

发力新能源+海外拓展 促业绩稳步增长

——上海电气（601727）中报点评

2018年09月01日

推荐/首次

上海电气

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
贺朝晖	研究助理	
	hezh@dxzq.net.cn	010-66554024

事件：

公司发布中期业绩报告称，2018年上半年归属于母公司所有者的净利润为17.66亿元，较上年同期增13.02%；营业收入为512.74亿元，较上年同期增24.38%；基本每股收益为0.1199元，较上年同期增6.96%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	26635.41	15344.87	25879.47	17423.2	20896.24	18419.99	32854.01
增长率（%）	9.62%	-0.72%	20.88%	-30.32%	-21.55%	20.04%	26.95%
毛利率（%）	23.84%	23.21%	21.52%	22.28%	24.55%	20.72%	18.79%
期间费用率（%）	17.65%	16.29%	7.72%	22.44%	21.55%	14.45%	6.92%
营业利润率（%）	1.92%	6.74%	6.76%	6.37%	7.10%	6.68%	6.08%
净利润（百万元）	814.23	897.28	1695.05	957.52	1456.37	1123.47	1814.17
增长率（%）	-21.92%	-03.51%	12.96%	-38.91%	78.86%	25.21%	07.03%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.04	0.08	0.02	0.05	0.04	0.08
资产负债率（%）	66.55%	66.83%	67.37%	65.85%	64.52%	63.77%	65.53%
净资产收益率（%）	1.30%	1.53%	2.89%	1.42%	2.06%	1.56%	2.54%
总资产收益率（%）	0.44%	0.51%	0.94%	0.49%	0.73%	0.56%	0.88%

观点：

1. 主营业务齐增长助业绩提升

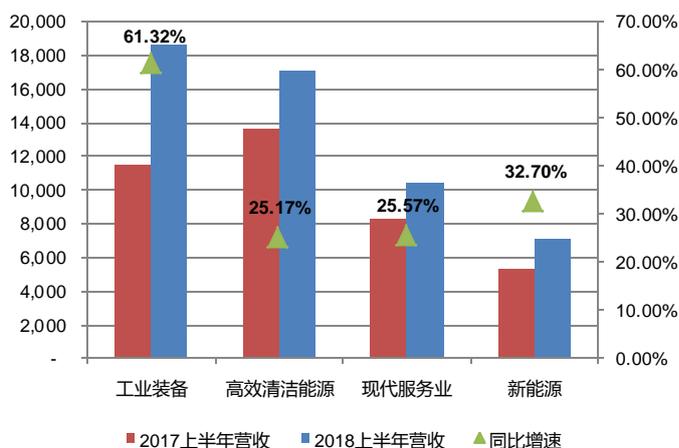
公司2018H1实现营收512.74亿元，同比增长24.38%，公司四块主营业务高效清洁能源、工艺装备、新能源、现代服务业增速均突破20%，共同推升2018H1业绩提升。

2018H1净利润增速13%低于营收增速，主要原因在于综合毛利率19.5%同比减少2.5 pct，其中高效清洁能源、工艺装备、新能源业务毛利率分别降低2.8、1.9、3.8 pct，现代服务业毛利率增长0.9 pct，上游原材料价格上涨是利润率下降的主因。2018H1三费控制效果良好，期间费用率9.6%同比减少4 pct。

除了营收，公司同样实现订单增长，2018H1新增订单达665.3亿元，同比增长20.8%。公司新增订单中，新

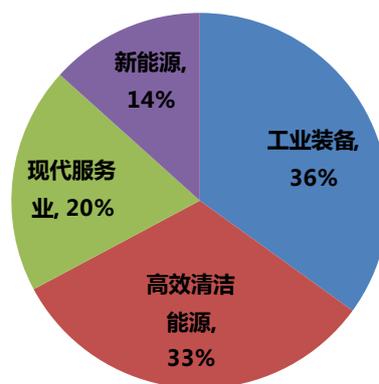
能源及环保设备占11.5%，高效清洁能源设备占11.4%，工业装备占34.2%，现代服务业占42.9%。截止2018H1，公司在手订单为人民币2260.9亿元(其中未生效订单人民币1045.8亿元)，较上年期末基本持平，其中新能源及环保设备占14.5%，高效清洁能源设备占40.0%，工业装备占5.6%，现代服务业占39.9%。稳定的在手及新增订单是公司未来发展的保障，而且现代服务业订单不断增高，促进了公司业务从传统设备供应商向综合服务商积极转型。

图 1: 公司上半年分行业营收(百万元)及同比增长



资料来源: 公司财务中报, 东兴证券研究所

图 2: 公司上半年营收分行业占比



资料来源: 公司财务中报, 东兴证券研究所

2. 海上风电树立龙头地位

在传统火电装备需求下滑的情况下，公司大力发展新能源，在风电设备已经取得突出成绩，风机销售处于国内“海上第一、陆上第三”的地位。公司引进西门子的海上风电技术，2018H1完成了亚洲地区规模最大的福建海上风电智能制造基地建设，具备6-10MW大型直驱风力发电机组生产能力，公司在海上风电市场占比已超60%。

根据风电发展“十三五”规划，到2020年底，海上风电装机容量达到5GW以上，开工容量超过10GW。目前海上风电装机已超过2GW，2018H1海上风电项目公开招标规模同比增长超20%，广东、福建、江苏等省份项目招标市场十分活跃。公司有望借助于在海上风电快速发展，实现新能源业务跨越式发展，对冲传统火电业务的下滑。

3. 海外市场拓展促进产能利用

由于国内火电、输配电建设高峰期已过，电站投资逐年下降，在此背景下公司积极拓展海外市场，并从传统装备制造延伸至EPC工程服务，以及“投资+运维”，从而提高项目盈利能力。公司已累计承接海内外电站工程项目90余个，遍布全球30多个国家和地区，总装机容量达92GW，其中海外项目63GW。

2018H1公司与东方电气组成项目联营体成功中标埃及汉纳维电站项目，项目总规模约为44亿美元。与沙特国际电力和水务公司签订了全球最大的光热电站——迪拜水电局光热四期700兆瓦电站项目EPC合同。2018H1新接电站工程订单268.8亿元，同比增长79.1%，在手电站工程订单824亿元，同比增长33.7%。在海外充足的项目储备以及不断推进新项目开发，有利于公司维持较高产能利用率，对冲国内火电项目的减少。

4. 核电新项目重启将拉动核电装备业务

公司在核电设备制造领域拥有核岛、常规岛、BOP设备制造完整产业链，尤其在堆内构件以及控制棒驱动机构拥有80%以上市场份额，处于绝对领先地位。由于2016、2017年没有核电新项目获批，公司核电装备业务发展减速。2018年8月14日三门1号AP1000机组已进入100%功率平台，即将正式进入商业运行阶段，历经9年建设的三门1号机组完工将触发新一轮核电开工潮，公司凭借着在核电装备制造领域的领先优势，将受益于新项目重启实现业绩进一步提升。

结论：

公司是国内电力装备制造业的领军企业，2018H1业绩和订单情况良好，在快速发展的海上风电以及海外市场拓展已具备领先优势，将助力公司实现业务转型，核电新项目开工后主设备订单的到来将进一步提升公司业绩。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为1007.6亿元、1195.3亿元和1392.3亿元，归属于上市公司股东净利润分别为36.2亿元、41.8亿元和47.7亿元，每股收益分别为0.25元、0.28元和0.32元，对应PE分别为20、17、15。首次给予“推荐”评级。

风险提示：

风电政策支持力度不足、核电新项目审批不达预期、海外市场拓展不达预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	133784	144357	183143	219369	257462	营业收入	79078	79544	100760	119527	139227
货币资金	43418	37224	47153	55935	65154	营业成本	61936	61400	78021	92583	107793
应收账款	27139	27906	35059	41589	48443	营业税金及附加	622	548	1008	1195	1392
其他应收款	1727	1325	1678	1991	2319	营业费用	3086	3105	4030	4781	5848
预付款项	8428	9551	10331	11257	12335	管理费用	7751	9293	11084	13148	15315
存货	24883	34474	42751	50730	59065	财务费用	182	510	542	1368	2049
其他流动资产	15996	18309	28917	38301	48151	资产减值损失	2349.5	2893.1	2503.3	2503.3	2503.3
非流动资产合计	41850	54988	53488	52054	50685	公允价值变动收益	-1.11	-3.68	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	9080	10705	10705	10705	10705	投资净收益	1547.9	2925.1	3217.6	3539.4	3893.3
固定资产	11638.	13912.	15686.	14904.	14122.	营业利润	4699	5379	6790	7488	8220
无形资产	5484	7117	6529	5899	5332	营业外收入	783.73	244.83	741.71	741.71	741.71
其他非流动资产	1022	2732	2732	2732	2732	营业外支出	38.78	95.56	70.60	70.60	70.60
资产总计	175634	199346	236631	271423	308147	利润总额	5444	5529	7461	8159	8891
流动负债合计	103061	111320	141358	168009	195651	所得税	1113	522	1492	1632	1778
短期借款	2146	2554	21527	34421	47118	净利润	4331	5006	5969	6527	7113
应付账款	30699	33740	39545	46926	54635	少数股东损益	2271	2347	2347	2347	2347
预收款项	43652	44100	48131	52912	58481	归属母公司净利润	2060	2660	3622	4180	4766
一年内到期的非流	1054	3172	3172	3172	3172	EBITDA	11666	14846	8826	10291	11641
非流动负债合计	14926	17304	21481	26438	32220	EPS (元)	0.16	0.19	0.25	0.28	0.32
长期借款	997	4145	8133	12864	18374	主要财务比率					
应付债券	11148	10058	10058	10058	10058	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	117987	128624	162839	194448	227872	成长能力					
少数股东权益	12554	15185	17531	19878	22224	营业收入增长	1.37%	0.59%	26.67%	18.62%	16.48%
实收资本(或股本)	13431	14725	14725	14725	14725	营业利润增长	-6.24%	14.47%	26.22%	10.28%	9.78%
资本公积	9721	16535	16535	16535	16535	归属于母公司净利润	36.19%	15.41%	36.19%	15.41%	14.01%
未分配利润	16102	19112	12592	5067	-3512	获利能力					
归属母公司股东权	45093	55537	56188	57024	57977	毛利率(%)	21.68%	22.81%	22.57%	22.54%	22.58%
负债和所有者权	175634	199346	236631	271423	308147	净利率(%)	5.48%	6.29%	5.92%	5.46%	5.11%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							
经营活动现金流	9949	-7525	-10933	-5370	-4765	偿债能力					
净利润	4331	5006	5969	6527	7113	资产负债率(%)	67%	65%	69%	72%	74%
折旧摊销	6785.5	8956.8	0.00	782.27	782.27	流动比率	1.30	1.30	1.30	1.31	1.32
财务费用	182	510	542	1368	2049	速动比率	1.06	0.99	0.99	1.00	1.01
应收账款减少	0	0	-7153	-6530	-6855	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4030	4781	5569	总资产周转率	0.47	0.42	0.46	0.47	0.48
投资活动现金流	-10694	-4327	1328	1013	1367	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	-1	-4	0	0	0	应付账款周转率	2.68	2.47	2.75	2.76	2.74
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1548	2925	3218	3539	3893	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.19	0.25	0.28	0.32
筹资活动现金流	-3163	3198	19534	13139	12617	每股净现金流(最新)	-0.29	-0.59	0.67	0.60	0.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.36	3.77	3.82	3.87	3.94
长期借款增加	0	0	3988	4731	5510	估值比率					
普通股增加	607	1294	0	0	0	P/E	32.07	26.33	20.29	17.58	15.42
资本公积增加	4190	6814	0	0	0	P/B	1.49	1.32	1.31	1.29	1.27
现金净增加额	-3908	-8655	9929	8782	9219	EV/EBITDA	3.34	3.78	6.16	7.59	7.48

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4年核电行业工作经验，3年国际能源工程企业工作经验，2018年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。