

王鹏
0755-25310483
wpeng@cmschina.com.cn

2009年7月3日

上海电气(601727.SH)/10.45元

火电在手订单充足，加快提升新能源产能

工业·电力设备

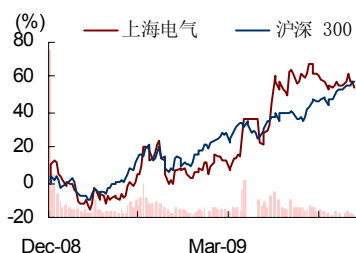
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3088
总股本(万股)	1250769
已上市流通股(万股)	61604
总市值(亿元)	1303
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	15.2
资产负债率	66.6%
主要股东	上海电气(集团)总公司
主要股东持股比例	59.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	70	119
相对表现	-18	-3	106



相关报告

我们近日对上海电气进行了实地调研，并参观了公司位于临港工业区的核电、风电生产基地。上海电气目前在手订单可以满足5年的生产需求，未来公司将继续扩大核电、风电设备和轨道交通车辆的生产能力，业绩有望平稳增长。

- **在手订单充足，收入增长有保障：**截止2008年底公司在手订单创出历史新高，发电设备在手订单超过1600亿元，重工设备在手订单超过170亿元。到2009年5月底，公司发电设备在手订单达1752亿元。
- **火电业务保持稳定，西门子将向公司转移订单：**2009年1至5月，公司新增火电订单258亿元，到5月底公司火电在手订单1668亿元。其中EPC工程合同559亿元，火电机组订单1108亿元。西门子计划将其承接的部分订单转移给上海电气，公司预计2013年及以后每年从西门子接受1300万千瓦订单。
- **核电、风电产能快速增长：**公司5月底核电站设备在手订单共182亿元。公司现有核岛设备产能为2.5套，2012年以后将提高到每年4至6套。公司堆内构件及控制棒驱动机构现有产能为4.5套，未来将提高到8至10套。2008年公司生产1.25MW风电机组205台，销售142台，实现销售收入9.28亿元。2009年1至5月公司新增风电订单13.4亿元。上海电气计划2009年生产风机500台，2010年生产800-1000台，2011年实现产能1500台和销售收入100亿元。
- **轨道交通设备业务增长空间巨大：**2008年公司车辆产能为300辆，销售148辆，占上海市轨道交通车辆市场的27%。2008年末公司轨道交通在手订单20亿元，2013年轨道交通车辆产能将达到800辆。2012年前上海将建成13条轨道交通线路，总长度510公里，车辆需求量将超过4000辆。上海市政府对上海电气轨道交通业务的支持力度很大，未来市场份额有望继续上升。
- **投资评级：**如不考虑增发对股本的影响，我们预计上海电气2009至2011年每股收益为0.23、0.27和0.30元。由于公司股价受增发消息的影响，前期涨幅较大，公司2010年市盈率已经超过35倍，因此暂不给予目标价。鉴于公司在行业中的领先地位和未来在新能源和轨道交通领域的发展前景，我们给予上海电气“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	56098	58909	60417	65174	70748
同比增长	27%	5%	3%	8%	9%
营业利润(百万元)	5584	3975	4506	5204	5798
同比增长	44%	-29%	13%	15%	11%
净利润(百万元)	2895	2622	2912	3348	3720
同比增长	39%	-9%	11%	15%	11%
每股收益(元)	0.24	0.21	0.23	0.27	0.30
PE	42.9	49.8	44.9	39.0	35.1
PB	6.4	6.1	5.5	5.0	4.5

资料来源：招商证券

正文目录

一、规模巨大，业务涵盖五大领域	3
二、五大业务板块发展情况	5
1、电力设备板块订单充足	5
2、重工设备收入占比较小，同比增速最快	6
3、机电一体化板块产品种类较多，未来将逐步精简	7
4、交通运输板块，轨道交通车辆产能快速增长	8
5、环保系统板块将继续培育固废、污水处理业务	8
三、计划非公开增发，大力投资核电、风电	10
四、盈利预测	12

图表目录

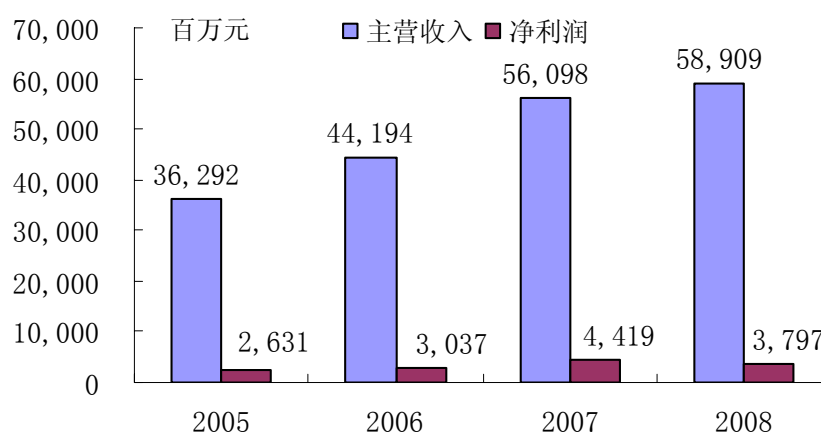
图 1: 上海电气收入与净利润统计	3
图 2: 上海电气五大业务板块收入统计	3
图 3: 公司各业务板块收入占营业收入的比例	4
图 4: 2008 年底电力设备各类产品订单占比	5
图 5: 2008 年底重工设备各类产品订单占比	6
图 6: 2008 年底轨道交通各产品订单占比	8
图 7: 上海电气历史 PE Band	13
图 8: 上海电气历史 PB Band	13
表 1: 上海电气业务营运机构及产品划分	4
表 2: 电力设备板块产品收入统计	6
表 3: 重工设备板块各产品收入统计	7
表 4: 机电一体化产品收入统计	7
表 5: 交通运输产品收入统计	8
表 6: 环保系统产品收入统计	9
表 7: 募集资金核电投资项目	10
表 8: 募集资金风电投资项目	10
表 9: 募集资金其他投资项目	11
表 10: 销售收入结构预测	12
表 11: 盈利预测简表	13

一、规模巨大，业务涵盖五大领域

上海电气是我国最大的综合型装备制造集团之一，与东方电气、哈动力并称为中国的三大发电设备制造企业。上海电气于 2005 年 4 月首次发行 H 股，在香港成功上市。2008 年 12 月，上海电气又通过换股吸收合并上电股份，登陆 A 股市场，打开了国内资本市场的融资渠道。

2008 年上海电气实现营业收入 589 亿元，比上年同期增长 5%。实现净利润 38 亿元，比上年同期下降 14%。截止 2008 年底公司在手订单创出历史新高，发电设备在手订单超过 1600 亿元，重工设备在手订单超过 170 亿元。

图 1：上海电气收入与净利润统计

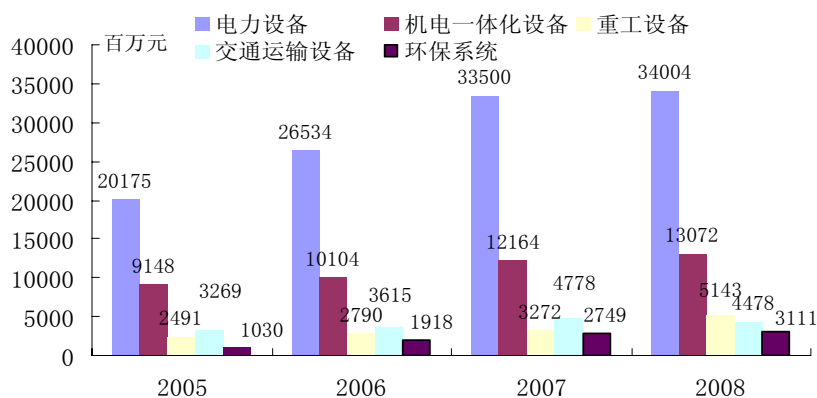


数据来源：公司公告，招商证券

2008 年上海电气净利润下降的主要原因是受金融危机的影响，公司投资收益下降了 37%；同时公司资产减值损失提高了 30%。2009 年一季度，公司收入同比下降 5%，主要是因为出售上海柴油机股份有限公司 50.32% 的股权后，该公司收入不再合并报表。

上海电气主营业务包括电力设备、机电一体化设备、重工设备、交通运输设备、环保设备五大板块。2008 年，除交通运输设备以外，其他业务都保持了增长态势。

图 2：上海电气五大业务板块收入统计



数据来源：公司公告，招商证券

在上海电气的营业收入中，电站设备收入占比一直保持在 57% 左右，机电一体化设备

保持在 22% 左右，重工设备、交通运输设备和环保系统收入占比较小。2008 年电站设备收入增长 1.5%，机电一体化设备收入增长了 7.5%，重工设备收入增长了 57.2%，环保系统收入增长 13.2%，交通运输设备收入下降 6.3%。

图 3：公司各业务板块收入占营业收入的比例



数据来源：公司公告，招商证券

表 1：上海电气业务营运机构及产品划分

业务板块	营运机构	主要产品	生产单位
电力设备板块	电站集团	电站锅炉	上海锅炉厂有限公司
		电站汽轮机	上海汽轮机有限公司
		汽轮发电机	上海汽轮发电机有限公司
		电站辅机	上海动力设备有限公司
		电动机	上海电气集团上海电机厂有限公司
		风电设备	上海电气风电设备有限公司
		断路器	
机电一体化板块	上电股份	接触器	上海输变电股份有限公司
	上海机电	继电器	
		电梯	上海三菱电梯有限公司
		印刷包装设备	上海电气集团印刷包装机械有限公司
重工设备板块	重工集团	金属切削机床	上海机床厂有限公司
		大型船用曲轴	上海明精机床有限公司
		重型机械设备	上海重型机器厂有限公司
		核电核岛设备	上海电气核电设备有限公司
交通设备板块	轨道设备公司	轨道交通站台屏蔽门系统	上海第一机床厂有限公司
		轨道交通综合监控系统	上海起重运输机械股份有限公司
		轨道交通机电设备集成工程	上海船用曲轴有限公司
			上海阿尔斯通交通设备有限公司
环保系统板块	环保集团		上海阿尔斯通交通设备有限公司
		环保工程及污水固废处理系统	上海轨道交通设备发展有限公司
			上海环保工程成套有限公司
		电站脱硫脱硝系统	上海电气南通水处理有限公司
		太阳能电池及组件	上海电气环保投资有限公司
			上海电气电站石川岛脱硫工程有限公司
			上海交大泰阳绿色能源有限公司

数据来源：公司公告，招商证券

二、五大业务板块发展情况

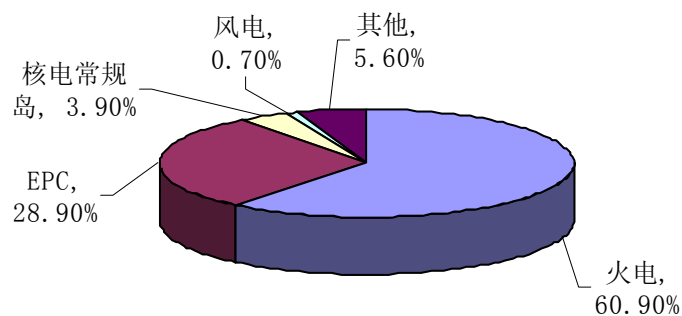
1、电力设备板块订单充足

上海电气的电力设备板块的主要产品包括火电三大主机（锅炉、汽轮机、发电机）、EPC 工程合同、核电常规岛、风电机组、以及电站副机和输配电设备等。

2008 年金融危机影响业绩增长。2008 年受金融危机的影响，用电量大幅下降，火电企业盈利大幅降低，发电设备的交货和盈利情况都受到较大影响。2008 年公司电力设备板块实现收入 340 亿元，仍比上年增长 1.5%。2008 年上海电气电力设备业务实施了一系列降低成本的措施，使毛利率提高了 2.2 个百分点，达到 18.6%。但是由于销售佣金、研发费用、存货跌价和坏帐准备的增加，电力设备实现营业利润 24 亿元，仍下降了 19.6%。

上海电气在手订单充足，可保证未来 5 年的生产需求。截至 2008 年公司发电设备在手订单超过 1600 亿元，其中 2008 年新增订单 756.36 亿元，与 2007 年持平。2009 年 5 月底，公司发电设备在手订单达 1752 亿元，可以支持公司未来 5 年的生产需求。

图 4：2008 年底电力设备各类产品订单占比



数据来源：公司公告，招商证券

火电机组盈利能力短期有压力，但未来有提升空间。同时西门子将继续向上海电气转移订单。上海电气原定 2009 年交货的订单有 10% 推迟到 2010 年，09 年排产计划有所下降。但有利因素有 2008 年以来订单价格提高了 10% 左右，2008 年下半年到 2009 年一季度钢材价格下降，公司与宝钢合作开发出特种不锈钢替代进口钢材。基于上述因素，公司未来火电机组的毛利率仍有上升空间。公司火电订单金额中，100 万千瓦机组占 39%，60 万千瓦机组占 38%，30 万千瓦或以下机组占 23%。随着公司对 100 万千瓦机组技术的消化吸收，这一产品的毛利率有望从目前的 10% 左右进一步提高。

此外，基于西门子与上海电气的长期合作关系，西门子计划逐步将其承接的部分订单转移给上海电气。公司预计 2013 年及以后每年从西门子接受 1300 万千瓦订单。

风电和核电订单快速增长。公司 2008 年生产 1.25MW 风电机组 205 台，销售 142 台，实现销售收入 9.28 亿元。2009 年 1 至 5 月公司新增风电订单 13.4 亿元。上海电气计划 2009 年生产风机 500 台，2010 年生产 800-1000 台，2011 年实现产能 1500 台，销售收入突破 100 亿元。

核电方面，公司 5 月底持有核电常规岛订单 64 亿元，加上核岛设备订单 118 亿元（属

于重工设备订单), 公司核电站设备订单共有 182 亿元。我国的核电设备市场是上海电气、东方电气和哈动力三家寡头垄断的市场。随着我国核电站建设的加速发展, 未来上海电气核电订单将保持快速增长。

表 2: 电力设备板块产品收入统计 (单位: 百万元)

电力设备产品	2007	2008	同比增长
汽轮机	8,223	7,381	-10.2%
汽轮发电机	3,168	2,831	-10.6%
锅炉	9,277	8,810	-5.0%
EPC	5,205	10,032	92.7%
电机	2,594	2,805	8.1%
辅机	2,310	2,381	3.1%
输配电	2,919	3,250	11.3%
风电设备	111	928	736.0%
抵消	-307	-4,414	
合计	33,500	34,004	1.5%

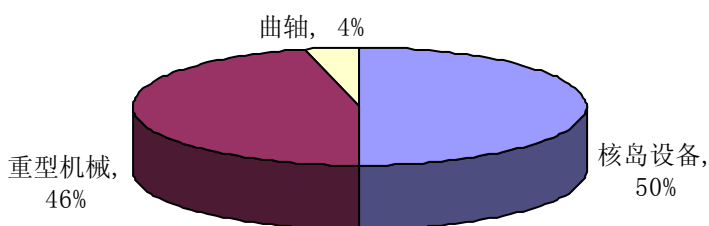
数据来源: 公司公告, 招商证券

2、重工设备收入占比较小, 同比增速最快

2008 年上海电气重工设备板块实现收入 51.4 亿元, 占公司总收入的 8.7%, 但收入同比增速达 57.2%, 是增长最快的板块。该板块的主要产品有重型机械设备、核电核岛设备和大型船用曲轴。2008 年重工设备板块实现营业利润 1.84 亿元, 毛利率为 13.9%, 比上年下降 2.5 个百分点。

2008 年底重工设备板块在手订单为 170 亿元。2009 年 1 至 5 月该板块新增订单 65 亿元, 其中核岛设备新增订单 43 亿元。5 月底, 在手订单达到 203 亿元。

图 5: 2008 年底重工设备各类产品订单占比



数据来源: 公司公告, 招商证券

核岛设备产品包括压力容器、蒸汽发生器、稳压器、核电环吊、堆内构件及控制棒驱动机构。上海电气在临港工业区建立的核电基地已经投产。公司目前核岛设备产能为 2.5 套, 2012 年将提高到每年 4 至 6 套。公司堆内构件及控制棒驱动机构现有产能为 4.5 套, 未来将提高到 8 至 10 套。

重工设备的其他产品为磨煤机、冶金轧钢设备和船用曲轴, 2008 年销售收入保持了较快增长, 但受原材料价格上涨影响, 毛利率均有下降。

表 3: 重工设备板块各产品收入统计 (单位: 百万元)

重工设备产品	2007	2008	同比增长
重型机械	3,142	4,253	35.4%
核电核岛	158	1,002	534.2%
船用曲轴	85	210	147.1%
抵消	-113	-322	
合计	3,272	5,143	57.2%

数据来源: 公司公告, 招商证券

3、机电一体化板块产品种类较多, 未来将逐步精简

上海电气机电一体化板块产品包括电梯、机床、印刷包装设备和其他产品。2008 年机电一体化产品实现收入 130.7 亿元, 同比增长 7.5%; 实现营业利润 10.9 亿元, 同比下降 11%。毛利率为 19%, 比上年下降 1.2 个百分点。

上海电气的电梯业务主要由上海三菱电梯有限公司经营, 是全球单个工厂产量最大的企业, 2008 年生产电梯 32000 台, 国内市场占有率保持在 16% 左右, 电梯出口量同比增长 30%。电梯业务的下游是房地产行业, 受房地产行业的影响很大。2008 年电梯产品收入同比增长 21.9%, 2009 年有望继续保持增长。目前电梯毛利率为 22% 左右。

机床主要产品为磨床, 年产量为 6000 台左右, 毛利率为 21% 左右, 市场占有率达 24%。为提高机床产品的盈利能力, 公司将逐步提高数控机床的产量占比, 减少传统机床占比。

上海电气是国内最大、产品最齐全的印刷设备制造商, 印刷包装设备市场占有率超过 30%, 毛利率在 20% 以上。2008 年受金融危机影响, 广东地区以出口为主的印刷企业大批倒闭或减产, 使上海电气印刷包装设备收入明显下降。

其他机电产品包括焊条、中密度人造板, 液压气动、工程机械产品等。2008 年度这部分产品收入下降 11.8%。

表 4: 机电一体化产品收入统计 (单位: 百万元)

机电一体化产品	2007	2008	同比增长
电梯	6343	7735	21.9%
印机	604	460	-23.8%
机床	2011	1968	-2.1%
其他	4153	3663	-11.8%
抵消	-947	-754	
合计	12164	13072	7.5%

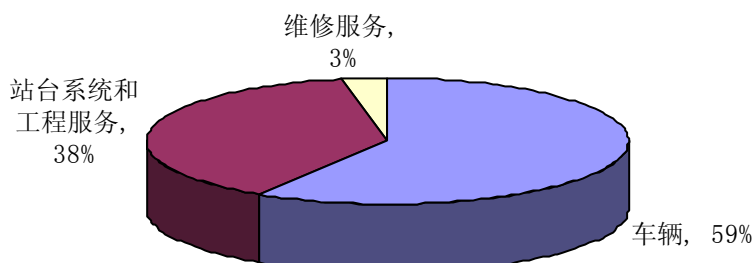
数据来源: 公司公告, 招商证券

4、交通运输板块，轨道交通车辆产能快速增长

交通运输板块产品主要包括柴油机和轨道交通设备。2008 年底上海电气出售了上海柴油机股份有限公司 50.32% 的股权后，不再涉及柴油机业务。未来该板块主要以轨道交通车辆、站台系统和工程服务、维修服务为主。2008 年由于车辆交货减少，交通设备板块实现收入 44.8 亿元，同比下降 6.3%，实现营业利润 1.45 亿元，同比下降 38%。

2008 年公司车辆产能为 300 辆，销售 148 辆，占上海市轨道交通车辆市场的 27%。2008 年末公司轨道交通在手订单 20 亿元，未来有较大的增长空间。根据上海市的规划，2012 年前上海将建成 13 条轨道交通线路，总长度 510 公里，车辆需求量将超过 4000 辆。上海市政府对上海电气轨道交通业务的支持力度很大，未来市场份额会继续上升。

图 6：2008 年底轨道交通各产品在手订单占比



数据来源：公司公告，招商证券

表 5：交通运输产品收入统计（单位：百万元）

轨道交通产品	2007	2008	同比增长
柴油机	3456	3544	2.5%
轨道交通设备	1322	934	-29.3%
合计	4778	4478	-6.3%

数据来源：公司公告，招商证券

5、环保系统板块将继续培育固废、污水处理业务

环保系统板块在公司收入中的占比较小，2008 年实现收入 31 亿元，同比增长 13.2%，营业利润为 -6200 万元。环保设备的主要产品为太阳能电池组件、电站脱硫脱硝系统、污水处理系统、固废处理系统和环保工程服务系统等。

上海电气是国内装备制造业综合实力最强的大型产业集团之一，环保业务发展可依托装备制造业的综合优势，走环保装备制造与环境服务相结合的发展道路。公司拥有固废处理、水处理、大气污染治理、资源综合利用等环保领域专业技术，有利于横向互补，充分发挥集团化的优势。

“十一五”期间，我国每年固废处理设备的需求量为 60 至 80 亿元，每年工程咨询服务费用约 10 亿元，每年水处理设备投资约 100 亿元，每年电厂脱硫脱硝设备投资约 600 亿

元。鉴于公司自身的优势和环保系统的市场前景，上海电气将继续培育在垃圾焚烧、污水处理等业务领域的运营能力，提升集团在环保系统业务的竞争优势。

表 6：环保系统产品收入统计（单位：百万元）

环保系统产品	2007	2008	同比增长
太阳能组件	786	1205	53.3%
脱硫脱硝	614	634	3.3%
其他	1588	1517	-4.5%
抵消	-239	-245	2.5%
合计	2749	3111	13.2%

数据来源：公司公告，招商证券

三、计划非公开增发，大力投资核电、风电

公司计划非公开发行 7 亿股 A 股股票，发行底价为 7.03 元，锁定期为 1 年。募集资金不超过 50 亿元，其中不超过 32 亿元用于项目投资，不超过 10 亿元用于偿还银行贷款，剩余部分补充营运资金。

公司总项目投资为 31.11 亿元，其中核电项目 11.47 亿元，风电项目 8.38 亿元，其他项目 11.26 亿元。

核电方面，上海电气将继续发展位于临港工业区的核电生产基地，扩大产能，具体投资项目如下：

表 7：募集资金核电投资项目

投资项目	投资金额（亿元）
百万千瓦级核电堆内构件及控制棒驱动机构扩能技术改造项目（二期）	3.7
450 吨电渣炉技术改造项目	1.1
核电核岛主设备集成制造扩能改造项目	3.02
百万千瓦级核电汽轮机低压焊接转子技术改造项目	2.05
百万级核电套装转子技术改造项目	1
核电冷凝器重型装配厂房技术改造项目	0.6
合计	11.47

数据来源：公司公告，招商证券

上述核电项目建设期为 2 至 4 年，项目达产后，上海电气核电堆内构件及控制棒驱动机构产能将从目前的 4.5 套提高至 8-10 套；2011 年将新增电渣钢锭产能 450 吨（40 支）；核岛主设备产能将提高到 6 套；核电汽轮机低压转子年产能提高到 5 支；核电冷凝器产能达到 3920 千瓦。

风电方面，上海电气将加快完善临港工业区风电生产基地，加快海上风机的研制工作，具体投资项目如下：

表 8：募集资金风电投资项目

投资项目	投资金额（亿元）
1.25MW、2MW 风机总装厂房改造项目	0.85
新建风电临港基地一期建设项目	3.14
风机设计分析软件引进及培训项目	1.1
2MW 和 3.6MW 风机研制项目	2.79
风电工程技术研究中心建设项目	0.5
合计	8.38

数据来源：公司公告，招商证券

上述风电项目建设期为 1 至 3 年，项目达产后，将实现 1.25MW 风机产能 200 台，2MW 风机产能 800 台，3.6MW 海上风机产能 180 台。

本次募集资金其他投资项目如下：

表 9：募集资金其他投资项目

投资项目	投资金额（亿元）
轨道交通 A 型大车转向架制造基地建设项目	1.38
机床产品、产能升级改造项目	1.5
大型变压器合资项目	1.32
重型燃气轮机扩大产能技改项目	5.54
定子整体真空压力浸渍（GVPI）绝缘处理技术改造项目	1.52
合计	11.26

数据来源：公司公告，招商证券

上述项目建设期为 1 至 2 年，项目达产后，将实现轨道交通车辆转向架的国产化，2013 年产量将达到 800 辆。2011 年后机床产量增至年产 28 台大型、重型机床。公司与法国阿海珐公司建立合资公司，生产交流 1000 千伏和直流±800 千伏特高压变压器，设计产能为 3500 万千伏安。重型燃气轮机项目将增加年产能 20 台。定子整体真空压力浸渍（GVPI）绝缘处理技术改造项目完成后，公司可满足西门子公司每年 1300 万千瓦转移订单的加工能力。

我们认为公司加大在核电、风电设备制造领域的投资，有利于巩固公司在新能源领域的技术优势，提高公司的市场占有率，使公司的产品订单结构趋于合理，减小火电订单增速下降对公司的影响。在轨道交通设备的投资，将进一步提高公司的行业地位，加快占领国内轨道交通车辆市场。而进入特高压变压器生产领域可能会面临强大的行业竞争。

四、盈利预测

上海电气是我国三大发电设备制造企业之一，在手订单超过 1700 亿元，EPC 业务发展迅速。机电一体化板块中的电梯产品具有较高的市场占有率。未来上海电气将快速提升核电和风电设备的生产能力，巩固公司在新能源发电设备领域的竞争优势。尽管核电和风电设备目前的收入占比还不到 3%，但未来的成长空间巨大。此外，公司的轨道交通车辆的产能将逐步提高，受上海市政府的大力支持，公司在轨道交通设备市场的份额将继续提高。我们对公司的盈利预测基于对以下各业务板块收入增长的判断：

第一，电力设备板块中 2009 年火电设备的排产计划会有所下降，EPC 业务订单将保持 20% 以上的增速，风电和核电设备的销售收入在募集项目投产后将逐年增长。由于我国每年新增火电装机容量不会低于 5000 万千瓦，因此上海电气的电力设备板块收入不会大幅下降。

第二，机电一体化板块中电梯产品收入略有增长，印机和机床业务收入将继续下滑。

第三，重工设备板块大型铸件加工能力将进一步提高，核岛设备和船用曲轴的收入将保持快速增长。重工设备板块的毛利率有进一步上升的空间。

第四，交通运输设备板块由于出售了上海柴油机股份有限公司，2009 年收入只包含轨道交通设备，因此同比大幅下降。但此后轨道交通设备会保持较快增长。

第五，环保系统收入未来将保持缓慢的增长态势。

表 10：销售收入结构预测

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	56098	58909	60418	65174	70749
电力设备	33500	34004	38284	41132	44692
机电一体化设备	12164	13072	13324	13625	14795
重工设备	3272	5143	6263	7808	8618
交通运输设备	4778	4478	1027	1233	1418
环保系统	2749	3111	2558	2633	2710
财务业务	286	444	355	284	227
其他	440	423	419	415	410
抵消	-1091	-1766	-1813	-1955	-2122
收入增长率	26.9%	5.0%	2.6%	7.9%	8.6%
电力设备	26.3%	1.5%	12.6%	7.4%	8.7%
机电一体化设备	20.4%	7.5%	1.9%	2.3%	8.6%
重工设备	17.3%	57.2%	21.8%	24.7%	10.4%
交通运输设备	32.2%	-6.3%	-77.1%	20.0%	15.0%
环保系统	43.3%	13.2%	-17.8%	2.9%	2.9%
财务业务	-	55.2%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
其他	-	-3.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
毛利率	16.8%	18.2%	17.4%	17.9%	18.0%
电力设备	16.4%	18.6%	17.5%	18.2%	18.3%
机电一体化设备	20.7%	19.0%	18.3%	18.5%	18.6%
重工设备	16.4%	13.9%	13.9%	14.0%	14.5%
交通运输设备	17.6%	16.4%	15.6%	15.6%	16.0%
环保系统	5.8%	5.8%	4.0%	5.8%	5.8%

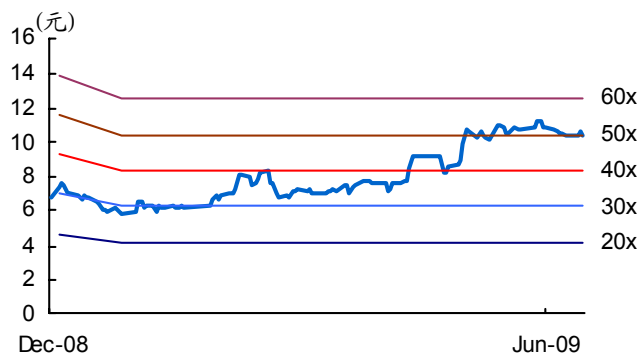
数据来源：公司公告，招商证券

如不考虑增发对股本的影响，我们预计上海电气 2009、2010、2011 年每股收益为 0.23、0.27 和 0.30 元。由于公司股价受增发消息的影响，前期涨幅较大，公司 2010 年市盈率已经超过 35 倍，因此暂不给予目标价。鉴于公司在行业中的领先地位和未来在新能源及轨道交通领域的发展前景，我们给予上海电气“审慎推荐-A”的投资评级。

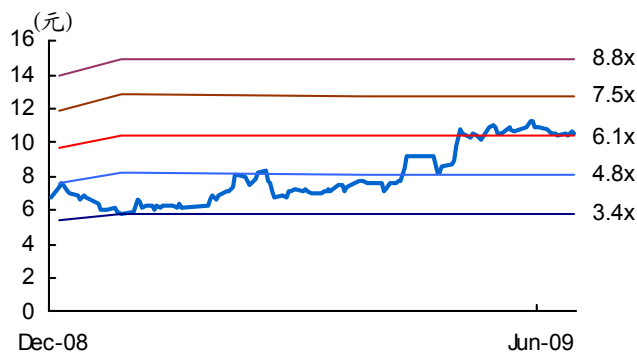
表 11: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	56098	58909	60417	65174	70748
营业成本	46148	48159	49887	53502	57983
营业税金及附加	145	118	121	130	141
营业费用	1557	1858	1969	2087	2212
管理费用	4066	4803	5283	5706	6162
财务费用	4	11	18	8	4
资产减值损失	769	1002	0	0	0
公允价值变动收益	187	(238)	50	80	100
投资收益	1989	1255	1318	1384	1453
营业利润	5584	3975	4506	5204	5798
营业外收入	206	280	200	200	200
营业外支出	45	61	50	50	50
利润总额	5746	4193	4656	5354	5948
所得税	1327	396	442	509	565
净利润	4419	3797	4214	4845	5383
少数股东损益	1524	1175	1302	1497	1663
归属于母公司净利润	2895	2622	2912	3348	3720
EPS (元)	0.24	0.21	0.23	0.27	0.30

数据来源: 公司公告, 招商证券

图 7: 上海电气历史 PE Band


资料来源: 招商证券

图 8: 上海电气历史 PB Band


资料来源: 招商证券

参考报告:

- 1、《电力设备行业 2009 年中期投资策略-新能源与智能电网成为主旋律》2009/6/15

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	58908	63706	62223	68626	75408
现金	15534	15331	16787	20921	24294
交易性投资	448	92	100	100	100
应收票据	2038	866	846	782	778
应收款项	9787	11418	10513	10773	11695
其它应收款	815	1115	1088	1108	1167
存货	16577	21751	21217	22603	24222
其他	13710	13134	11673	12339	13151
非流动资产	16721	17952	20332	20658	20941
长期股权投资	3027	2781	2837	2893	2951
固定资产	6708	6949	9574	10043	10446
无形资产	1932	2075	1867	1681	1513
其他	5055	6147	6054	6041	6030
资产总计	75629	81658	82555	89284	96348
流动负债	45570	50676	48180	50737	53088
短期借款	1221	565	600	800	1000
应付账款	9269	9980	9977	10593	11017
预收账款	24441	29318	26440	27821	28991
其他	10639	10814	11163	11522	12080
长期负债	2906	3147	2995	2992	2992
长期借款	855	1537	1387	1387	1387
其他	2051	1610	1608	1605	1605
负债合计	48477	53823	51175	53729	56079
股本	11892	12508	12508	12508	12508
资本公积金	3170	1915	1915	1915	1915
留存收益	4288	6899	9142	11820	14870
少数股东权益	7803	6514	7816	9313	10976
母公司所有者权益	19350	21322	23564	26242	29292
负债及权益合计	75629	81658	82555	89284	96348

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3627	3030	4859	5358	4352
净利润		2622	2912	3348	3720
折旧摊销		0	1500	1716	1763
财务费用		0	18	8	4
投资收益		0	(1368)	(1464)	(1553)
营运资金变动		0	513	115	(1493)
其它		408	1284	1634	1912
投资活动现金流	(343)	(2606)	(4029)	(2057)	(2058)
资本支出		0	(4000)	(2000)	(2000)
其他投资		(2606)	(29)	(57)	(58)
筹资活动现金流	646	(686)	626	833	1079
借款变动		0	(49)	50	200
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(670)	(670)	(670)
其他		(686)	1344	1452	1549
现金净增加额	3929	(262)	1456	4134	3373

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	56098	58909	60417	65174	70748
营业成本	46148	48159	49887	53502	57983
营业税金及附加	145	118	121	130	141
营业费用	1557	1858	1969	2087	2212
管理费用	4066	4803	5283	5706	6162
财务费用	4	11	18	8	4
资产减值损失	769	1002	0	0	0
公允价值变动收益	187	(238)	50	80	100
投资收益	1989	1255	1318	1384	1453
营业利润	5584	3975	4506	5204	5798
营业外收入	206	280	200	200	200
营业外支出	45	61	50	50	50
利润总额	5746	4193	4656	5354	5948
所得税	1327	396	442	509	565
净利润	4419	3797	4214	4845	5383
少数股东损益	1524	1175	1302	1497	1663
母公司所有者净利润	2895	2622	2912	3348	3720
EPS (元)	0.24	0.21	0.23	0.27	0.30

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	27%	5%	3%	8%	9%
营业利润	44%	-29%	13%	15%	11%
净利润	39%	-9%	11%	15%	11%
获利能力					
毛利率	17.7%	18.2%	17.4%	17.9%	18.0%
净利率	5.2%	4.5%	4.8%	5.1%	5.3%
ROE	15.0%	12.3%	12.4%	12.8%	12.7%
ROIC	14.6%	12.0%	12.2%	12.5%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	65.9%	62.0%	60.2%	58.2%
净负债比率	3.0%	2.7%	2.6%	2.4%	2.5%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.8	2.5	2.3	2.4	2.5
应收帐款周转率	6.1	5.6	5.5	6.1	6.3
应付帐款周转率	5.9	5.0	5.0	5.2	5.4
每股资料(元)					
每股收益	0.24	0.21	0.23	0.27	0.30
每股经营现金	0.31	0.24	0.39	0.43	0.35
每股净资产	1.63	1.70	1.88	2.10	2.34
每股股利	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05
估值比率					
PE	42.8	49.7	44.8	38.9	35.0
PB	6.4	6.1	5.5	5.0	4.4
EV/EBITDA	12.5	16.0	13.3	11.5	10.6

分析师简介

王鹏：工学学士，MBA，6 年证券从业经验，现为招商证券电力设备行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。