



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年2月16日

电气设备

研究部

陈华¹, CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207110066
chenhua@cicc.com.cn
shiran@cicc.com.cn

中性

上海电气(601727.CH)

火电设备好于预期

主要财务信息

(人民币 百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	59,060	57,790	64,543	72,460	82,716
(+/-)	5%	-2%	12%	12%	14%
主营业务利润	10,772	9,516	11,169	12,559	14,425
(+/-)	8%	-12%	17%	12%	15%
净利润	2,621	2,501	2,820	3,224	3,823
(+/-)	-9%	-5%	13%	14%	19%
每股盈利(元)	0.20	0.20	0.22	0.25	0.30
(+/-)	-9%	-5%	13%	14%	19%
市盈率	45.0	47.1	41.8	36.6	30.8
市净率	5.5	5.2	4.7	4.1	3.6
EV/EBITDA	22.46	27.41	21.00	18.51	15.73
净资产收益率	12.2%	11.1%	11.1%	11.3%	11.8%
每股经营现金流(元)	0.2	0.5	0.2	0.4	0.5
股价/经营现金	38.7	17.0	40.8	23.3	20.1

股票信息

H股	A股
2727.HK	601727.CH
港币4.89	人民币9.19
港币4.76	-
20.6	24.4
港币5.88/3.29	人民币10.95/6.23
港币12291	人民币90528
2973	9851
2973	2126
上海电气(集团)总公司 (57.78%)	上海电气(集团)总公司 (57.78%)
股票代码	股票代码
当前股价	当前股价
目标价	目标价
日成交量(百万股)	日成交量(百万股)
52周最高/最低价	52周最高/最低价
市值(百万元)	市值(百万元)
发行股数(百万股)	发行股数(百万股)
其中:流通股(百万股)	其中:流通股(百万股)
主要股东(持股比例)	主要股东(持股比例)

最近走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[601727.CH]	+3.61	+11.94	+3.37	+8.37
[上证A股指数]	+3.59	+3.88	-3.85	+3.25

52周股价走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

¹ 报告贡献人: 石冉

公司近况:

我们预计上海电气2010年实现收入645亿元, 净利润28亿元, 分别增长12.8%和14.4%。销售收入将超出我们此前预期, 主要得益于火电设备业务好于预期, 而这主要是由于中国火电设备的安装和利用小时数超出了我们此前预期。在海外订单(主要是东南亚订单)推动下, 未来两年火电设备业务增速有望持平。

核电设备业务均为上海电气和东方电气主要增长点。尽管两家公司此项业务均拥有良好前景, 但东方电气在手订单结构较好, 我们仍然看好东方电气。我们预计, 上海电气核电设备在手订单金额为370亿元, 大约相当于2010年底全部在手订单金额的16%, 而东方电气分别为390亿元和28%。因此, 我们认为东方电气增长动力更为强劲。

预计1套常规岛将于2011年实现销售收入, 核岛销售情况存在不确定性, 主要取决于建设进度。由于常规岛在完全交付前难以实现收入, 2010年仅有核岛贡献收入。我们估计, 2010年常规岛毛利率接近火电设备毛利率, 核电设备整体毛利率约为14%, 略低于东方电气。

估值与建议:

我们将上海电气2010和2011年收入预测分别上调26%和45%, 主要是基于更为乐观的火电设备和核岛增长前景。2010-2012年盈利预测分别为0.22、0.25和0.30元, 对应2011年市盈率36.6倍, 高于东方电气19.9倍的市盈率。但是, 东方电气核电业务盈利贡献明显超过上海电气, 因此东方电气估值水平应更高。基于核电业务, 我们推荐东方电气, 维持上海电气中性评级。

风险:

东方电气核电设备产能增速低于预期, 使板块增长受阻。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 东方电气和上海电气核电业务比较

(人民币 亿元)	上海电气	东方电气
<u>2010年核电业务</u>		
在手订单	370	392
新增订单	47	80
总在手订单	2300	1400
核电在手订单占比	16%	28%
核电收入	25	60
核电综合毛利率	14%	15%
<u>2009年核电产能(套)</u>		
1. 核岛设备		
压力容器	2	3
蒸汽发生器	2	3
堆内构件	4.5	/
控制棒驱动机构	4.5	/
核主泵	/	3
2. 常规岛设备		
汽轮机	2	4
发电机	2	3
技术路线	AP1000, CPR1000	ERP, AP1000

资料来源: 中国核能年鉴 2009, 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

(人民币 百万元)	2010E			2011E		
	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
总收入	51,374	64,543	26%	50,140	72,460	45%
总毛利率	18.4%	17.3%	-1.1%	18.0%	17.3%	-0.6%
净利润	2,870	2,820	-2%	2,753	3,224	17%
每股收益(元)	0.22	0.22	-2%	0.21	0.25	17%

资料来源: 中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	59,060	57,790	64,543	72,460	82,716
主营业务利润	10,772	9,516	11,169	12,559	14,425
营业费用	1,866	1,609	1,614	1,811	2,068
管理费用	4,817	4,888	5,163	5,797	6,617
财务费用	11	-61	-154	-154	-211
营业利润	3,974	2,920	4,112	4,708	5,588
税前利润	4,192	3,338	4,149	4,744	5,625
所得税	396	7	394	451	534
少数股东权益	1,175	830	935	1,069	1,268
净利润	2,621	2,501	2,820	3,224	3,823
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	3,043	6,933	2,885	5,066	5,866
投资活动现金流净额	-2,603	-2,173	-1,858	-1,500	-1,000
融资活动现金流净额	-702	-2,658	154	154	211
货币资金增加额	-320	2,112	1,180	3,720	5,077
资产负债表 (百万元)					
货币资金	15,372	17,480	13,785	17,505	22,582
应收款项	12,297	15,655	10,768	12,287	14,252
存货	21,755	20,193	20,473	23,140	26,568
流动资产	63,768	70,073	62,936	72,209	84,451
长期投资	3,520	3,488	3,346	3,346	3,346
固定资产	7,049	10,342	9,725	9,284	8,869
无形资产和其他资产	3,282	3,787	3,787	3,787	3,787
短期借款	565	744	744	744	744
预收帐款	29,320	31,721	24,860	28,063	32,181
一年内到期的长期负债	187	382	382	382	382
流动负债	50,724	57,490	47,253	52,472	59,302
长期负债	3,178	3,072	3,072	3,072	3,072
少数股东权益	6,514	6,589	7,524	8,593	9,861
股东权益	21,462	22,475	25,294	28,519	32,342
总资产	81,878	89,626	83,144	92,656	104,577
财务指标					
主营业务利润率	18.2%	16.5%	17.3%	17.3%	17.4%
营业利润率	6.7%	5.1%	6.4%	6.5%	6.8%
净利润率	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.6%
净资产收益率	12.2%	11.1%	11.1%	11.3%	11.8%
总资产收益率	3.2%	2.8%	3.4%	3.5%	3.7%
总资产负债率	65.8%	67.6%	60.5%	59.9%	59.6%
净资产负债率	-61.8%	-68.2%	-45.9%	-53.8%	-63.1%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
应收帐款周转期	70.6	86.0	48.0	49.0	50.0
存货周转期	164.4	152.7	140.0	141.0	142.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：盈利预测及其主要假设

(人民币 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入					
电力设备	34,004	36,059	38,445	41,066	43,959
机电一体化	13,072	13,220	15,203	17,483	20,106
重工设备	5,143	5,856	7,027	9,135	12,790
交通设备	4,478	940	1,440	1,728	2,074
环保业务	3,111	2,377	3,090	3,708	4,450
其他	-748	-662	-662	-662	-662
合计	59,060	57,790	64,543	72,460	82,716
毛利					
电力设备	6325	5444	6058	6459	6899
机电一体化	2484	2559	3041	3497	4021
重工设备	715	895	1159	1553	2302
交通设备	734	128	245	311	373
环保业务	180	165	371	445	534
合计	10772	9516	11169	12559	14425
毛利率					
电力设备	18.6%	15.1%	15.8%	15.7%	15.7%
机电一体化	19.0%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
重工设备	13.9%	15.3%	16.5%	17.0%	18.0%
交通设备	16.4%	13.6%	17.0%	18.0%	18.0%
环保业务	5.8%	6.9%	12.0%	12.0%	12.0%
合计	18.2%	16.5%	17.3%	17.3%	17.4%
收入占比					
电力设备	58%	62%	60%	57%	53%
机电一体化	22%	23%	24%	24%	24%
重工设备	9%	10%	11%	13%	15%
交通设备	8%	2%	2%	2%	3%
环保业务	5%	4%	5%	5%	5%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
毛利占比					
电力设备	59%	57%	54%	51%	48%
机电一体化	23%	27%	27%	28%	28%
重工设备	7%	9%	10%	12%	16%
交通设备	7%	1%	2%	2%	3%
环保业务	2%	2%	3%	4%	4%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
收入增长率					
电力设备	1%	6%	7%	7%	7%
机电一体化	8%	1%	15%	15%	15%
重工板块	57%	14%	20%	30%	40%
交通设备	-6%	-79%	53%	20%	20%
环保业务	13%	-24%	30%	20%	20%
其他	106%	-12%	0%	0%	0%
合计	5%	-2%	12%	12%	14%
毛利增长率					
电力设备	16%	-14%	11%	7%	7%
机电一体化	1%	3%	19%	15%	15%
重工板块	33%	25%	30%	34%	48%
交通设备	-14%	-83%	91%	27%	20%
环保业务	13%	-9%	125%	20%	20%
其他	-29%	-12%	0%	0%	0%
合计	8%	-12%	17%	12%	15%

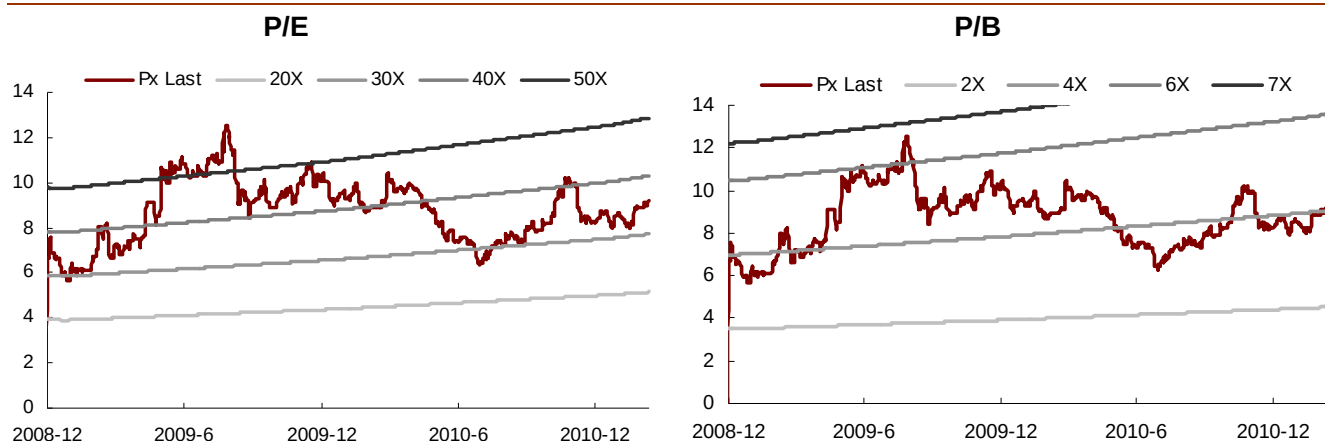
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

公司	代码	股价	总市值	每股盈利（元）			市盈率			市净率		
			百万人民币	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
A股												
东方电气	600875.CH	34.38	57,204	1.38	1.73	2.23	24.9	19.9	15.4	6.0	4.6	3.5
上海电气	601727.CH	9.19	90,528	0.22	0.25	0.30	41.8	36.6	30.8	4.7	4.1	3.6
H股												
东方电气	1072.HK	30.60	8,797	1.38	1.73	2.23	18.8	14.9	11.6	4.5	3.5	2.7
上海电气	2727.HK	4.89	12,291	0.22	0.25	0.30	18.8	16.4	13.9	2.1	1.9	1.6
哈动力	1133.HK	9.51	11,070	0.63	0.67	0.73	12.8	12.0	11.0	1.2	1.1	1.0
中值							18.8	16.4	13.9	4.5	3.5	2.7
平均值							23.4	20.0	16.5	3.7	3.0	2.5

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED