

公司研究

多因素致净利润同比大幅下降，能源装备领域发展值得期待

——上海电气（601727.SH&2727.HK）2021年年报点评

要点

事件：公司发布2021年年报，2021年实现营业收入1313.88亿元，同比下降4.30%，实现归母净利润-99.88亿元，同比下降365.76%。

能源板块维持增长，集成服务板块受海外工程影响收入下滑。2021年，公司能源装备板块维持了较好的增长势头，实现营业收入592.24亿元，同比增长5.83%，主要系风电设备销售增长较快所致；毛利率小幅提升0.89个pct至17.88%。工业装备板块实现营业收入422.41亿元，同比小幅提升0.15%；毛利率小幅下降0.68个pct至16.36%。集成服务板块实现营业收入394.52亿元，同比下降24.47%，主要系工程服务收入下降所致；毛利率同比减少5.72个pct至6.24%，主要系海外工程运营成本上升及原材料价格上涨所致。

多因素致净利润同比大幅下降。公司2021年归母净利润同比大幅下降365.76%至-99.88亿元，主要系：1)对通讯公司风险事项计提相关损失；2)海外工程运营成本上升；3)原材料价格波动导致成本上升；4)公司部分权益法核算的联营企业出现重大亏损；5)对部分下属企业持有与恒大集团相关的资产计提信用减值损失；6)对部分子公司计提商誉减值等6项原因所致。

关注能源装备领域（海上风电、核电、储能）未来发展。公司能源装备领域订单规模仍维持高位，2021年新增能源装备订单612.6亿元，其中核电、储能订单规模实现快速增长，核电新增订单从2020年的74.22亿元同比增长19.91%至2021年的89亿元，储能新增订单从2020年的29.69亿元同比高增119.28%至2021年的65.1亿元。

公司海上风电龙头地位稳固，未来将随着我国海风市场的快速发展保持高速增长态势；核电领域技术保持领先，2021年公司综合市场占有率持续位居行业第一，未来有望维持领先优势；储能领域积极开拓，横向布局多种类型储能技术，纵向开拓锂电池储能上下游产业链，未来储能业务有望成为公司新的业绩增长点。

维持“买入”评级：预计公司2022-2024年实现归母净利润26.25/31.48/36.26亿元，对应EPS0.17/0.20/0.23元，当前A股股价对应22-24年PE为23/19/17倍，H股股价对应22-24年PE为9/8/7倍。公司2021年受到多因素影响导致归母净利润亏损，但计提减值充分后对后续业务的发展影响有限，22年有望扭亏为盈；公司作为国内领先的能源装备（尤其是海上风电、核电）和工业装备制造龙头，在我国能源结构转型、产业结构调整的背景下有望利用龙头优势进一步提升市占率，同时在公司技术研发优势的支撑下储能业务也有望成为公司新的业绩增长点，**维持A/H股“买入”评级。**

风险提示：新冠疫情等因素带来的宏观经济风险；地缘政治等因素带来的海外业务风险；汇率波动风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	137,285	131,388	141,483	149,525	158,269
营业收入增长率	7.67%	-4.30%	7.68%	5.68%	5.85%
净利润(百万元)	3,758	-9,988	2,625	3,148	3,626
净利润增长率	7.34%	-365.76%	-	19.91%	15.21%
EPS(元)	0.25	-0.64	0.17	0.20	0.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.66%	-17.18%	4.32%	4.98%	5.49%
P/E	16	-	23	19	17
P/E(H股)	6	-	9	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-22；汇率：按1HKD=0.8234CNY换算

A股：买入（维持）

当前价：3.90元

H股：买入（维持）

当前价：1.90港元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haopian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	155.80
总市值(亿元)	607.61
一年最低/最高(元)	3.57/5.56
近3月换手率	10.29%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.12	3.80	-5.82
绝对	-5.57	-12.36	-25.76

资料来源：Wind

目 录

1、能源板块维持增长，集成服务板块受海外工程影响收入下滑.....	3
2、多因素致归母净利润同比大幅下降.....	6
3、重点关注能源装备领域（海上风电、核电、储能）未来发展.....	7
4、盈利预测及投资建议.....	10
4.1、关键假设.....	10
4.2、盈利预测.....	10
4.3、投资建议.....	11
5、风险分析.....	12

1、能源板块维持增长，集成服务板块受海外工程影响收入下滑

上海电气是中国最大的综合性装备制造企业集团之一，公司抓住工业智能化发展的机遇，聚焦能源装备、工业装备、集成服务三大领域。凭借高端装备制造的长期积累，推动实现能源及工业发展的数据化、信息化，实现效率提升。

公司主要拥有三大核心优势：

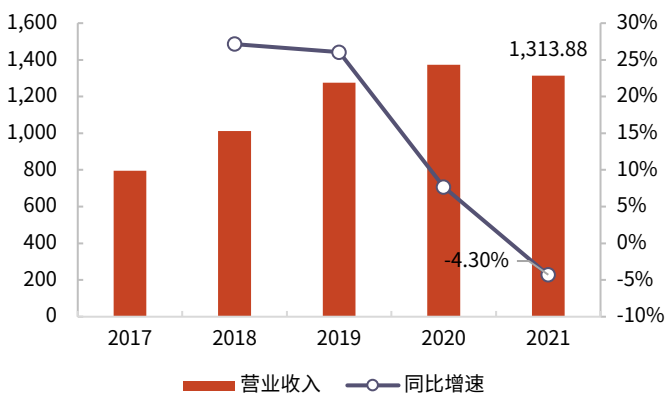
第一，核心技术的优势。公司在火电、核电、风电等能源装备领域持续深耕，拓展业务领域；通过搭建中央研究院、产业集团技术中心、企业研究所的三层科技创新体系，聚焦国家重大技术攻关，不断加强科技人才和团队建设，提升研发实力和产业竞争力。

第二，新动能的优势。公司持续关注产业所处形势变化，积极布局新赛道，加大硬核技术开发，同时加快新旧动能转换，推动现有产业升级换代，做强做优优势产业，逐步退出非战略产业，积极布局和进入新赛道产业，保持持续发展能力和创新能力。

第三，协同发展的优势。公司在能源装备业务领域保持先进优势的同时，推进能源装备、工业装备和集成服务业务板块之间的协同发展，并积极在电站工程、电梯、轨道交通、工业互联网等领域积极拓展新业务，实现以制造业推动服务业发展，以服务业带动制造业发展。

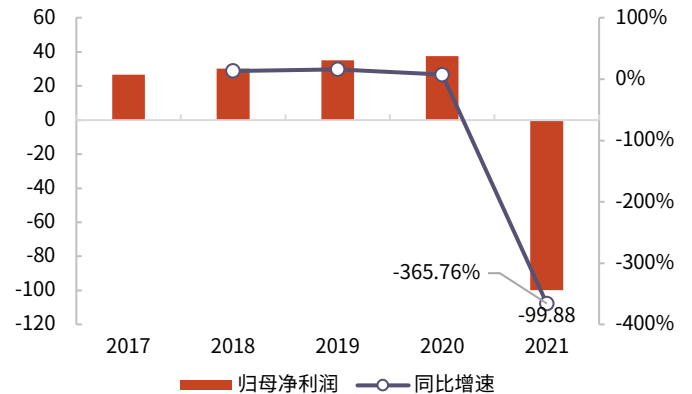
疫情影响致营业收入下滑，突发事件影响致归母净利润实现亏损。2021年，公司实现营业收入1313.88亿元，同比小幅下降4.30%；实现归母净利润-99.88亿元，同比下滑365.76%，主要系：1)对通讯公司风险事项计提相关损失；2)海外工程运营成本上升；3)原材料价格波动导致成本上升；4)公司部分权益法核算的联营企业出现重大亏损；5)对部分下属企业持有与恒大集团相关的资产计提信用减值损失；6)对部分子公司计提商誉减值等6项原因所致。我们预计随着各项风险事件处置完毕，公司2022年归母净利润将实现扭亏为盈。

图 1：2017-2021 公司营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

图 2：2017-2021 公司归母净利润情况

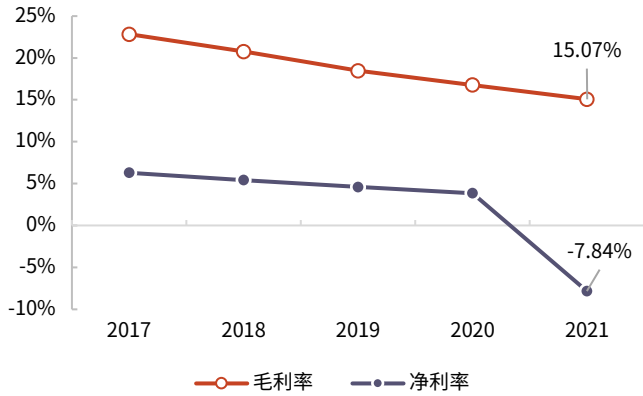


资料来源：Wind，左轴：亿元

毛利率及净利率受事件影响短期承压，资产负债率保持平稳。2020/2021年受到疫情、原材料价格上涨等因素的影响，公司毛利率和净利率承压，公司自2011年起毛利率始终维持在18%以上，但2020/2021年逐步滑落至16.76%/15.07%；净利率自2011年始终维持在5%以上，2020/2021年分别下

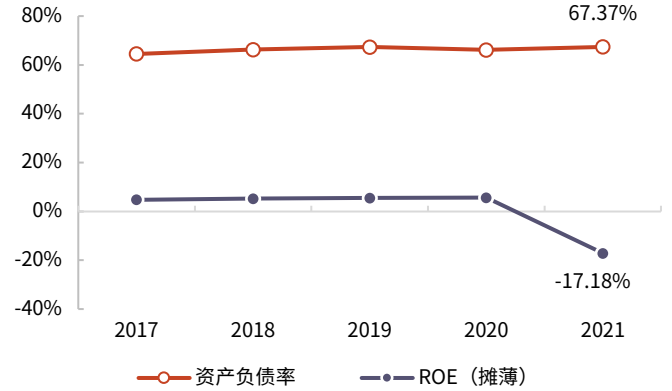
降至 3.86%/-7.84%。另一方面，公司资产负债率基本保持平稳，2021 年小幅上升 1.25 个 pct 至 67.37%。

图 3: 2017-2021 公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind

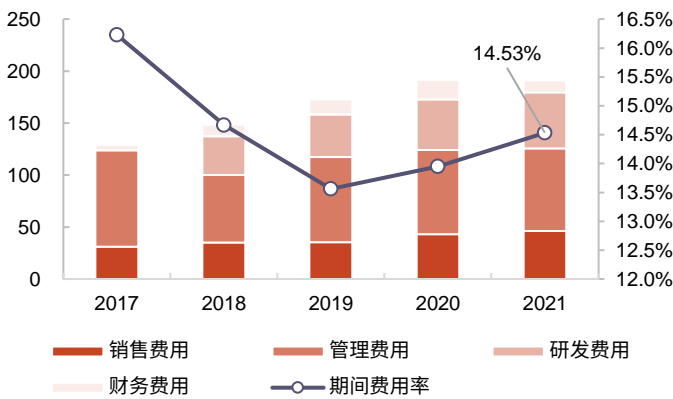
图 4: 2017-2021 公司资产负债率及 ROE (摊薄) 情况



资料来源: Wind

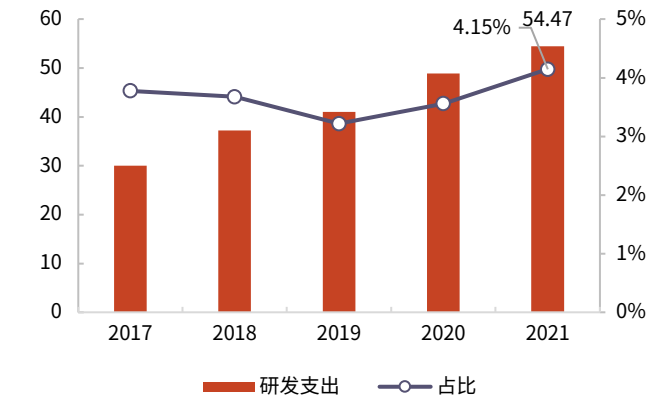
期间费用率控制较好，研发支出持续提升。公司近 4 年来实现了较好的期间费用控制，4 年间期间费用率均控制在 15% 以下，2021 年期间费用率小幅上升 0.58 个 pct 至 14.53%。与此同时，公司高度重视技术研发，2017-2021 年研发支出持续上升，2021 年公司实现研发支出 54.47 亿元，占营业收入的比重达 4.15%。

图 5: 2017-2021 公司期间费用情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

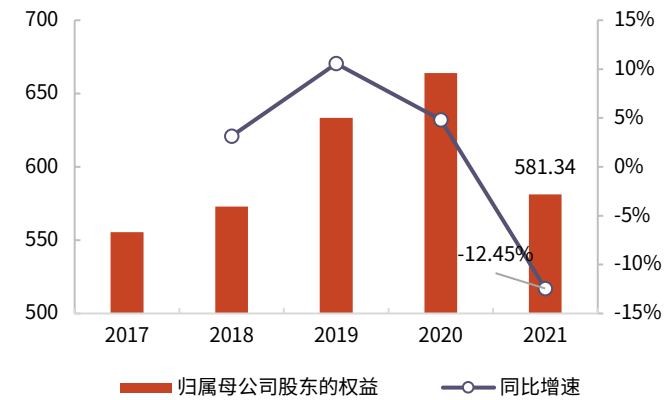
图 6: 2017-2021 公司研发支出及占营业收入的比例情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

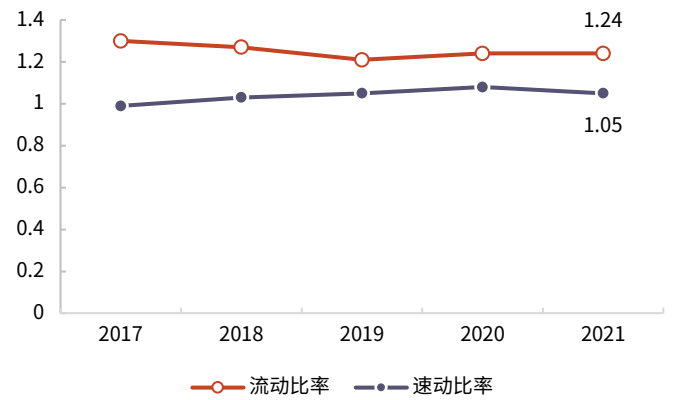
受大额计提减值影响归母权益有所下降，偿债能力保持稳定。随着公司资产规模和销售规模的持续扩张，公司归母权益从 2017 年的 555.37 亿元稳步提升至 2020 年的 664.01 亿元；但是 2021 年受到突发事件影响公司计提大额减值，归母权益下降至 581.34 亿元。公司流动比率和速动比率基本维持平稳，2021 年分别为 1.24 和 1.05。

图 7: 2017-2021 公司归母权益情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

图 8: 2017-2021 公司流动比率及速动比率情况



资料来源: Wind

2019 年, 公司将原有的新能源及环保设备、高效清洁能源设备、工业装备和现代服务业等业务板块重新整合与划分至能源装备、工业装备、集成服务板块。

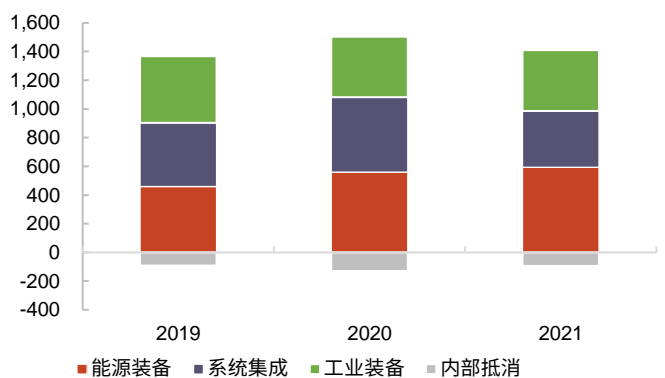
(1) **能源装备业务板块**: 包括燃煤发电及配套设备、燃气发电设备、风电设备、核电设备、储能设备、高端化工设备、电网及工业智能供电系统解决方案;

(2) **工业装备业务板块**: 包括电梯、大中型电机、智能制造设备、工业基础件、环保设备、建筑工业化设备;

(3) **集成服务业务板块**: 包括能源、环保及自动化工程及服务, 包括各类传统能源及新能源、固体废弃物综合利用、污水处理、烟气处理、轨道交通等; 工业互联网服务。

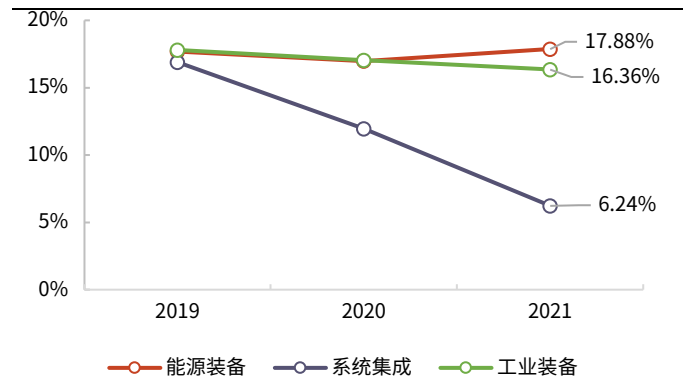
能源板块维持增长, 集成服务板块受海外工程影响收入下滑。2021 年, 公司能源装备板块维持了较好的增长势头, 实现营业收入 592.24 亿元, 同比增长 5.83%, 主要系风电设备销售增长较快所致; 毛利率小幅提升 0.89 个 pct 至 17.88%。工业装备板块实现营业收入 422.41 亿元, 同比小幅提升 0.15%; 毛利率小幅下降 0.68 个 pct 至 16.36%。集成服务板块实现营业收入 394.52 亿元, 同比下降 24.47%, 主要系工程服务收入下降所致; 毛利率同比减少 5.72 个 pct 至 6.24%, 主要系海外工程运营成本上升及原材料价格上涨所致。

图 9: 2019-2021 公司分项业务营业收入情况



资料来源: Wind, 单位: 亿元

图 10: 2019-2021 公司分项业务毛利率情况

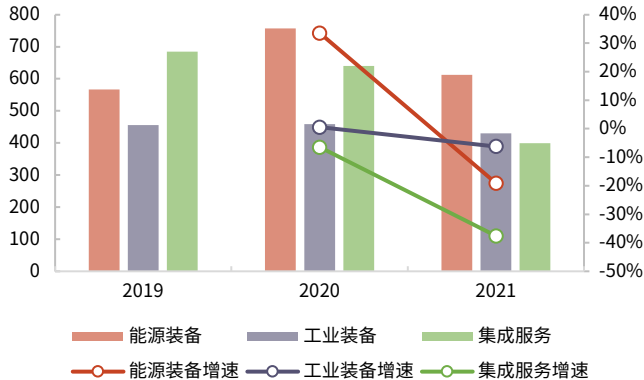


资料来源: Wind

公司新增订单主要聚焦风电、核电、储能领域, 集成服务领域新增订单有所下滑。2021 年公司新增订单 1441.8 亿元, 同比下降 22.30%, 主要系集成服务领域新

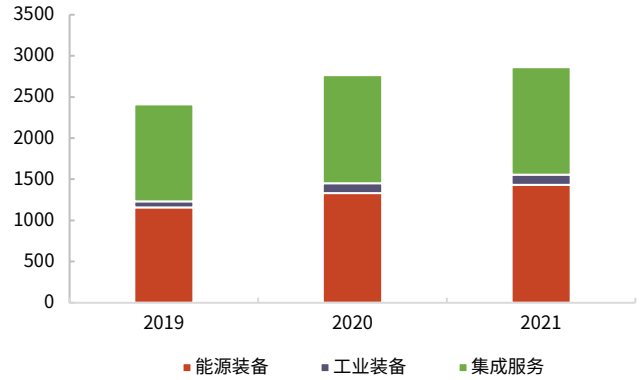
增订单规模的显著下降（从 2020 年的 640 亿元下降至 2021 年的 399 亿元）。另一方面，公司能源装备领域订单规模仍维持高位，2021 年新增能源装备订单 612.6 亿元，其中核电、储能订单规模实现快速增长，核电新增订单从 2020 年的 74.22 亿元同比增长 19.91% 至 2021 年的 89 亿元，储能新增订单从 2020 年的 29.69 亿元同比高增 119.28% 至 2021 年的 65.1 亿元。

图 11: 2019-2021 公司分项业务新增订单情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

图 12: 2019-2021 公司期末在手订单情况



资料来源: Wind, 单位: 亿元

2、多因素致归母净利润同比大幅下降

2021 年，公司归母净利润同比大幅下降 365.76% 至 -99.88 亿元，主要系：1) 对通讯公司风险事项计提相关损失；2) 海外工程运营成本上升；3) 原材料价格波动导致成本上升；4) 公司部分权益法核算的联营企业出现重大亏损；5) 对部分下属企业持有与恒大集团相关的资产计提信用减值损失；6) 对部分子公司计提商誉减值等 6 项原因所致。

表 1: 公司 2021 年净利润大幅下降因素拆分

序号	因素	影响内容相关	净利润负面影响
1	通讯公司资产减值	通讯公司应收账款及存货	83.54
2	迪拜项目计提预计合同亏损	实际发生亏损	31.2
		计提合同亏损	10.4
3	联营企业重大亏损	重庆神华（光伏制造）	4.23
		中国能源（能源开发）	10.17
4	商誉计提减值	宝儿捷（飞机构件相关）	2.1
		宁波海锋（危废处置）	2.8
		吴江太湖（危废处置）	1.2
5	恒大集团相关资产计提减值	三菱电梯、承广电力、输配电有限公司	7.61
合计			153.25

资料来源: 公司公告, 单位: 亿元

展望 2022 年，我们认为通讯公司计提资产减值已较为充分，后续影响有限；联营企业重大亏损情况在 2022 年有望缓解（重庆神华重大亏损系停建铜钼镓太阳能电池组件产业化项目所致，中国能源重大亏损系煤炭价格显著上涨致发电业务成本上升所致）；迪拜项目后续影响仍需持续跟踪项目的建设进展。

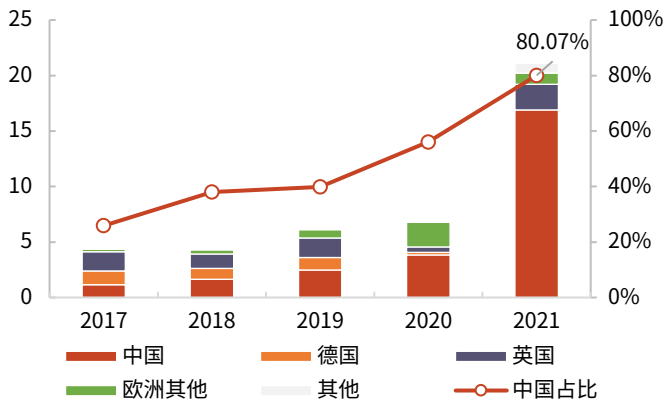
3、重点关注能源装备领域（海上风电、核电、储能）未来发展

海上风电业务：龙头地位稳固，积极开拓风资源开发和服务业务新市场

全球海风迎来高速发展期，中国新增装机规模全球第一，市场份额稳步提升。根据国际风能协会统计，2021年全球新增风电装机规模93.6GW，全球海上风电市场新增装机量达21.1GW，再创历史新高，占全球新增风电装机总量达到22.5%，同样创历史新高。

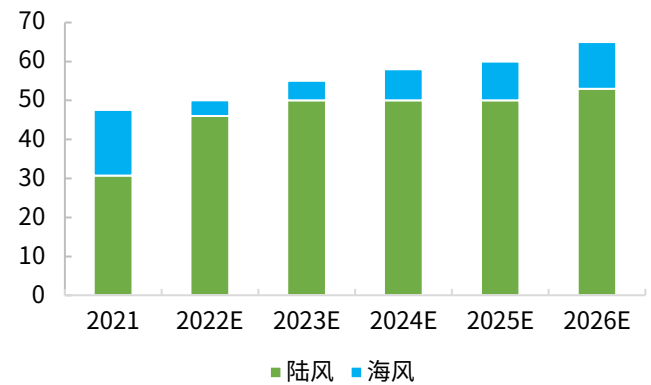
根据国际风能协会预测，2022-2025年中国将新增海上风电装机规模27GW；而根据我们的统计，“十四五”期间沿海各省规划海上风电装机容量已近60GW。未来随着（1）各地对海风政策支持力度持续提升（山东省明确将对2022-2024年建成并网的“十四五”海上风电项目进行补贴），（2）风机招标价格持续下降并已降至4000元/KW内（4月10日，国华投资山东500MW海上风电项目金风科技预中标，单价3828元/KW），（3）国家层面也持续加大对于国管海域项目的开发和审批力度，我们认为“十四五”期间我国海上风电新增装机规模有望超出预期。

图 13：2017-2021 年全球新增海上风电装机规模情况



资料来源：GWEC，左轴：GW

图 14：2021-2026E 中国新增风电装机量预测



资料来源：GWEC，单位：GW

上海电气作为中国最大的海上风电整机制造企业，在海上风电市场占有率第一，具有绝对领先优势。根据彭博新能源财经统计，2019-2021年上海电气在国内海上新增吊装市场占有率分别为28.9%/39%/27.1%，连续3年维持行业第一，市场地位较为稳固。

表 2：上海电气 2019-2021 年风机吊装容量统计

	2019	2020	2021
海上风电			
上海电气吊装容量 (GW)	0.73	1.56	4.1
市占率	28.9%	39.00%	27.10%
排名	1	1	1
全部风电			
上海电气吊装容量 (GW)	1.71	5.07	5.18
市占率	6%	9%	9%
排名	5	4	5

资料来源：彭博新能源财经

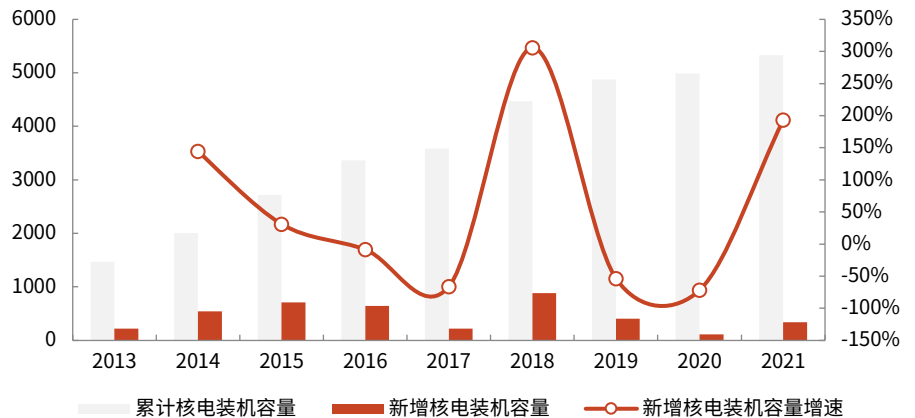
率先跨入 8MW 大容量风机时代，技术进步保持领先优势。2020 年，公司成功中标福建长乐外海海上风电场 C 区项目（第一批）。该项目投标总容量 200MW，中标金额 13.66 亿元，报价 6830 元/kW，将采用公司 8MW-167 海上风电机组。这是上海电气 8MW 首单，开启了中国海上风电 8MW 级风电机组批量化商业化时代。公司始终保持技术领先，针对海上中低速风速区域的近岸海域和远海海域分别研发出新产品并实现交付；针对高风速海域自主研发“Petrel”海燕平台并推出首款配备百米级 S102 碳纤维叶片的产品；针对中低速风速海域进一步研发“Poseidon”海神平台以确保平台最优经济性。

积极开拓风资源开发和服务业务新市场。公司一方面持续加大新能源资源获取力度，2021 年完成签订 22GW+新能源项目开发协议，截至 2021 年底公司自持的风电场累计并网容量达 99MW；另一方面开拓服务业务市场，持续提高运维质量和降低运维成本，2021 年质保期外服务业务新签订单同比增长 86.8%。

核电业务：堆内构件技术领先，核电装备制造产业链完整

我国核电装机容量总体保持良好的上升趋势，“十三五”期间累计核电装机容量从 2015 年底的 2717 万千瓦提升至 2020 年底的 4989 万千瓦，平均增速约 13%。自 2019 年打破核电项目“零核准”后，2021 年政府工作报告中首次提出“**在确保安全的前提下积极有序发展核电**”，根据“十四五”规划 2025 年核电累计运行装机容量达到 7000 万千瓦，沿海核电有望迎来新一波项目投产高峰。碳中和背景下，核能多元综合利用亦加速推进，“十四五”规划明确推动模块式小型堆等先进堆型示范和核能综合利用，先进堆型示范亦呈现出积极发展的态势。

图 15：2013-2021 年我国累计和新增核电装机容量及增速



资料来源：中电联，单位：万千瓦

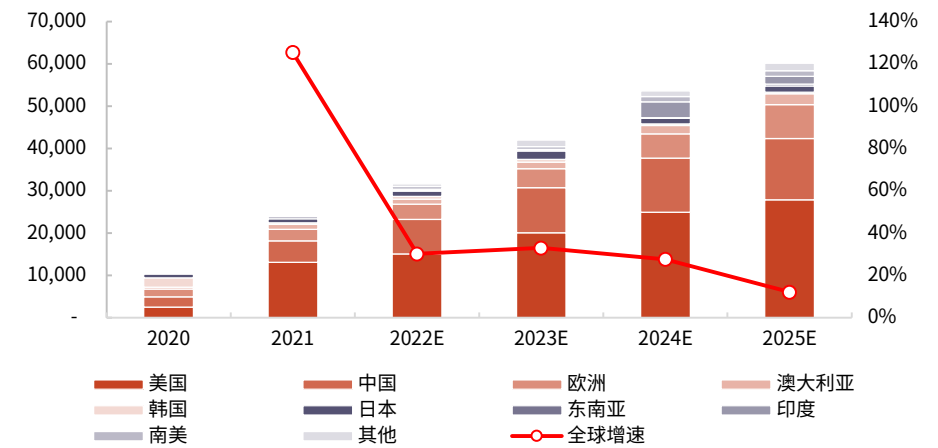
在堆内构件领域，上海电气具有技术领先地位，在 2018 年完成了全球首台“华龙一号”福清 5 号和海外首台卡拉奇 2 号的堆内构件交付工作。在控制棒驱动机构领域，上海电气进入市场较早，为大部分二代堆型供货，并联合上海核工院率先实现 AP1000 控制棒驱动机构的制造。

上海电气核电集团（上海电气子公司）是国内唯一覆盖所有技术路线，拥有核岛和常规岛主设备、辅助设备、核电大锻件等完整产业链的核电装备制造集团，在核岛主设备的市场份额一直保持领先地位。**2021 年公司综合市场占有率持续位居行业第一**，核电新增订单同比增长 19.91%至 89 亿元，期末在手订单 271.7 亿元，在国家“十四五”积极有序发展核电的背景下仍将实现快速发展，并为公司业绩提供有力支撑。

储能业务：携手上下游，布局储能多技术全产业链

碳中和背景下，储能为长期高确定、高增长的黄金赛道。随着可再生能源的大力发展，对储能的需求大幅提升，全球范围内储能行业将会迎来高速发展期。根据BNEF预测，全球储能规模2022年将达到32GWh，2025年将达到60GWh，2021-2025年CAGR达25%。

图 16: 2020-2025 年全球储能装机规模



资料来源: BNEF 预测, 左轴: MWh

公司与国轩高科于2017年合资成立电气国轩，进军储能领域，2019年11月完成对赢合科技的收购，完善公司在新能源领域的战略布局，发挥电源+储能+电网的协同效应。此外，公司在储能领域拥有丰富的产品线，覆盖磷酸铁锂电池、燃料电池、全钒液流电池以及退役电池的梯次利用。

2021年，公司（1）投建了国内首个市场化运营的电网侧共享锂电储能电站，实现探索储能商业化模式重要一步；（2）推出兆瓦级全钒液流电池系统，可实现分布式、集中式全覆盖调峰调频；（3）积极布局国内退役电池储能领域，已完成了10余个示范项目；（4）利用变电站智能维护用户侧数据优势，为客户提供配电网运营+节能服务+分布式能源+储能+售电业务的综合能源服务；（5）成功中标广东粤电大埔电厂储能调频项目，补齐了储能领域应用全场景。

表 3: 电气国轩部分示范工程

项目名称	项目构成
青海 32MW/64MWh 共享储能项目	32 兆瓦/64 兆瓦时磷酸铁锂储能系统
闵行工业园区 3MW/12MWh 光储充项目	4MW/12MWh 磷酸铁锂电池储能系统+上海电机厂 6kV 母线
海立 1.5MW/5.4MWh 综合能源储能项目	1.5MW/5.4MWh 储能系统+综合能源智慧管理平台
镇江电网 8MW/16MWh 储能项目	磷酸铁锂电池+部分预制舱方案 (8 个电池集装箱, 8 个 PCS 变压集装箱)
北京大兴机场 129.5kWh 充电桩项目	磷酸铁锂电池+BMS 系统
雄安新区 40kWh 移动储能系统	磷酸铁锂电池簇+应用模块化设计+BMS 系统
北京 4MW/25MWh 工业园区储能项目	直流增量配网
上海 250kW/1MWh 集装箱储能系统	集装箱式一体设计+模块化设计

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

4、盈利预测及投资建议

4.1、关键假设

公司主营业务包括能源装备、工业装备、集成服务等业务，其中：

工业装备：公司工业装备主要包括三菱电梯、上海集优、以及智能制造设备等三个部分。三菱电梯作为国内领先的电梯设备制造商，抓住旧梯改造和老房加装电梯趋势维持市占率优势，但原材料价格处于高位、产能过剩、竞争加剧等因素会在一定程度上影响未来的订单获取和毛利率水平；智能制造作为公司在产业转型升级的核心业务，未来订单规模有望保持稳健增长。预计公司 22-24 年工业装备营业收入增速维持在 1%，毛利率水平分别为 16%/15.5%/15%。

能源装备：公司能源装备板块包括核电设备、风电设备、燃煤设备、燃机设备、储能设备、及电网及工业智能供电系统解决方案等六个部分。公司在核电装备制造和风电装备制造（尤其是海上风电装备）领域是国内领先企业，2021 年末在手订单分别达 271.7/362.2 亿元；公司燃机设备业务受国内火电建设市场需求下滑影响订单量有所减少（2021 年末在手订单 490.9 亿元），但储能领域新增订单规模维持高速增长（2021 年末在手订单 30.3 亿元）。预计公司 22-24 年能源装备营业收入增速分别为 15%/10%/10%，毛利率水平维持在 18%。

集成服务：公司集成服务主要为能源工程与服务、环保工程与服务、自动化设备与服务等三方面。公司依托其在能源设备制造端的优势，进一步拓展能源工程及服务业务，同时亦在电站环保、固废处理和水处理等环保领域实现了技术和市场的突破。公司成功实现海外能源相关工程突破后收入规模快速提升，但 2021 年受到疫情和原材料成本上升的影响，集成服务营业收入、新增订单规模、及毛利率均有所下滑，预计疫情恢复后公司 22-24 年集成服务营业收入增速维持在 2%，毛利率水平维持在 10%。

4.2、盈利预测

根据上述关键假设，我们预计公司 2022-24 年实现营业收入 1415/1495/1583 亿元，实现归母净利润 26.25/31.48/36.26 亿元，对应 EPS0.17/0.20/0.23 元。

表 4：公司分业务盈利预测情况

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1373	1314	1415	1495	1583
<i>YOY</i>	<i>7.67%</i>	<i>-4.30%</i>	<i>7.68%</i>	<i>5.68%</i>	<i>5.85%</i>
工业装备	422	422	427	431	435
能源装备	560	592	681	749	824
集成服务	522	395	402	410	419
内部抵消	-131	-95	-95	-95	-95
营业成本	1139	1115	1196	1261	1332
工业装备	350	353	358	364	370
能源装备	465	486	558	614	676
集成服务	460	370	374	378	381
内部抵消	-135	-95	-95	-95	-95
毛利率	17.00%	15.15%	15.44%	15.64%	15.84%
工业装备	17.04%	16.36%	16.00%	15.50%	15.00%

能源装备	16.99%	17.88%	18.00%	18.00%	18.00%
集成服务	11.96%	6.24%	7.00%	8.00%	9.00%
内部抵消	-2.98%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，单位：亿元

考虑到公司的主营业务为综合性装备制造（包括能源装备、工业装备等）且海上风电装备制造未来发展空间广阔，故我们选取 A 股的装备制造领先企业湘电股份、东方电气、以及海上风电龙头企业明阳智能等三家公司作为 A 股可比公司，同时选择 H 股的装备制造领先企业哈尔滨电气（H）、中航科工（H）、以及风电龙头金风科技（H）等三家公司作为 H 股可比公司。A/H 股三家可比公司 2022 年的平均 PE 分别为 26/13 倍。

表 5：可比公司估值比较（A 股）

公司名称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（X）				CAGR -3/2021	PEG -2022
	2022/4/22	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
湘电股份	13.36	0.07	0.25	0.40	0.59	191	53	33	23	103.51%	0.52
东方电气	12.20	0.73	0.94	1.17	1.41	17	13	10	9	24.54%	0.53
明阳智能	21.90	1.59	1.75	2.05	2.42	14	13	11	9	15.03%	0.83
平均值						74	26	18	13	48%	0.63
上海电气（A）	3.90	-0.64	0.17	0.20	0.23	-	23	19	17	-	-

资料来源：上海电气数据为光大证券研究所预测，其余公司数据为 Wind 一致性预期

表 6：可比公司估值比较（H 股）

公司名称	收盘价（港元）	EPS（港元）				PE（X）				CAGR -3/2021	PEG -2022
	2022/4/22	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
哈尔滨电气	2.08	-2.95	0.10	0.16	0.19	-	21	13	11	-	-
中航科工	4.15	0.37	0.48	0.56	0.71	11	9	7	6	24.27%	0.36
金风科技	11.66	0.96	1.12	1.27	1.45	12	10	9	8	14.74%	0.71
平均值						12	13	10	8	20%	0.53
上海电气（H）	1.90	-0.78	0.20	0.25	0.28	-	9	8	7	-	-

资料来源：上海电气数据为光大证券研究所预测，其余公司数据为 Wind 一致性预期

汇率：按 1HKD=0.8234CNY 换算

4.3、投资建议

我们预计公司 2022-24 年实现营业收入 1415/1495/1583 亿元，实现归母净利润 26.25/31.48/36.26 亿元，对应 EPS0.17/0.20/0.23 元，当前 A 股股价对应 22-24 年 PE 为 23/19/17 倍，H 股股价对应 22-24 年 PE 为 9/8/7 倍。公司 2021 年受到多因素影响导致归母净利润亏损，但计提减值充分后对后续业务的发展影响有限，22 年有望扭亏为盈；公司作为国内领先的能源装备（尤其是海上风电、核电）和工业装备制造龙头，在我国能源结构转型、产业结构调整的背景下有望利用龙头优势进一步提升市占率，同时在公司技术研发优势的支撑下储能业务也有望成为公司新的业绩增长点，维持 A/H 股“买入”评级。

5、风险分析

(1) 装备制造业受社会固定资产投资影响较大，与国民经济增长相关性较强。宏观经济的不断变化以及行业发展的周期性波动，均会对公司的持续性发展带来挑战；此外新冠疫情也将对公司下游行业需求造成一定程度的影响。

(2) 随着公司海外业务的不断开拓，因海外业务所在国政治经济格局变化引发的风险可能性在上升，公司与海外业主方、合作方发生商业争端风险的可能性也有所增加。

(3) 公司的电站设备、电站工程、输配电工程等业务均涉及出口业务且合同金额较大，此类合同通常以美元计价；公司生产过程中需要采购进口设备和零部件，合同也多以美元等主要外币计价。如果人民币与美元等主要外币的汇率波动幅度趋于扩大，公司的汇率风险可能会有所增加。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	137,285	131,388	141,483	149,525	158,269
营业成本	113,949	111,483	119,637	126,134	133,195
折旧和摊销	2,591	2,128	3,412	3,674	3,926
税金及附加	548	563	606	641	678
销售费用	4,326	4,630	4,386	4,486	4,748
管理费用	8,102	7,930	7,782	7,925	8,388
研发费用	4,854	5,406	5,376	5,532	5,698
财务费用	1,870	1,127	1,493	1,523	1,552
投资收益	1,678	1,642	1,000	1,000	1,000
营业利润	6,063	-10,838	3,598	4,469	5,166
利润总额	6,346	-10,290	4,006	4,877	5,574
所得税	1,080	-50	681	829	948
净利润	5,266	-10,240	3,325	4,048	4,626
少数股东损益	1,508	-252	700	900	1,000
归属母公司净利润	3,758	-9,988	2,625	3,148	3,626
EPS(元)	0.25	-0.64	0.17	0.20	0.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,696	-10,554	9,396	8,408	9,109
净利润	3,758	-9,988	2,625	3,148	3,626
折旧摊销	2,591	2,128	3,412	3,674	3,926
净营运资金增加	2,657	-13,908	-872	820	1,067
其他	-4,311	11,213	4,232	766	490
投资活动产生现金流	-3,605	5,859	-5,990	-5,980	-4,980
净资本支出	-4,551	-2,831	-6,000	-6,000	-5,000
长期投资变化	13,714	11,402	0	0	0
其他资产变化	-12,767	-2,712	10	20	20
融资活动现金流	2,468	2,165	-469	-820	-2,381
股本变化	29	525	-126	0	0
债务净变化	-1,095	2,287	1,024	1,368	-19
无息负债变化	20,713	-8,183	5,603	6,500	6,891
净现金流	3,823	-2,674	2,937	1,608	1,749

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.0%	15.1%	15.4%	15.6%	15.8%
EBITDA 率	7.6%	7.0%	5.8%	6.4%	6.8%
EBIT 率	5.6%	5.3%	3.4%	4.0%	4.3%
税前净利润率	4.6%	-7.8%	2.8%	3.3%	3.5%
归母净利润率	2.7%	-7.6%	1.9%	2.1%	2.3%
ROA	1.7%	-3.4%	1.1%	1.3%	1.4%
ROE (摊薄)	5.7%	-17.2%	4.3%	5.0%	5.5%
经营性 ROIC	6.6%	7.9%	4.4%	5.3%	5.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	66%	67%	67%	67%	67%
流动比率	1.24	1.24	1.25	1.25	1.27
速动比率	1.08	1.05	1.04	1.04	1.05
归母权益/有息债务	1.50	1.25	1.28	1.29	1.35
有形资产/有息债务	6.67	5.92	6.01	6.07	6.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	315,403	300,802	310,754	322,005	332,695
货币资金	24,244	25,359	28,297	29,905	31,654
交易性金融资产	7,388	7,603	8,603	9,603	10,603
应收账款	32,799	33,429	31,197	32,970	34,898
应收票据	8,477	7,811	8,412	8,890	9,409
其他应收款 (合计)	8,936	8,711	9,361	9,879	10,442
存货	29,986	32,879	35,591	37,751	40,099
其他流动资产	65,094	46,456	46,456	46,456	46,456
流动资产合计	227,946	209,776	216,381	224,702	233,660
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13,714	11,402	11,402	11,402	11,402
固定资产	17,538	19,889	21,894	23,788	24,919
在建工程	9,574	5,024	5,643	6,107	6,080
无形资产	9,019	12,957	12,922	12,889	12,859
商誉	4,668	3,955	3,955	3,955	3,955
其他非流动资产	13,014	16,942	16,942	16,942	16,942
非流动资产合计	87,457	91,026	94,373	97,303	99,035
总负债	208,553	202,658	209,285	217,153	224,026
短期借款	15,627	11,836	10,860	10,228	8,210
应付账款	65,853	61,304	65,788	69,360	73,243
应付票据	12,084	16,579	17,792	18,758	19,808
预收账款	622	738	795	840	889
其他流动负债	12,433	12,860	12,268	11,797	11,285
流动负债合计	183,492	168,879	173,506	179,375	184,247
长期借款	15,408	23,845	25,845	27,845	29,845
应付债券	2,485	2,490	2,490	2,490	2,490
其他非流动负债	4,834	6,084	6,084	6,084	6,084
非流动负债合计	25,061	33,778	35,778	37,778	39,778
股东权益	106,849	98,144	101,469	104,852	108,669
股本	15,181	15,706	15,580	15,580	15,580
公积金	25,245	27,952	28,341	28,656	29,018
未分配利润	26,349	15,218	17,581	19,749	22,203
归属母公司权益	66,401	58,134	60,759	63,242	66,059
少数股东权益	40,449	40,010	40,710	41,610	42,610

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.15%	3.52%	3.10%	3.00%	3.00%
管理费用率	5.90%	6.04%	5.50%	5.30%	5.30%
财务费用率	1.36%	0.86%	1.06%	1.02%	0.98%
研发费用率	3.54%	4.11%	3.80%	3.70%	3.60%
所得税率	17%	0%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.07	0.00	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.31	-0.67	0.60	0.54	0.58
每股净资产	4.37	3.70	3.90	4.06	4.24
每股销售收入	9.04	8.37	9.08	9.60	10.16

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A股)	16	-	23	19	17
PB (A股)	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.0	18.7	20.6	17.8	16.1
股息率	1.8%	0.0%	1.1%	1.3%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE