

研发部

首次评级： 谨慎推荐

邵明慧

SAC : S0690200010032

联系人:陈鹏

联系电话 : 010-68858137

Email:chenpeng@cnpsec.com

股票信息

当前股价 (元)	7.58
总股数 (百万股)	12823.6
流通股数 (百万股)	5098.6
日成交量 (百万股)	10.2
总市值 (亿元)	970.75

近期走势



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

制造业“航空母舰”稳步起航

——上海电气 (SH.601727) 公司研究报告

摘要:

- **扩股增发,公司全力拓展核电、风电业务:** 今年公司公开增发筹资约 21 亿元,除部分投入重型燃机技改项目外,其余全部投入核电和风电相关项目,受益我国新能源产业迅速发展,相关项目陆续投产将有利支撑公司电力设备和重工板块业绩
- **国内 IGCC 市场启动,利好公司相关业务:** IGCC 技术作为煤炭高效利用的一条有效途径发展前景广阔,公司在 IGCC 相关技术方面起步较早,技术优势突出,并顺利拿下国内第一个 IGCC 示范项目中几乎所有关键设备的供货权,随着国家在洁净煤方面政策相继出台,国内 IGCC 项目陆续上马,未来公司 IGCC 业务有望大幅增长
- **技术和地缘是公司风电业务亮点,业绩表现尚待时日:** 近年来国内风电市场竞争加剧,公司风电业务起步较晚,但受益于公司技术优势和公司在电力设备行业的龙头地位,公司风电业务发展较快,2009 年风电业务增速达 30%,随着我国海上风电发展速度加快,公司毗邻东海的地缘优势和在海上风电上的技术优势将得到有效发挥,目前公司受制于风电产能较小,短时间内还不能有效拉动公司业绩,但长期来看,未来公司风电业务的成长力不容小视
- **受益核电大发展,公司重工板块业绩有望迅速提升:** 受益于国家核电大发展战略,公司作为核电行业绝对的龙头公司其核电业务也迎来了一个难得的“春天”,公司不断加大在核电业务方面的投入,力图将自身在核电方面的行业优势和技术优势发挥到极致,公司目前产品覆盖几乎全部核电堆型,准三代核电站方面公司具备所有核岛主设备和常规岛重要设备的供货能力,依托公司重工板块技术和设备,在核电用大型铸锻件方面能够部分实现自给自足,这也使得公司在核电设备成本控制上具有一定的优势,随着部分核电订单进入结算期以及国内大批核电项目陆续开工,公司重工板块受益核电业务其业绩有望大幅提升
- **公司在电梯、印包机械行业保持领军地位:** 电梯和印包机械是公司机电一体化业务两个支柱,公司通过大力发展电梯后续维修、保养业务,将进一步提高电梯业务盈利水平,通过收购高斯国际基本奠定了公司在印包机械行业的龙头地位,顺利引进先进技术并打开国外市场,受益国家大力推进保障房建设以及国内印包机械更新换代,由电梯和印包机械支撑的机电一体化业务未来会有不俗的表现
- **预测与估值:** 预计公司 2010 年、2011 年每股收益为 0.2 元和 0.257 元,对应目前 A 股市盈率为 38.91 倍和 30.24 倍,对于 2010 年我们给予公司 45 倍市盈率,对应股价 9 元,给予谨慎推荐评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨影响公司毛利率,国家宏观经济政策变化

目 录

一、上海电气-我国制造业“航母”级企业	1
二、电站设备板块谋求新增长点	3
（一）高参数、大容量火电设备有力支撑传统火电业务	3
（二）受益新兴能源规划，IGCC 即将发力	5
（三）风电业务羽翼未丰，技术、地缘优势助力风电成长	6
（四）海外业务有力支撑公司业绩	8
（五）业绩预测	8
三、核电发力有力支撑公司重工板块	10
四、电梯、印包机械“两架马车”拉动公司机电一体化业务	13
五、与北车合作，交通运输板块业绩尚待观察	15
六、环保系统业务占比较小，有待进行结构调整	16
七、预测与估值	16
附录：预测财务报表明细	19
附录：上海电气（SH.601727）PE Band 与 PBBand	20
中邮证券投资评级标准：	21

图表目录

图表 1	上海电气主营业务及涉及产品	1
图表 2	公司营业收入 (2006-2009)	1
图表 3	公司毛利率 (2006-2009)	1
图表 4	2008 年总营业收入中公司各业务板块占比	2
图表 5	2009 年总营业收入中公司各业务板块占比	2
图表 6	公司各业务板块 2008 与 2009 年毛利率	2
图表 7	公司定向增发核电板块相关项目	3
图表 8	新增电力设备装机容量与 GDP 增速	3
图表 9	城镇居民用电与各行业用电增速	3
图表 10	国内主要电站汽轮发电机制造商市场占比	4
图表 11	国内主要电站汽轮机制造商市场占比	4
图表 12	国内主要锅炉制造商市场占比	4
图表 13	我国洁净煤技术框架	5
图表 14	IGCC 主要技术特点	5
图表 15	我国拟在建部分 IGCC 项目	6
图表 16	我国风电装机容量及并网率	6
图表 17	公司风电产能	7
图表 18	公司与主要风电设备制造商技术对比	7
图表 19	公司部分已建和在建工程	8
图表 20	公司电力设备板块营业收入及增速	9

图表 21	公司电力设备板块毛利率及增速	9
图表 22	电站设备相关增发项目	9
图表 23	公司电站设备板块业绩预测	10
图表 24	公司参与的核电项目	10
图表 25	公司重工板块主要设备	11
图表 26	公司具有生产能力的核电相关设备	11
图表 27	核电站主要组成部分成本占比	12
图表 28	核岛主要设备成本占比	12
图表 29	公司重工板块营业收入及增速	12
图表 30	公司重工板块毛利率及增速	12
图表 31	公司定向增发重工板块相关项目	12
图表 32	公司重工板块业绩预测	13
图表 33	固定资产投资中住宅子项投资额及增速	13
图表 34	固定资产投资中印刷业和记录媒介复制子项投资额及增速	14
图表 35	公司机电一体化板块营业收入及增速	14
图表 36	公司机电一体化板块毛利率及增速	14
图表 37	公司机电一体化板块业绩预测	15
图表 38	我国营运地铁总公里数（预测）	15
图表 39	各地区拟建地铁公里数占比	15
图表 40	公司轨道交通板块营业收入及增速	15
图表 41	公司轨道交通板块毛利率及增速	15

图表 42 公司交通设备板块业绩预测 16

图表 43 公司环保系统板块业绩预测 16

图表 44 公司个主营业务板块业绩预测 17

图表 45 公司财务和估值数据摘要 18

一、上海电气-我国制造业“航母”级企业

上海电气是国家大型制造业企业集团，其业务涉及火电设备、风电设备、核电设备、重工设备、机电一体化设备、轨道交通设备、环保设备等。

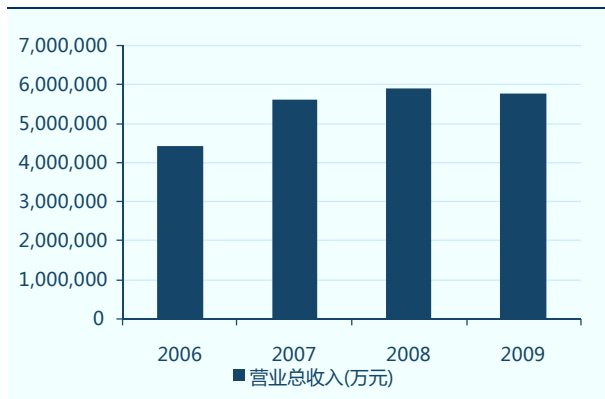
图表 1 上海电气主营业务及涉及产品

板块名称	主要产品
电力设备业务	电站锅炉、汽轮发电机、电站辅机、电动机、风电设备、断路器、接触器、继电保护
机电一体化设备业务	电梯、金属切削机床、印刷包装设备
重工设备业务	重型机械设备、核电核岛设备、大型船用曲轴、起重运输机械
交通设备业务	轨道车辆及关键部件、轨道交通站台屏蔽门系统、轨道交通综合监控系统、轨道交通机电设备集成工程
环保系统成套业务	环保工程及污水固废处理系统、电站脱硫脱销系统、太阳能电池及组件

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

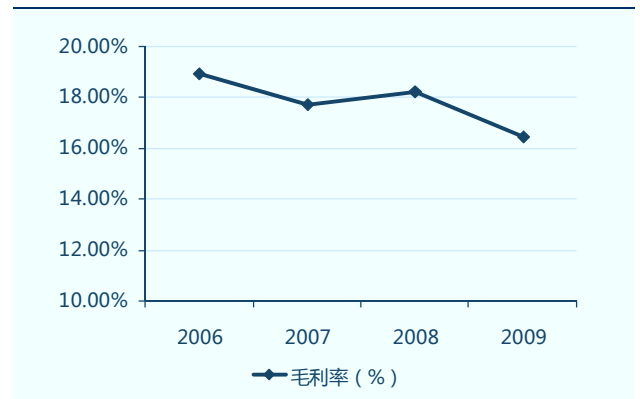
2009 年公司实现营业收入 577.9 亿元，毛利率 16.46%，实现净利润 33.31 亿元。2009 年公司营业收入和毛利率相对 2008 年有所下降，主要由于公司为了调整业务结构出售了柴油机业务，另外 2008 年原材料的高采购成本转移到了 2009 年。

图表 2 公司营业收入 (2006-2009)



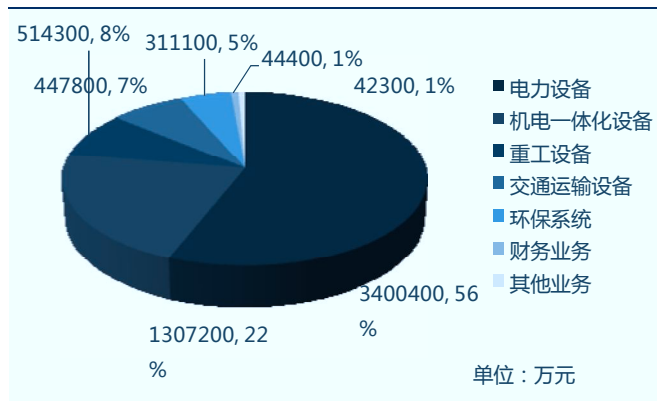
资料来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 3 公司毛利率 (2006-2009)

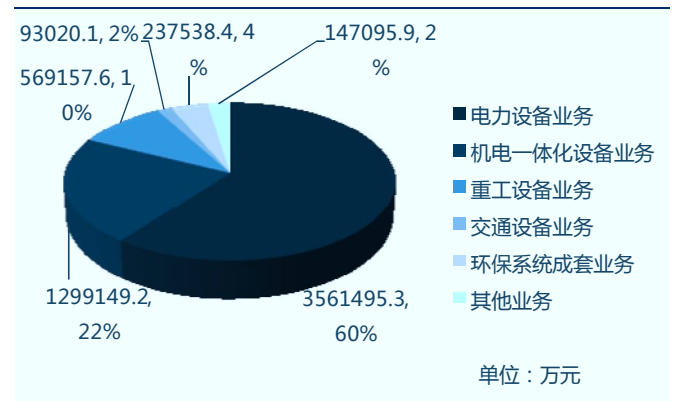


在公司业务中，电力设备和机电一体化设备是公司业务主要组成部分，在总营业收入中二者占比约为 80%。2009 年与 2008 年相比，公司电力设备占比进一步扩大，占比达到 60%，重工设备占比扩大，达到 10%，交通设备占比有所缩小，仅为 2%。

图表 4 2008 年总营业收入中公司各业务板块占比



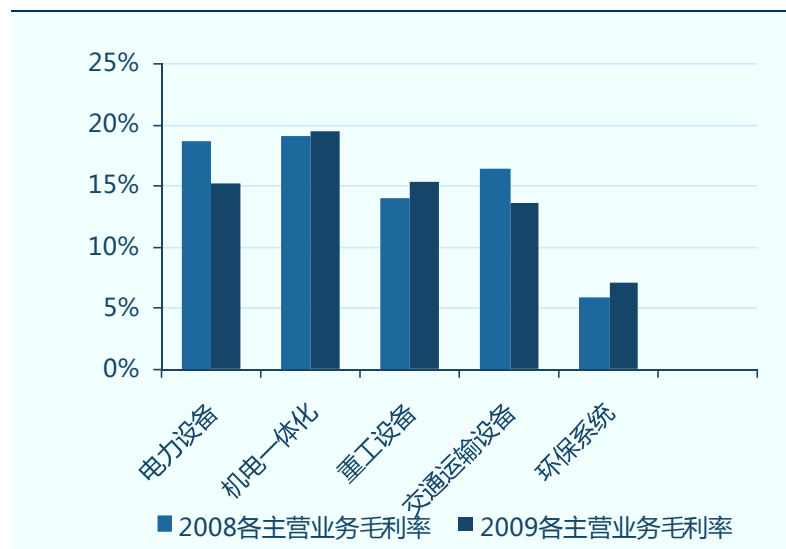
图表 5 2009 年总营业收入中公司各业务板块占比



资料来源：中邮证券研发部 公司公告

在毛利率方面，2009 年公司机电一体化业务、重工业务和环保系统业务毛利率相比 2008 年稳步上升，电力设备业务和交通运输设备业务毛利率有所下降。

图表 6 公司各业务板块 2008 年与 2009 年毛利率



资料来源：中邮证券研发部 公司公告

作为我国电力设备的主要制造商之一，公司主动调整战略结构突出优势业务。2010 年公司通过非公开增发，发行 300000 股，共募集资金约 21 亿元，用于核电、风电和火电相关项目投资。该增发也凸显出公司把握电力行业未来发展趋势，顺势而为调整公司战略重点的意图。

图表 7 公司定向增发相关项目

项目名称	预计总投资规模 (亿元)	拟用募集资金投入 (亿元)
百万千瓦级核电堆内构件及控制棒驱动机构扩能技术改造项目(二期)	3.7	3.7
450吨电渣炉技术改造项目	1.1	1.1
核电核岛主设备扩能(二期)技术改造项目	3.02	3.02
百万千瓦级核电汽轮机低压焊接转子技术改造项目	2.05	2.05
百万千瓦级核电套转技术改造项目	1	1
核电冷凝器重型装配厂房技术改造项目	0.6	0.6
风电临港基地建设项目	3.14	3.14
风机设计分析软件引进及培训项目	1.1	1.1
2MW和3.6MW风机研制项目	2.79	2.79
风电工程技术研究中心建设项目	0.5	0.5
大型数控精密磨床产品升级技术改造项目	1.5	1.5
重型燃气轮机扩大产能技改项目	5.54	5.54
定子整体真空压力浸渍(GVPI)绝缘处理技术改造项目	1.52	1.52
合计	27.56	27.56

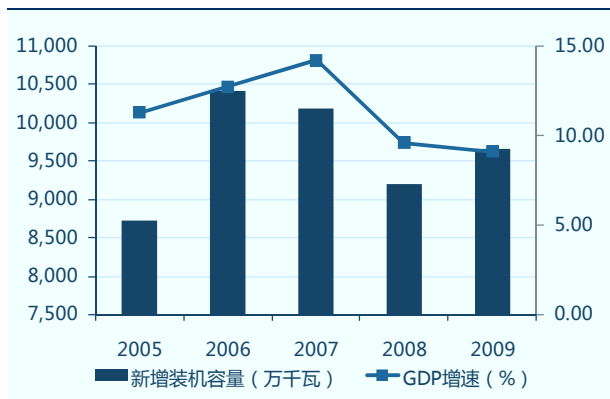
资料来源：中邮证券研发部 公司公告

二、电站设备板块谋求新增长点

(一) 高参数、大容量火电设备有力支撑传统火电业务

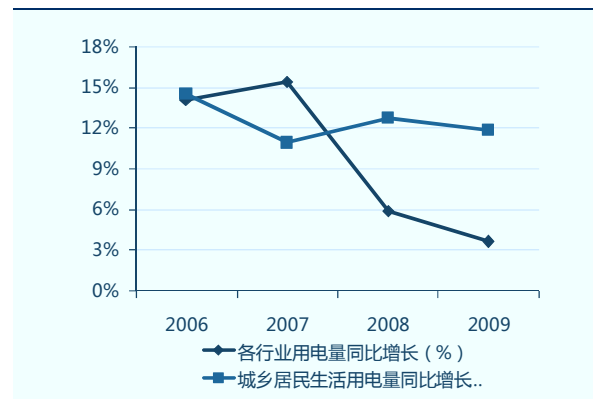
从历史数据来看，我国电力设备装机容量与我国 GDP 增速保持着密切的正相关关系。进入 2008 年受到国际金融危机影响，我国 GDP 增速一度放缓，随之电力供需的紧张状态有所缓解，电力生产设备上马速度也随之放缓，虽然未来我国经济发展前景仍未十分明朗，但考虑到我国政府执行关停小火电政策，加之居民用电随着我国居民生活水平不断提高稳步攀升，所以未来一段时间电力设备的发展仍将稳步推进。

图表 8 新增电力设备装机容量与 GDP 增速



数据来源：中邮证券研发部 Wind 资讯

图表 9 城镇居民用电与各行业用电增速

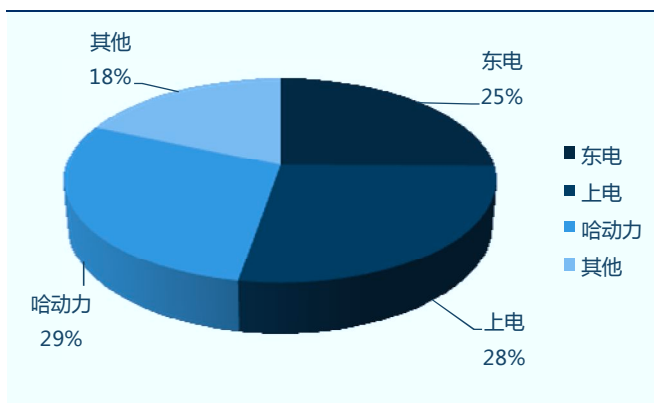


近年来，以核电、风电为主的新能源得到了长足的发展，市场也普遍对相关业务给予乐观预期，但不可能忽视的是各类新能源本身存在着不可回避的缺陷。例如风电、水电其年利

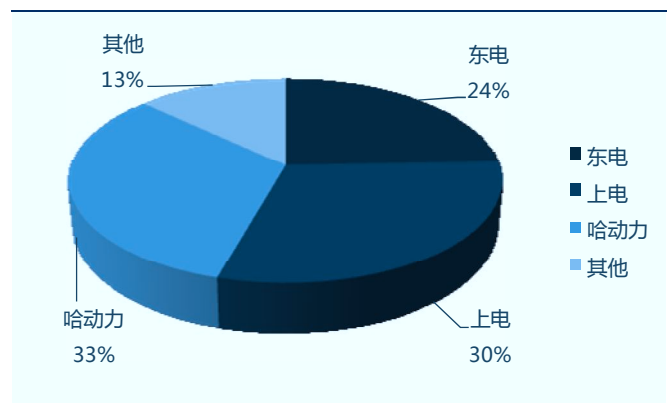
用小时数具有不确定性，光伏发电效率低、成本高，我国铀矿资源可开采量有限等。所以，虽然煤炭使用量在未来将有一定程度的下降，但在我国一次能源消费结构中煤炭在一定时期内仍将占据主导地位。

在传统火电站三大件汽轮机、发电机、电站锅炉方面，上海电气与哈动力和东方电气占据国内市场前三甲的位置。在电站汽轮发电机方面公司国内市场占比 28%，电站汽轮机方面公司国内市场占比 30%，仅次于哈尔滨动力。在锅炉方面由于国内锅炉市场较为分散，公司与东电、哈动力旗鼓相当各自分别占比 9%。从市场地位的延续性来看，电站重要设备制造行业具有技术集成程度高、开发难度大、工艺复杂、资金投入大、设备多为定制生产等特点，其他企业很难挑战公司在火电设备领域方面的市场地位。

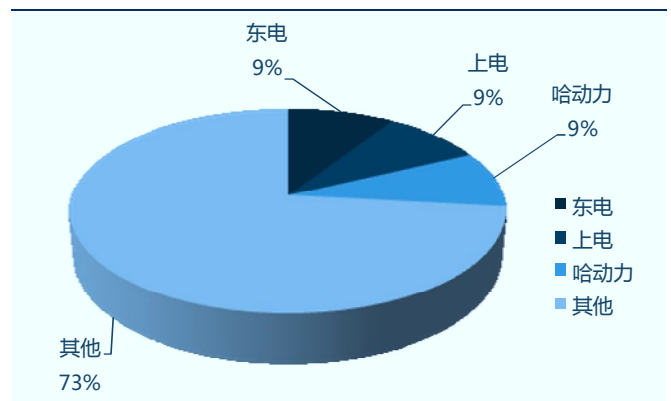
图表 10 国内主要电站汽轮发电机制造商市场占比



图表 11 国内主要电站汽轮机制造商市场占比



图表 12 国内主要锅炉制造商市场占比



资料来源：中邮证券研发部 公司公告

近年来在火电项目建设方面我国一直努力推行“上大压小”政策，高参数、大容量火电设备是我国火电设备未来发展的主要方向。凭借自身的技术优势，公司较早即涉足超临界和超超临界火电机组生产领域，2007 年公司引进技术本地化制造的第一台百万千瓦超超临界机组在上海外高桥第三发电场并网发电。超临界锅炉方面公司更是囊括印度规划中的 36 座超临界电站项目。2009 年国内首座 1200MW 超超临界火电站也已正式动工。超临界、超超临界火电设备已经逐渐成为公司火电设备业务的主力产品，随着生产制造技术不断成

熟和主要原材料国产化程度不断提高公司能够进一步控制成本提高产品毛利率，未来高参数、大容量火电设备将成为公司火电设备的支柱。

（二）受益新兴能源规划，IGCC 即将发力

我国是煤炭资源大国，已探明储量世界第三，虽然以风能、核能、太阳能为代表的新能源以其可再生、零排放等特点近年来的到迅速发展，但解决我国能源问题的关键仍要落脚于煤炭的合理、有效使用上。早在 1995 年我国政府就提出了《洁净煤技术“九五”计划和 2010 年发展纲要》，近期洁净煤技术不出所料的出现在了我国“新兴能源发展规划”中，由于洁净煤等技术的加入，该规划的名称也从“新能源发展规划”更改为“新兴能源发展规划”。

图表 13 我国洁净煤技术框架

领域	技术
煤炭加工领域	选煤技术、型煤技术
煤炭高效燃烧与先进发电技术领域	整体煤气化联合循环发电技术（IGCC）、增压流化床发电技术、循环流化床发电技术（PFBC）
煤炭转化领域	煤炭气化技术、煤炭液化技术、燃料电池联合利用技术
污染排放控制与废弃物处理领域	烟气净化、电厂粉煤灰综合利用、煤气层的开发利用、煤矸石和煤泥水的综合利用、工业锅炉以及窑炉技术

资料来源：中邮证券研发部《节能环保》

在与电力生产相关的洁净煤技术中，IGCC 以其效率高、燃料适应性好、环保、节水、技术继承性好等优点，备受市场关注。

图表 14 IGCC 主要技术特点

技术	耗水 Gallone/MWh	PM Lbs/MBtu	SO ₂ Lbs/MBtu	NO _x Lbs/MBtu	CO Lbs/MBtu	VOC Lbs/MBtu	热效率 %
超超临界	600-660	0.07	0.18	0.08	0.12	0.003	45%
CFB	570-625	0.07	0.18	0.08	0.12	0.003	-
IGCC	360-540	0.01	0.06	0.012	0.05	0.003	43-52%
NGCC	-	0.01	0.1	0.028	0.02	0.003	-

资料来源：中邮证券研发部《锅炉技术》

在 IGCC 业务上，公司走在了国内其他电力设备企业前边。以主要设备为例，在燃气轮机方面，2005 年起公司与西门子公司合作引进 IGCC 技术，西门子公司已陆续向公司转让了压气机、透平、燃烧室、控制元件制造技术，公司通过合作技术引进几乎拥有了燃气轮机全部核心技术，并将逐步实现燃气轮机国产化。在气化岛方面公司 2006 年与西安热工院合作开发国内自主技术的煤气化设备，目前已具备 250MW 级气化岛供货能力。

图表 15 我国拟在建部分 IGCC 项目

项目名称	投资额	容量	类型	进度
浙江半山 IGCC 发电示范工程	19.8 亿	200MW	发电	报批
华能绿色煤电天津 IGCC 电站工程 (一期)	22 亿	250MW	发电	已开工
华能绿色煤电天津 IGCC 电站工程 (二期)	52 亿	400MW	发电	-
东莞电化太阳洲 IGCC 工程	60 亿	4×200MW	发电	报批
内蒙古 IGCC 煤电化多联产 (一期)	160 亿	-	多联产	报批
中电投廊坊 IGCC 热电厂工程	70 亿	2×400MW	热电	-
液相甲醇配套 IGCC 电厂项目	13.7 亿	120MW, 甲醇 150 万吨/年	多联产	-
大唐深圳 IGCC 项目	104.7	25 亿 kWh, 甲醇 106 万吨/年, 醋酸 20 万吨/年	多联产	环评
大唐沈阳 IGCC 项目	180 亿	4×400MW, 甲醇, 蒸汽	多联产	

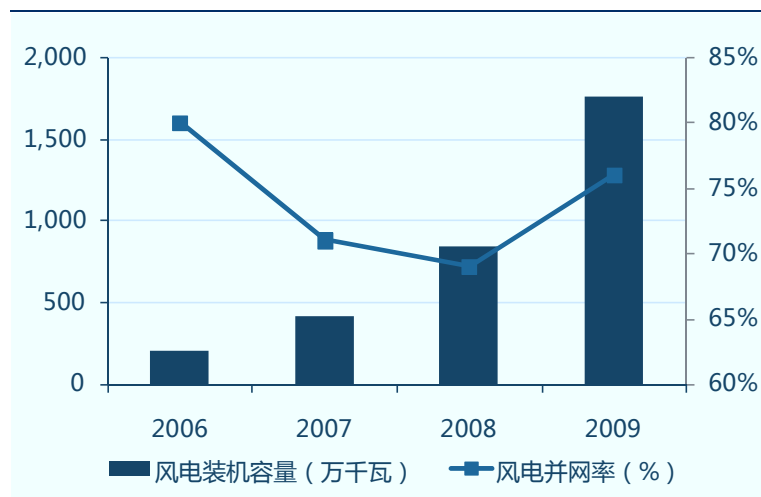
资料来源：中邮证券研发部 公开数据

我国首座 IGCC 示范电站，坐落于天津滨海新区的华能“绿色煤电”项目 2009 年正式开工建设，计划建设一期 1×250MW 级，二期 2×250MW 级。公司获得了该项目一期气化炉、燃机、汽轮机、发电机等核心设备的供货合同，至此公司在技术上和实践上将竞争对手甩在身后，基本奠定了公司在我国洁净煤电领域的领先地位。

(三) 风电业务羽翼未丰，技术、地缘优势助力风电成长

自 2006 年起我国风电行业进入迅速扩张阶段，总装机容量成倍增长，伴随着风电装机容量大幅增长，风电上网难等问题也逐渐凸现出来，加之风电设备制造技术门槛较低，国内涌现出大批风电设备制造厂商。今年以来关于我国风电产能是否过剩，风电是否能继续前些年的辉煌一直是市场上讨论的热点话题。

图表 16 我国风电装机容量及并网率

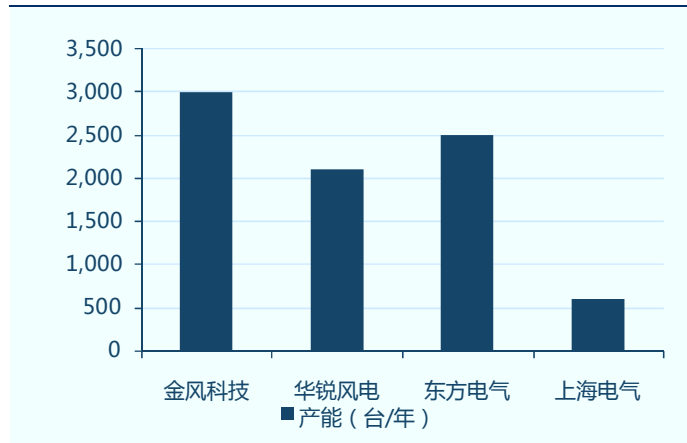


资料来源：中邮证券研发部 CEIC

2008 年-2009 年，在我国风电装机容量增速并未放缓的情况下，我国风电并网率走出了企稳回升的态势，随着我国电网配套建设进一步推进，风电并网难将不再是困扰风电发展的

主要障碍。市场需求方面，在西部大开发中政府大力推进西部风电场建设，风电市场需求并不会放缓，但一些质量较差的风电设备生产商极有可能被淘汰出局。

图表 17 公司风电产能



资料来源：中邮证券研发部 公司公告

公司作为电力设备行业的龙头，在风电业务方面似乎起步晚了一些。从产能上来看公司风机产能也仅有“风电三巨头”中华锐风电的四分之一左右。但从技术角度来看，相比其他企业，公司的风电业务则更具有前瞻性优势。

图表 18 公司与主要风电设备制造商技术对比

公司	公司风电业务特点
上海电气	公司引进 Dewind 公司技术生产 1.25MW 双馈式风机，并采用与 Areodyn 联合设计的方式生产 2MW 双馈风机 公司 3.6MW 双馈式大型海上风机于今年 7 月 1 号正式下线 公司毗邻我国海上风电储量丰富的地区，具有一定的地域优势 SL3000 系列 3MW 双馈风机，拥有自主知识产权，拥有多项全球首创专利技术，环境适应能力强，中标上海东海大桥 10 万千瓦海上风电项目
华锐风电	SL1500 系列 1.5MW 双馈风机，环境适应能力强，公司自主开发 5MW 海上风电机组正在研制过程中，预计 2010 年年底下线 公司在盐城拥有一个运装基地 拥有“国家能源海上风电技术装备研发中心” 以 1.5MW 双馈风机为主要产品，在 1.0MW 和 2.5MW 双馈机型和 1.5MW 直驱机型方面公司拥有自主知识产权
东方电气	公司与 Moventas 合作研制 3MW 半直驱风机正在进行中，该机型为东电未来在海上风电领域主打机型 考虑东电集团拥有的相关公司，东电零部件资产率将不断提高，叶片未来可能达到 50%，电控设备达到 60% 公司为风电整体解决方案提供商 生产基地覆盖国内主要风电资源区
金风科技	公司主导产品为直驱永磁全功率整流风机，该技术效率高、可靠性高、后期运行维修成本低、并网性能好 公司拥有自主知识产权的 2.5MW 直驱永磁风机和 3.0MW 半直驱风机已成功并网运行 公司目前正致力于 5.0MW 风机开发

资料来源：中邮证券研发部

面对风电设备市场竞争激烈、公司风电业务较小等不利因素，公司及时抓住海上风电开发的契机充分利用自身濒海的地域优势，着重开发海上风电使用的大容量海上风机，公司风电业务 2009 年顺利实现了 30% 的增长。公司 2MW 海上风机在江苏响水顺利实现安装并网，并网运行以来可利用率达 98%。7 月份公司自主研发的 3.6MW 海上风电机组顺利下线。公司风电业务在技术上已经具备了支撑其业务大踏步前进的基础，辅以公司在电力设备行业的龙头地位，公司风电业务有望快速发展。

（四）海外业务有力支撑公司业绩

根据麦克劳希尔公司发布的 ENR 全球国际承包商排名，2009 年公司排名从 2008 年的 148 位一跃升至第 83 位。在众多优秀产品的支持下，公司海外战略也一直走在同行业前列。2009 年末公司 EPC 在手订单约 600 亿元，其中海外订单占比超过 80%。2009 年公司实现国内首批兆瓦级风电设备出口。公司火电设备出口稳步推进，2009 年承接非洲博茨瓦纳 2×660MW 火电工程，该项目为迄今公司海外承接的最大订单，总金额达 19.56 亿美元。

图表 19 公司部分已建和在建工程

	项目名称
在建工程	越南广宁电厂一、二期 4×300MW 火电机组
	印度雅慕娜电厂 2×300MW 火电机组
	印度罗莎电厂 2×300MW 火电机组
	印度金达电厂 2×300MW 火电机组
	印度瑞吉电厂 4×300MW 火电机组
	印尼公主港电厂 3×350MW 火电机组
	山西柳林电厂 2×600MW 亚临界火电机组
	山西兆光电厂 2×600MW 超临界火电机组
	山西平朔电厂 2×300MW 火电机组
	山西瑞光电厂 2×300MW 火电机组
	广东阳西电厂 2×600MW 超临界火电机组
	巴基斯坦木扎法戈电厂 320MW 火电机组
	伊朗萨汉德电厂 2×325MW 火电机组
	印度玛尔珂电厂 3×25MW 火电机组
	孟加拉巴拉普库利亚电厂 2×125MW 火电机组
已建成工程	泰国东帝士电厂 55MW 火电机组
	印度尼西亚束壁电厂 6MW 火电机组
	重庆爱溪电厂 50MW 流化床锅炉火电机组
	安徽安庆电厂 2×300MW 火电机组
	上海吴泾电厂六期 2×300MW 火电机组
	湖北蒲圻电厂 2×300MW 火电机组
	上海燃机电厂 3×400MW F 级燃气轮机联合循环机组
	郑州燃机电厂 2×400MW F 级燃气轮机联合循环机组

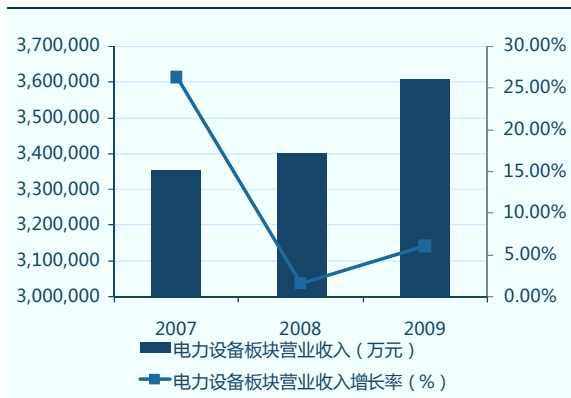
资料来源：中邮证券研发部

（五）业绩预测

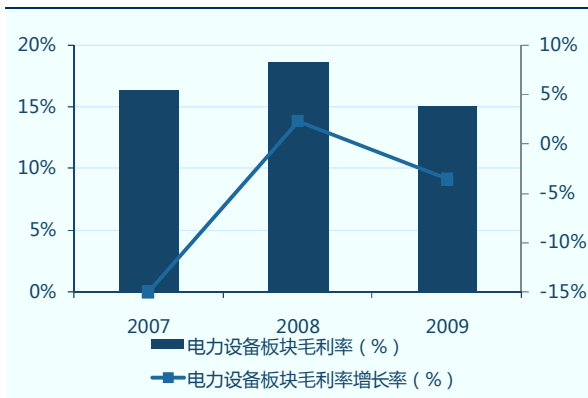
作为我国传统的电力设备龙头企业，公司电力设备板块营业收入在公司总业务收入中占比最大，其业务主要覆盖火电电站锅炉、核电站与火电站用汽轮机及发电机、核电站与火电

站用电站辅机、燃气轮机、电动机、风电设备等。近年来公司电力设备板块收入一直保持逐年增加的态势，虽然 2008 年受经济大环境的影响增速有所放缓，但 2009 年电力设备营业收入增长率企稳回升，考虑到我国电力设备行业的垄断程度以及我国电力设备仍待进一步发展的现状，未来公司电力设备营业收入仍将稳步上升。

图表 20 公司电力设备板块营业收入及增速



图表 21 公司电力设备板块毛利率及增速



资料来源：中邮证券研发部 公司公告

公司 2009 年电力设备板块毛利率出现下滑，主要由于公司电力机组生产周期长，2009 年销售的产品其原材料多在原材料价格高企的 2008 年采购，另外在国家“上大压小”的政策压力下公司 2009 年电力设备销售中高参数、大容量机组销售占比上升，这部分产品毛利率较低直接压低了电力设备板块整体的毛利润率。

图表 22 电站设备相关增发项目

项目名称	项目描述
重型燃气轮机扩大产能技改项目	达纲后年产重型燃气轮机 20 台
定子整体真空压力浸渍 (GVPI) 绝缘处理技术改造项目	项目达纲后年 GVPI 装备加工量为 1300 万千瓦
风机设计分析软件引进及培训项目	引进 Aerodyn 公司风机设计分析软件，打造一支 50 人的风机研发团队，提高自主开发风电机组的能力
2MW 和 3.6MW 风机研制项目	研制近海、防盐雾型 2MW 风机，3.6MW 海上风机核心部件的工艺制造技术、样机的研制及通过认证，为年产 800 台 2MW 风机和 3.6MW 海上风机奠定技术基础
风电工程技术研究中心建设项目	开展多电机技术前瞻性研究、远程监控 (SCADA) 系统开发、海上风机维护研究及海上风电电力传输研究等研究工作
百万千瓦级核电汽轮机低压焊接转子技术改造项目	项目达纲后新增产能：1000MW 级核电汽轮机低压焊接转子 5 根/年
百万千瓦级核电套转转子技术改造项目	项目达纲后新增产能：1000MW 级核电汽轮机低压套转转子 5 根/年
核电冷凝器重型装配厂房技术改造项目	项目达纲后新增产能：凝汽器 3 套/年、除氧器 4 套/年、安注箱 4 套/年、汽水分离再热器 3 套/年、核电柴油罐 6 套/年、设备闸门 2 套/年

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

在公司今年进行的增发中，涉及电站设备板块的项目共有 8 个，涉及汽轮机和汽轮发电机技术改造、重型燃机产能扩张、风电研发实力提升、核电常规岛设备技术改造。把电站设备板块做大做强，成为公司下一步的战略重点。

综合公司电站设备业务现状和公司战略布局，未来公司在优势业务上仍将保持其不可撼动的市场地位。随着原材料价格的影响逐步消退，公司对高参数、大容量机组的生产逐渐成熟，公司电力设备板块毛利率将逐步回升。国内 IGCC 项目相继上马，公司 IGCC 业务有望大幅提升。对于风电业务，受制于公司目前产能较小，而风电产能扩张也并非能够一蹴而就，公司风电业务发力尚待时日。

图表 23 公司电站设备板块业绩预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
电站设备销售收入(万元)	3349958	3400400	3605900	3894372	4244865
增长率 (YOY)	26.25%	1.51%	6.04%	8%	9%
电站设备销售成本(万元)	2801235	2766400	3061500	3271272	3480790
增长率 (YOY)	30.79%	-1.24%	10.67%	6.85%	6.4%
电站设备毛利率 (%)	16.38%	18.6%	15.1%	16%	18%
增长率 (YOY)	-15.04%	13.55%	-18.82%	5.96%	12.5%

资料来源：中邮证券研发部

三、核电发力有力支撑公司重工板块

公司在我国核电设备制造领域是毫无争议的“老大哥”，从九十年代初期我国自主开发的秦山一期压水堆核电站，到第一台出口国外的巴基斯坦恰希玛压水堆核电站，到目前进行中的第三代核电技术，都有上电的身影。

图表 24 公司参与的核电项目

项目名称	设备
浙江方家山 CPR1000 核电项目	蒸汽发生器、控制棒驱动机构、堆内构件
山东海阳核电厂一期 AP1000 核电项目	堆内构件、压力容器、蒸汽发生器、高压加热器、低压加热器、除氧器
广东阳江 CPR1000 核电项目	汽轮机、汽轮发电机、辅机
海南昌江 CNP600 核电项目	主泵
浙江三门 AP1000 核电项目	控制棒驱动机构、堆内构件、安注箱
秦山二期扩建 CNP600 核电项目	堆内构件、控制棒驱动机构、蒸汽发生器、发电机
福建宁德 CPR1000 核电项目	PMC 燃料输送系统、控制棒驱动机构、堆内构件、辅机、压力容器、蒸汽发生器
广东台山 AP1000 核电项目	蒸汽发生器
福建福清 M310 改进型核电项目	控制棒驱动机构、堆内构件、辅机
广东岭澳二期 CPR1000 核电项目	堆内构件、控制棒驱动机构、辅机
广东岭澳一期 M310 核电项目	堆内构件、控制棒驱动机构、辅机
浙江秦山一期核电项目	堆内构件、控制棒驱动机构、汽轮机、发电机、蒸汽发生器、稳压器
浙江秦山二期核电项目	堆内构件、控制棒驱动机构、压力容器、蒸汽发生器、稳压器
辽宁红沿河 CPR1000 核电项目	堆内构件、控制棒驱动机构、蒸汽发生器、稳压器、辅机
巴基斯坦恰希玛核电项目	堆内构件、控制棒驱动机构、蒸汽发生器、稳压器、汽轮机、发电机、电站辅机
韩国百万千瓦核电项目	核岛环吊

资料来源：中邮证券研发部 公开信息

在核电设备制造技术和生产能力方面，相比东电和哈动力，公司生产能力覆盖范围更广，除了传统的二代、准三代、三代压水堆核电站外，公司在我国自主研发的第四代核电堆型（高温气冷堆）上相比东电和哈动力也略胜一筹。

图表 25 公司重工板块主要设备

业务名称	主要产品
冶炼、铸造设备	电弧炉：100 吨 1 台，40 吨 2 台，15 吨 1 台 精炼炉：三工位 120 吨 1 套，四工位 120 吨 1 套，80 吨钢包精炼炉 1 套 真空浇筑室：500 吨 1 套，300 吨 2 套，200 吨 2 套，160 吨 1 套，80 吨 2 套 大容量、大型铸件浇注
特种钢冶炼设备	200 吨电渣重熔炉，30 吨电渣重熔炉
锻造设备	12000 吨压机，2800 吨压机，1250 吨压机，165MN 锻造压机及操作机
热处理设备	回火炉车间，华东地区最大热处理炉
核电加工设备	重型数控龙门铣镗床 1 台，重型数控双柱 8 米立车 1 台，重型数控单柱 22m 车 铣加工中心 1 台，重型数控卧式车床 2 台，数控镗铣床 6 台，数控三轴深孔钻床 1 台
曲轴加工设备	数控曲轴车床 6 台，数控曲拐立车 5 台，卧式曲轴镗孔专机 3 台，数控 200 镗床 1 台，数控卧车 5 台，曲轴单复套装备 6 套

资料来源：中邮证券研发部

另外，依托公司自身强有力的重工技术装备，能够部分实现核电用大型铸锻件自给自足，这一点上的优势也是东电和哈动力所望尘莫及的。在东电收购武锅之前，公司更是以 100% 的市场占有率垄断国内核电堆内构件和控制棒驱动机构市场。

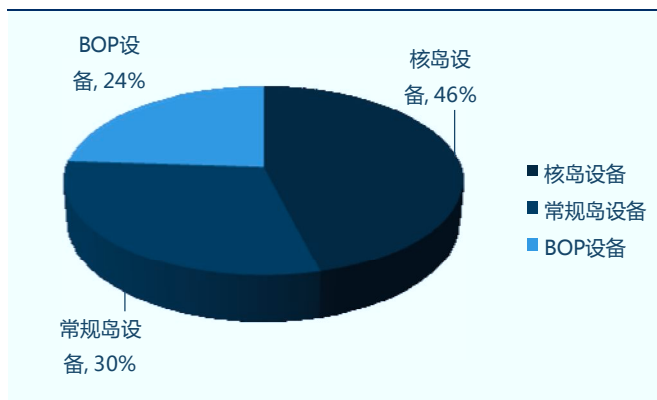
图表 26 公司具有生产能力的核电相关设备

公司	核岛设备	常规岛设备
上海电气	百万千瓦压水堆：反应堆压力容器、主管道直管段、稳压器、蒸汽发生器、热交换器、主设备支承、堆内构件、控制棒驱动机构、主泵 200MW 高温气冷示范堆反应堆：压力容器、蒸汽发生器、堆内构件、主换热器 65MW 中国实验快堆：堆内构件 10MW 高温气冷堆：堆内构件、控制棒驱动机构、吸收球系统落球装置、燃料元件装卸系统过球装置 不限堆型：大型锻件、交流电动机、2、3 级压力容器、2、3 级热交换器、2、3 级阀门	汽轮机、汽轮发电机、高压给水加热器、低压给水加热器、除氧器、冷凝器
东方电气	百万千瓦压水堆：反应堆压力容器、稳压器、蒸汽发生器、堆内构件、控制棒驱动机构、主泵、热交换器、主设备支承	汽轮机、汽轮发电机、汽水分离再热器、冷凝器、高压给水加热器、低压给水加热器
哈动力	百万千瓦压水堆：稳压器、蒸汽发生器、换热器 200MW 低温核供热堆：反应堆压力容器、主换热器 模块式高温气冷堆：反应堆压力容器、蒸汽发生器、热气管壳壳体 不限堆型：1、2、3 级压力容器、1、2、3 级热交换器	汽轮机、发电机及其配套辅机、高压加热器、低压加热器、除氧器、冷凝器、汽水分离再热器

资料来源：中邮证券研发部 国家核安全局

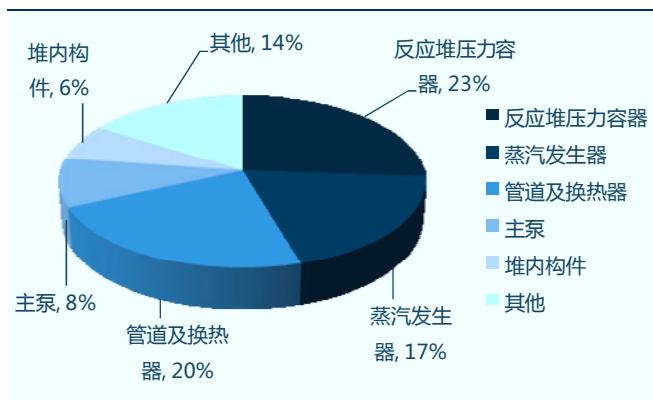
2009 年公司与 KSB 公司合资成立上海电气凯士比核电泵阀有限公司，在核电主泵上实现了新的突破，至此公司核电业务已基本全部覆盖核电站中造价最高的核岛主设备，覆盖设备制造占比核岛总造价超过 70%。

图表 27 核电站主要组成部分成本占比



资料来源：中邮证券研发部

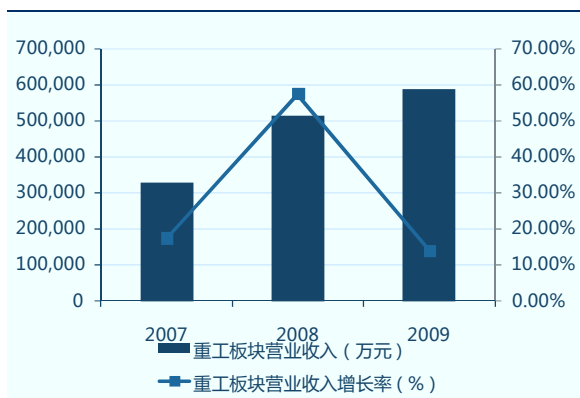
图表 28 核岛主要设备成本占比



2009 年公司核电业务实现销售 18 亿元，同比增速超过 80%，核电核岛和常规岛在手订单 349 亿元。随着大批拟建核电项目开工，公司核电业务也将随之大幅提升。

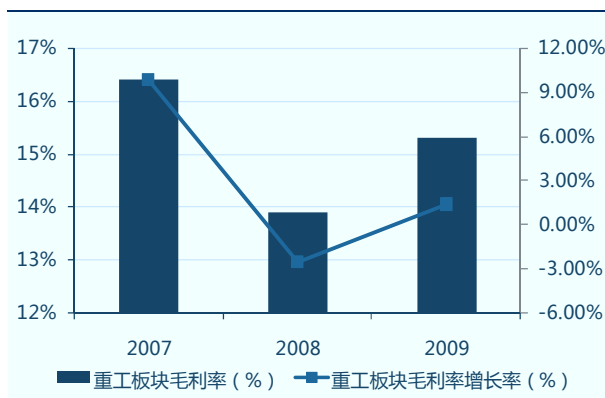
公司重工板块除核电业务外，还有重型机械设备、大型船用曲轴、起重运输机械等业务。2008 年公司电站磨煤机市场占有率约为 33-57%，冶金轧钢这给市场占有率 15%，大型船用曲轴市场占有率 65%。

图表 29 公司重工板块营业收入及增速



资料来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 30 公司重工板块毛利率及增速



2009 年公司重工板块实现销售收入 58.56 亿元，在公司总销售收入中占比 10%。2009 年公司重工业务增速相比 2008 年有较大幅度下降，但仍保持两位数以上的增速，毛利率也由负转正。

图表 31 公司定向增发重工板块相关项目

项目名称	具体项目
百万千瓦级核电堆内构件及控制棒驱动机构扩能技术改造项目（二期）	项目达纲后新增产能：堆内构件和控制棒驱动机构产能 5.5 套/年
核电核岛主设备扩能（二期）技术改造项目	项目达纲后新增产能：蒸汽发生器 6 套/年（合计 18 台）、反应堆压力容器+稳压器 4 套/年、堆芯筒体吊兰 10 套/年、主设备支承

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

在公司本次增发项目中，2 个项目归属重工板块，且均为核电技改项目。这也彰显公司致力于将核电业务做大做强的决心。今年起我国核电项目将进入集中开工期，受益核电业务增长，公司重工板块业务也将会有不俗的表现。

图表 32 公司重工板块业绩预测

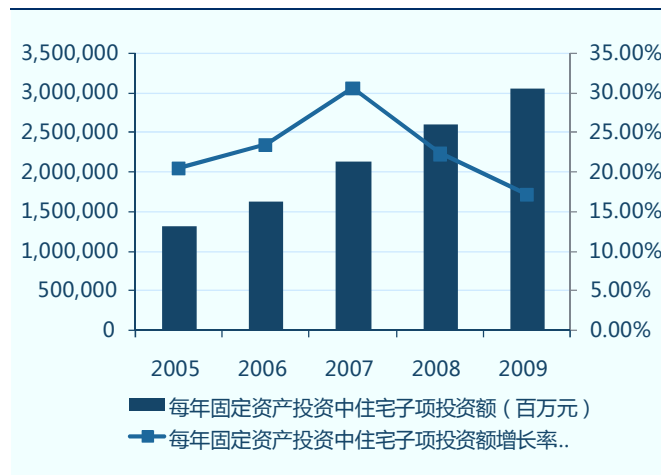
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
重工业务销售收入(万元)	327218	514300	585600	679296	808362
增长率 (YOY)	17.27%	57.17%	13.86%	16%	19%
重工业务销售成本(万元)	273522	442700	496100	567212	662857
增长率 (YOY)	15.25%	61.85%	12.06%	9%	11.5%
重工业务毛利率 (%)	16.41%	13.9%	15.3%	16.5%	18%
增长率 (YOY)	9.84%	-15.3%	10.07%	7.84%	9.09%

资料来源：中邮证券研发部

四、电梯、印包机械“两架马车”拉动公司机电一体化业务

公司机电一体化业务包括电梯、金属切削机床、印刷包装设备等细分业务。其中电梯和印刷包装设备是公司的优势业务。公司电梯业务主体为上海三菱电梯有限公司，公司电梯业务在国内同行业企业中处于领先地位。随着公司经营思路的变换，公司大力发展电梯售后的维修保养业务，由电梯生产商逐步转型为设备供应+后期服务的整体电梯服务供应商。

图表 33 固定资产投资中住宅子项投资额及增速

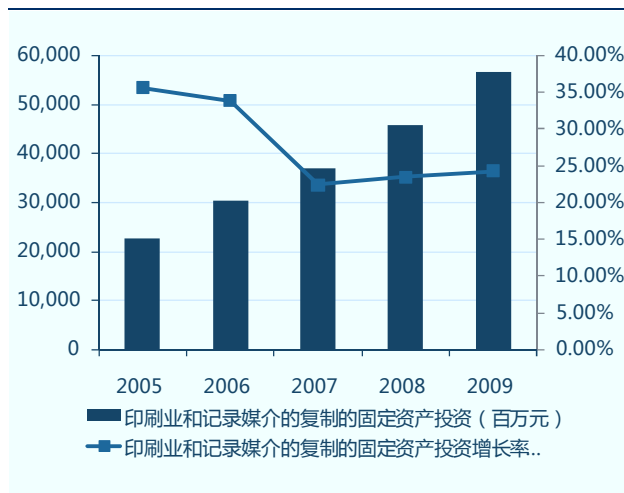


资料来源：中邮证券研发部 CEIC

公司电梯业务涉及普通住宅和商用楼盘，就住宅市场来看，我国每年固定资产投资中住宅投资子项近年来增长迅速，虽然从 2007 年以来增速有一定程度的回落，但仍保持着每年两位数以上的增速，目前新建住宅中电梯已经基本成为必不可少的设备之一，住宅投资的不断增加必然带动电梯市场需求旺盛。公司作为电梯行业的领军人物，其电梯业务仍将保持增长。

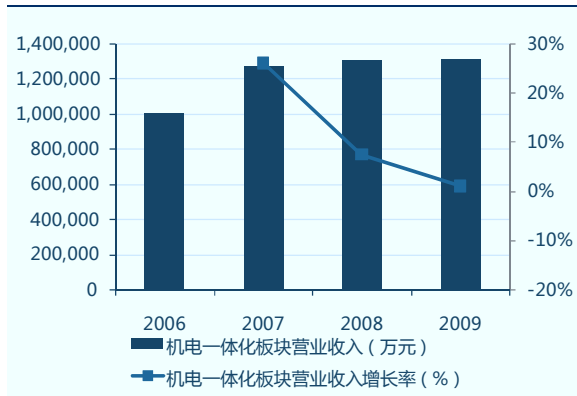
印刷包装设备作为公司机电一体化业务另一支柱，其业务主体为上海电气印刷包装机械集团。继公司收购日本秋山国际后，2010 年 6 月 2 日，公司宣布收购美国印刷包装机械巨头高斯国际 100%股份。高斯国际是全球三大印刷设备制造商之一，其 2008 年营业收入为 10 亿美元。归入公司麾下的高斯国际带给公司的不仅是每年 10 亿美元的收入，更重要的是带给公司丰富的海外客户资源和先进的印刷包装设备技术。此次收购也基本奠定了公司在印刷包装行业龙头的地位。

图表 34 固定资产投资中印刷业和记录媒介复制子项投资额及增速

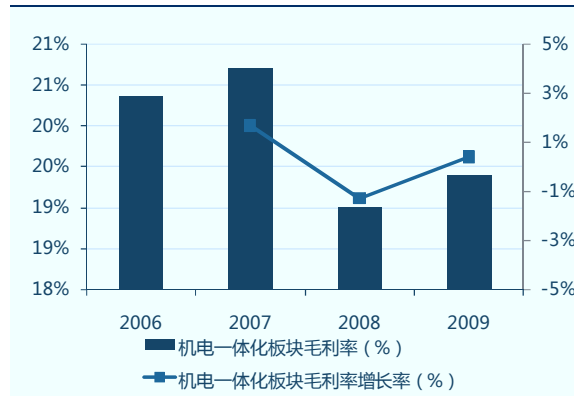


随着国内居民生活水平不断提高，对消费需求不断增长，印刷包装企业不断发展必然对相关设备需求旺盛。近年来我国印刷业方面的固定资产投资增长迅速，加之国内印刷行业机械设备面临大量更新换代，公司印刷包装机械具有广阔的发展前景。

图表 35 公司机电一体化板块营业收入及增速



图表 36 公司机电一体化板块毛利率及增速



资料来源：中邮证券研发部 公司公告

2009 年公司机电一体化板块实现收入 132 亿元，整体毛利率 19.4%。机电一体化板块毛利率在经历 2008 年下落后，2009 年止跌企稳并略有回升。随着公司收购高斯国际过程不断推进，公司电梯业务受益国家保障房投入大，公司机电一体化业务未来有望快速发展。

图表 37 公司机电一体化板块业绩预测

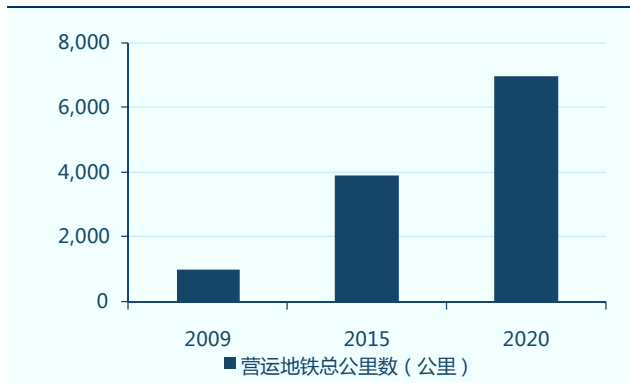
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
机电一体化销售收入 (万元)	1274201	1207200	1322000	1454200	1628704
增长率 (YOY)	26.11%	-5.26%	9.51%	10%	12%
机电一体化销售成本 (万元)	1010441	1059400	1066100	1162051	1284233
增长率 (YOY)	25.57%	4.85%	0.63%	9%	10.51%
机电一体化毛利率 (%)	20.7%	19%	19.4%	20.09%	21.15%
增长率 (YOY)	1.67%	-8.21%	2.11%	3.56%	5.28%

资料来源：中邮证券研发部

五、与北车合作，交通运输板块业绩尚待观察

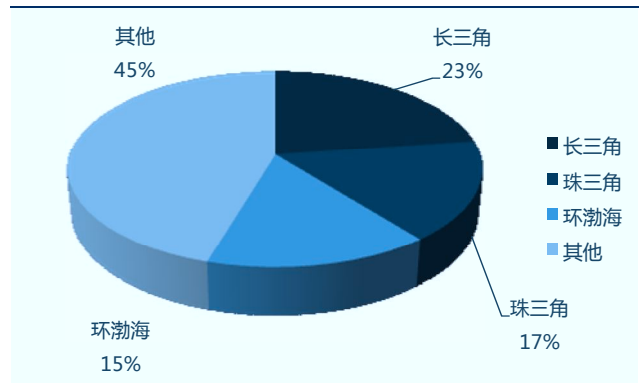
2008 年公司出售其柴油机业务后，公司交通运输设备业务集中于城市轨道交通设备，包括轨道车辆及关键部件、轨道交通站台屏蔽门系统、轨道交通综合监控系统、轨道交通机电设备集成工程等。受益本土优势，2008 年公司上海城市轨道交通车辆市场占有率 27%。

图表 38 我国营运地铁总公里数 (预测)



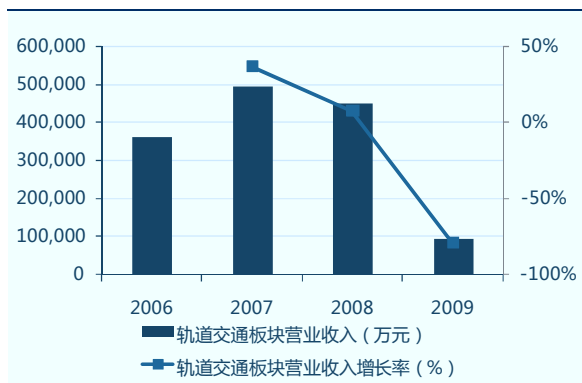
资料来源：中邮证券研发部 公开信息

图表 39 各地区拟建地铁公里数占比



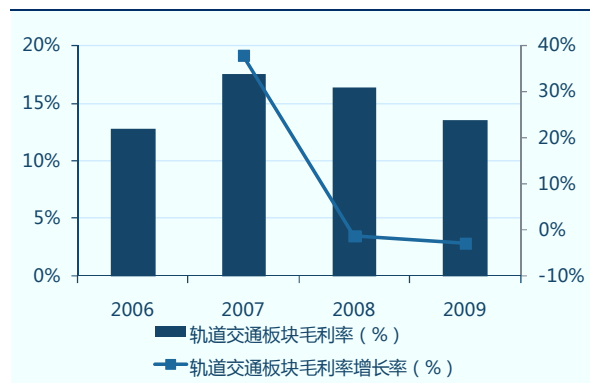
随着我国城镇化程度不断提高，国内许多重点城市纷纷提出上马地铁项目的要求。预计 2020 年我国地铁营运总公里数将近 7000 公里，未来新增地铁主要集中在环渤海、长三角、珠三角等经济发达城市群，其中环渤海和长三角合计预计新增地铁公里数占总数的 38%。

图表 40 公司轨道交通板块营业收入及增速



资料来源：中邮证券研发部 公开信息

图表 41 公司轨道交通板块毛利率及增速



由于公司出售了原属于交通设备板块的柴油机业务，导致公司交通设备板块营业收入和毛利率大幅下滑。从公司突出主营业务的战略布局来看，不排除未来公司出售轨道交通设备板块的可能性，对公司该部分业务我们给予相对谨慎的预测。

图表 42 公司交通设备板块业绩预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
交通设备销售收入 (万元)	493284	447800	94000	99640	108608
增长率 (YOY)	36.44%	-9.22%	-79.01%	6%	9%
交通设备销售成本 (万元)	406318	374200	81200	86687	92316
增长率 (YOY)	28.88%	-7.9%	-78.3%	6.76%	6.49%
交通设备毛利率 (%)	17.63%	16.4%	13.6%	13%	15%
增长率 (YOY)	37.73%	-6.98%	-17.07%	-4.41%	15.38%

资料来源：中邮证券研发部

六、环保系统业务占比较小，有待进行结构调整

公司环保系统板块涉及环保工程及污水固废处理系统、电站脱硫脱销系统、太阳能电池及组件等业务类型，环保板块在公司整体营业收入中占比较小，2009 年仅占比 4%。考虑到公司主营业务多为重型设备和机电设备制造，所以未来环保设备制造应该成为环保系统板块的发展方向。对于与其他板块协同性较弱的太阳能业务，公司曾一度计划将其剥离出售。平稳发展是我们对公司环保系统板块未来业绩预测的基调。

图表 43 公司环保系统板块业绩预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
环保系统销售收入 (万元)	275177	311100	237700	251962	274639
增长率 (YOY)	43.49%	13.05%	-23.59%	6%	9%
环保系统销售成本 (万元)	259189	293200	221200	233065	254040
增长率 (YOY)	47.03%	13.12%	-24.56%	5.36%	9%
环保系统毛利率 (%)	5.81%	5.8%	7%	7.5%	7.5%
增长率 (YOY)	-28.09%	-0.17%	20.69%	7.14%	0%

资料来源：中邮证券研发部

七、预测与估值

公司作为我国制造业的龙头企业，正努力根据自身优势调整公司未来战略发展方向以及相应的战略布局。公司非公开增发，募集资金重点投资于核电、风电、洁净煤等公司重点业务，借助北车发展城市轨道交通业务，出售柴油机业务，计划出售太阳能业务，都彰显出公司抓大放小，集中精力发展公司重点业务的努力和决心。公司目前仍处在蓄势待发阶段，全面发力尚待时日，但公司业务结构与即将出台的新兴能源产业发展规划契合度高，我们更加看好公司一段调整时间后的表现。

图表 44 公司各主营业务板块业绩预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
电站设备销售收入 (万元)	3349958	3400400	3605900	3894372	4244865
增长率 (YOY)	26.25%	1.51%	6.04%	8%	9%
电站设备销售成本 (万元)	2801235	2766400	3061500	3271272	3480790
增长率 (YOY)	30.79%	-1.24%	10.67%	6.85%	6.4%
电站设备毛利率 (%)	16.38%	18.6%	15.1%	16%	18%
增长率 (YOY)	-15.04%	13.55%	-18.82%	5.96%	12.5%
重工业务销售收入 (万元)	327218	514300	585600	679296	808362
增长率 (YOY)	17.27%	57.17%	13.86%	16%	19%
重工业务销售成本 (万元)	273522	442700	496100	567212	662857
增长率 (YOY)	15.25%	61.85%	12.06%	9%	11.5%
重工业务毛利率 (%)	16.41%	13.9%	15.3%	16.5%	18%
增长率 (YOY)	9.84%	-15.3%	10.07%	7.84%	9.09%
机电一体化销售收入 (万元)	1274201	1207200	1322000	1454200	1628704
增长率 (YOY)	26.11%	-5.26%	9.51%	10%	12%
机电一体化销售成本 (万元)	1010441	1059400	1066100	1162051	1284233
增长率 (YOY)	25.57%	4.85%	0.63%	9%	10.51%
机电一体化毛利率 (%)	20.7%	19%	19.4%	20.09%	21.15%
增长率 (YOY)	1.67%	-8.21%	2.11%	3.56%	5.28%
交通设备销售收入 (万元)	493284	447800	94000	99640	108608
增长率 (YOY)	36.44%	-9.22%	-79.01%	6%	9%
交通设备销售成本 (万元)	406318	374200	81200	86687	92316
增长率 (YOY)	28.88%	-7.9%	-78.3%	6.76%	6.49%
交通设备毛利率 (%)	17.63%	16.4%	13.6%	13%	15%
增长率 (YOY)	37.73%	-6.98%	-17.07%	-4.41%	15.38%
环保系统销售收入 (万元)	275177	311100	237700	251962	274639
增长率 (YOY)	43.49%	13.05%	-23.59%	6%	9%
环保系统销售成本 (万元)	259189	293200	221200	233065	254040
增长率 (YOY)	47.03%	13.12%	-24.56%	5.36%	9%
环保系统毛利率 (%)	5.81%	5.8%	7%	7.5%	7.5%
增长率 (YOY)	-28.09%	-0.17%	20.69%	7.14%	0%

资料来源：中邮证券研发部

预计公司 2010 年、2011 年每股收益为 0.2 元和 0.257 元，对应目前 A 股市盈率为 38.91 倍和 30.24 倍，给予谨慎推荐评级。

图表 45 公司财务和估值数据摘要

财务和估值数据摘要	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	56097.84	58908.64	57790.39	62991.53	69668.63
增长率(%)	26.94%	5.01%	-1.90%	9.00%	10.60%
归属母公司股东净利润	2895.34	2622.21	2501.27	2560.45	3294.43
增长率(%)	38.72%	-9.43%	-4.61%	2.37%	28.67%
每股收益(EPS)	0.226	0.204	0.195	0.200	0.257
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.114	0.117	0.150
每股经营现金流	0.283	0.246	0.538	0.099	0.416
销售毛利率	17.74%	18.25%	16.47%	16.80%	18.43%
销售净利率	7.88%	6.45%	5.76%	5.42%	6.76%
净资产收益率(ROE)	14.96%	12.30%	11.13%	9.57%	11.31%
投入资本回报率(ROIC)	34.37%	22.63%	24.22%	20.18%	20.04%
市盈率(P/E)	34.41	38.00	39.84	38.91	30.24
市净率(P/B)	5.15	4.67	4.43	3.72	3.42
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.015	0.015	0.019

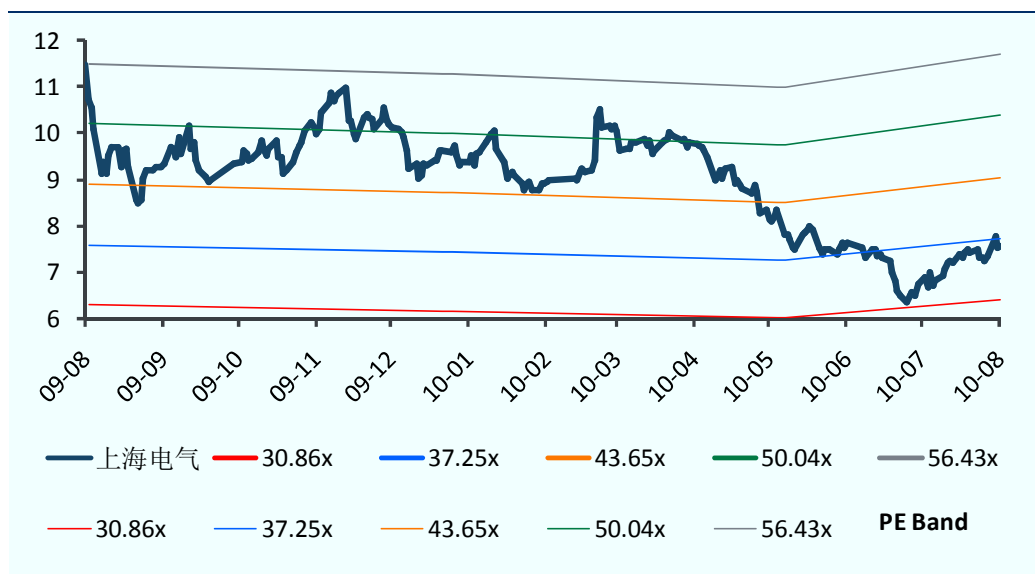
资料来源：中邮证券研发部

附录：预测财务报表明细

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	财务分析与估值	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	58908.64	57790.39	62991.53	69668.63	毛利率	18.25%	16.47%	16.80%	18.43%
减：营业成本	48158.93	48274.69	52408.95	56828.70	三费/销售收入	11.33%	11.14%	10.72%	10.85%
营业税金及附加	117.89	168.03	183.15	202.56	EBIT/销售收入	6.92%	5.73%	5.58%	6.97%
营业费用	1857.64	1609.27	1829.55	2023.48	EBITDA/销售收入	8.58%	7.70%	7.90%	9.07%
管理费用	4803.03	4887.51	5009.70	5540.72	销售净利率	6.45%	5.76%	5.42%	6.76%
财务费用	11.20	-61.41	-87.29	-2.37	ROE	12.30%	11.13%	9.57%	11.31%
资产减值损失	1002.08	873.02	881.52	881.52	ROA	5.18%	3.84%	3.73%	4.65%
加：投资收益	1254.92	855.31	669.88	669.88	ROIC	22.63%	24.22%	20.18%	20.04%
公允价值变动损益	-238.22	25.12	0.00	0.00	销售收入增长率	5.01%	-1.90%	9.00%	10.60%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-29.03%	-18.75%	6.08%	38.21%
营业利润	3974.57	2919.72	3435.84	4863.90	EBITDA 增长率	-24.43%	-11.93%	11.76%	26.99%
加：其他非经营损益	218.62	418.45	266.14	266.14	净利润增长率	-14.07%	-12.28%	2.50%	37.86%
利润总额	4193.19	3338.17	3701.98	5130.04	总资产增长率	10.79%	9.60%	9.26%	10.78%
减：所得税	396.08	7.34	288.05	423.72	股东权益增长率	10.19%	5.41%	19.06%	8.85%
净利润	3797.11	3330.82	3413.93	4706.32	经营营运资本增长率	-55.10%	-159.45%	466.04%	22.21%
减：少数股东损益	1174.90	829.55	853.48	1411.90	资产结构	2008A	2009A	2010E	2011E
归属母公司股东净利润	2622.21	2501.27	2560.45	3294.43	资产负债率	64.62%	66.29%	63.70%	63.61%
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	投资资本/总资产	19.16%	17.26%	22.34%	19.02%
货币资金	13136.18	15011.69	15774.77	20818.45	带息债务/总负债	1.11%	1.30%	4.03%	3.64%
应收和预付款项	20954.26	25614.22	31060.64	35981.94	流动比率	1.28	1.24	1.31	1.37
存货	21750.83	20193.00	21734.16	23728.80	速动比率	0.71	0.75	0.82	0.89
其他流动资产	5625.23	6761.73	6697.28	6697.28	股利支付率	0.00%	58.51%	58.51%	58.51%
长期股权投资	2781.09	2920.12	3462.92	4005.73	收益留存率	100.00%	41.49%	41.49%	41.49%
投资性房地产	0.00	141.54	128.68	115.81	资产管理效率	2008A	2009A	2010E	2011E
固定资产和在建工程	11207.68	12278.25	12362.55	10346.86	总资产周转率	0.75	0.67	0.67	0.67
无形资产和开发支出	2087.77	2299.91	1998.00	1696.09	固定资产周转率	8.48	5.59	7.57	11.04
其他非流动资产	1132.49	1005.12	993.69	982.25	应收账款周转率	4.80	3.69	3.10	3.18
资产总计	78675.53	86225.57	94212.70	104373.22	存货周转率	2.21	2.39	2.41	2.39
短期借款	564.83	744.10	0.00	0.00	业绩与估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E
应付和预收款项	43409.53	48416.67	52010.92	58392.57	EBIT	4077.73	3313.09	3514.69	4857.67
长期借款	2536.86	2418.40	2418.40	2418.40	EBITDA	5054.73	4451.49	4975.07	6318.05
其他负债	4328.96	5582.78	5582.78	5582.78	NOPLAT	3784.78	2973.06	3003.57	4218.97
负债合计	50840.18	57161.95	60012.11	66393.76	净利润	2622.21	2501.27	2560.45	3294.43
股本	12507.69	12507.69	12823.63	12823.63	EPS	0.204	0.195	0.200	0.257
资本公积	1914.59	2144.13	5049.25	6049.25	BPS	1.663	1.753	2.087	2.271
留存收益	6899.39	7823.03	8885.45	10252.43	PE	38.00	39.84	38.91	30.24
归属母公司股东权益	21321.67	22474.84	26758.33	29125.31	PB	4.67	4.43	3.72	3.42
少数股东权益	6513.68	6588.78	7442.26	8854.15	PS	1.69	1.72	1.58	1.43
股东权益合计	27835.35	29063.62	34200.59	37979.47	PCF	31.56	14.45	78.80	18.69
负债和股东权益合计	78675.53	86225.57	94212.70	104373.22	EV/EBIT	22.30	27.04	26.73	18.60
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	EV/EBITDA	17.99	20.13	18.88	14.30
经营性现金净流量	3156.79	6896.23	1264.47	5330.82	EV/NOPLAT	24.03	30.14	31.27	21.42
投资性现金净流量	-2605.97	-2173.01	-667.62	1367.93	EV/IC	6.03	6.02	4.46	4.55
筹资性现金净流量	-685.96	-2657.57	166.23	-1655.07	ROIC-WACC	22.63%	24.22%	19.52%	19.34%
现金流量净额	-192.97	2075.96	763.08	5043.68					

资料来源：中邮证券研发部

附录：上海电气 (SH.601727) PE Band 与 PB Band



中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。