

# “双碳”转型持续推进，业绩超出预期

## ——东方电气（600875）点评报告

买入(维持)

2021年08月31日

### 报告关键要素：

公司发布2021年半年报，报告期内实现营业总收入227.37亿元、同比增长28.07%，利润总额16.29亿元、同比增长41.74%，实现新增生效订单343.92亿元，同比增长32.85%，实现每股收益0.43元。

### 投资要点：

**“双碳”背景下能源变革带动风电高速增长：**在国家“碳中和，碳达峰”大背景下，发电设备产量大幅提升，2021年上半年公司实现发电设备总产量1895.64万千瓦，同比增长51.72%。其中水轮发电机组506.55万千瓦，同比增长11.81%，汽轮发电机1237.5万千瓦，同比增长75.08%，风力发电机组151.59万千瓦，同比增长69.13%，电站锅炉1126万千瓦，同比增长84.85%，电站汽轮机937.40万千瓦，同比增长127.39%。

**产业转型持续推进，营收结构更趋合理：**报告期营业收入中，清洁高效发电设备占比27.22%，可再生能源装备占比34.62%，现代制造服务业占比10.40%，工程与贸易占比11.33%，新兴成长产业16.43%，产业结构更趋合理，绿色低碳转型初见成效。公司大力发展可再生能源装备并进军燃料电池赛道，顺应我国双碳背景下对于清洁能源的需求变化，新能源板块未来有望成为公司业绩增长的关键驱动力。此外，“十四五”规划纲要提出，要构建现代能源体系，加快抽水蓄能电站建设和新型储能技术规模化应用。国家能源局监管总监李冶近日透露，抽水蓄能电站作为优质的调节电源，在促进新能源消纳方面具有突出的作用和优势。目前我国在运抽水蓄能电站装机规模3179万千瓦，在建规模5463万千瓦，预期到2025年，在运装机总规模将达到6200万千瓦。公司2018年抽水蓄能市场占有率达到47.2%，目前市场占有率保持相对稳定的态度，随着抽水储能发展窗口的到来，传统水电业务有望迎来增长。

**携手北京大兴区，氢能赛道有望迎来增长拐点：**公司2011年开始燃料电池研发，2011-17年累计申请燃料电池领域专利135项，具备动力燃料电池自主技术。公司为西昌市量身定制的全国首个“高原”氢燃料电池公交项目，入选中国2020年十大城市清洁高效供能典型项目并排序第一。2021年1月，公司实现全国首批高原氢燃料电池发动机成功交付，先期示范的100台氢燃料电池公交车累计运营里程超过620万公里，最低氢耗低于4公斤。今年6月，北京大兴区与东方电气签署了氢

### 基础数据

总股本(百万股)	3,119.15
流通A股(百万股)	1,996.90
收盘价(元)	15.85
总市值(亿元)	494.39
流通A股市值(亿元)	316.51

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

### 相关研究

- 一季度符合预期，新兴行业进入成长期
- 万联证券研究所 20201102\_公司季报点评
- AAA\_东方电气（600875）季报点评报告
- 万联证券研究所 20200330\_东方电气（600875）年报点评\_AAA\_风电振兴份额提升三倍，现代制造服务业盈利突出

**分析师：** 江维

执业证书编号：S0270520090001

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

**研究助理：** 黄星

电话：13929126885

邮箱：huangxing@wlzq.com.cn

能合作协议，将在北京大兴建北京总部、膜电极研发中心和制造基地。目前北京已成为首批氢能示范城市群，公司燃料电池相关业务有望迎来需求补涨，增长拐点将至。

**盈利预测与投资建议：**预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 466.51/495.27/506.00 亿元，净利润分别为 23.44/25.33/28.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.81/0.90 元/股，结合碳达峰、碳中和的大背景下公司新能源以及新兴产业板块的发展前景，维持公司“买入”评级。

**风险因素：**清洁能源装机需求不及预期；氢能板块回暖不及预期。

**利润表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>37283</b>	<b>46651</b>	<b>49527</b>	<b>50600</b>
%同比增速	14%	25%	6%	2%
<b>营业成本</b>	<b>28963</b>	<b>35467</b>	<b>38000</b>	<b>38713</b>
<b>毛利</b>	<b>8320</b>	<b>11184</b>	<b>11527</b>	<b>11887</b>
%营业收入	22%	24%	23%	23%
<b>税金及附加</b>	<b>236</b>	<b>346</b>	<b>349</b>	<b>357</b>
%营业收入	1%	1%	1%	1%
<b>销售费用</b>	<b>1177</b>	<b>2099</b>	<b>2130</b>	<b>2125</b>
%营业收入	3%	5%	4%	4%
<b>管理费用</b>	<b>2620</b>	<b>3499</b>	<b>3615</b>	<b>3643</b>
%营业收入	7%	8%	7%	7%
<b>研发费用</b>	<b>2003</b>	<b>2566</b>	<b>2625</b>	<b>2631</b>
%营业收入	5%	6%	5%	5%
<b>财务费用</b>	<b>168</b>	<b>153</b>	<b>129</b>	<b>102</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-567</b>	<b>-100</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>
信用减值损失	205	0	0	0
<b>其他收益</b>	<b>200</b>	<b>187</b>	<b>198</b>	<b>202</b>
<b>投资收益</b>	<b>337</b>	<b>327</b>	<b>347</b>	<b>354</b>
<b>净敞口套期收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-138</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>资产处置收益</b>	<b>7</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>营业利润</b>	<b>2160</b>	<b>2948</b>	<b>3189</b>	<b>3551</b>
%营业收入	6%	6%	6%	7%
<b>营业外收支</b>	<b>-93</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>利润总额</b>	<b>2067</b>	<b>2998</b>	<b>3239</b>	<b>3601</b>
%营业收入	6%	6%	7%	7%
<b>所得税费用</b>	<b>151</b>	<b>450</b>	<b>486</b>	<b>540</b>
<b>净利润</b>	<b>1916</b>	<b>2548</b>	<b>2753</b>	<b>3061</b>
%营业收入	5%	5%	6%	6%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1862</b>	<b>2344</b>	<b>2533</b>	<b>2816</b>
%同比增速	46%	26%	8%	11%
少数股东损益	54	204	220	245
EPS (元/股)	0.60	0.75	0.81	0.90

**基本指标**

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.60	0.75	0.81	0.90
BVPS	9.91	10.68	11.50	12.42
PE	25.36	20.14	18.64	16.77
PEG	0.37	0.78	2.32	1.50
PB	1.53	1.42	1.32	1.22
EV/EBITDA	1.70	5.10	2.86	1.69
ROE	6%	7%	7%	7%
ROIC	6%	6%	6%	6%

**资产负债表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>26686</b>	<b>30730</b>	<b>38433</b>	<b>41872</b>
<b>交易性金融资产</b>	<b>1293</b>	<b>1293</b>	<b>1293</b>	<b>1293</b>
<b>应收票据及应收账款</b>	<b>11307</b>	<b>13690</b>	<b>14218</b>	<b>14770</b>
<b>存货</b>	<b>15610</b>	<b>19236</b>	<b>20458</b>	<b>20897</b>
<b>预付款项</b>	<b>2973</b>	<b>3547</b>	<b>3610</b>	<b>3678</b>
<b>合同资产</b>	<b>6528</b>	<b>13995</b>	<b>12382</b>	<b>12650</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>6276</b>	<b>6643</b>	<b>6702</b>	<b>6689</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>70673</b>	<b>89133</b>	<b>97097</b>	<b>101848</b>
<b>长期股权投资</b>	<b>1776</b>	<b>1776</b>	<b>1776</b>	<b>1776</b>
<b>固定资产</b>	<b>5243</b>	<b>4645</b>	<b>4092</b>	<b>3530</b>
<b>在建工程</b>	<b>204</b>	<b>211</b>	<b>188</b>	<b>149</b>
<b>无形资产</b>	<b>1600</b>	<b>1848</b>	<b>1952</b>	<b>2082</b>
<b>商誉</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>递延所得税资产</b>	<b>2976</b>	<b>2976</b>	<b>2976</b>	<b>2976</b>
<b>其他非流动资产</b>	<b>15324</b>	<b>15323</b>	<b>15323</b>	<b>15323</b>
<b>资产总计</b>	<b>97795</b>	<b>115912</b>	<b>123404</b>	<b>127683</b>
<b>短期借款</b>	<b>298</b>	<b>210</b>	<b>280</b>	<b>200</b>
<b>应付票据及应付账款</b>	<b>18503</b>	<b>22419</b>	<b>24022</b>	<b>24515</b>
<b>预收账款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>合同负债</b>	<b>28922</b>	<b>39013</b>	<b>41800</b>	<b>42584</b>
<b>应付职工薪酬</b>	<b>677</b>	<b>977</b>	<b>1017</b>	<b>1024</b>
<b>应交税费</b>	<b>288</b>	<b>421</b>	<b>417</b>	<b>430</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>7714</b>	<b>8697</b>	<b>8868</b>	<b>8837</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>56105</b>	<b>71527</b>	<b>76125</b>	<b>77390</b>
<b>长期借款</b>	<b>719</b>	<b>813</b>	<b>907</b>	<b>822</b>
<b>应付债券</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>递延所得税负债</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
<b>其他非流动负债</b>	<b>7295</b>	<b>7295</b>	<b>7295</b>	<b>7295</b>
<b>负债合计</b>	<b>64154</b>	<b>79669</b>	<b>84361</b>	<b>85542</b>
<b>归属于母公司的所有者权益</b>	<b>30908</b>	<b>33305</b>	<b>35885</b>	<b>38738</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>2734</b>	<b>2938</b>	<b>3158</b>	<b>3403</b>
<b>股东权益</b>	<b>33642</b>	<b>36243</b>	<b>39043</b>	<b>42141</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>97795</b>	<b>115912</b>	<b>123404</b>	<b>127683</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-2749</b>	<b>4213</b>	<b>7472</b>	<b>3546</b>
<b>投资</b>	<b>-319</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>资本性支出</b>	<b>-535</b>	<b>-435</b>	<b>-207</b>	<b>-224</b>
<b>其他</b>	<b>173</b>	<b>327</b>	<b>347</b>	<b>354</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-680</b>	<b>-109</b>	<b>140</b>	<b>130</b>
<b>债权融资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>股权融资</b>	<b>137</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>银行贷款增加(减少)</b>	<b>436</b>	<b>6</b>	<b>164</b>	<b>-165</b>
<b>筹资成本</b>	<b>-696</b>	<b>-66</b>	<b>-72</b>	<b>-73</b>
<b>其他</b>	<b>-332</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-454</b>	<b>-61</b>	<b>92</b>	<b>-237</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-4195</b>	<b>4044</b>	<b>7703</b>	<b>3438</b>

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心  
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心  
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场