

# 上海电气 (601727)

证券研究报告

2020年08月30日

## 二季度业绩改善，订单大幅增加

### 事件

公司发布20年中报，H1实现营收532.37亿元，同比增长0.53%。其中Q2实现营收385.32亿元，同比增长18.77%，环比增长162.04%；H1实现归母净利润15.22亿元，同比下降17.57%。其中Q2实现归母净利润14.09亿元，同比增长29.92%，环比增长1140.73%；H1实现扣非归母净利润13.47亿元，与上年同期基本持平。

### 能源装备：在手订单大增，风电业务乘“风”破“浪”

2020 H1，能源装备板块实现营业收入192.92亿元，较上年上升2.3%，板块内风电业务增长较快；板块毛利率为18.1%，同比增加2.1个百分点，主要是由于板块内业务结构变化引起。20H1公司实现新增订单1088.4亿元，较上年同期增长40.8%。公司新增订单中，能源装备占48.3%；新增核电设备订单26.9亿元，同增244.8%。风电设备业务领域，风电行业抢装逻辑不改，公司作为领先的陆上风电整机商和海上风机龙头企业，订单大幅提升，2020H1新增风电设备订单339.6亿元，同增505.8%；其中海上风电订单249.1亿元，同增707.3%；在手海上风电订单389.4亿元，比上年末增长126.9%。海上风电设备量价齐升，持续看好业绩增长。公司分拆下属子公司上海电气风电集团股份有限公司至科创板上市的申请已获上交所受理。公司在储能领域不断加深布局，上海电气国轩中标储能系统合同，赢合科技实现了在锂电池设备整线制造领域的进一步提升。新增电网及工业智能供电系统解决方案订单人民币51.0亿元，同比增长11.7%。

### 工业装备：电梯调价抢夺市场份额，板块毛利率有所下降

2020 H1，工业装备板块实现营业收入204.64亿元，较上年同期下降0.8%，板块毛利率为16.2%，比上年减少2.2个百分点，主要是受疫情影响，使得海外紧固件业务收入下降，同时电梯业务为进一步提升市场份额，调整价格策略，毛利率有所下降。上海三菱电梯已在全国设立了89家直属分支机构，设立了360多家维保服务网点。在智能制造装备领域，德国宝尔捷公司中标中航工业沈飞商用飞机公司空客A220自动钻铆机项目。在建筑工业化领域，公司新增订单7.4亿元，在手订单6.0亿元。

### 集成服务：板块毛利率略减，自动化工程与服务订单大增

公司在能源工程与服务、环保工程与服务、自动化工程与服务等领域持续发展，2020 H1，集成服务板块实现营业收入178.57亿元，同比上升9.7%，主要是能源工程与服务收入上升引起；板块毛利率为20.4%，较上年减少1.6个百分点，主要是能源工程与服务毛利率结构变化引起。公司新增能源工程与服务订单181.7亿元，同比减少1.3%；公司新增环保工程与服务订单人民币44.5亿元，同比减少38.7%；新增自动化工程与服务订单人民币24.3亿元，同比增加473.7%。

### 盈利预测

我们预期公司2020-2022年营业收入分别为1541.28、1682.25、1733.73亿元，同比增长20.88%、9.15%和3.06%；归母净利润为36.78、40.82、45.33亿元，同比增长5.06%、10.97%和11.06%；对应EPS分别为0.24、0.27、0.3元，对应PE为22.86、20.60、18.55倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**海外业务商业争端风险；风电装机量不及预期；汇率波动风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	101,157.53	127,508.96	154,127.67	168,224.53	173,372.52
增长率(%)	27.17	26.05	20.88	9.15	3.06
EBITDA(百万元)	12,218.18	15,982.30	10,885.92	12,044.77	12,970.09
净利润(百万元)	3,016.53	3,501.04	3,678.09	4,081.68	4,533.15
增长率(%)	13.42	16.06	5.06	10.97	11.06
EPS(元/股)	0.20	0.23	0.24	0.27	0.30
市盈率(P/E)	27.88	24.02	22.86	20.60	18.55
市净率(P/B)	1.47	1.33	1.26	1.20	1.14
市销率(P/S)	0.83	0.66	0.55	0.50	0.49
EV/EBITDA	3.91	5.39	8.20	7.03	6.92

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/电源设备
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	5.55元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	12,179.57
流通A股股本(百万股)	10,890.68
A股总市值(百万元)	67,596.59
流通A股市值(百万元)	60,443.26
每股净资产(元)	4.29
资产负债率(%)	66.62
一年内最高/最低(元)	6.23/4.22

### 作者

马妍 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519100002  
may@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《上海电气-公司深度研究:系列深度3:电气国轩加快布局储能产业链，产品-项目-基地建设三头并进》 2020-07-29
- 《上海电气-公司深度研究:系列深度2:核电装备制造龙头企业，技术稳步发展产业持续延伸》 2020-07-08
- 《上海电气-首次覆盖报告:系列深度1:火电制造向运维深耕细作，风电拟拆分上市乘风破浪》 2020-06-23



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	42,475.81	21,460.94	32,846.02	40,650.53	49,731.13
应收票据及应收账款	24,325.64	35,558.84	38,079.94	26,406.13	54,019.46
预付账款	11,866.95	18,764.42	16,884.17	21,694.29	18,309.58
存货	27,929.30	27,004.50	35,417.21	46,814.67	46,963.71
其他	40,938.73	92,584.44	76,305.13	79,893.04	95,822.23
<b>流动资产合计</b>	<b>147,536.42</b>	<b>195,373.14</b>	<b>199,532.48</b>	<b>215,458.66</b>	<b>264,846.11</b>
长期股权投资	13,563.44	15,118.77	16,685.77	18,141.77	19,704.77
固定资产	14,333.18	16,715.64	18,804.78	19,654.33	19,747.13
在建工程	1,845.89	7,323.70	4,430.22	2,706.13	1,653.68
无形资产	8,804.68	8,034.87	7,462.62	6,890.38	6,318.14
其他	28,246.73	34,129.67	38,415.45	40,513.06	34,399.28
<b>非流动资产合计</b>	<b>66,793.92</b>	<b>81,322.64</b>	<b>85,798.85</b>	<b>87,905.68</b>	<b>81,823.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>218,521.87</b>	<b>280,523.59</b>	<b>289,609.61</b>	<b>307,463.55</b>	<b>350,737.54</b>
短期借款	8,585.56	16,733.94	21,345.00	22,357.00	23,513.00
应付票据及应付账款	45,268.31	66,429.65	41,074.41	84,589.32	47,863.35
其他	65,769.40	80,897.55	106,084.15	70,373.94	138,427.55
<b>流动负债合计</b>	<b>119,623.27</b>	<b>164,061.14</b>	<b>168,503.56</b>	<b>177,320.26</b>	<b>209,803.91</b>
长期借款	9,588.84	11,268.42	12,452.00	13,678.00	14,563.00
应付债券	12,749.25	6,917.73	6,845.00	8,760.00	12,097.00
其他	2,923.90	6,687.13	4,237.33	3,654.00	2,987.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>25,261.98</b>	<b>24,873.28</b>	<b>23,534.33</b>	<b>26,092.00</b>	<b>29,647.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>144,885.25</b>	<b>188,934.42</b>	<b>192,037.89</b>	<b>203,412.26</b>	<b>239,450.91</b>
少数股东权益	16,346.42	28,243.32	30,973.29	33,983.44	37,214.50
股本	14,725.19	15,152.46	15,152.47	15,152.47	15,152.47
资本公积	16,556.81	19,975.92	19,975.92	19,975.92	19,975.92
留存收益	42,567.74	48,503.49	51,445.96	54,915.39	58,919.66
其他	(16,559.54)	(20,286.01)	(19,975.92)	(19,975.92)	(19,975.92)
<b>股东权益合计</b>	<b>73,636.62</b>	<b>91,589.17</b>	<b>97,571.72</b>	<b>104,051.29</b>	<b>111,286.64</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>218,521.87</b>	<b>280,523.59</b>	<b>289,609.61</b>	<b>307,463.55</b>	<b>350,737.54</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,478.62	5,812.61	3,678.09	4,081.68	4,533.15
折旧摊销	2,183.78	2,466.17	1,436.58	1,526.78	1,581.90
财务费用	992.63	1,645.07	2,059.82	2,253.17	2,315.32
投资损失	(1,003.94)	(1,299.41)	(1,452.95)	(1,452.95)	(1,452.95)
营运资金变动	(5,306.05)	(34,363.25)	(8,371.66)	(4,768.55)	(6,347.35)
其它	(1,395.74)	36,243.94	2,889.27	3,126.14	3,422.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>949.30</b>	<b>10,505.14</b>	<b>239.14</b>	<b>4,766.28</b>	<b>4,052.71</b>
资本支出	7,188.43	7,486.74	2,509.80	663.33	717.00
长期投资	2,858.47	1,555.34	1,567.00	1,456.00	1,563.00
其他	(12,854.19)	(21,318.14)	(139.98)	(1,766.66)	(1,211.49)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,807.29)</b>	<b>(12,276.06)</b>	<b>3,936.81</b>	<b>352.67</b>	<b>1,068.51</b>
债权融资	34,570.54	45,253.85	51,620.00	56,373.00	62,937.00
股权融资	(841.94)	2,387.94	(1,430.65)	(1,934.10)	(1,996.25)
其他	(22,581.43)	(35,358.58)	(42,980.23)	(51,753.34)	(56,981.37)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>11,147.17</b>	<b>12,283.21</b>	<b>7,209.12</b>	<b>2,685.55</b>	<b>3,959.38</b>
汇率变动影响	0.00	8.88	2.96	3.95	5.26
<b>现金净增加额</b>	<b>9,289.19</b>	<b>10,521.16</b>	<b>11,388.04</b>	<b>7,808.45</b>	<b>9,085.87</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>101,157.53</b>	<b>127,508.96</b>	<b>154,127.67</b>	<b>168,224.53</b>	<b>173,372.52</b>
营业成本	80,155.70	103,272.80	124,843.42	136,261.87	138,698.02
营业税金及附加	519.99	520.67	827.65	818.34	827.44
营业费用	3,511.56	3,543.21	4,161.45	4,542.06	4,681.06
管理费用	6,498.41	8,191.75	10,172.43	11,102.82	12,829.57
研发费用	3,720.43	4,088.47	5,086.21	6,056.08	6,414.78
财务费用	1,107.02	1,470.16	2,059.82	2,253.17	2,315.32
资产减值损失	1,459.46	(1,176.46)	1,058.70	447.23	109.83
公允价值变动收益	92.26	24.62	15.61	64.97	118.15
投资净收益	1,003.94	438.66	1,455.91	1,456.90	1,458.21
其他	(2,956.26)	207.23	(2,943.05)	(3,043.73)	(3,152.72)
<b>营业利润</b>	<b>6,045.00</b>	<b>6,927.86</b>	<b>7,389.52</b>	<b>8,264.81</b>	<b>9,072.86</b>
营业外收入	178.90	205.49	209.74	198.04	204.42
营业外支出	68.42	41.58	68.52	59.50	56.53
<b>利润总额</b>	<b>6,155.49</b>	<b>7,091.77</b>	<b>7,530.74</b>	<b>8,403.35</b>	<b>9,220.75</b>
所得税	676.87	1,279.16	979.00	1,260.50	1,383.11
<b>净利润</b>	<b>5,478.62</b>	<b>5,812.61</b>	<b>6,551.75</b>	<b>7,142.85</b>	<b>7,837.64</b>
少数股东损益	2,462.10	2,311.57	2,873.66	3,061.17	3,304.50
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,016.53</b>	<b>3,501.04</b>	<b>3,678.09</b>	<b>4,081.68</b>	<b>4,533.15</b>
每股收益(元)	0.20	0.23	0.24	0.27	0.30

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.17%	26.05%	20.88%	9.15%	3.06%
营业利润	12.37%	14.60%	6.66%	11.85%	9.78%
归属于母公司净利润	13.42%	16.06%	5.06%	10.97%	11.06%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.76%	19.01%	19.00%	19.00%	20.00%
净利率	2.98%	2.75%	2.39%	2.43%	2.61%
ROE	5.27%	5.53%	5.52%	5.83%	6.12%
ROIC	19.72%	9.29%	10.93%	11.92%	11.47%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.30%	67.35%	66.31%	66.16%	68.27%
净负债率	-10.74%	25.98%	22.80%	19.26%	16.03%
流动比率	1.27	1.21	1.21	1.24	1.28
速动比率	1.03	1.05	1.00	0.97	1.06
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.25	4.26	4.19	5.22	4.31
存货周转率	3.24	4.64	4.94	4.09	3.70
总资产周转率	0.48	0.51	0.54	0.56	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.23	0.24	0.27	0.30
每股经营现金流	0.06	0.69	0.02	0.31	0.27
每股净资产	3.78	4.18	4.40	4.62	4.89
<b>估值比率</b>					
市盈率	27.88	24.02	22.86	20.60	18.55
市净率	1.47	1.33	1.26	1.20	1.14
EV/EBITDA	3.91	5.39	8.20	7.03	6.92
EV/EBIT	4.72	6.33	9.45	8.05	7.88

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com