

业绩多面开花，装备制造业航母逐步成型

2011年12月15日

推荐/首次

上海电气

调研快报

——上海电气（601727）调研快报

王明德	执业证书编号 S1480511100001	
联系人	侯建峰	010-66554043 Houjf@dxzq.net.cn

事件：

我们于 2011 年 12 月 15 日实地到上海电气进行了调研，与公司投资者关系副部长进行了长达 2 个小时左右的长谈，就公司经营情况进行了详细的了解。

主要观点：

1、火电业务是公司业务拓展的根基，近几年业绩增长确定。

火电业务在公司整体业务板块中的定位在“现金牛”象限，是公司积极拓展其它业务有利的支持。公司是超临界/超超临界机组的龙头，目前火电在手订单在 850 亿左右，可以保证后续几年的稳步、持续发展。虽然国内市场火电发展的长期趋势呈下降态势，但是公司积极拓展海外市场，目前主要在印度、东南亚、非洲，将来计划扩展到东欧、俄罗斯等国家，海外业务将有效填补公司火电也国能增速下滑的空白，截至三季度公司海外电站工程承包地在手订单在 1000 亿以上，海外市场扩展效果显著。

2、公司积极布局核电，将是三代核电 AP1000 的最大受益者

我们估计随着日本福岛核电事故的爆发所引起的全球对核安全的进一步重视，以 AP1000 为代表的三代核电技术将逐步成为未来 10 年甚至 20 年核电建设的主力。公司是 AP1000 核电建设的龙头，在 AP1000 相关设备的研究和试制上面已经有 1-2 年的经验，优于东方电气。公司在核电业务上产业链齐全，市场份额占比较大，特别是堆内构件和控制棒，占据 90% 以上的市场份额。随着公司核电募集项目的逐步投产，公司形成年产 6 套百万千瓦级压力容器和蒸发器、10 套堆内构件和驱动装置、12 套核电主泵、32 套二、三级泵、6 套常规岛发电机组以及 6 套 100 万千瓦核岛容器以及 25 套堆内构件的锻铸能力。公司目前的规划几乎涵盖了核电建设的所有主设备，产业链条的全覆盖，有利于公司后续订单获取能力的提高，我们估计如果后续核电三代 AP1000 的大力推广，公司有望获取 45% 左右的市场份额。

公司目前核电在手订单估计在 340 亿左右，将保证未来几年公司核电业务的稳定发展。此外，我们估算到 2020 年中国核电装机容量应该不会较以前的 8600 万千瓦低太多，应该最终的装机容量在 7000 万千瓦左右，随着核安全局《核电安全规划》的出台和国务院的审批，核电站建设有望明年年中左右开始批复，公司作为核电设备的龙头企业，业绩将会有超预期的可能。

3、风电海上优势明显，有序扩展陆上风电和海外市场

公司目前已陆续开发出 1.5MW 和 3.6MW 等型号风机。公司海上风机与西门子合作，西门子是全球海上风机的鼻祖，有较长时间的营运经验和成熟的营运技术，海上风机营运条件苛刻、维护要求较高，和西门子的合作可以有效提升公司在海上风机市场的话语权和竞争力。公司风机 2010 年的订单在 30 亿左右，今年

估计在 40 亿左右，公司 2011 年规划风机订单要达到 100 亿，预计明年陆地风机和海外市场将是公司开拓的重点。

4、燃气机料成为新的增长点

公司目前燃气机的产能在 4 套/年，预计明年能够达到 15 套/年，远景目标在 20 套/年。目前公司燃气机组的在手订单大概在 76 亿左右，中国西气东送二线建成、中国开始大量进口天然气，燃气发电的市场份额将逐步扩大，燃气轮机市场将持续放大，随着公司产能的释放，公司将持续受益。

5、积极布局新兴业务，培育后续新的增长点。

目前公司规划在十二五期间增加海水淡化设备、MSR、智能化节能、太阳能热发电以及电力储能等项目，进行积极的战略布局，培育新的业务增长点。公司规划这些新兴业务在十二五末能够贡献 130 亿左右的销售额，将成为公司未来新的重要业务构成。

投资建议：

我们认为公司未来 2-3 年收入将保持稳定的增长预计年均增长率在 8%-15% 之间，我们综合上面分业务的发展情况，给予公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.26、0.32、0.36，对应的 H 股的 PE 为 12.8、10.5、9.3，给予公司 H 股“强烈推荐”评级，对应的 A 股 PE 为 21.4、17.5、15.6，给予公司 A 股“推荐”评级。同时建议积极关注可能带来趋势性机会的催化剂事件：核电审核重启且规划超出预期、燃气机市场积极开拓。

风险提示：

经济形势进一步下滑，电源投资低于预期的风险；核电规划低于预期的风险；风电竞争进一步加剧的风险；房地产持续恶化对公司工业装备造成拖累的风险。

表 1：盈利预测及估值

指标	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	63176	71307	81068	90156
增长率（%）	9.3	12.9	13.7	11.2
净利润（百万元）	2819.5	3371.6	4117.7	4625.4
增长率（%）	12.7	19.6	22.1	12.3
每股收益(元)	0.23	0.26	0.32	0.36
净资产收益率（%）	10.44%	11.51%	12.64%	12.68%
PE（A 股）	38.6	21.4	17.5	15.6
PB	4.03	2.46	2.21	1.98
PE（H 股）	22.8	12.8	10.5	9.3

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9年工作经验，其中近2年投资研究经验。2011年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

新兴产业小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发7年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学学士。9年工作经验，其中近2年投资研究经验。2011年加盟东兴证券研究所，从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。