

上海电气 (601727.SH)

核电风电接棒火电高速发展，自动化板块订单放量

事件: 上海电气发布 2020 年半年报业绩。

扣非后业绩小幅增长，毛利率同比略有提升。 根据公司的半年报，公司上半年实现收入 532.37 亿元，同比增长 0.53%，实现归属母公司净利润 15.22 亿元，同比下滑 17.57%，实现扣非后归属母公司净利润 13.47 亿元，同比增长 0.09%。从盈利角度来看，公司上半年毛利率为 19.18%，同比上升 0.1pcts。

火电收入和新签订单有所下滑，新能源板块快速切入，能源装备板块上半年毛利率同比提高 2.1pcts。 今年上半年燃煤发电业务实现收入 59.74 亿元，同比下滑 22.9%，而风电等新能源业务收入占比持续提升，上半年能源装备板块实现收入 192.92 亿元，同比增长 2.3%，实现毛利率 18.1%，同比增加 2.1pcts。

核电建设回暖，公司核电订单同比增长 245%；风电板块积极保持领先优势，新增订单增速超 500%，“风云”系统接入风机总数超过 3000 台。 2019 年以来，核电项目稳步重启。今年上半年，公司新增核电订单达到 26.9 亿元，同比增长 244.8%。8 月，根据公司官方公众号信息，公司和中国核电签订田湾 7、8 号机组及徐大堡 3、4 号机组汽轮发电机组设备采购合同。随着核电项目稳步重启，公司核电板块有望加速复苏。风电领域公司持续维持领先优势。上半年，公司新增风电订单达到 339.6 亿元，同比增长 505.8%；其中新增海上风电订单 249.1 亿元，同比增长 707.3%。同时公司推出的风电大数据远程管理平台“风云”系统目前已接入超过 100 个风电场，超过 3000 台风机。公司风电板块软硬件同时发力，逐步从风机制造商向风电全生命周期服务商转型。

推动燃机电厂智能化转型，积极开拓服务市场，引领国内大型燃气轮机国产化。 截止 2020 年上半年，公司已签订 11 个项目 22 台燃气轮机长协服务订单，积极开拓服务市场。同时公司建立了智能化平台，为客户提供燃气轮机数字化智能解决方案，今年上半年公司与京能集团签订 E 级燃机部分负荷性能智能优化系统开发合同，有望帮助电厂节约燃料费用，推动燃机电厂实现智慧电厂的目标。公司为国内大型燃气轮机国产化的领导者，加速推进燃机电厂国产化进程。

储能板块大力发展，南通工厂 5GWh 新产能即将投产，启动长寿命电芯试验工作，计划循环寿命 8000 次。 2012 年开始，上海电气中央研究院便开始布局储能业务。2017 年，公司和国轩高科成立合资公司，组建上海电气国轩新能源，正式进军储能锂电池领域，主要布局电池关键材料、电池、电池管理系统和系统基础的全产业链布局。近年来，公司承接包括创新模式的青海格尔木电网侧共享储能电站项目、安徽金寨电化学独立储能示范项目等项目，大力发展储能板块。根据公司官方公众号新闻，公司南通储能系统生产基地设计年产 10GWh，分两期建成，其中一期项目规模为 5GWh，预计 10 月份正式投产。同时公司启动了长寿命电芯的试验工作，计划循环寿命 8000 次，加速推进储能成本下降。

加速自动化领域布局，订单增幅超过 470%。 近年来，公司加速布局自动化板块，今年上半年公司陆续中标宁波市新周污水处理厂二期工程自动化及机电集成安装、调试项目、张家口崇礼奥运赛区太子城冰雪小镇有轨电车 EPC 工程运营调度系统项目、南昌地铁 4 号线一期工程信号系统集成项目、郑州地铁 6 号线一期信号系统集成项目、嘉兴有轨电车一期工程机电系统集成分包项目。2020 年上半年公司自动化工程与服务订单达到 24.3 亿元，同比增长 473.7%。

业绩预测: 预计公司 2020~2022 年分别实现收入 1404.97/1594.86/1754.34 亿元，实现归属母公司净利润 39.82/45.21/50.24 亿元，同比增长 13.7%/13.5%/11.1%，对应 PE 21.1/18.6/16.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 风电行业装机不达预期；火电需求不达预期；预测偏差和估值风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	101,158	126,648	140,497	159,486	175,434
增长率 yoy (%)	27.2	25.2	10.9	13.5	10.0
归母净利润(百万元)	3,017	3,501	3,982	4,521	5,024
增长率 yoy (%)	13.4	16.1	13.7	13.5	11.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.20	0.23	0.26	0.30	0.33
净资产收益率 (%)	7.4	6.3	6.7	7.1	7.4
P/E(倍)	27.9	24.0	21.1	18.6	16.7
P/B(倍)	1.47	1.33	1.25	1.18	1.11

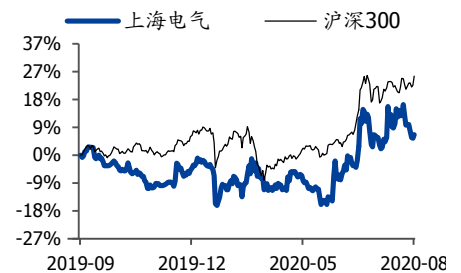
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	电源设备
前次评级	买入
最新收盘价	5.55
总市值(百万元)	84,096.26
总股本(百万股)	15,152.48
其中自由流通股(%)	71.87
30 日日均成交量(百万股)	52.12

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号: S0680518030001

邮箱: wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号: S0680520030005

邮箱: yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 1、《上海电气 (601727.SH): 疫情冲击一季度业绩，上半年力争完成全年目标 40%以上》2020-04-30
- 2、《上海电气 (601727.SH): 19 年业绩高增长，加码智慧城市》2020-04-20
- 3、《上海电气 (601727.SH): 布局工业互联网、智能制造和锂电产业链，高端装备龙头再腾飞》2020-03-08



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	151728	199201	216343	233043	241327
现金	42476	21461	21075	23923	26315
应收票据及应收账款	24326	35559	47086	52592	60591
其他应收款	4883	4254	5882	5624	7033
预付账款	11867	18764	15217	23357	19074
存货	27929	27004	34926	35388	36156
其他流动资产	40247	92158	92158	92158	92158
非流动资产	66794	81323	85255	89364	92952
长期投资	13563	15119	17433	19748	22063
固定资产	14333	16716	18311	19535	20442
无形资产	8805	8035	8661	9468	9867
其他非流动资产	30093	41453	40850	40613	40580
资产总计	218522	280524	301598	322406	334279
流动负债	119623	164061	181478	198460	206217
短期借款	8586	16734	20816	21891	24558
应付票据及应付账款	45268	66430	86332	99497	104915
其他流动负债	65769	80898	74330	77072	76744
非流动负债	25262	24873	21920	18821	15321
长期借款	22338	18186	15233	12134	8634
其他非流动负债	2924	6687	6687	6687	6687
负债合计	144885	188934	203398	217281	221538
少数股东权益	16346	28243	30873	33858	37175
股本	14725	15152	15152	15152	15152
资本公积	16557	19976	19976	19976	19976
留存收益	26011	28528	33802	39410	46177
归属母公司股东权益	57290	63346	67328	71268	75566
负债和股东权益	218522	280524	301598	322406	334279

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	949	10505	11102	12197	10463
净利润	5479	5813	6612	7506	8342
折旧摊销	2099	2378	2384	2801	3202
财务费用	1107	1470	2084	2328	2169
投资损失	-1004	-430	-430	-430	-430
营运资金变动	-22405	10222	2331	1879	-924
其他经营现金流	15673	-8948	-1880	-1887	-1897
投资活动现金流	-2807	-12276	-4007	-4593	-4464
资本支出	3470	6845	1618	1794	1273
长期投资	-4729	-8418	-2315	-2315	-2315
其他投资现金流	-4066	-13849	-4704	-5114	-5505
筹资活动现金流	11147	12283	-19007	-3585	-5291
短期借款	6032	8148	-7443	2246	984
长期借款	8135	-4152	-2953	-3099	-3500
普通股增加	0	427	0	0	0
资本公积增加	22	3419	0	0	0
其他筹资现金流	-3042	4440	-8610	-2732	-2774
现金净增加额	9373	10589	-11912	4019	709

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	101158	126648	140497	159486	175434
营业成本	80156	103273	114571	130080	143088
营业税金及附加	520	521	578	656	721
营业费用	3512	3543	3860	4462	4908
管理费用	6498	8192	9088	10316	11347
研发费用	3720	4088	4536	5149	5663
财务费用	1107	1470	2084	2328	2169
资产减值损失	1459	1176	1559	1398	1378
其他收益	1085	1178	931	1065	1058
公允价值变动收益	92	25	28	35	45
投资净收益	1004	430	430	430	430
资产处置收益	35	1852	1852	1852	1852
营业利润	6045	6928	7462	8478	9543
营业外收入	179	205	353	246	246
营业外支出	68	42	61	67	59
利润总额	6155	7092	7754	8657	9730
所得税	677	1279	1142	1152	1388
净利润	5479	5813	6612	7506	8342
少数股东损益	2462	2312	2629	2985	3317
归属母公司净利润	3017	3501	3982	4521	5024
EBITDA	8975	11040	11686	12936	14237
EPS (元)	0.20	0.23	0.26	0.30	0.33

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	27.2	25.2	10.9	13.5	10.0
营业利润(%)	12.4	14.6	7.7	13.6	12.6
归属于母公司净利润(%)	13.4	16.1	13.7	13.5	11.1
获利能力					
毛利率(%)	20.8	18.5	18.5	18.4	18.4
净利率(%)	3.0	2.8	2.8	2.8	2.9
ROE(%)	7.4	6.3	6.7	7.1	7.4
ROIC(%)	6.5	6.3	7.1	7.7	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	66.3	67.4	67.4	67.4	66.3
净负债比率(%)	-7.8	30.7	23.6	17.5	13.6
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.2	4.2	3.4	3.2	3.1
应付账款周转率	1.9	1.8	1.5	1.4	1.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.23	0.26	0.30	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.69	0.73	0.80	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.78	4.18	4.44	4.70	4.99
估值比率					
P/E	27.9	24.0	21.1	18.6	16.7
P/B	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.1	12.1	11.2	10.0	9.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、扣非后业绩小幅增长，中报业绩符合预期.....	4
二、能源板块加速向新能源切换，自动化领域订单迅速放量.....	5
风险提示.....	6

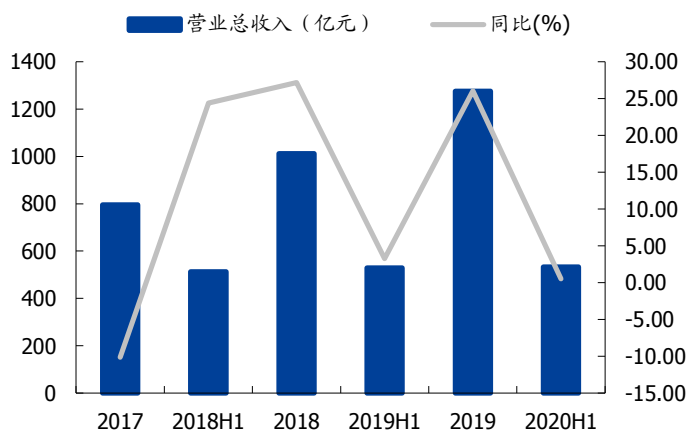
图表目录

图表 1: 公司收入表现情况, 单位: 亿元.....	4
图表 2: 公司扣非后归母净利润表现情况, 单位: 亿元.....	4
图表 3: 公司季度费用率表现情况.....	4
图表 4: 公司能源装备板块收入和毛利率情况, 单位: 亿元.....	5
图表 5: 公司工业装备板块收入和毛利率情况, 单位: 亿元.....	6
图表 6: 公司集成服务板块收入和毛利率情况, 单位: 亿元.....	6

一、扣非后业绩小幅增长，中报业绩符合预期

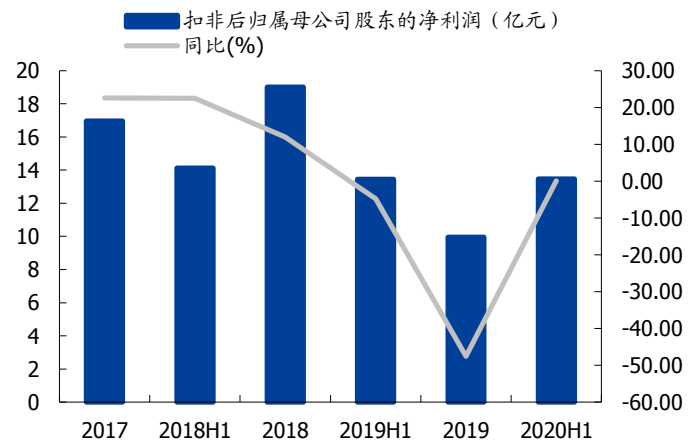
扣非后业绩小幅增长，毛利率同比略有提升。根据公司的半年报，公司上半年实现收入532.37亿元，同比增长0.53%，实现归属母公司净利润15.22亿元，同比下滑17.57%，实现扣非后归属母公司净利润13.47亿元，同比增长0.09%。从盈利角度来看，公司上半年毛利率为19.18%，同比上升0.1pcts。

图表1: 公司收入表现情况, 单位: 亿元



资料来源: wind, 国盛证券研究所

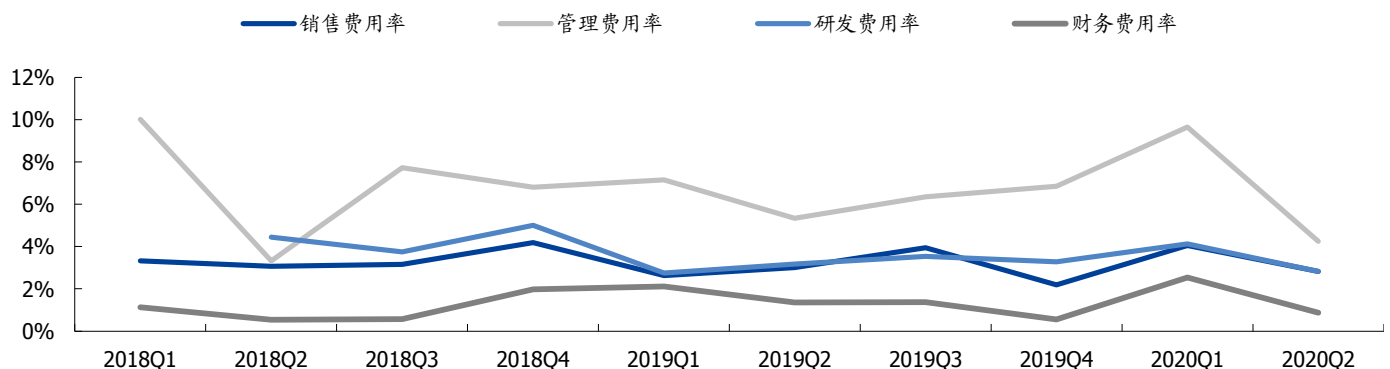
图表2: 公司扣非后归母净利润表现情况, 单位: 亿元



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二季度费用率环比同比均明显改善, 上半年受资产处置收益影响, 归母净利润下滑。从费用率角度来看, 公司二季度综合费用率环比和同比均有明显改善, 2020Q2 综合费用率为10.8%, 环比减少9.6pcts, 同比下降2.1pcts, 主要得益于管理费用率的有效降低, 2020Q2 管理费用率为4.2%, 同比下降1.1pcts。2019年上半年, 受公司土地收储影响, 公司资产处置收益达到4.25亿元, 今年上半年资产处置收益仅为0.07亿元, 影响公司归母净利润表现。

图表3: 公司季度费用率表现情况

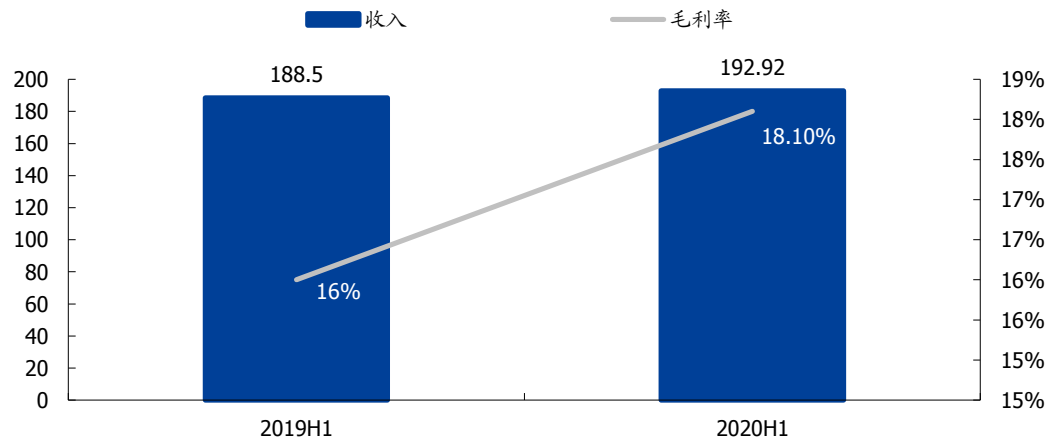


资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、能源板块加速向新能源切换，自动化领域订单迅速放量

火电收入和新签订单有所下滑，新能源板块迅速切入，能源装备板块上半年毛利率有所提升。今年上半年火电业务实现收入 59.74 亿元，同比下滑 22.9%，而风电等新能源业务收入占比持续提升，上半年能源装备板块实现收入 192.92 亿元，同比增长 2.3%，实现毛利率 18.1%，同比增加 2.1pcts。

图表 4: 公司能源装备板块收入和毛利率情况，单位：亿元



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

核电建设回暖，公司新增订单增速达到 245%。2019 年以来，核电项目稳步重启。今年上半年，公司新增核电订单达到 26.9 亿元，同比增长 244.8%。8 月，根据公司官方公众号信息，公司和中国核电签订田湾核电站 7、8 号机组及徐大堡核电站 3、4 号机组汽轮发电机组设备采购合同，两个项目计划分别于 2020 年 12 月和 2021 年 5 月开工。随着核电项目稳步重启，公司核电板块有望加速复苏。

风电板块积极保持领先优势，新增订单增速超过 500%，“风云”系统接入风机总数超过 3000 台。今年上半年公司与中国一重、齐齐哈尔市三方共同签署 1GW 风电战略合作框架协议，三方将开发建设当地不少于 1GW 容量的风电项目。上半年，公司新增风电订单达到 339.6 亿元，同比增长 505.8%；其中新增海上风电订单 249.1 亿元，同比增长 707.3%。同时公司推出的风电大数据远程管理平台“风云”系统目前已接入超过 100 个风电场，超过 3000 台风机。公司“风云”系统旨在打造风电场全生命周期的数字化管理系统，覆盖风电机组产品开发、生产安装过程控制，智慧风电场管理、运维服务和资产运营。公司风电板块软硬件同时发力，逐步从风机制造商向风电全生命周期服务商转型。

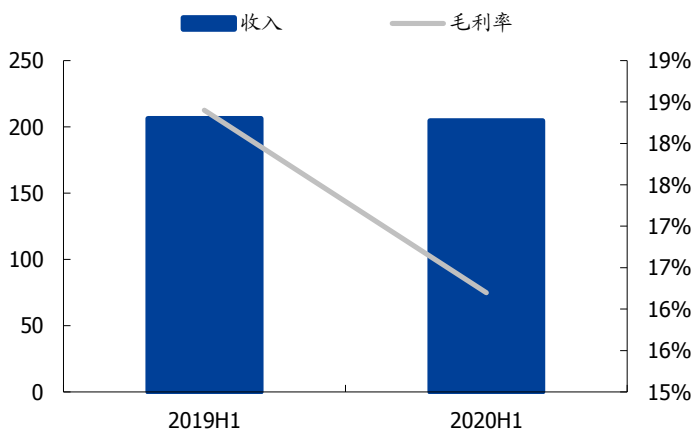
推动燃机电厂智慧化转型，积极开拓服务市场，引领国内大型燃气轮机国产化。今年上半年公司积极开拓燃气轮机后服务市场，获得奉贤燃机发电机组 EPC 抽转子大修项目，为未来其他机组检修启到示范效应。截止 2020 年上半年，公司已签订 11 个项目 22 台燃气轮机长协服务订单。同时公司建立了智能化平台，为客户提供燃气轮机数字化智能解决方案，今年上半年公司与京能集团签订 E 级燃机部分负荷性能智能优化系统开发合同，有望帮助电厂节约燃料费用，推动燃机电厂实现智慧电厂的目标。公司为国内大型燃气轮机国产化的领导者，加速推进燃机轮机国产化进程。

储能板块大力发展，南通工厂新产能即将投产，启动长寿命电芯试验工作，计划循环寿命 8000 次。2012 年开始，上海电气中央研究院便开始布局储能业务。2017 年，公司

和国轩高科成立合资公司，组建上海电气国轩新能源，正式进军储能锂电池领域，主要布局电池关键材料、电池、电池管理系统和系统基础的全产业链布局。近年来，公司承接包括创新模式的青海格尔木电网侧共享储能电站项目、安徽金寨电化学独立储能示范项目等，大力发展储能板块。根据公司官方公众号新闻，公司南通储能系统生产基地设计年产10GWh，分两期建成，其中一期项目规模为5GWh，预计10月份正式投产。同时公司启动了长寿命电芯的试验工作，计划循环寿命8000次，加速推进储能成本下降。

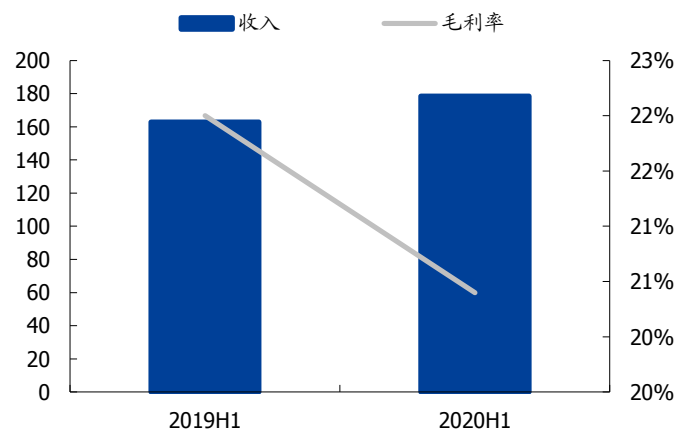
工业装备收入小幅下降，集成服务板块高速增长，毛利率略有下行。工业装备板块受疫情影响，海外紧固件销售有所下滑，实现收入204.64亿元，同比下滑0.8%，毛利率为16.2%，同比下滑2.2pcts。集成服务板块，公司能源工程服务收入大幅上升，实现收入178.57亿元，同比增长9.7%，毛利率为20.4%，同比下滑1.6pcts。

图表5: 公司工业装备板块收入和毛利率情况, 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 公司集成服务板块收入和毛利率情况, 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

加速自动化领域布局，订单增幅超过470%。近年来，公司加速布局自动化板块，今年上半年公司陆续中标宁波市新周污水处理厂二期工程自动化及机电集成安装、调试项目、张家口崇礼奥运赛区太子城冰雪小镇有轨电车EPC工程运营调度系统项目、南昌地铁4号线一期工程信号系统集成项目、郑州地铁6号线一期信号系统集成项目、嘉兴有轨电车一期工程机电系统集成分包项目。2020年上半年公司自动化工程与服务订单达到24.3亿元，同比增长473.7%。

风险提示

风电行业装机不达预期；火电需求不达预期；预测偏差和估值风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com