



上海電氣(601727.SH)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	持有 601727.SH 目標價：9.7RMB
H 股	持有 2727.HK 目標價：3.51HKD

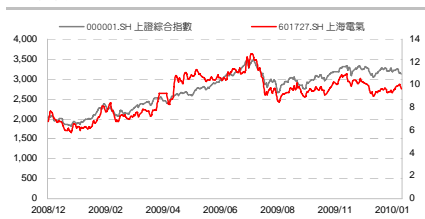
基本資料

股票信息	H 股	A 股
目前股價	3.45	8.9
股票代碼	2727	601727
日成交量	104500	8552200
52周最高價/最低價	4.27/1.83	12.83/6.25
發行股數(百萬股)	12508	12508
其中：流通股(百萬股)	9534.77	2972.91
第一大股東	上海電氣集團總公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
601727.SH	-1.42%	-6.44%	-4.05%	-6.44%
000001.SH	-9.06%	-9.06%	-3.14%	-9.06%

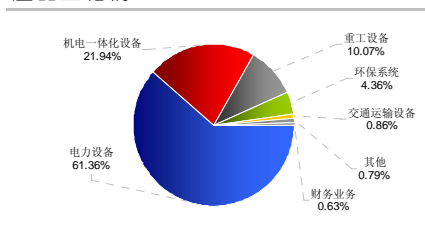
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

產品主結構



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：鍾璘陽 James Chung
電郵：linyangchung.sh@masterlink-cn.com

營收增速緩慢，但未來營收將回升

- **火電設備營收維持高位**：火電設備仍將維持在高位，主因是1) 國內關停小機組，以單機容量大、效率高、環保型的設備來代替，為火電設備帶來部分剛性需求；2) GDP未來3年成長估計將維持在8%以上，經濟成長對電量需求估計將持續增加；3) 公司訂單充足。
- **風電設備擴產，有望增加市占率**：隨著風電設備景氣大好，公司2009年在上海臨港新城規劃大型風電設備擴產，計畫在2009年增加200台2MW風電設備產能，在2010年再增加400台。上海電氣在2009年及2010年風電產能將達風電裝機量65萬千瓦及145萬千瓦，占未來政策規劃6.5%及14.5%。在毛利率方面，隨著內部調整以及國產化率提升下可望逐步向上。
- **核電設備擴大產能因應市場需求，2010年營收增長幅度達三成**：在公司核電設備2010年營收趨勢方面，核電設備未來向好，主因是1) 公司目前訂單充足，核島及常規島訂單在1H09已達114億及78億元；2) 核電技術實質壁壘，上海電氣核電市占率達46%，競爭者稀少；3) 公司正在積極擴產。估計2010年營收達25.74億元YoY+30%。
- **上海電氣整體營收呈微成長態勢**：整體來說，雖然公司風電設備及核電設備在2010年營收增長幅度較大，但由於其規模較小，對公司整體營收拉動有限。另一方面，公司的國內火電設備營收將明顯減少，但海外EPC營收的提升將有效緩解火電營收下降。公司2009營收成長緩慢，增速僅達2.79%，2010年成長幅度較大，達15.34%，營收達611.36億元及705.13億元。元富估計公司2009年及2010年EPS將達0.23元及0.24元，A股股價為8.9元，預計上漲幅度為8.99%，因此我們給予A股持有評級；H股股價為3.45元，預計上漲幅度為1.75%，因此我們給予H股持有評級。

主要財務分析

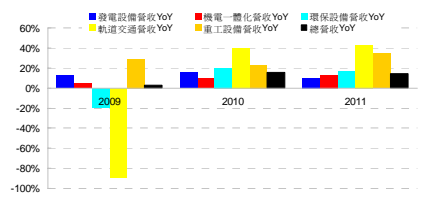
	2007	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
主營業務收入	56,097.84	59,479.79	61,136.81	70,513.20	72,650.54
年增率(%)	26.94%	6.03%	2.79%	15.34%	3.03%
主營業務利潤	3,408.28	3,178.32	3,436.82	3,434.33	3,747.36
年增率(%)	-13.22%	-6.75%	8.13%	-0.07%	9.11%
淨利潤	2,895.34	2,802.34	2,928.41	3,063.51	3,348.06
年增率(%)	-9.43%	-3.21%	4.50%	4.61%	9.29%
每股收益	0.00	0.22	0.23	0.24	0.27
市盈率(倍)	0.00	26.32	41.43	39.60	36.24
市淨率(倍)	0.00	2.60	4.08	3.80	3.54
股價/經營現金	0.00	(218.99)	(13.39)	(69.21)	46.73
ROA(%)	5.84%	4.65%	4.03%	3.91%	3.94%
ROE(%)	16.27%	13.64%	13.53%	13.25%	13.14%
現金股利率	N/A	1.44%	0.93%	0.93%	0.93%

資料來源：元富上海



公司2009年營收結構變化明顯

發電設備及重工設備增長快



資料來源：元富上海

2009 年營收結構有所變動

	2008	2009E	2010E	2011E
發電設備	56.90%	62.19%	62.31%	60.10%
機電一體化	21.88%	22.25%	21.10%	20.96%
環保設備	5.21%	4.06%	4.22%	4.32%
軌道交通	7.48%	0.81%	0.98%	1.23%
重工設備	8.54%	10.69%	11.39%	13.39%

資料來源：元富上海

公司合同額達歷來高位

累計訂單增加

累計訂單組成

火電	59%	1033.09
風電	1%	17.51
常規島	4%	70.04
其他	4%	70.04
EPC	32%	560.32
合計 (億元)		1751
1H09新增訂單		
火電	37%	123.21
風電	5%	16.65
常規島	5%	16.65
其他	6%	19.98
EPC	40%	133.2
合計 (億元)		333

資料來源：元富上海

火電設備營收維持高位

上海電氣營收來自於：發電設備、機電一體化、環保設備、軌道交通設備、重工設備，分別占2008年營收比重為56.9%、21.88%、5.21%、7.48%、及8.54%。上海電氣2009年營收結構有所變動。2009年電力設備及重工設備營收成長達12.62%及29.02%帶動其占營收比重分別提升至62.19%及10.69%，環保設備及軌道交通設備營收則降至19.64%及88.81%，故其營收比重下降至4.06%及0.81%。

公司各類發電設備新增訂單1H09年達333億元，其中火電新增訂單達123.21億元；風電新增訂單達16.65億元；常規島新增訂單達16.65億元，EPC新增訂單達133.2億元，分別占37%，5%，5%，及40%。各類發電設備累計訂單已達1,751億元，若以2009年預估營收611.37億元計算，公司合同充足率已達2.86倍，顯示公司未來兩年開發設備營收均可維持在2009年的水準。

上海電氣發電設備部分營收包括了傳統電力設備、EPC（海外電站工程總承包）、風電設備及輸變電設備。

展望2010年，火電設備營收將維持在高位，主因是1）目前國內電力市場供需基本趨向平衡，而國家將隨著目前對電力需求較緩的情況下，計畫優化火電結構，採取以大代小的措施：關停小機組，以單機容量大、效率高、環保型的設備來代替，政府計畫在2011年前關停累計3.1億千瓦小火電廠，這將對大機容量火電設備帶來一部分剛性需求；2）GDP未來3年成長估計將維持在8%以上，經濟成長對電量需求估計將持續增加。在國內火電設備市場內，上海電氣、東方電氣及哈爾濱動力各占傳統發電設備市場1/3，為市場三大巨頭，其生產大容量電氣設備為小企業不及。估計未來火電設備需求將為上海電氣、東方電氣及哈爾濱動力為滿足。對公司來說，上海電氣訂單充足，百萬千瓦火電發電機已達30座，使公司火電設備收入維持在100億元。2010年火電毛利率將微降至24%，原因是公司新增訂單以大容量機組且低毛利率為主。

在EPC方面，目前公司2009年海外合同簽訂仍維持2008年水準，維持在高位，然隨著海外經濟復甦，預估2010年新簽訂單將緩步增長。在營收方面，元富預估2009年及2010年營收將成長10%及20%，來自於1）EPC以火電設備為主，而火電設備建設週期達3-5年，公司目前建設專案為2007年至2008年高峰景氣時所簽訂，故數量仍在高位；2）新增訂單幅度大，預計2010年公司新開工數增加。在毛利率方面，由於EPC訂單以火電設備工程承包為主，火電設備的銷售金額大但毛利率低，預期2010年EPC毛利率呈現穩定。



風電設備擴產，有望增加市占率

1H2009 風電新增訂單組成

擴產計畫	2008	2009	2010	2011	2012
1.25MW	200	200	200	200	200
2MW (台)	0	200	600	800	800
3.6MW	0	0	0	30	180

資料來源：元富上海

在國家可在生能源中長期發展規劃中，國內2009年及2010年風電累計裝機容量將達500萬千瓦及3,000萬千瓦。而在2009年底，國內累計風電裝機容量已達2,129萬千瓦，遠遠超出政府規劃預期。國家新規劃有待提高及調整。從國內各個風電企業新擴充產能規劃來看，國內2010年及2011年累計風電裝機容量將分別達3,129萬千瓦及4,159萬千瓦。在風電新增裝機容量來看，國內新增裝機容量將達1,000萬千瓦及1,030萬千瓦。從公司的角度來看，目前上海電氣風電裝機年產能僅達250兆瓦，占全國風電產能1.76%。為了拓展公司風電設備營收，公司2009年在上海臨港新城規劃大型風電設備擴大產能，計畫增加200台2MW風電設備產能，2010年再增加400台，風電產能達風電裝機量65萬千瓦及145萬千瓦，公司產能占國內規劃新增風電裝機容量的6.5%及14.5%。國家把風電設備歸類為過剩產能行業及未來風電國產化保護政策可能取消的情況下，元富認為，兩項政策將不利於小型風電設備企業，但將有利於類似上海電氣等大型企業，故我們對於上海電氣未來風電設備發展持以樂觀態度。在毛利率方面，由於未達規模經濟且需要外來零部件較多，故目前毛利率低於其他風電企業；然未來隨著內部配套調整且國產化比例提升下，毛利率可望逐步向上。

公司輸變電營收在擴產後將增加

國內市場估計2009年500KV變壓器需求將達2.5億KVA，2010年需求將達2.7億KVA。而目前國內500KV級以上電力變壓器製造廠僅有9家，主要包括特變電工、西安電力機械製造公司、保定天威集團有限公司、常州東芝變壓器有限公司、重慶ABB變壓器有限公司等。公司考慮到未來發電設備將以大容量機組為主，因此公司計畫全面進入特高壓變壓器市場，以500KV變壓器為主。為因應未來市場需求，公司近年來與西門子、阿海珐成立數家聯營公司及擴大輸配電電力設備變壓器產能，並計畫在2010年提升公司產能至7萬MVA。元富估算，公司將在擴產完成後市占率可望提升至兩成，預估2010年輸配電設備營收為35.15億元，YoY+4.0%。

年均新增變壓器需求將維持高位

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
全部500KV	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
國網500KV	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21
電廠	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
220KV (億千伏安)	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69
220KV及以上合計	5.19	5.39	5.39	5.39	5.39	5.39	5.39

資料來源：元富上海

發電設備營收增長緩慢，毛利率微升

整體而言，元富預估上海電氣2009年發電設備營收將達382.92億元，YoY+12.62%，原因是風電設備及EPC營收增長代替了火電設備營收的減少。在2010年，隨著經濟的復甦及產能擴張，公司發電設備營收將達442.99億元，YoY+15.69%。在毛利率部分，上半年受到1) 1H09所使用的鋼材為2008年所購入的高價鋼材；2) 金融危機發生後，客戶要求推遲交貨且推遲



交貨的產品以低毛利率產品為主，導致1H09毛利率較2008年下滑。元富認為，隨著高價原材料庫存使用完畢及推遲交貨影響因素消失，公司電力設備毛利率將在第四季小幅向上達16.98%，在2010年上升至17.52%。

核電設備擴大產能因應市場需求，2010年營收增長幅度達三成

中國核電規劃在2010年及2020年達到核電設備總裝機量1,050萬千瓦及8,600萬千瓦。目前全國核電裝機容量達906萬千瓦，為了達到國家規劃目標，估計在2010年及2011年，年均增加核電裝機容量290萬千瓦，在2012年至2020年間，年均增加822萬千瓦裝機容量。在2010年至2020年之間，國家將投產76個100萬千瓦機組，總投資金額超過10,200億元，其中6,120億元將用於設備投資，按照國有化率七成來算，約有4,280億元為國內企業分享，年均投資額達420億元。目前我國在建核電設備11套，已批准但未建22套，未來隨國家政策力度支援下，核電設備市場規模持續擴大。

國內能提供核電設備企業較少，能提供全套設備的企業更少。國內核電市場企業主要以上海電氣、東方電氣及上廣核為主，競爭廠商稀少。為應市場需求，上海電氣將於2009年增資擴產核電設備產能，核電機組反應堆堆內構件及控制棒驅動機構產能及核島設備將2012年提升至原產能的2倍。

元富預估上海電氣核設備2009年營收將達19.8億元，YoY+80%，2010年達25.74億元，YoY+30%，主要動能來自於(1)公司目前訂單充足，核島及常規島累計訂單在1H09已達114億及78億元；(2)核電設備技術資質壁壘，上海電氣核電設備市占率達46%，競爭者稀少；(3)公司正在積極擴產，預計在2011年，公司將增加一倍產能。在毛利率方面，公司積極研發新技術，計畫增加核電國產化比率，預計核電設備毛利率將逐漸提升，從2009年的15%增加至2010年的16%。

機電一體化營收微增長

機電一體化部分分為機床及電梯。在電梯方面，電梯與房地產、民用住宅、機場、展覽館等公用設備較為相關。受到金融危機及經濟萎縮影響，中國整體電梯市場營收增速從2006年的25%增速下滑至2008年的13%。在2009年上半年，由於房地產市場投資額增速較低，估計電梯行業營收增速將下降至7%，但在2009年下半年市場營收成長估計將提升至13%，在2010年將回復15%的增長。

電梯部分營收將逐漸增長

國內前十三大電梯廠商市占率達80%，上海電氣子公司三菱電梯市場分額達17%，為市場龍頭。公司目前手上訂單較為充裕，在住宅商用地產開工率下滑情況下，公司與國家公用設施場館建設增加合作，以維持電梯設備營收水準。隨著未來房地產市場回暖，預計公司住宅營收也將上升。在2008年底實現電梯銷量3.2萬台，營收達75億元，YoY+18.11%。預計公司此部



分2009年及2010年營收增速將達6.24%及10.28%，考慮到(1)房地產投資將在2010年仍呈兩成增速成長(2)基礎建設對電梯需求增加(3)國家城市化將繼續快速發展。在毛利率方面，預計電梯設備毛利率將維持18.83%。

機床部分營收將逐漸擺脫負增長態勢

在2008年，機床工具行業產品銷售產值為3,348.3億元，YoY+26%，但在金融危機之後，2008年12月銷售產值僅305.3億元，增速僅為2.3%。在2009年前三季，中國機床市場持續維持負增長趨勢，但呈逐漸好轉狀態。在2010年估計中國將逐漸擺脫機床營收負增長態勢。上海電氣主要定位在技術含量較高的數控磨床。磨床銷量占全國金屬機床需求9.88%。國內磨床銷量八成由國外進口，僅兩成為自給，然上海電氣占國內自給磨床25%，占全國磨床銷量5%。元富認為，上海電氣機床2009年營收將較2008年為低，原因是(1)國家四萬億投入將無法全面拉動國家機床景氣(2)機床出口維持在低位。2010年，隨著國內景氣復甦，預計公司磨床銷售將增長18%，達34億元，毛利率將維持在19.09%。

公司整體營收呈微成長態勢

火電設備市場在過去數年的高度成長下，國內發電供應目前已趨平衡，因此未來數年國內對火電設備的需求將下滑。上海電氣為國家火電設備巨頭，國內火電設備營收受到影響較大。由於公司對海外業務EPC的開發，公司海外火電設備增長快速，使得公司海內外火電設備營收能夠維持在一定水準。

整體來說，雖然公司風電設備及核電設備在2010年營收增長幅度較大，但由於其規模較小，對公司整體營收拉動有限。另一方面，公司的國內火電設備營收將明顯減少，但海外EPC營收的提升將有效緩解火電營收下降。公司2009營收成長緩慢，增速僅達2.79%，2010年成長幅度較大，達15.34%，營收達611.36億元及705.13億元。元富估計公司2009年及2010年EPS將達0.23元及0.24元，A股股價為8.9元，預計上漲幅度為8.99%，因此我們給予A股持有評級；H股股價為3.45元，預計上漲幅度為1.75%，因此我們給予H股持有評級。



損益表

百萬元

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09(F)	1Q10(F)	2Q10(F)	3Q10(F)	4Q10(F)	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
營業收入	12,937	14,993	15,272	17,934	15,547	17,598	17,658	19,710	58,909	61,137	70,513	72,651
營業成本	10,783	12,493	12,726	14,949	12,870	14,625	14,625	16,380	48,379	50,951	58,501	60,086
營業毛利	2,154	2,500	2,547	2,985	2,676	2,973	3,033	3,330	10,530	10,186	12,012	12,565
營業費用	1,338	1,407	1,435	2,544	1,903	2,133	2,140	2,370	7,877	6,725	8,547	8,787
營業利潤	816	1,093	1,111	441	773	840	893	959	2,653	3,461	3,465	3,778
營業外收入	236	301	258	248	318	318	318	318	1,270	1,043	1,272	1,272
營業外支出	7	6	4	15	15	15	15	15	74	31	60	60
利潤總額	1,045	1,388	1,365	674	1,076	1,143	1,196	1,262	3,849	4,473	4,677	4,990
所得稅	164	103	92	61	97	104	107	115	397	420	423	451
少數股東損益	259	314	247	280	290	290	290	290	1,175	1,100	1,160	1,160
歸屬母公司淨利潤	610	971	1,014	333	675	749	783	857	2,802	2,928	3,064	3,348
每股收益	0.05	0.08	0.08	0.03	0.05	0.06	0.06	0.07	0.22	0.23	0.24	0.27
QoQ/YoY(%)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09(F)	1Q10(F)	2Q10(F)	3Q10(F)	4Q10(F)	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
營業收入	(11.78)	15.89	1.86	17.43	(13.31)	13.20	0.34	11.62	N/A	2.79	15.34	3.03
營業利潤	(8,174.37)	35.96	0.59	(59.84)	71.80	10.73	4.44	9.39	N/A	8.13	(0.07)	9.11
利潤總額	205.29	34.37	(2.52)	(50.16)	57.37	7.66	3.26	6.98	N/A	1.69	4.45	6.74
歸屬母公司淨利潤	19.79	59.11	4.46	(67.16)	102.61	10.96	4.52	9.56	N/A	4.50	4.61	9.29
各項比率	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09(F)	1Q10(F)	2Q10(F)	3Q10(F)	4Q10(F)	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
毛利率	16.65	16.67	16.67	16.65	17.21	16.89	17.18	16.89	17.87	16.66	17.04	17.30
營業利潤率	6.31	7.29	7.28	2.46	4.97	4.77	5.06	4.87	4.50	5.66	4.91	5.20
總利潤率	8.08	9.26	8.94	3.76	6.92	6.49	6.77	6.40	6.53	7.32	6.63	6.87
歸屬母公司淨利率	4.72	6.48	6.64	1.86	4.34	4.25	4.43	4.35	4.76	4.79	4.34	4.61

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元 現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	15,331	6,268	4,515	7,111	淨利潤	4,026	4,028	4,224	4,508
短期投資	92	60	70	75	折舊與攤銷	977	400	400	400
應收帳款	12,284	22,643	26,116	26,908	投資收入	(1,255)	(863)	(1,040)	(1,040)
存貨	21,751	33,967	39,001	40,057	營運資金變化	(1,320)	(12,568)	(5,342)	(1,277)
其他流動資產	14,082	16,740	15,840	15,840	其他	592	235	300	300
流動資產	63,539	79,679	85,542	89,991	來自營運之現金流量	3,020	(8,767)	(1,458)	2,891
長期投資	2,781	3,981	5,181	6,381	資本支出	3,472	1,300	1,300	1,300
固定資產	6,949	7,849	8,749	9,649	長投增減	2,536	600	600	600
其他資產	8,389	8,458	8,458	8,458	其他	(1,670)	(1,910)	(1,910)	(1,910)
總資產	81,658	99,966	107,929	114,478	來自投資之現金流量	(2,606)	(2,610)	(2,610)	(2,610)
短期借款	565	800	800	800	自由現金流量	414	(11,377)	(4,068)	281
應付帳款	12,026	22,153	25,435	26,124	借款增(減)	404	4,450	4,450	4,450
其他流動負債	38,085	39,940	38,252	37,459	現金股利支出	1,041	2,100	2,100	2,100
流動負債	50,676	62,893	64,487	64,383	其他	49	25	25	25
長期負債	1,537	5,782	10,027	14,272	來自融資之現金流量	(686)	2,325	2,325	2,325
其他長期負債	1,610	1,528	1,528	1,528	匯率調整	(58)	(10)	(10)	(10)
總負債	53,823	70,203	76,042	80,183	本期產生之現金流量	(330)	(9,062)	(1,753)	2,596
普通股股本	12,508	12,508	12,508	12,508	Ratio Analysis				
資本公積金	1,915	1,915	1,915	1,915	Year-end Dec. 31	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
累計留存收益	6,899	7,728	8,691	9,939	ROA(%)	4.65%	4.03%	3.91%	3.94%
少數股權	6,514	7,613	8,773	9,933	ROE(%)	13.64%	13.53%	13.25%	13.14%
股東權益	27,835	29,764	31,887	34,295	ROCE(%)	27.04%	22.02%	18.74%	16.83%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 30-50%	中性	行業符合行業指數	
區間買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 10-30%	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 10%內			
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 10%			