

日期: 2014年10月16日

行业: 电气设备



潘贻立
021-53519888*1909
Panyili@shzq.com

执业证书编号: S0870514060001

王昊
执业证书编号: S0870513070002

新能源设备成为公司未来增长点

■ 投资摘要:

风电复苏带来新订单增量, 新能源设备有望成公司未来增长点

国家发改委近期发布了关于近海风电上网电价政策的通知、《国家海上风电场发展计划(2014~2016)》及多项优惠政策, 预计批准的 14.65GW 产能将在未来两年开始建设, 推动对近海 3~6MW 的大型风机的需求。随着 2013 年风机招标均价从低点回升企稳, 以及与西门子的深入合作, 公司竞争优势不断加大。上半年风电新增订单约 46.46 亿元, 同比增长达 142%, 在手订单约 60 亿元。全年目标是实现 50 亿元以上的营业收入, 全年新增订单有望超过 80 亿元。

核岛、常规岛设备迎来新项目开闸, 构件市场占绝对优势

近期发改委已正式核定了沿海 4 个核电站新建项目的开工计划, 这标志着核电新项目重启正式开闸。上海电气作为核电设备市场领导者, 特别在核岛设备的控制棒驱动机构和堆内构件市场享有绝对优势, 目前市场份额仍超过 90%, 产能可达 10 套/年, 毛利率高达 45%~48%。公司今年上半年新增核电核岛设备订单 1,545 百万元, 在手核电订单涉及多个国内在建核电项目。预计 2013 年后签订核电新项目订单交付将从 2015 年下半年开始实现, 2015 年增幅约 50%, 2016 年实现全面反弹, 同期常规岛设备也将迎来快速增长。

盈利预测与投资建议

公司截至 2014 年 6 月 30 日在手订单情况: 高效清洁能源设备 115,623 百万元、现代服务业 99,253 百万元、新能源设备 23,256 百万元; 新增订单情况: 高效清洁能源设备 14,498 百万元、现代服务业 1,704 百万元、新能源设备 6,826 百万元, 其中风电 4,646 百万元、核电核岛设备 1,545 百万元。预计 2014-2016 年公司可分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 0.92%、10.33% 和 6.38%; 分别实现每股收益 0.19 元、0.21 元和 0.23 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 28.43、25.77 和 24.22 倍, 估值在合理范围。考虑公司的行业龙头地位及技术研发竞争优势, 给予公司未来 6 个月“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值:

项目 (单位: 百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	79,214.93	79,888.26	85,240.77	92,230.51
年增长率	2.77	0.85	6.70	8.20
归属于母公司的净利润	2,462.79	2,485.33	2,742.03	2,917.07
年增长率	-9.48	0.92	10.33	6.38
每股收益 (元)	0.19	0.19	0.21	0.23
PER (X)	29.68	29.41	26.66	25.06

数据来源: Wind 上海证券研究所 (对应股价为 2014-10-16 日收盘价)

基本数据 (2014H1)

报告日股价 (元)	5.70
12mth A 股价格区间 (元)	6.25/3.48
总股本 (百万股)	12,823.63
无限售 A 股/总股本	76.82%
流通市值 (百万元)	56,149.07
每股净资产 (元)	2.54
PBR (X)	2.24
DPS (Y2013, 元)	0.07

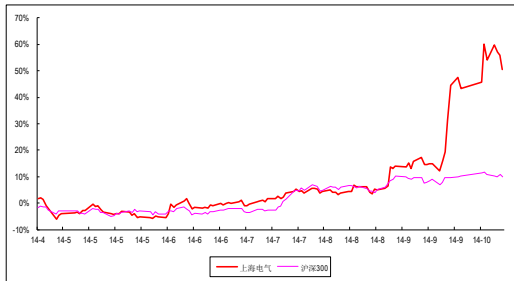
主要股东 (2014H1)

上海电气(集团)总公司	57.75%
香港中央结算(代理人)有限公司	23.13%
丰驰投资有限公司	7.10%
中能(集团)有限公司	3.82%
海润泰达控股有限公司	0.64%

收入结构 (2014H1)

高效清洁能源	34.15%
工业装备	34.99%
现代服务业	25.40%
新能源业务	8.59%
其他	3.49%
内部抵销	-6.61%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: PYL14-CR02

目录

一、公司概况	4
1.1 在转型中发展的综合型装备制造业龙头	4
1.2 公司核心产业稳健发展	4
1.3 历史沿革	4
1.4 实际控制人情况	5
1.5 公司近年来经营状况及业务结构	5
二、新能源设备：借力风电复苏和核电重启	8
2.1 新能源设备盈利能力大幅提升，有望成公司未来增长点 ..	8
2.2 借力风电装机市场复苏，行业基本面好转	8
2.3 风机业务竞争优势加大，订单实现有保证	8
2.4 核岛、常规岛设备领导者，受益新项目开闸	9
2.5 在控制棒驱动机构及堆内构件市场占绝对优势	10
三、高效清洁能源：火电节能减排提供新机遇	11
3.1 受下游需求低迷影响明显，收入毛利双双下滑	11
3.2 火电节能减排既是挑战也是机遇	12
3.3 收购有助燃气轮机技术大幅提升	14
四、工业装备：电梯业务稳中有进，工业机器人国内一流	15
4.1 收入稳步增长，盈利能力持续提升	15
4.2 受地产不振影响有限，维保业务有望放量	15
4.3 高端工业机器人领域具有核心竞争力	17
五、现代服务业：电站工程业务稳步推进，金融服务业异军突起 ..	18
5.1 收入增长放缓，盈利水平提升	18
5.2 国外电站工程业务蓬勃发展	19
5.3 金融服务与制造业务良性互动	19
六、盈利预测与投资建议	20
6.1 盈利预测与估值	20
6.2 给予未来6个月“谨慎增持”评级	20
七、附表	22

图

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图	5
图 2 增收易，增利难	6
图 3 毛利率基本保持平稳	7
图 4 管理费用率销售费用率小幅攀升	7
图 5 工业装备和高效清洁能源业务是收入的主要来源	7
图 6 各业务子板块齐头并进共同发展	7
图 7 高效清洁能源业务收入及增速	12
图 8 高效清洁能源业务毛利及毛利率	12
图 9 受宏观经济增长放缓影响，发电量增速下滑明显	12
图 10 火电发电量占比持续下滑	12
图 11 火电新增设备容量占比不断减小	13
图 12 火电投资完成额占比持续回落	13
图 13 工业装备业务收入及增速	15
图 14 工业装备业务毛利及毛利率	15
图 15 房地产开发投资增速下滑明显	16
图 16 地产销售萎靡	16
图 17 中国已经成为全球第一大机器人市场	17
图 18 工业机器人保有量仅相当于日本的四成	17
图 19 每万人机器人数量不足全球平均水平一半	17
图 20 现代服务业务收入及增速	18
图 21 现代服务业务毛利及毛利率	18

一、公司概况

1.1 在转型中发展的综合型装备制造业龙头

上海电气为中国最大的综合型装备制造业集团之一，旗下有电站、输配电、重工、轨道交通、机电一体化、机床、环保、电梯、印刷机械等多个产业集团，公司集工程设计、产品开发、设备制造、工程成套和技术服务为一体，并形成了设备总成套、工程总承包和为客户提供现代综合服务的核心竞争优势。主要产品长期居中国领先地位，并在国际市场上占有一定的份额。一些产品填补国内外空白，中国第一套 6000 千瓦火电机组、世界第一台双水内冷发电机、中国最大的 12000 吨水压机、世界第一台镜面磨床、中国第一套 30 万千瓦核电机组、中国第一根大型船用曲轴、中国第一套百万千瓦等级超超临界火电机组。

作为国内领先的装备制造企业，上海电气具有设备总成套、工程总承包和为客户提供现代综合服务的核心竞争优势，目前拥有工业装备、高效清洁能源、现代服务业和新能源四大板块。近年来虽然国内经济增速下滑，火电市场需求放缓，公司发展面临更加严峻的挑战。但是围绕创新发展为主题，坚持在“困难中转型，在转型中发展”，尽量弱化行业低迷带来的负面影响。

1.2 公司核心产业稳健发展

综合近几年的表现来看，公司业绩增长仍面临一定的瓶颈，增收难增利的现象仍比较明显。公司以创新发展为主题，坚持向技术高端化、结构轻型化转型，在转型中发展。公司 2014 年全年的经营目标是保持核心产业稳健发展，实现净利润同比稳步增长。未来伴随着政策放开和市场的回暖，新能源业务或将成为公司新的业绩增长点，而传统业务也有望继续稳步推进。

1.3 历史沿革

作为国内领先的装备制造集团，上海电气的前身可以追溯到中国最早的机器电气工业，1949 年后，上海主要的机器工业划归上海市重工业局管理，1995 年上海市机电工业管理局改制，并与上海电气(集团)总公司资产联合重组，合并后的集团命名为上海电气(集团)总公司。2004 年混合制改革后，组建了上海电气集团有限公司，并于当年整体变更为上海电气集团股份有限公司，2005 年在港交所上市，2008 年登陆上交所。经过多年发展，公司现在拥有工业装备、高效清洁能源、现代服务业和新能源四大板块，并形成了设备总成

套、工程总承包和为客户提供现代综合服务的核心竞争优势。

1.4 实际控制人情况

公司控股股东和实际控制人为上海电气（集团）总公司，合计持有公司 57.75% 的股份，为国有全资企业，被授权经营管理所属国有资产，其主管机关为上海市国有资产监督管理委员会。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



数据来源：Wind 上海证券研究所

公司早期的发起股东基本以战略持有形式为主，即使加入包括 2011 年公司非公开发行的全部股份数在内，流通股本都未超过 10 亿股，因此相对市场认知的 128 亿股的公司总股本，从某种角度来说，公司的实际流通盘规模较小。

1.5 公司近年来经营状况及业务结构

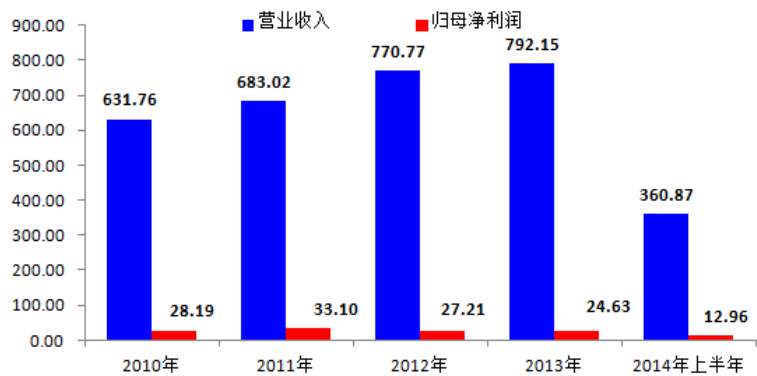
近年来，虽然国内经济增速下滑，火电市场需求放缓，公司发展面临更加严峻的挑战。2014 年上半年，全球经济增长的动力不足，电力市场需求仍处在下降的通道中，公司实现营业收入人民币 360.87 亿元，较上年同期下降 6.4%；归属于母公司股东的净利润为人民币 12.96 亿元，较上年同期下降 11.2%，占 2013 年度净利润的 52.62%；上半年财务费用较上年同期减少，主要因为报告期内汇率变动使得公司所属境内外子公司所持外币资产汇兑收益同比增加；经营活动产生现金净流出，而上年同期为现金净流入，主要因为电站、输配电业务下半年将陆续进入交货高峰期，相应采购备货支付

的现金较多；公司持续加大研发投入，年均投入约占营收 6%，同时不断加强技术储备。

公司业务的主要亏损点集中在上海重型机器厂的两大块业务：一是为公司的核电、火电生产设备提供自主生产大型铸锻件，另外是一些传统冶金和重型机械等，2012、2013 年的亏损规模都达到 10 个亿左右，对公司的营收产生了较大的影响。今年上半年总公司采取了一系列措施，已通过厂房返租形式解决一些银行贷款现金问题，预计今年的亏损额将有两位数比例的缩小。在设备回暖速度有限的情况下，预计公司 2014 年全年的经营情况和去年同比基本一致。

回顾近几年经营数据，可以发现，虽然面临不利的外部环境，但公司收入总体上仍保持增长态势，2011-2013 年分别实现同比 8.11%、12.85%和 2.77%的增长；而需求不振带来的市场竞争加剧，对公司的盈利能力还是造成了明显的负面影响，在 2011 年归母净利润达到 33.10 亿元的历史高点后，2012 年和 2013 年在收入继续增长的情况下，公司归母净利润不增反降，降幅分别达到 17.79%和 9.48%，增收不增利的现象比较明显。

图 2 增收易，增利难

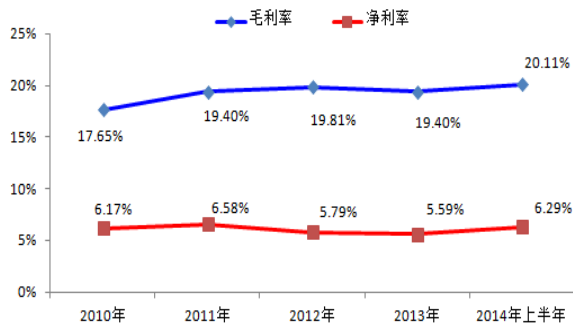


数据来源：Wind 上海证券研究所

一般来说，需求下滑、竞争加剧带来的直接影响就是产品价格的下降和费用水平的提升，侵蚀公司的获利空间。不过数据显示，公司近三年毛利率基本保持平稳，分别为 19.40%、19.81%和 19.40%，说明公司对生产成本的管控能力较强，依靠管理降本和技术降本，消化成本来对冲成本上涨因素和部分产品销售价格下降的冲击。但由于研发和人力成本的上升导致销售费用率和管理费用率的增长，从而带来了净利润率的下滑，2011-2013 年间，公司销售费用率和管理费用率分别从 2.90%和 8.30%增加到 3.74%和 9.17%，

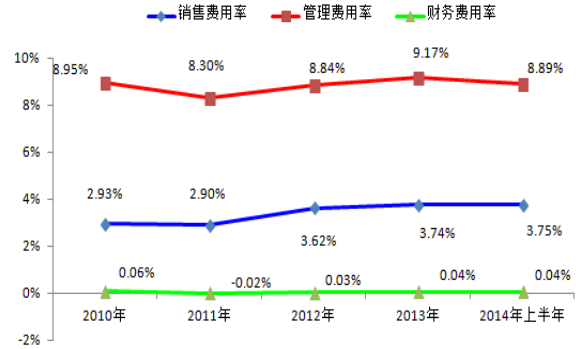
直接导致同期净利润率从 6.58% 下滑到 5.59%。

图 3 毛利率基本保持平稳



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 管理费用率销售费用率小幅攀升



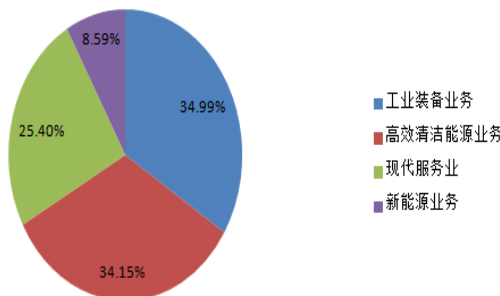
数据来源: Wind 上海证券研究所

从业务结构来看, 公司目前业务主要分为四大板块, 分别为新能源、高效清洁能源、工业装备和现代服务业, 2014 年上半年分别实现营收 31.00 亿元、123.24 亿元、126.25 亿元和 91.65 亿元, 占营业收入的比重分别达到 8.59%、34.15%、34.99%、和 25.40%。

工业装备和高效清洁能源两大传统业务仍是公司收入的主要来源, 合计贡献了总收入的近七成。

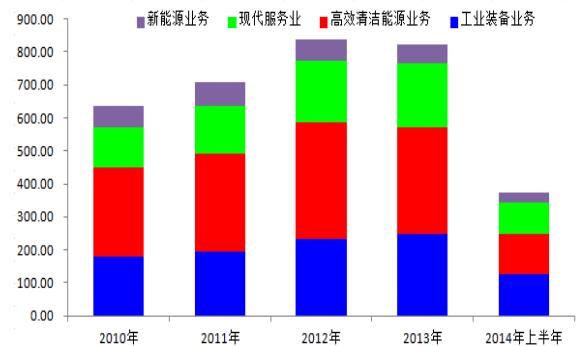
从细分板块来看, 近三年, 工业装备和现代服务业保持稳定增长的态势, 分别从 2010 年的 180.20 亿元和 124.18 亿元增加到 2013 年的 248.37 亿元和 191.75 亿元; 高效清洁能源业务收入受制于火电节能减排的影响, 在多年增长后, 2013 年首现负增长; 新能源业务在核电暂停审批和风电低迷的影响下, 2011 年实现 71.32 亿元营收之后, 2012 年和 2013 年连续负增长, 2013 年营收降为 58.24 亿元。

图 5 工业装备和高效清洁能源业务是收入的主要来源



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 各业务子板块齐头并进共同发展



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、新能源设备：借力风电复苏和核电重启

2.1 新能源设备盈利能力大幅提升,有望成公司未来增长点

2014年上半年,新能源设备板块实现营业收入人民币31亿元,较上年同期增长46.4%;板块毛利率为14.5%,比上年同期增加5.8个百分点;板块营业利润率比上年同期增加13.1个百分点至-1.2%。板块营业收入及盈利能力大幅提升的主要原因是风电产业的整体复苏,风机价格平稳上升,国内风电市场延续了去年下半年的回暖势头,订单大增,同时公司成本管控力度进一步增强,促使盈利能力提升。

2.2 借力风电装机市场复苏,行业基本面好转

风电的发展由于长期缺乏支持政策和上网电价的不确定而经历的一段时期的停滞。我国海上风电场累计装机容量截至2013年底仅为429MW(其中潮间带风电装机容量达到300.5MW,近海风电装机容量为128.1MW),新增容量39MW(全部为潮间带项目),发展进度远低于政府设定的2015年和2020年累计分别达到5GW(500万千瓦)和30GW的目标。总共批准的近海/潮间带风电装机容量为14.65GW。

国家发改委近期发布了关于近海风电上网电价政策的通知,2017年以前(不含2017年)投运的近海风电项目上网电价为每千瓦时0.85元(含税),潮间带风电项目上网电价为每千瓦时0.75元。此外,发改委还发布了《国家海上风电场发展计划(2014~2016)》,新批准产能约10GW,并推出多项优惠政策,预计批准的14.65GW产能将在未来两年开始建设,推动对近海3~6MW的大型风机的需求。根据国家能源局印发的《2014年能源工作指导意见》,提出了2014年有序发展风电并实现新增装机1800万千瓦的目标,并给予双重政策支持。虽然核准的“十二五”四批项目不一定要在2014年和2015年完成,运营商可根据实际情况来调整,甚至可能在‘十三五’期间再建设。但1800万千瓦的新增目标催生出600亿元左右的设备订单规模将是较为确定的。总体来看,国家继续推行风电发展的决心较为明确。

2.3 风机业务竞争优势加大,订单实现有保证

从市场竞争格局来看,随着市场对风机质量、稳定性和品牌提出了更高的要求,风机市场已从原来的200多家大中小生产企业洗牌缩小到只有20多家,从竞争格局上更加有序了。2013年,中国

风电新增装机容量排名前 20 的企业占据了国内 96% 的市场份额，上海电气目前的风机市场份额大约排在第六位。

公司的海上风机业务随着与西门子公司的深入合作，产品类型更趋丰富，并排除了设备产能上的限制；同时，相比东方电气在风机交货后 1 年才能确认收入，上海电气发货后即确认收入，竞争优势加大，预计上海电气未来将持续受益于风电装机市场容量的复苏。

2013 年上海电气的风机毛利率仅为 5%，远低于同行业公司（金风科技 19%、东方电气 15%，明阳风电 9%），主要是因为与西门子新成立的合资公司录得亏损，该合资公司进口昂贵的零部件制造高端风机。随着风机招标平均价格从 2011 年的历史低点 3600 元/千瓦逐渐回升到每千瓦 4200 元（2013 年同比增长约 7.5%），再加上及与西门子合资的风电合资企业将受海上风机市场景气度提升的推动，有些小额订单甚至达到了每千瓦 7800 元的高价。2014 年上半年板块毛利率逐步攀升至 12.2%（同比 2013 年上半年仅 6.1%），预计 2015 年将进一步提升至 14%，基本赶上同类公司的 15~20%。

随着风机价格企稳，且运营质量改善，公司的风机业务今年以来已开始好转。由于交货期较短，风机收入实现较快增长，同比去年上半年收入约 8 亿元，今年上半年实现 18 亿元，收入增长 105%；市场份额有望借助风电市场景气度而进一步提升至 8% 和 10%。订单情况也比较理想，今年上半年风电新增订单约 46.46 亿元，同比增长达 142%，在手订单约 60 亿元。全年目标是实现 50 亿元以上的营业收入，全年新增订单有望超过 80 亿元。

2.4 核岛、常规岛设备领导者，受益新项目开闸

近期发改委已正式核定了沿海 4 个核电站新建项目的开工计划，包括山东荣成石岛湾一期、辽宁葫芦岛徐大堡一期、广东陆丰一期和辽宁大连红沿河二期，预计分别将于 2017 年前后并网发电，这标志着核电新项目重启正式开闸，也是对于“年底前开工一批沿海核电项目”作为经济稳增长重要抓手的政策信号的落实。据了解，首批 4 个项目总装机量达 1,010 万千瓦规模，若以当前三代核电综合造价 16 元/瓦计算，总投资规模或达 1,600 亿元，若以设备造价占比 50% 核算，将给国内核电设备制造商带来至少 800 亿元的设备订单。

2014 年以来，有关核电发展的标准制定等政策密集出台，政府今年的工作报告中还提出要开工一批新的核电项目，并要求年内抓

紧启动东部沿海地区新的核电项目建设。2014年规划新增核电装机同比增长达300%以上，政府高层对核电建设速度已提出明确要求。随着核电重大项目重启，核电产业链也将被全面带动。按照规划，到2020年，国内核电新建项目规模将达3,600万千瓦，如以目前国内百万千瓦核电机组综合造价150亿元计算（在逐步实现国产化进程之初曾高达200亿元，后续造价将随着国产化比例不断加大而降低），预计到2020年，新增核电设备市场规模有望达到3,000亿元。在国内核电项目启动以及海外市场出口的推动下，无论长周期建设的主辅机还是核岛、常规岛零部件以及辅助系统的市场均将迎来设备扩容机遇。

核电站的施工周期通常为5年。根据以往经验，核岛与常规岛设备招标一般在“零点”前10个月开始陆续进行，核岛/常规岛设备交付一般在“零点”后6/24个月开始实现，交付周期一般持续两年。预计未来5年平均每年有望达到6-8台百万千瓦级沿海核电站机组的建设量。2016-2020年，年均核电设备出货量有望达到7GW（700万千瓦）左右。据了解，在核电站总投资中，设备投入占总投资比例约52%。对于第三代AP1000核电机组，设备投入约占总投资50%，其中核岛设备占比下降至28%，常规岛占11%，外围辅助设备占9%。

其次，新建和新批准的核电站都将以第三代核电技术为主，未来第三代AP1000的国产化目标也非常明确，预计三门和海阳在建四组AP1000核电机组的国产化比例有望从30%（第一组）逐步提升至55%（第二、三组）和70~80%（第四组）。公司已经从三门核电站和海阳核电站的订单成熟掌握了AP1000技术。

2.5 在控制棒驱动机构及堆内构件市场占绝对优势

上海电气是核电设备市场的领导者，目前主导常规岛设备市场（汽轮机和发电机）有东方电气、上海电气和哈尔滨电气，核岛设备市场则有更多供应商，尤其是稳压器和反应堆压力容器产品。公司在常规岛市场的份额占到30%；特别在核岛设备的控制棒驱动机构和堆内构件市场享有绝对优势，目前市场份额仍超过90%（新进的竞争对手东方、华都等暂未实现设备交付），产能可达10套/年；同时，控制棒驱动机构及堆内构件平均毛利率较高，约为45%~48%（其余设备约为20%~22%，上半年核电核岛平均毛利率为31.8%）。预计核岛设备的毛利率将维持上升趋势，常规岛的毛利率则维持在行业平均水平。

公司拥有目前国内最大的主泵试验站，技术研发实力国内超

前，预计年底完成试验，寄希望于成为国内最早实现核岛设备主泵进口替代的企业。为了更好的向服务延伸，公司重新单独组建了核电业务部门，团队总经理于早年开始从事国内核电事业，曾于中广核管理层任职三年，是中国核能行业协会专家委员会成员，这对上海电气的核电业务发展起到了积极影响。

随着国内核电市场开始逐渐恢复，大部分在建核电项目陆续恢复启动，新建核电项目也开始进入缓慢推动状态。配合“安全高效发展核电”的国家战略，公司积极推进核电设备国产化进程，并已成为国内堆型门类与成套供应齐全，装备及技术先进的专业化核电设备制造集团，综合实力在国内核电设备制造领域处于一流水平。

值得一提的是，公司目前仍将核电的常规岛部份收入计入高效清洁能源设备板块中，这是由于常规岛设备的生产组织方式和火电的气轮发电机相类似，公司并未单独成立子公司，而是利用现有火电生产线制造，因此公司的核电常规岛业务收入计入了高效清洁能源设备板块而并未纳入新能源业务的收入结构中。

公司今年上半年新增核电核岛设备订单 1,545 百万元，在手核电订单涉及多个国内在建核电项目，出口核电订单也有望进一步提升。公司目前收入的主要来源是新项目暂停审批之前签订的订单，预计 2013 年后签订核电新项目订单交付将从 2015 年下半年开始实现，2015 年增幅约 50%，2016 年实现全面反弹，同期常规岛设备也将迎来快速增长。

三、高效清洁能源：火电节能减排提供新机遇

3.1 受下游需求低迷影响明显，收入毛利双双下滑

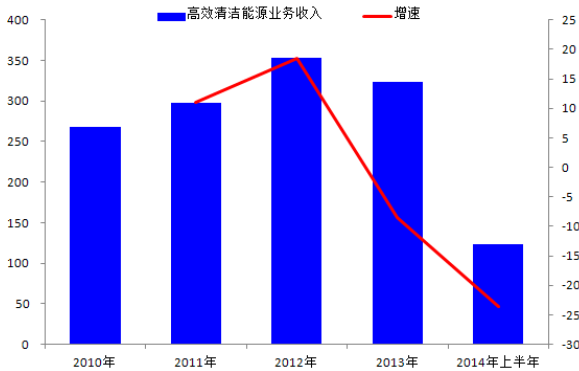
公司长期以来精耕细作火电设备业务，中国以燃煤为主的能源消费结构意味着火电设备制造仍然是发电设备制造业未来最主要的产品门类，发展大容量、高参数、节能环保的火电设备将成为未来产品升级的方向。公司的高效清洁能源板块产品主要包括火电设备以及向下游延伸的输配电产品。公司已正式启动了 1200MW 级火电机组的设计制造，这是目前全球最大容量火力发电机组，继续稳固上海电气在百万级超超临界火电市场的领先地位。

近三年一期，公司高效清洁能源板块分别实现营业收入 297.88 亿元、353.59 亿元、323.75 亿元和 123.24 亿元，同比增长 11.09%、18.40%、-8.44%和-23.50%，受下游行业低迷的影响，整体上呈现增速下滑的趋势；毛利下滑更快，增速分别为 37.54%、0.98%、-9.79%和-29.47%，这主要是受需求下降带来的价格下滑的影响，同期毛利

率从 2011 年的 23.74% 下滑到 2014 年上半年的 18.90%。

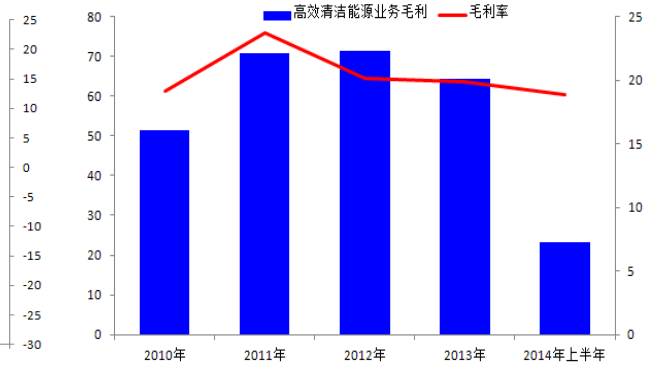
公司上半年的高效清洁能源设备板块实现营业收入人民币 123.24 亿元，较上年同期下降 23.5%；板块毛利率和营业利润率同比均有不同幅度下降，主要因为受宏观经济环境影响，电站设备产品需求减少价格下降，使得公司产品销售减少利润降低。考虑到市场竞争加剧，公司采取战略性的市场策略，放弃一些低价订单，从而导致上半年公司火电设备销售单价平均上升 5%；公司为客户提供整体方案以降低煤耗导致的运营成本上升等问题，在煤耗方面给予承诺，同时不断提升工艺水平，为巩固和新增大容量订单打下基础。

图 7 高效清洁能源业务收入及增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 高效清洁能源业务毛利及毛利率



数据来源: Wind 上海证券研究所

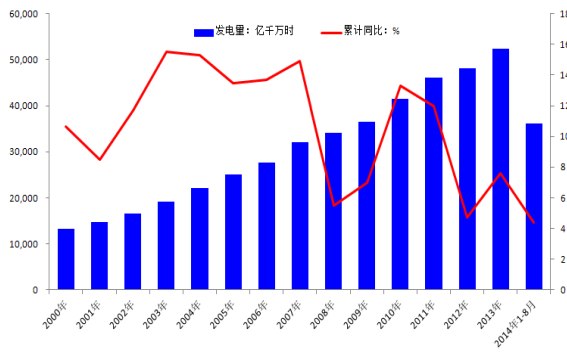
3.2 火电节能减排既是挑战也是机遇

近年来，受经济下行压力增大的影响，全社会发电量增速明显下滑，2014 年 1-8 月，全社会发电量达到 36,200 亿千瓦时，同比增长 4.40%。受新能源发电业务的快速发展，火电发电量虽然仍然在全社会发电量中占比最大，但是比重不断下滑，今年 1-8 月实现发电量 28,215 亿千瓦时，占全社会发电量的比重仅 77.94%，为历史新低。

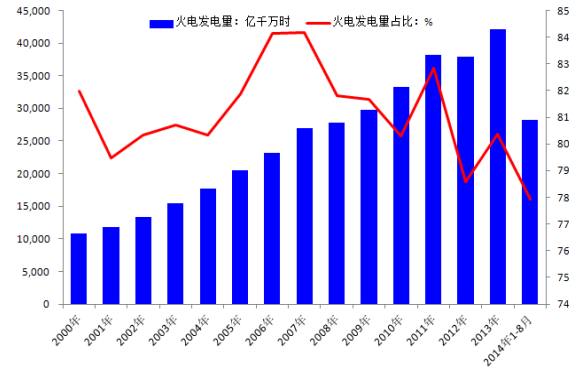
新增设备和投资完成额上看，火电比重也呈持续降低的态势：今年前 8 个月，火电新增设备容量 2,285 万千瓦，火电建设投资完成额 477 亿元，占比分别下降到 47.50% 和 27.70%，均为历史较低水平。如果按年化数据看，2013 年其新增设备容量和投资完成额占比分别仅 38.83% 和 24.97%，双双创下历史新低。

图 9 受宏观经济增长放缓影响，发电量增速下滑明显

图 10 火电发电量占比持续下滑

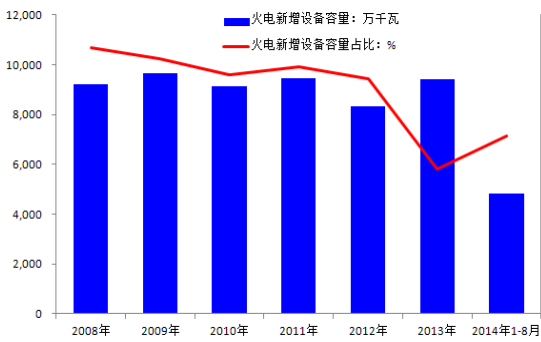


数据来源: Wind 上海证券研究所



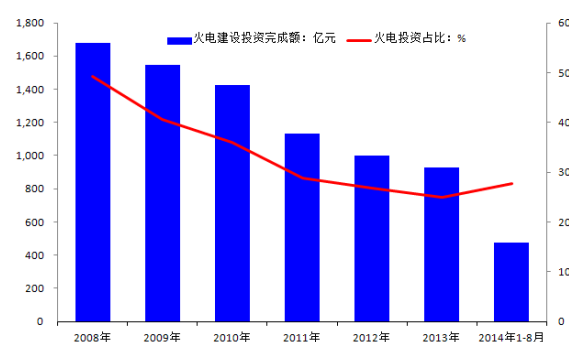
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 11 火电新增设备容量占比不断减小



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 12 火电投资完成额占比持续回落



数据来源: Wind 上海证券研究所

近年来，随着环境保护、节能减排、绿色低碳等理念的发展，我国电力行业积极主动的进行了电源结构的调整，政府出台了一系列政策鼓励风电、太阳能等清洁能源的发展；同时，火电行业自身经营状况的不佳也是其装机比重不断下滑的重要原因。

然而，在未来相当长的时间内，火电在国内发电领域的领头羊地位不会发生改变，这既是由国内煤炭消费占能源消费 66% 的能源结构决定的，也是火电自身的特点决定的。与火电相比，风电、太阳能发电的设备利用小时数较低，很难达到火电的一半，而利用小时数较高、运行稳定的核电其装机容量太小。

鉴于此，我们判断未来火电行业的发展以“升级”为主，而非“被替代”，10月9日，全国煤电节能减排升级与改造动员电视电话会议召开。国家能源局局长吴新雄表示，要进一步提升煤电高效清洁发展水平，努力打造煤电产业“升级版”。而为实现这一目标需要做到：1、严格控制能效、环保等新建机组准入条件，新建机组煤耗要低于 300 克/千瓦时，合理规划布局；2、坚决完成现役机组改造升级，加快淘汰能耗高、污染重的落后机组，重点对 30 万、

60 万千瓦亚临界、超临界机组实施综合节能改造，深入推进对环保不达标机组的环保设施改造与升级；3、切实优化调度运行管理，通过优化电力调度、机组运行和促进网源协调等措施，进一步提升高效清洁煤电机组负荷率和运行质量。

为满足未来电力市场需求，预计火电的年装机容量仍将稳定在 40GW（4000 万千瓦）左右，年增速可达 5%~6%。预计全行业年新获订单量在 55-60GW，其中新增量在 40GW 左右，更新改造市场规模在 15GW 左右，上海电气约占 30%的市场份额。公司截止 2014 年 6 月 30 日在手火电订单 869 亿元，交货期为 12~18 个月。尽管 2013 年招标均价大幅下降（10~40%），但由于上海电气 2013 年订单显著增长（同比增长 46%，东方电气则同比持平），预计上海电气 2015 年收入将分别同比小幅下降 1%左右。

我们认为公司凭借大容量、高参数、节能环保的火电设备产品仍有非常广阔的发展前景：公司依托优秀的产品质量，以较低的煤耗承诺获取客户的设备整体打包订单，同时积极进军环保压力较大的京津冀区域，抢占设备更换要求强烈的内蒙市场。此外，西电东送带来的坑口电厂也是公司积极拓展的新增市场。

3.3 收购有助燃气轮机技术大幅提升

在燃气轮机领域，今年 5 月，公司与意大利 Fondo Strategico Italiano S.p.A. (FSI) 签署股权转让协议，以 4 亿欧元的价格向 FSI 成功收购全球领先的燃气轮机生产企业 AEN 安萨尔多能源公司 40%的股权并将通过与安萨尔多在重型燃气轮机市场的通力合作，加快实现燃气轮机业务的国际化进程。

AEN 在意大利、荷兰、阿联酋、美国、印度等地拥有机构，是著名重型燃机厂商。在收购上述股权的同时，上海电气与 AEN 还达成多项战略合作，包括在重型燃气轮机的技术、制造、销售和服务等方面开展合作。基于该合作，上海电气和 AEN 将在中国成立两家合资公司（含研发中心）。

收购对象 AEN 是意大利最大的提供发电厂设备及相关部件建造和服务的运营商，同时也是该领域全球领先的生产服务商之一。AEN 拥有全球领先的燃气轮机制造业务，业务主要覆盖欧洲、北非、中东等地区。AEN 拥有燃气轮机领域的一系列专利和专有技术，能够生产 E 级、F 级重型燃气轮机。

燃气轮机一直是国内装备制造业的难点，技术要求非常高，目前国内企业都是通过合资企业或者技术引进的方式进行生产，主要

以加工为主，很多研发技术都没有掌握。此次收购完成后，将大大提升公司在燃气轮机方面的技术水平，有望在未来成为国内第一家具备燃机自主技术的企业。

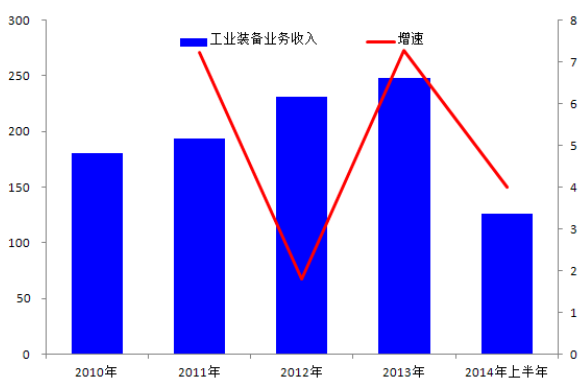
截止 2014 年 6 月 30 日公司在手燃机订单 72 亿元，主要以西门子机型为主，如年内 AEN 完成交割后，将加大公司的订单获取能力，特别是在产品出口方面，有望在市场中获取更大的份额。

四、工业装备：电梯业务稳中有进，工业机器人国内一流

4.1 收入稳步增长，盈利能力持续提升

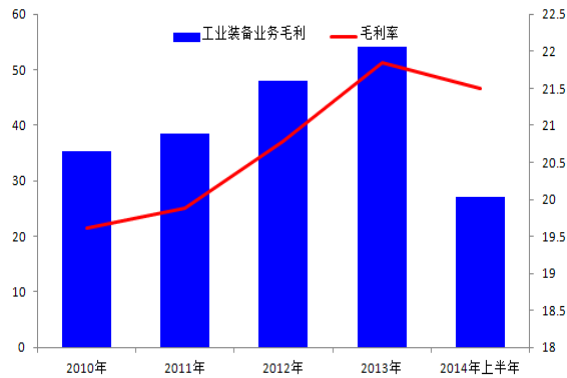
公司工业装备板块产品主要包括电梯、工业机器人、机床业务等。近三年一期，公司工业装备板块分别实现营业收入 193.26 亿元、231.54 亿元、248.37 亿元和 126.25 亿元，同比增长 7.24%、1.80%、7.27% 和 4.00%，虽有波动，但基本保持了稳步增长的态势；毛利增长更快，增速分别达到了 8.80%、25.15%、12.72% 和 8.11%，这主要是受益于公司加快了高端高速电梯产品的开发，带来毛利率从 2011 年的 19.89% 提高到 2014 年上半年的 21.50%。

图 13 工业装备业务收入及增速



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 14 工业装备业务毛利及毛利率



数据来源：Wind 上海证券研究所

4.2 受地产不振影响有限，维保业务有望放量

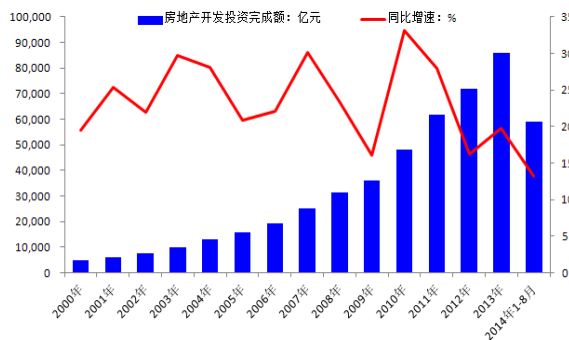
电梯业务下游主要是房地产行业，过去十年，中国的房地产行业迎来了黄金发展期，投资规模和销售规模均大幅增加，2013 年开发投资完成额和销售面积分别创下了历史新高的 8.60 万亿人民币和 13.06 亿平米。但在首次置业需求大规模消耗后，首改需求受二套房限贷政策影响较大，加上信贷政策收紧等因素，导致今年以来，

地产行业持续低迷，市场销售情况并不乐观。数据显示今年1-8月，房地产行业投资完成额和销售面积分别为 5.90 万亿元和 6.50 亿平米，同比涨幅 13.20%和-8.30%。

然而，从实际情况来看，下游需求低迷对公司电梯业务影响有限，主要原因有：1、由于国内的预售房制度，房地产销售下滑传导到电梯业务上有个时间差；2、公司加大和大型房地产商合作的比重，降低运行风险；3、拓展产品需求市场，更加重视公共设施建设市场，兼顾低端保障房市场；4、凭借技术优势，发展高端高速产品。

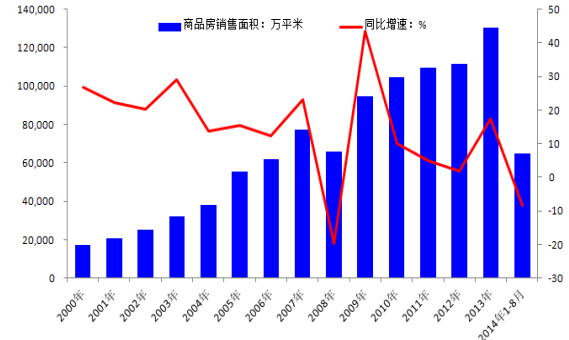
此外，公司电梯产品先收款后发货，有利于降低地产行业资金链吃紧带来的收款风险。

图 15 房地产开发投资增速下滑明显



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 16 地产销售萎靡



数据来源: Wind 上海证券研究所

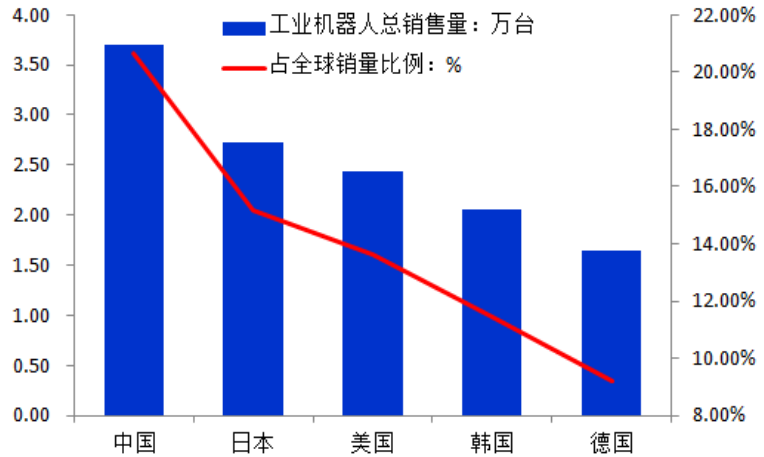
未来，国内房地产行业虽然难现过去十年的高增速，但是伴随着城镇化进场的不断推进，新建商住、商业、写字楼等以及公共设施对电梯的需求量仍然巨大，公司仍有望凭借技术和品牌优势，巩固行业的领头羊地位。

另一方面，随着旧电梯维护逐步由技术监督部门向厂商转移，旧电梯的维保业务和旧高层楼宇的电梯改造业务将成为新的业绩增长点，目前营收已经占到电梯业务整体营收的 16-20%，考虑到公司上海三菱电梯的市场占有量较大，覆盖低端保障房市场的同时，推出以满足不同用户的个性化需求为导向的电梯产品，并重点发展高端高速电梯产品。上半年三菱电梯收入及营业利润继续保持稳步增长，成功承接了上海中信泰富、苏州中心、重庆万汇中心等大订单项目，进一步巩固在行业内的领头羊地位，未来市场空间广阔，值得关注。

4.3 高端工业机器人领域具有核心竞争力

近几年,中国工业机器人的销售量保持了25%以上的增速,2013年中国市场共销售工业机器人37000台,总销售量超过日本,成为全球第一大机器人市场,占比超过全球销量的20%。

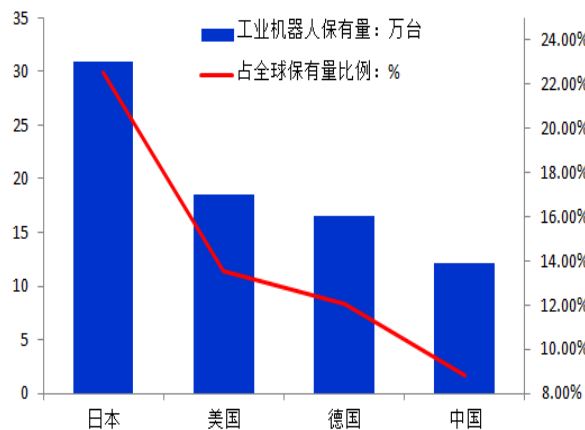
图 17 中国已经成为全球第一大机器人市场



数据来源: Wind 上海证券研究所

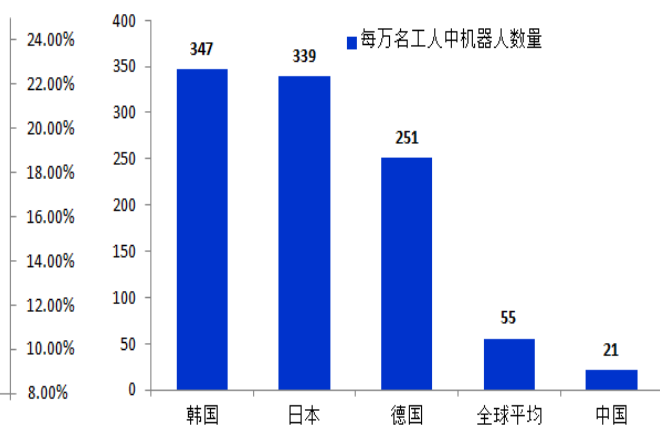
但是,总量较多不能掩盖我国工业机器人使用密度较低的事实,从保有量来看,2013年我国工业机器人保有量仅12.12万台,占全球保有量的8.83%,仅相当于保有量占到世界第一的日本的四成,差距明显,亦少于美国和德国。从每万名工人中机器人数量来看,我国仅有21台,远远落后于韩国的347台、日本的339台和德国的251台,甚至不到全球平均水平55台的一半,可见伴随着中国制造业升级的持续推进,工业机器人市场还有非常广阔的增长空间。

图 18 工业机器人保有量仅相当于日本的四成



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 19 每万人机器人数量不足全球平均水平一半



数据来源: Wind 上海证券研究所

工业机器人属于高端制造业，其门槛较高，需要长期培育，我国国产机器人虽然在部分关键技术取得了突破，但无论从控制水平还是可靠性来看与国外公司还是存在明显差距。数据显示，国内工业机器人的销售份额中，Fanuc, KUKA, ABB, 安川四大国际品牌占比超过 50%，而外资企业所占的总份额大约在 90%，中高端市场基本被外资机器人垄断。

上海电气和 Fanuc 于 1996 年设立合资公司，主要生产智能机器人和机器人，定位高端。日本 Fanuc 提供机器人本体，合资公司以研发为主，运营领域很多。2013 年实现销售 5200 台，实现销售额 20 个亿，实现净利润 3 个亿，毛利率超过 45%，2014 年上半年继续保持较快增长，实现净利润 2.4 个亿。考虑到国产机器人在减速机等核心部件上的技术劣势，我们认为外资和合资机器人还将在相当长的一段时间内占据国内中高端市场的大部分份额，公司机器人业务的仍有很大的发展潜力。

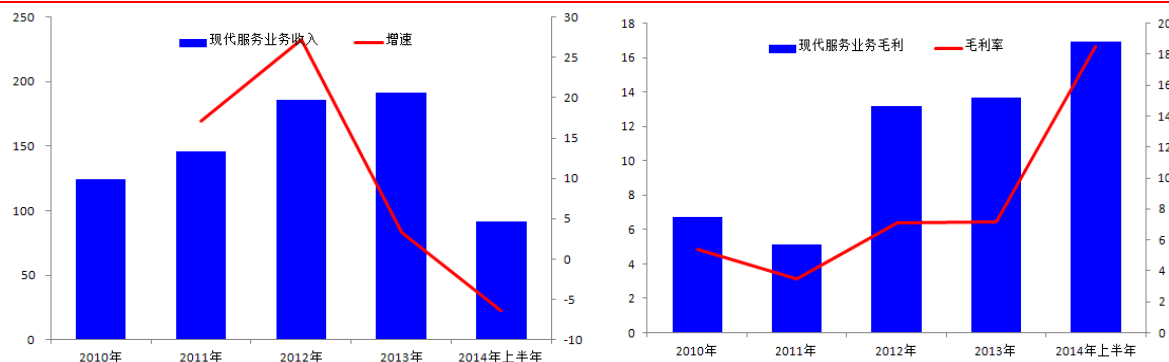
五、现代服务业：电站工程业务稳步推进, 金融服务业异军突起

5.1 收入增长放缓，盈利水平提升

公司现代服务板块产品主要包括电站工程、输配电成套和金融服务业务。近三年一期，公司现代服务板块分别实现营业收入 145.51 亿元、185.64 亿元、191.75 亿元和 91.65 亿元，同比增长 17.17%、27.20%、3.29% 和 -6.40%，受海外客户资金紧张的影响，整体上呈现增速下滑的趋势；但是盈利能力稳步增长，这主要得益于交付的电站工程总承包项目毛利率较高，即使不考虑今年上半年由于伊拉克项目计提费用冲回的影响导致的 18.5% 的高毛利率，仅 2011-2013 年间，毛利率也稳步从 3.15% 提升至 7.15%。目前新签项目的毛利率基本在 10% 左右。

图 20 现代服务业务收入及增速

图 21 现代服务业务毛利及毛利率



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 国外电站工程业务蓬勃发展

公司服务业务主要以电站工程业务为主,集中在海外,2013年新增订单129亿元,截至2014年6月30日在手订单965亿元,市场遍布印度、伊拉克、越南等国,公司在有拿单潜力的地区和国家都设立了办事处和分公司,产品报价低于西门子、GE等国际龙头企业,具有较强的竞争能力。

在当前全社会日益重视节能环保的环境下,公司也积极开拓机组改造和服务市场。公司的电站服务商业模式已转为提供解决方案,融节能、环保改造和安装为一体,实现改造服务总集成、总承包的商业模式。今年上半年,公司承接了嘉华三期1000MW超超临界火电机组新型回热系统抽汽改造项目;海外方面,公司与印尼国家电力公司下属子公司签订了长期服务协议,旨在为其共43家发电厂提供电站机组备品备件和其他服务。目前电站服务业在手订单27亿元,是去年的两倍,预计全年有望完成20亿元的销售收入,形成新的利润增长点。

5.3 金融服务与制造业务良性互动

在我国,租赁融资仍是一个新兴行业,规模远小于西方发达国家,但是增长迅速:2012年我国租赁市场的渗透率不超过6%,而发达国家在10%-30%之间,但是当年租赁业务的增长率达到41.67%。2013年行业仍保持高速增长,融资租赁公司超过了1000家,融资租赁合同余额突破2万亿元大关,达到21,000亿元,同比增长幅度为35.5%。

公司金融业务主要以融资租赁为主,采取“产融结合,以融促产”的商业模式,推进集团金融服务业和制造产业的良性互动,金融租赁业务已累计促进集团产品销售近50亿元。同时公司借助上

海自贸区发展机遇，今年在自贸区设立租赁子公司，有助于提升海外业务服务能力、创新商业模式。

作为国内首批成立的拥有厂商背景的融资租赁公司，上海电气租赁有限公司在电站设备、风电设备、节能环保、工程机械等行业建立起了专业化的经营平台，充分发挥产融结合、厂商租赁模式的战略优势。截至 2013 年末，公司已与遍布全国超过 5,965 家企业开展了融资租赁业务，为企业融资金额超过 120 亿元，成为装备制造行业产融结合的标志性企业。2013 年实现营收 15 亿元，毛利率超过 50%。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测与估值

公司截至 2014 年 6 月 30 日在手订单情况：高效清洁能源设备 1,156.23 亿元、现代服务业 992.53 亿元、新能源设备 232.56 亿元；新增订单情况：高效清洁能源设备 144.98 亿元、现代服务业 17.04 亿元、新能源设备 68.26 亿元，其中风电 46.46 亿元、核电核岛设备 15.45 亿元。

预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入同比增长 0.85%、6.70% 和 8.20%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 0.92%、10.33% 和 6.38%；分别实现每股收益 0.19 元、0.21 元和 0.23 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 29.41、26.66 和 25.06 倍。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	79,214.93	79,888.26	85,240.77	92,230.51
年增长率 (%)	2.77	0.85	6.70	8.20
归属于母公司所有者的净利润	2,462.79	2,485.33	2,742.03	2,917.07
年增长率 (%)	-9.48	0.92	10.33	6.38
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.19	0.19	0.21	0.23
PER (X)	29.68	29.41	26.66	25.06

数据来源：Wind 上海证券研究所 (对应股价为 2014-10-16 日收盘价)

6.2 给予未来 6 个月“谨慎增持”评级

公司 2013 年实现每股收益 0.19 元，预计 2014 年实现每股收益为 0.19 元，以 10 月 16 日收盘价 5.70 元计算，静态与动态 PE 分别为 29.68 倍和 29.41 倍，估值在合理范围。考虑公司的行业龙头地

位及技术研发竞争优势，给予公司未来6个月“谨慎增持”评级。

七、附表

附表 1 上海电气公司损益简表及预测 (单位:百万元人民币)

指标名称	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	79,214.93	79,888.26	85,240.77	92,230.51
二、营业总成本	75,773.90	76,069.60	81,353.79	88,024.80
营业成本	63,845.50	63,830.72	68,363.10	73,968.87
营业税金及附加	420.41	463.35	511.44	553.38
销售费用	2,961.37	3,123.63	3,324.39	3,596.99
管理费用	7,261.66	7,349.72	7,756.91	8,392.98
财务费用	27.75	23.97	34.10	36.89
资产减值损失	1,257.22	1,278.21	1,363.85	1,475.69
三、营业利润	4,311.78	4,722.93	4,836.46	5,202.67
营业外净受益	1,185.57	900.00	900.00	900.00
四、利润总额	5,497.35	5,622.93	5,736.46	6,102.67
减: 所得税	1,072.60	1,169.57	1,158.76	1,232.74
五、净利润	4,424.75	4,453.36	4,577.69	4,869.93
减: 少数股东损益	1,961.96	1,968.02	1,835.67	1,952.85
归属于母公司所有者的净利润	2,462.79	2,485.33	2,742.03	2,917.07
六、摊薄每股收益(元)	0.19	0.19	0.21	0.23

数据来源: Wind 上海证券研究所; 每股收益按股本12,823.63百万股摊薄

附表 2 上海电气历年财务指标

指标名称	2010年	2011年	2012年	2013年
销售毛利率(%)	17.65	19.40	19.81	19.40
EBIT/主营业务收入(%)	6.40	7.51	7.46	6.87
销售净利率(%)	6.17	6.58	5.79	5.59
净资产收益率(全面摊薄)(%)	11.40	11.77	9.10	7.85
流动比率	1.26	1.24	1.24	1.23
速动比率	0.93	0.93	0.93	0.96
资产负债率(%)	64.87	64.71	65.73	66.97
存货周转率	2.57	2.65	2.77	2.80
应收账款周转率	4.27	3.98	3.96	3.45
总资产周转率	0.67	0.67	0.68	0.64
净利润同比增长率(%)	12.72	17.40	-15.66	-9.48
每股收益(全面摊薄)	0.22	0.26	0.21	0.19
每股经营性现金流量	0.38	0.07	0.52	0.56
每股未分配利润	0.58	0.75	0.79	0.86
每股资本公积金	0.33	0.32	0.33	0.35

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 潘贻立 王昊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。