

上海电气(601727)

着力布局新能源，努力打造长期竞争力

✍ 王稹 韩若冰
 ☎ 021-38676720 021-38676045
 ✉ wangzhen@gtjas.com hanruobing@gtjas.com

本报告导读：

- 火电业务下滑，核电、风电快速增长，整体新接订单下降，估值明显偏高。

事件：上海电气投资者交流会（反向路演）

参会高管：徐建国、张素心等

公司高管就公司近期业绩、定向增发项目，以及其他投资者关注问题与机构投资者开展坦诚、深入交流。

评论：

- **装备制造业“航空母舰”。**公司是中国最大的综合型装备制造业集团之一，目前拥有电站设备、输配电设备、机电一体化设备、重工设备、交通设备、环保设备等六大业务板块。强大的集团制造、设计研发、综合配套能力，以及优秀的市场业绩与信誉是公司的突出优势。在国家大力推进清洁能源建设，改善国内能源结构的明朗趋势下，上海电气正积极调整业务重心，巩固公司未来长期发展优势。
- **在手订单充裕，新接订单回落。**公司 2009 年上半年新接发电设备订单 333 亿元，受火电需求降低影响，较 07、08 年新接订单高峰的 756 亿、774 亿有所回落。但公司在手订单仍较为充裕，2009 年上半年末发电设备在手订单 1751 亿元，仅此已可保证公司五年正常运营。重工设备板块 2009 年上半年新增订单 64 亿，其中核岛设备 44 亿；上半年末在手订单 191 亿，其中核岛设备 113 亿、重型机械 73 亿、船用曲轴约 4 亿元。
- **增发布局新能源，短期内盈利贡献有限。**公司已将新能源业务作为未来发展的重心，此次非公开发行计划发行不超过 7 亿股，募集资金不超过 50 亿元，资金主要布局新能源业务的产能扩建项目，其中核电产业投资 11.5 亿、项目投产后计划实现 21 亿元以上产值；风电产业 8.4 亿，投产后计划实现约 100 亿产值。公司预计 09 年核电业务将翻番，风电业务取得 70% 以上的增长。但是，盈利能力仍然偏低，净利润贡献的占比相当有限。
- **核电领先优势将长期享有。**公司在核电设备领域具有强大优势，公司拥有国内最强的成套设备生产能力，大型锻件生产优势与成本优势明显，是国内唯一有能力生产堆内构件、控制棒驱动机构的核岛厂商，并为国内唯一同时掌握 AP1000 和 EPR 两大三代核电技术的公司。公司占据核岛主设备市场份额的 46%，为国内三大电站设备商之首。把握国家大力提倡清洁能源发展的机遇，公司计划积极扩充产能和承接订单，抓住产业潜在的高成长机会。增发项目达产后，公司核岛主设备产能将由目前的 2.5 台套升至 4-6 台套，堆内构件/控制棒驱动机构产能由目前 4.5 台套升至 8-10 台套。虽然公司目前存在人力生产成本、技术引进成本较高导致某些关键产品毛利较低的不足，但我们判断公司作为国内核电设备的领军人，在核电尤其是核岛设备领域的优势将长期享有，未来业务高增可期。
- **先强后大努力扩展风电份额，我们对此保持谨慎的态度。**公司风电业务采用先强后大战略，与德国 Aerogyn

评级：

中性

上次评级：首次评级

目标价格：

¥ 11.50

上次预测：

当前价格：

¥ 11.28

2009.07.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.68 ~ 11.66
总市值 (百万元)	138,960
总股本/流通 A 股 (百万股)	12,508/3,589
流通 B 股/H 股	
流通股比例	28.7%
日均成交量 (百万股)	54.9
日均成交值 (百万元)	462.2

52 周内股价走势图



合作开发 2MW 风电机组，引进全套风机设计基础分析软件，并利用集团设备配套能力，努力打下自主研发生产基础，提升产品质量与市场竞争力。公司风电业务具有日益完善的产业链优势，以及与五大发电集团关系良好的客户资源优势，09 年现有 400 台风机产能，计划至 2011 年左右形成 1000 台产能，其中 2MW 风机 800 台，届时力争进入国内风电市场第一梯队。但是，国内所有风电设备企业都在大规模扩产，两年后的行业竞争必将十分激烈，我们对上海电气的风电业务保持谨慎的态度。

- **传统及其他业务仍有保障。**火电设备在未来相当长时期仍将是主流，公司未来海外总承包业务（EPC）势头良好，西门子生产订单转移以及上大压小趋势将可以弥补国内火电市场缩小带来的影响。公司在 IGCC 业务领域也走在国内前列，是国内唯一同时拥有 E 级、F 级燃气轮机制造业绩的企业，并承接国内首座自主设计建造的天津 IGCC 电站项目。此外公司在着力新能源产业之外，还积极布局特高压、超高压输变电领域。公司与法国阿海珐合作在上海、临港、武汉建立三处生产基地，现已形成一期 7000 万 kVA 正负 800kV 直流变压器生产能力，在未来国内特高压电网建设的进程中将具有较大竞争力。
- 公司定向增发项目预计 2011 年前后可逐步贡献业绩，考虑火电业务的下滑，以及现有新能源业务的发展，我们预测公司 2009 年-2011 年摊薄后 EPS 分别为 0.20、0.22、0.26 元，分别对应 55 倍、51 倍以及 43 倍 PE。我们认为，公司估值明显高于行业平均，首次评级给予中性评级。

作者简介:

王稔: 男, 清华大学电机系电力系统自动化专业, 工学博士。2005 年进入国泰君安证券研究所, 从事电力设备、家用电器行业、新能源策略的研究。

韩若冰: 男, 清华大学材料科学与工程专业, 工学博士。2008 年进入国泰君安证券, 从事电力设备、新能源策略研究。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com