

2020年8月31日

上海电气 (601727.SH/2727.HK) 电力设备新能源



风电业绩亮眼，新能源转型成效显著

——上海电气 (601727.SH) 2020 年半年度报告点评

跨市场公司简报

◆**事件**：公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现营收 532.4 亿元，同比+0.5%；扣非后归母净利润 13.5 亿元，同比持平。Q2 业绩转好，营收 385 亿元，同比+19%；扣非后归母净利润 12.8 亿元，同比+30%。

◆**集成服务增速较快，新能源订单颇具规模**。2020 年上半年，公司能源装备、工业装备、集成服务业务分别实现营收 193、205、179 亿元，同比+2%、-0.8%、+10%；毛利率 18%、16%、20%，同比+2.1、-2.2、-1.6pcts。集成服务板块中的能源工程与服务收入增速较快，结构变化导致毛利率微降。**订单方面**，截至 2020 年上半年，公司在手订单 2944 亿元，同比+21%；新增订单 1088 亿元，同比+41%。智慧交通工程与服务新接订单 22 亿元，同比增加 37 倍。在上半年新增能源装备、工程订单中，新能源订单 420 亿元，与传统能源订单之比为 8:2，新能源业务已具备规模优势。

◆**风电产业行稳致远，新订单增长 5 倍，海上风机订单增长 7 倍**。上半年，公司**风电业务**增长尤为亮眼：上半年风电营收同比+43%，新增风电设备订单 340 亿元，同比增长 5 倍；毛利率 17.3%，同比-0.7pcts，由于海上风电竞争加剧且低毛利率的陆上风机占比提高。新增海上风电设备订单 249 亿元，同比增长 7 倍。公司作为海上风电龙头，具备国内领先的整机及关键零部件设计能力，有望持续受益于 20-21 年风电抢装潮。并通过新技术、新材料、新工艺等举措降低风机的制造成本，迎接平价时代。

◆**布局“新能源+储能”，引领能源新时代**。公司深化国家风光火储一体化与源网荷储一体化总体要求，上半年完成青海共享储能项目设备安装，预计下半年并网；与国网共同投资我国首个可再生能源示范县；建设上海首个具有商业模式的闵行工业区互联网+智慧能源项目，已投入试运行；完成广东粤电大浦电厂储能调频项目；跻身中兴通讯 5G 基站备用电源供应商名单。

◆**维持“买入”评级**：上半年受疫情影响，海外项目成本增加；风电业务毛利率同比下降，下调 2020-22 年归母净利润预测至 35.32/40.86/45.56 亿元（前值为 40.12/44.68/49.29 亿元），对应 EPS 为 0.23/0.27/0.30 元，上海电气 (A) 当前股价对应 20 年 PE 为 24 倍，上海电气 (H) 当前股价对应 20 年 PE 为 9 倍。公司作为海上风电龙头，在手订单充裕，有望持续受益于风电抢装，风电抢装向海上倾斜将提升公司盈利能力，**维持“买入”评级**。

◆**风险提示**：风电装机不及预期；疫情持续蔓延；海外业务风险；汇率风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	101,158	127,509	147,070	166,571	188,216
营业收入增长率	27.17%	26.05%	15.34%	13.26%	12.99%
净利润 (百万元)	3,017	3,501	3,532	4,086	4,556
净利润增长率	13.42%	16.06%	0.90%	15.68%	11.48%
EPS (元)	0.20	0.23	0.23	0.27	0.30
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.27%	5.53%	5.28%	5.76%	6.03%
P/E (A 股)	27	24	24	21	18
P/E (H 股)	10	9	9	7	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 31 日

注：港元兑人民币的汇率为 0.885

A 股：买入 (维持)

当前价：5.56 元

H 股：买入 (维持)

当前价：2.28 港元

分析师

殷中枢 (执业证书编号：S0930518040004)
010-58452063
yinzs@ebsec.com

马瑞山 (执业证书编号：S0930518080001)
021-52523850
mars@ebsec.com

郝霁 (执业证书编号：S0930520050001)
021-52523827
haopian@ebsec.com

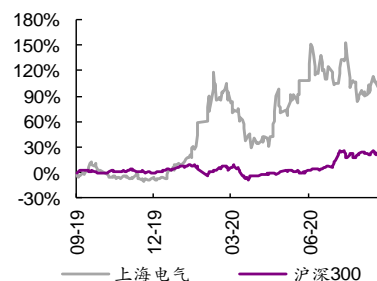
联系人

陈无忌
021-52523693
chenwuji@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：151.52
总市值(亿元)：832.79
一年最低/最高(元)：4.22/6.23
近 3 月换手率：59.1%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.3	-50.5	11.1
绝对	1.1	-50.9	9.0

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	101,158	127,509	147,070	166,571	188,216
营业成本	80,156	103,273	119,380	135,562	153,539
折旧和摊销	2,110	2,362	2,731	3,013	3,289
税金及附加	520	521	735	833	941
销售费用	3,512	3,543	5,000	5,663	6,399
管理费用	6,498	8,192	9,707	10,827	12,422
研发费用	3,720	4,088	4,716	5,341	6,035
财务费用	1,107	1,470	1,619	1,681	1,714
投资收益	1,004	430	500	500	500
营业利润	6,045	6,928	6,600	7,642	8,214
利润总额	6,155	7,092	6,750	7,792	8,364
所得税	677	1,279	1,217	1,405	1,509
净利润	5,479	5,813	5,532	6,386	6,856
少数股东损益	2,462	2,312	2,000	2,300	2,300
归属母公司净利润	3,017	3,501	3,532	4,086	4,556
EPS(按最新股本计)	0.20	0.23	0.23	0.27	0.30

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	949	10,505	13,742	11,201	11,755
净利润	3,017	3,501	3,532	4,086	4,556
折旧摊销	2,110	2,362	2,731	3,013	3,289
净营运资金增加	-11,381	28,772	-2,309	2,331	2,898
其他	7,205	-24,130	9,787	1,770	1,012
投资活动产生现金流	-2,807	-12,276	-7,150	-6,259	-6,288
净资本支出	-3,096	-3,163	-4,830	-5,000	-5,000
长期投资变化	13,563	15,119	0	0	0
其他资产变化	-13,275	-24,231	-2,320	-1,259	-1,288
融资活动现金流	11,147	12,283	1,361	-1,042	-1,138
股本变化	0	427	0	0	0
债务净变化	14,642	10,683	2,989	667	623
无息负债变化	1,619	33,366	11,606	14,893	16,406
净现金流	9,373	10,589	7,953	3,900	4,329

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	20.8%	19.0%	18.4%	18.4%	18.2%
EBITDA 率	8.5%	10.0%	7.4%	7.3%	6.8%
EBIT 率	6.3%	8.0%	5.5%	5.4%	5.1%
税前净利润率	6.1%	5.6%	4.6%	4.7%	4.4%
归母净利润率	3.0%	2.7%	2.4%	2.5%	2.4%
ROA	2.5%	2.1%	1.8%	2.0%	2.0%
ROE (摊薄)	5.3%	5.5%	5.3%	5.8%	6.0%
经营性 ROIC	11.5%	9.6%	7.5%	7.9%	7.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	66%	67%	68%	68%	68%
流动比率	1.27	1.21	1.21	1.23	1.24
速动比率	1.03	1.05	1.03	1.04	1.04
归母权益/有息债务	1.66	1.40	1.39	1.45	1.52
有形资产/有息债务	5.82	5.81	5.86	6.22	6.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	218,522	280,524	300,402	322,409	346,307
货币资金	42,476	21,461	29,414	33,314	37,643
交易性金融资产	4,419	6,965	8,965	10,965	12,965
应收账款	18,841	29,337	29,046	33,731	39,055
应收票据	5,485	6,222	7,354	8,329	9,411
其他应收款(合计)	4,883	4,254	5,810	6,557	7,385
存货	27,929	27,004	31,535	36,086	41,143
其他流动资产	19,406	56,369	56,369	56,369	56,369
流动资产合计	151,728	199,201	215,212	234,497	255,814
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13,563	15,119	15,119	15,119	15,119
固定资产	14,333	16,716	18,966	20,872	22,465
在建工程	1,846	7,324	6,993	6,745	6,558
无形资产	8,673	7,864	8,221	8,550	8,854
商誉	3,399	3,641	3,641	3,641	3,641
其他非流动资产	8,135	10,520	10,520	10,520	10,520
非流动资产合计	66,794	81,323	85,190	87,913	90,493
总负债	144,885	188,934	202,801	218,040	234,708
短期借款	8,586	16,734	17,381	15,633	13,876
应付账款	38,881	57,923	65,659	74,559	84,446
应付票据	6,387	8,507	9,550	10,845	12,283
预收账款	347	535	735	833	941
其他流动负债	12,068	14,254	15,819	17,379	19,111
流动负债合计	119,623	164,061	176,829	190,068	204,736
长期借款	9,589	11,268	13,268	15,268	17,268
应付债券	12,749	6,918	6,918	6,918	6,918
其他非流动负债	1,439	4,070	4,070	4,070	4,070
非流动负债合计	25,262	24,873	25,972	27,972	29,972
股东权益	73,637	91,589	97,602	104,369	111,599
股本	14,725	15,152	15,152	15,152	15,152
公积金	21,801	25,697	26,098	26,545	27,038
未分配利润	20,767	22,807	26,418	30,439	34,875
归属母公司权益	57,290	63,346	67,358	71,826	76,755
少数股东权益	16,346	28,243	30,243	32,543	34,843

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	6%	6%	7%	7%	7%
财务费用率	1%	1%	1%	1%	1%
研发费用率	4%	3%	3%	3%	3%
所得税率	11%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.06	0.69	0.91	0.74	0.78
每股净资产	3.89	4.18	4.41	4.68	4.98
每股销售收入	6.87	8.42	9.71	10.99	12.42

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	27	24	24	21	18
PB	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.7	13.2	15.4	14.1	13.5
股息率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼