

审慎推荐-A (维持)**上海电气 601727.SH**

目标估值: 7.2-7.9 元

当前股价: 7.56 元

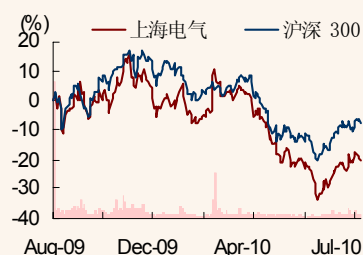
2010 年 8 月 23 日

加快发展风电、核电和高效清洁能源技术**基础数据**

上证综指	2642
总股本(万股)	1282363
已上市流通股(万股)	212569
总市值(亿元)	969
流通市值(亿元)	161
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	66.5%
主要股东	上海电气(集团)公司
主要股东持股比例	57.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-15	-18
相对表现	2	-6	-16

**相关报告**

1、《上海电气(601727) - 加快发展新能源产业, 努力提高国产化率》
2009/8/17

2、《上海电气(601727) - 核电、风电业务进入快速增长阶段》
2010/5/6

王鹏, CFA

0755-25310483

wpeng@cmschina.com.cn

S1090207100175

2010 年上半年公司实现销售收入 304.63 亿元, 较去年同期增长 9.3%, 实现归属母公司净利润 14.19 亿元, 与上年同期基本持平。未来公司将继续加大在新能源产业领域的投入, 抓住核电设备、风电设备、高效清洁火电设备等核心业务的发展契机, 不断提升公司的核心竞争力。

□ **风电机组销售收入大幅增长, 公司力争三年内进入风电第一梯队:** 上半年公司风电机组销售收入达 10.04 亿元, 同比增长 57.1%, 由公司自主开发的 3.6 兆瓦海上风机已经成功下线, 为公司进军海上风机市场奠定了坚实的基础。2010 年公司计划生产 800 台风机, 其中 2 兆瓦风机 600 台, 1.25 兆瓦风机 200 台。到 2011 年公司的 3.6 兆瓦风机也将批量生产。2012 年公司风机总产能将接近 1200 台。

□ **核电设备技术处于国内领先地位, 产品覆盖我国所有核电项目:** 公司核电核岛设备在手订单已突破人民币 180 亿元, 覆盖了所有中国市场在建核电项目。公司的堆内构件、控制棒驱动机构、蒸发器、稳压器、压力容器产能进一步提高, 同时研制成功了部分核电设备大型铸锻件和蒸发器 U 型管等关键设备。此外, 公司通过与德国 KSB 集团的合作, 核电主泵实现新突破。公司已经成为国内核电核岛设备产业链最完整的供应商, 有望突破核电进口零部件瓶颈并实现 100% 国产化。公司目前已经掌握了 AP1000 和 EPR 两种第三代核电技术核岛和常规岛的制造能力, 并获得了我国第一座高温气冷堆示范核电站的主设备订货合同。

□ **加快发展超超临界机组和 IGCC 煤气化循环发电机组:** 上半年高效清洁能源板块实现销售收入 127.17 亿元, 同比增长 2.4%; 公司百万千瓦等级超超临界火电机组目前国内市场占有率保持第一, 并全面开展 1200 兆瓦级火电技术研发; 公司参与了中国华能绿色天津 IGCC 电站示范工程, 并已开工建设我国第一台 250 兆瓦等级 IGCC 发电机组。

□ **投资评级:** 上半年完成非公开增发后, 预计上海电气 2010 至 2012 年全面摊薄每股收益为 0.24、0.28 和 0.32 元。按 2010 年 30 倍市盈率计算, 公司目标价为 7.2-7.9 元, 维持“审慎推荐-A”的评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	58909	57790	65648	72470	78588
同比增长	5%	-2%	14%	10%	8%
营业利润(百万元)	3975	2920	4574	5317	6145
同比增长	-29%	-27%	57%	16%	16%
净利润(百万元)	3797	3331	4465	5111	5869
同比增长	-9%	-5%	23%	14%	15%
每股收益(元)	0.21	0.20	0.24	0.28	0.32
PE	36.1	37.8	31.4	27.5	23.9
PB	4.4	4.2	3.7	3.3	3.0

资料来源: 招商证券

□ **工业装备板块受宏观经济波动影响较大：**该板块内的电梯、电机、机床、印刷包装机械及轨道交通等主要产品，均属受宏观环境影响较大的产业，但公司的这些产品大多已进入市场成熟周期，可为公司提供良好的现金流，同时承担了公司完善产业结构的战略作用。2010 年上半年，工业装备板块实现销售收入 92.37 亿元，比上年同期增长 21.6%，主要是由于电梯产品销售收入增长所致。公司电梯业务持续领跑中国电梯市场，拥有世界产能最大的单一电梯工厂，并率先实现单一工厂年产销电梯 3 万台。

□ **现代服务业板块有望稳步增长：**公司的服务业以新技术新装备为支撑，目前正处于稳步增长阶段。公司的电站 EPC 业务在手订单突破 660 亿元，并不断向海外相对发达国家（地区）市场拓展。在金融服务领域，集团下属的财务公司为集团的产业发展提供全方位的金融服务支持。2010 年上半年，现代服务业板块实现销售收入 54.68 亿元，比上年同期下降 4.7%，但从长期看该业务具备较大的发展空间。

□ **公司完成非公开增发，将进一步加强核电、风电、重工等核心产业：**2010 年 5 月 18 日，公司以 7.03 元/股的价格向 5 名特定投资者成功发行了 315,940,255 股公司 A 股股票。本次发行募集资金总额为人民币 22.2 亿元。募集资金将主要投入核电、风电、重工等核心产业，进一步提高公司核心竞争力。其中 4.32 亿元补充公司营运资金。

□ **风险因素：**原材料价格的变化对公司毛利率产生较大影响。公司产品的原材料中钢铁的占比较大，随着钢铁价格的波动，公司毛利率会受到影响。国内火电设备订单下降，公司将积极开发海外市场以弥补国内市场的不足。

表 1、销售收入结构预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	58909	57788	65645	72467	78585
电力设备	34004	36059	41466	45193	48808
机电一体化设备	13072	13220	13625	14795	15831
重工设备	5143	5856	7855	9789	11258
交通运输设备	4478	940	1233	1418	1574
环保系统	3111	2377	2633	2710	2791
财务业务	444	395	316	253	202
其他	423	492	487	482	477
抵消	-1766	-1551	-1969	-2174	-2358
收入增长率	5.0%	-1.9%	13.6%	10.4%	8.4%
电力设备	1.5%	6.0%	15.0%	9.0%	8.0%
机电一体化设备	7.5%	1.1%	3.1%	8.6%	7.0%
重工设备	57.2%	13.9%	34.1%	24.6%	15.0%
交通运输设备	-6.3%	-79.0%	31.2%	15.0%	11.0%
环保系统	13.2%	-23.6%	10.8%	2.9%	3.0%
财务业务	55.2%	-11.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
其他	-3.9%	16.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
毛利率	18.2%	16.4%	16.4%	16.5%	16.9%
电力设备	18.6%	15.1%	15.5%	15.8%	16.4%
机电一体化设备	19.0%	19.4%	18.5%	18.6%	18.6%
重工设备	13.9%	15.3%	15.1%	15.1%	15.2%
交通运输设备	16.4%	13.6%	15.6%	16.0%	16.0%
环保系统	5.8%	6.9%	5.8%	5.8%	5.8%

资料来源：招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	58909	57790	65648	72470	78588
营业成本	48159	48275	54912	60486	65308
营业税金及附加	118	168	131	145	157
营业费用	1858	1609	1706	1812	1921
管理费用	4803	4888	5279	5712	6170
财务费用	11	(61)	(55)	(60)	(123)
资产减值损失	1002	873	0	0	0
公允价值变动收益	(238)	25	0	0	0
投资收益	1255	855	898	943	990
营业利润	3975	2920	4574	5317	6145
营业外收入	280	482	410	380	390
营业外支出	61	63	50	50	50
利润总额	4193	3338	4934	5647	6485
所得税	396	7	469	536	616
净利润	3797	3331	4465	5111	5869
少数股东损益	1175	830	1380	1579	1814
归属于母公司净利润	2622	2501	3085	3531	4055
EPS (元)	0.21	0.20	0.24	0.28	0.32

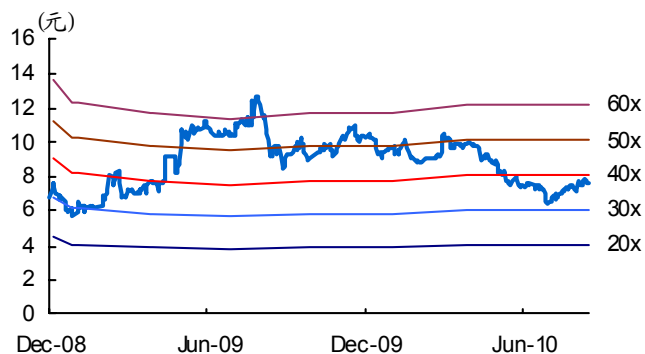
资料来源: 招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入	12937	14935	15272	14646	14057	16406
营业毛利	2154	2316	2242	2779	2551	2806
营业费用	339	380	368	523	407	489
管理费用	899	1065	1024	1900	1045	1364
财务费用	-1	-28	-14	-23	4	48
投资收益	200	270	193	192	257	244
营业利润	1008	1175	1000	-282	1206	979
归属母公司净利润	622	787	706	366	746	674
EPS (元)	0.05	0.06	0.06	0.03	0.06	0.05
主要比率	0.20					
毛利率	16.6%	15.5%	14.7%	19.0%	18.1%	17.1%
营业费用率	2.6%	2.5%	2.4%	3.6%	2.9%	3.0%
管理费用率	7.0%	5.0%	5.4%	5.3%	6.8%	5.0%
营业利润率	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
有效税率	15.7%	8.5%	8.8%	-1437.8%	14.3%	13.1%
净利率	4.8%	5.3%	4.6%	2.5%	5.3%	4.1%
YoY						
收入	-5.5%	-2.6%	-2.8%	1.5%	8.7%	9.9%
归属母公司净利润	-17.5%	-6.5%	1.9%	33.1%	19.8%	-14.4%

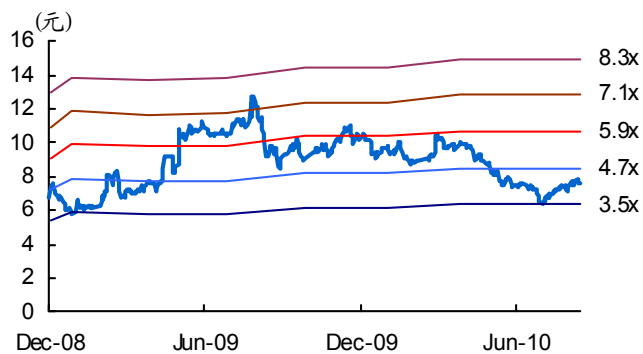
资料来源: 招商证券

图 1: 上海电气历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 上海电气历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《上海电气（601727）- 火电在手订单充足，加快提升新能源产能》 2009/7/3
- 2、《上海电气（601727）- 加快发展新能源产业，努力提高国产化率》 2009/8/17
- 3、《上海电气（601727）-核电、风电业务进入快速增长阶段》 2010/5/6

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	63706	70073	69251	77519	88980
现金	15331	17480	20565	24500	32927
交易性投资	92	87	180	180	180
应收票据	866	2041	788	797	629
应收款项	11418	13614	10852	11979	12307
其它应收款	1115	1073	1116	1196	1257
存货	21751	20193	23198	25268	27097
其他	13134	15585	12553	13599	14583
非流动资产	17952	19553	18383	17783	17269
长期股权投资	2781	2920	2979	3038	3099
固定资产	6949	10342	9700	9249	8861
无形资产	2075	2213	1992	1792	1613
其他	6147	4079	3712	3703	3696
资产总计	81658	89626	87634	95302	106249
流动负债	50676	57490	50278	53471	59198
短期借款	565	744	800	1000	1000
应付账款	9980	12818	10873	11492	12866
预收账款	29318	31721	28554	30243	33960
其他	10814	12207	10051	10735	11373
长期负债	3147	3072	3023	3023	3023
长期借款	1537	1418	1418	1418	1418
其他	1610	1654	1605	1605	1605
负债合计	53823	60562	53302	56494	62222
股本	12508	12508	12824	12824	12824
资本公积金	1915	2144	4004	4004	4004
留存收益	6899	7823	9536	12432	15838
少数股东权益	6514	6589	7968	9548	11361
母公司所有者权益	21322	22475	26364	29260	32666
负债及权益合计	81658	89626	87634	95302	106249

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3030	6933	2725	4427	9023
净利润			3085	3531	4055
折旧摊销			1773	1673	1587
财务费用			(55)	(60)	(123)
投资收益			(898)	(943)	(990)
营运资金变动			(2892)	(1634)	2533
其它			1712	1859	1961
投资活动现金流	(2606)	(2173)	(1005)	(1060)	(1061)
资本支出			(1000)	(1000)	(1000)
其他投资			(5)	(60)	(61)
筹资活动现金流	(686)	(2658)	1365	567	464
借款变动			(327)	200	0
普通股增加			316	0	0
资本公积增加			1860	0	0
股利分配			(1372)	(636)	(649)
其他			888	1003	1113
现金净增加额	(262)	2102	3085	3935	8427

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	58909	57790	65648	72470	78588
营业成本	48159	48275	54912	60486	65308
营业税金及附加	118	168	131	145	157
营业费用	1858	1609	1706	1812	1921
管理费用	4803	4888	5279	5712	6170
财务费用	11	(61)	(55)	(60)	(123)
资产减值损失	1002	873	0	0	0
公允价值变动收益	(238)	25	0	0	0
投资收益	1255	855	898	943	990
营业利润	3975	2920	4574	5317	6145
营业外收入	280	482	410	380	390
营业外支出	61	63	50	50	50
利润总额	4193	3338	4934	5647	6485
所得税	396	7	469	536	616
净利润	3797	3331	4465	5111	5869
少数股东损益	1175	830	1380	1579	1814
母公司所有者净利润	2622	2501	3085	3531	4055
EPS (元)	0.21	0.20	0.24	0.28	0.32

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	5%	-2%	14%	10%	8%
营业利润	-29%	-27%	57%	16%	16%
净利润	-9%	-5%	23%	14%	15%
获利能力					
毛利率	18.2%	16.5%	16.4%	16.5%	16.9%
净利率	4.5%	4.3%	4.7%	4.9%	5.2%
ROE	12.3%	11.1%	11.7%	12.1%	12.4%
ROIC	12.0%	9.0%	11.2%	11.5%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	65.9%	67.6%	60.8%	59.3%	58.6%
净负债比率	2.7%	2.8%	2.5%	2.5%	2.3%
流动比率	1.3	1.2	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7
存货周转率	2.5	2.3	2.5	2.5	2.5
应收帐款周转率	5.6	4.6	5.4	6.3	6.5
应付帐款周转率	5.0	4.2	4.6	5.4	5.4
每股资料(元)					
每股收益	0.21	0.20	0.24	0.28	0.32
每股经营现金	0.24	0.55	0.21	0.35	0.70
每股净资产	1.70	1.80	2.06	2.28	2.55
每股股利	0.06	0.00	0.05	0.05	0.05
估值比率					
PE	36.1	37.8	31.4	27.5	23.9
PB	4.4	4.2	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	17.4	23.3	13.8	12.5	11.4

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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏，CFA：工学学士，MBA，7 年证券从业经验，从 2007 年起任招商证券电力设备行业研究员。

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±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。