317	26,851	41,307	35,319	29,684	23,770	17,866
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	56,283	36,317	26,851	41,307	35,319	29,684	23,770	17,866
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	13.8	7.3	2.8	3.3	-0.4	8.0	4.0	3.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	17.9	13.2	-1.7	51.5	13.3	8.0	9.4	9.7
息税前利润(UBS)	21.8	15.0	-5.2	22.6	33.3	10.8	12.5	12.5
每股收益(UBS 稀释后)	5.4	-15.8	-9.3	24.9	36.3	14.9	12.0	12.1
每股股息净值	-	-16.6	17.3	-0.1	0.0	7.2	0.0	0.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	19.4	19.8	19.4	20.5	22.2	22.2	22.4	23.5
息税折旧摊销前利润率	9.3	9.8	9.4	13.8	15.7	15.6	16.5	17.4
息税前利润率	7.1	7.6	7.0	8.3	11.1	11.4	12.3	13.4
净利 (UBS) 率	4.5	3.5	3.1	3.8	5.1	5.5	5.9	6.4
ROIC (EBIT)	37.6	35.6	30.3	36.2	52.5	66.2	83.6	104.0
税后投资资本回报率	32.3	27.5	24.4	29.4	42.0	53.1	66.7	NM
净股东权益回报率(UBS)	11.5	9.1	7.9	9.2	11.6	12.1	12.3	12.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.2)	(2.6)	(3.1)	(3.5)	(3.8)
净债务/总权益 %	(50.8)	(47.9)	(46.4)	(52.5)	(62.9)	(70.0)	(75.8)	(79.9)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	(92.1)	(86.5)	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(33.9)	(53.7)	(73.8)	(60.1)	(95.8)	NM	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	147.3	138.7	87.6	46.9	56.7	55.9	55.1	54.2
资本支出/营业收入(%)	3.0	2.7	1.8	2.4	2.5	2.3	2.2	2.1
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS)	3.3	3.3	2.6	3.2	4.4	4.7	5.3	5.9
股息支付率 (UBS) %	30.4	30.1	38.9	31.1	22.8	21.3	19.0	17.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	71,863	77,077	79,215	81,848	81,550	88,079	91,638	94,837
总计	71,863	77,077	79,215	81,848	81,550	88,079	91,638	94,837
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	5,067	5,829	5,525	6,774	9,029	10,004	11,253	12,661
总计	5,067	5,829	5,525	6,774	9,029	10,004	11,253	12,661

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+36.4%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+37.8%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+28.5%

风险声明

市场风险：市场目前给予国企改革公司较高估值，如果市场风格变化，估值中枢可能下移，公司股价面临估值下移风险；业务风险：我们认为核电和新能源业务是其未来几年主要的增长点，如果核电重启进程低于预期，公司的增长可能低于预期，业绩可能低于预期。

要求披露

本报告由 UBS Limited (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构, 在此统称为 UBS (瑞银)。

关于 UBS (瑞银) 管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS (瑞银) 研究报告投资建议的更多披露, 请访问: www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现, 而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要, 可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明: 每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明: 就本报告中所提及的证券或每家发行人, (1) 本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法, 并且以独立的方式表述 (包括与瑞银相关的部分); (2) 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究: 全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件, 股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件, 股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源: 瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内, 12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内, 短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的 12 个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上 5% (假定的并非预测的股票风险溢价) **处于观察期 (UR)**: 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义: **买入:** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; **中性:** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; **减持:** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外 (CBE):** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 李博.

涉及报告中提及的公司的披露

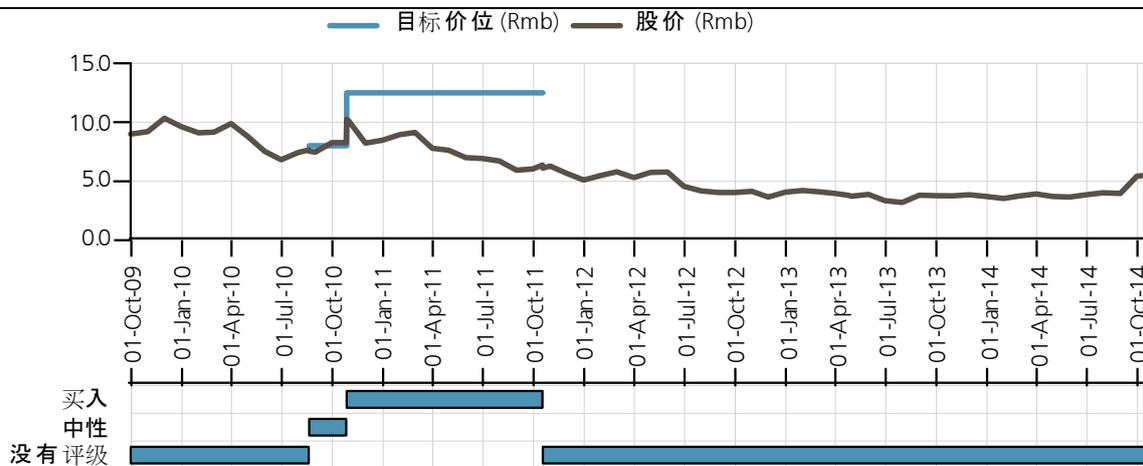
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
上海电气 ⁵	601727.SS	未予评级	不适用	Rmb5.50	2014 年 10 月 17 日

资料来源: UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

5. 在今后的3个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。除非特别指出, 请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

上海电气 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2014年10月17日

全球声明

本文件由 UBS Limited (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构, 在此统称为 UBS (瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用: 在该等司法管辖区中, 发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定, 或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表; 既不是广告, 也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外, 瑞银没有对本文件所含信息 (“信息”) 的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改, 也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释, 这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得, 对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险, 投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者, 并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险, 而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题, 客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨, 而投资者有可能无法全额 (或部分) 取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失 (包括投资损失) 或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供, 仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的, 或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层 (不包括投行部) 全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定, 但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关; 其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银集团, 其关联或下属机构 (不包括瑞银证券有限责任公司 (美国)) 担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者 (按照英国对此类术语的解释) 时, 此类信息在本研究文件中另行披露, 但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具: 瑞银担任做市商时, 此类信息在本文件中另行具体披露, 但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸, 或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品; 此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

