

公司研究

业绩符合预期，核电订单快速增长

——上海电气（601727.SH、2727.HK）2020年年度报告点评

要点

事件：公司发布2020年年度报告，实现营业总收入1372.85亿元，同比增长7.67%；实现归属于母公司股东的净利润37.58亿元人民币，同比增长7.34%。

三大板块形成产业联动与协同发展优势，在手订单充裕：报告期内，能源装备实现营收559.6亿元，同比+21.8%，主要得益于风电业务增长；工业装备实现营收421.77亿元，同比-9.1%，主要是受疫情影响，工业基础件、智能制造装备业务减少；集成服务实现营收522.32亿元，同比+17.9%；主要是能源工程与服务业务增长较快。报告期内，公司新增订单1855.5亿元，同比+8.7%；截至报告期末，公司在手订单2760.9亿元，同比+14.7%，在手订单充裕。

能源装备转型成效显著，核电订单增长4倍：能源装备实现营收559.6亿元，较上年增长21.8%，主要得益于风电业务增长较快；毛利率17%，同比-0.7个百分点，主要由于燃煤发电设备市场竞争激烈，风电产品销售结构发生变化。公司积极从传统火电机组为主转变为多元化机组格局，报告期内锅炉、汽轮机、发电机的产销同比下降，**核电新增订单74亿元，是2019年的5倍。**在碳中和背景下，公司加快调整能源装备结构，大力发展风电，开发绿色高效清洁火电设备。

风电业务受益抢装潮，电气风电分拆上市通过审批：公司2020年风机产量5.5GW，销量5.1GW，销量同比+151%，主要由于补贴到期陆上风电抢装；**风电新增订单291亿元，同比增加30%，预计2021年海上风电将维持高增长。**据GWEC，2020年国内海上风电新增装机容量3.06GW，累计装机容量达到9.9GW，公司作为海上风电整机龙头将从中受益。中长期看，风电作为可再生能源代表，装机量在“十四五”期间仍将较为可观。公司分拆下属电气风电取得阶段性成果，已经顺利通过上市审批。

研发投入持续加大，创新成果加速涌现：公司报告期内研发费用48.54亿元，同比提升18.74%，占营业收入比例3.58%，研发人员数量占公司总人数的比例9.52%。公司新增储能设备订单30亿元，电气国轩南通锂电池智能工厂正式投运；公司完成1000V高效率锂电池储能系统研制，在“青海格尔木32MW/64MWh共享储能电站”并网运营。“星云智汇”工业互联网平台接入设备新增26865台，对应资产价值247亿元，具备集团层面业务承载能力。

盈利预测、估值与评级：2020年国内风电装机超预期，公司有望受益21年海风抢装，上调2021-22年归母净利润预测（上调3%/2%），新增2023年预测，预计21-23年净利润42.72/46.87/51.07亿元，对应EPS为0.27/0.30/0.33元，上海电气（A）当前股价对应21年PE为21倍，上海电气（H）当前股价对应21年PE为9倍。公司作为海上风电龙头，在手订单充裕，有望持续受益于海上风电发展，维持A、H股“买入”评级。

风险提示：产业政策变动影响公司业务，海外政治经济风险，汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	127,509	137,285	168,609	189,443	212,592
营业收入增长率	26.05%	7.67%	22.82%	12.36%	12.22%
净利润（百万元）	3,501	3,758	4,272	4,687	5,107
净利润增长率	16.06%	7.34%	13.67%	9.71%	8.96%
EPS（元）	0.23	0.25	0.27	0.30	0.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.53%	5.66%	6.14%	6.40%	6.62%
P/E	25	23	21	19	18
P/E（H股）	11	10	9	8	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-26；汇率：按1HKD=0.84141CNY换算

A股：买入（维持）

当前价：5.72元

H股：买入（维持）

当前价：2.93港元

作者

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

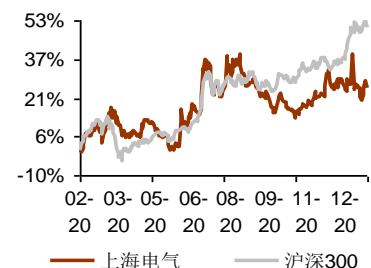
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	157.06
总市值(亿元)	898.38
一年最低/最高(元)	4.34/6.23
近3月换手率	39.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.25	5.24	-14.18
绝对	2.23	4.72	22.94

资料来源：Wind

相关研报

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（2020-08-31）

中国装备制造业“航母”，三个转型扬帆再起——上海电气（601727.SH）投资价值分析报告（2020-07-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	127,509	137,285	168,609	189,443	212,592
营业成本	103,273	113,949	139,958	158,882	179,481
折旧和摊销	2,362	2,503	2,937	3,281	3,599
税金及附加	521	548	673	756	848
销售费用	3,543	4,326	5,228	5,685	6,273
管理费用	8,192	8,102	9,614	10,423	11,272
研发费用	4,088	4,854	5,742	6,263	6,815
财务费用	1,470	1,870	1,931	2,234	2,252
投资收益	430	1,678	1,000	1,000	1,000
营业利润	6,928	6,063	6,070	6,570	7,076
利润总额	7,092	6,346	6,354	6,854	7,360
所得税	1,279	1,080	1,082	1,167	1,253
净利润	5,813	5,266	5,272	5,687	6,107
少数股东损益	2,312	1,508	1,000	1,000	1,000
归属母公司净利润	3,501	3,758	4,272	4,687	5,107
EPS(按最新股本计)	0.23	0.25	0.27	0.30	0.33

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10,505	4,696	8,275	11,863	12,460
净利润	3,501	3,758	4,272	4,687	5,107
折旧摊销	2,362	2,503	2,937	3,281	3,599
净营运资金增加	27,455	2,169	8,220	2,984	3,660
其他	-22,813	-3,734	-7,154	911	95
投资活动产生现金流	-12,276	-3,605	-13,900	-5,985	-4,985
净资本支出	-3,163	-4,551	-6,000	-6,000	-5,000
长期投资变化	15,119	13,714	0	0	0
其他资产变化	-24,231	-12,767	-7,900	15	15
融资活动现金流	12,283	2,468	6,673	-2,753	-4,003
股本变化	427	29	525	0	0
债务净变化	10,683	-1,095	9,694	535	-614
无息负债变化	33,366	20,713	19,287	16,023	17,272
净现金流	10,589	3,823	1,048	3,125	3,472

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	19.0%	17.0%	17.0%	16.1%	15.6%
EBITDA 率	10.0%	7.6%	6.9%	6.5%	6.2%
EBIT 率	8.0%	5.6%	5.2%	4.7%	4.5%
税前净利润率	5.6%	4.6%	3.8%	3.6%	3.5%
归母净利润率	2.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.4%
ROA	2.1%	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%
ROE (摊薄)	5.5%	5.7%	6.1%	6.4%	6.6%
经营性 ROIC	10.4%	7.2%	6.8%	6.7%	7.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	67%	66%	68%	69%	69%
流动比率	1.21	1.24	1.20	1.21	1.23
速动比率	1.05	1.08	1.02	1.02	1.03
归母权益/有息债务	1.40	1.50	1.29	1.35	1.44
有形资产/有息债务	5.81	6.67	6.08	6.41	6.88

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	280,524	315,403	348,565	369,756	391,383
货币资金	21,461	24,244	25,291	28,416	31,889
交易性金融资产	6,965	7,388	8,388	9,388	10,388
应收帐款	29,337	32,799	40,283	45,260	50,791
应收票据	6,222	8,477	10,412	11,698	13,128
其他应收款 (合计)	4,254	8,936	10,932	12,260	13,736
存货	27,004	29,986	37,258	42,549	48,309
其他流动资产	56,369	65,094	65,094	65,094	65,094
流动资产合计	199,201	227,946	252,352	272,359	294,291
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	15,119	13,714	13,721	13,721	13,721
固定资产	16,716	17,538	20,852	23,712	25,552
在建工程	7,324	9,574	9,055	8,666	8,000
无形资产	7,864	9,019	9,287	9,534	9,762
商誉	3,641	4,668	4,668	4,668	4,668
其他非流动资产	10,520	13,014	21,008	21,008	21,008
非流动资产合计	81,323	87,457	96,213	97,396	97,092
总负债	188,934	208,553	237,534	254,092	270,750
短期借款	16,734	15,627	23,321	21,856	19,242
应付账款	57,923	65,853	80,884	91,820	103,725
应付票据	8,507	12,084	14,842	16,849	19,033
预收账款	535	622	764	858	963
其他流动负债	14,254	12,433	12,103	11,884	11,641
流动负债合计	164,061	183,492	210,473	225,031	239,689
长期借款	11,268	15,408	17,408	19,408	21,408
应付债券	6,918	2,485	2,485	2,485	2,485
其他非流动负债	4,070	4,834	4,834	4,834	4,834
非流动负债合计	24,873	25,061	27,061	29,061	31,061
股东权益	91,589	106,849	111,031	115,664	120,634
股本	15,152	15,181	15,706	15,706	15,706
公积金	25,697	25,245	25,147	25,616	26,127
未分配利润	22,807	26,349	29,104	32,268	35,726
归属母公司权益	63,346	66,401	69,583	73,216	77,185
少数股东权益	28,243	40,449	41,449	42,449	43,449

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.78%	3.15%	3.10%	3.00%	2.95%
管理费用率	6.42%	5.90%	5.70%	5.50%	5.30%
财务费用率	1.15%	1.36%	1.15%	1.18%	1.06%
研发费用率	3.21%	3.54%	3.41%	3.31%	3.21%
所得税率	18%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.07	0.07	0.07	0.08
每股经营现金流	0.69	0.31	0.53	0.76	0.79
每股净资产	4.18	4.37	4.43	4.66	4.91
每股销售收入	8.42	9.04	10.74	12.06	13.54

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A股)	25	23	21	19	18
PB (A股)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	12.9	18.2	17.4	16.7	15.5
股息率	0.0%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%

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。

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	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------