

电力设备

2022 年 05 月 04 日

东方电气 (600875)

——业务结构大幅优化 双碳目标下电源侧机遇开启

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2022 年 04 月 29 日

收盘价 (元) 12.62
 一年内最高/最低 (元) 23.42/10.2
 市净率 1.2
 息率 (分红/股价) -
 流通 A 股市值 (百万元) 25316
 上证指数/深证成指 3047.06/11021.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022 年 03 月 31 日

每股净资产 (元) 10.75
 资产负债率% 64.80
 总股本/流通 A 股 (百万) 3119/2006
 流通 B 股/H 股 (百万) -/340

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
 liuxn@swsresearch.com
 查浩 A0230519080007
 zhahao@swsresearch.com

研究支持

蔡思 A0230121090006
 caisi@swsresearch.com

联系人

戴映妍
 (8621)23297818×转
 daiyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司发布 2021 年度报告。2021 年公司实现营收 478.19 亿元，同比增长 28.26%；实现归母净利润 22.89 亿元，同比增长 22.93%，业绩增长符合预期。公司拟每 10 股派发现金红利 2.3 元 (含税)。

投资要点：

- **风电业务贡献最大增量，业务构成问题对毛利率造成一定压制。**2021 年公司实现营收 478 亿元，同比增长 28.26%，增速较前几年显著加快。其中贡献最大收入增量的主要是公司的风电设备业务，2021 年公司风机销售量达 3.36GW，同比增长 17.84%，且以价值量较高的海上风电为主。受此影响公司可再生能源装备板块实现营收 151.38 亿元，同比增长 50.11%；毛利率 14.32% (增长 0.06pct)。考虑到公司风电业务毛利率低于公司其他整体水平，收入增幅较大对公司总体毛利率改善有所压制，导致公司实现综合毛利率 17.29% (下降 3.06 pct)。公司在大型风机尤其是海上风电领域具备较强技术优势，2022 年 2 月亚洲地区单机容量最大、叶轮直径最大的 13MW 风电机组下线成功，我们预期公司风电板块未来将继续保持营收高增，同时实现毛利率也有较大提升空间。
- **费用率下降推动利润率上升，信用减值一定程度拖累业绩表现。**公司 2021 年销售、管理、财务费用率分别为 3.05%/5.83%/0.08%，较上年同期均有一定程度下降，公司期间费用率减少 2.63pct。受益于费用率下降，抵消掉部分毛利率下降影响，使得公司利润率依然保持较高水平。同时，我们发现 21 年计提的信用减值 2 亿元，而上年同期则涉及及部分计提转回。由此产生的差异对公司 2021 年全年业绩造成了一定程度拖累。
- **“六电并举、五业协同”，收入结构大幅优化。**2021 年公司可再生能源装备、清洁高效能源装备、工程与贸易、现代制造服务业、新兴成长产业分别实现营收增长 50.11%/14.66%/60.33%/-19.28%/29.80%。分产业看，可再生能源装备营收占比 31.66% (增加 4.61pct)，首次成为公司第一大产业；分电源看，风电设备营收占比 26.39% (增加 6.45pct)，超越火电成为第一大电源设备业务，“零碳”发电装备占装备制造板块比重超过 60%。公司收入结构大幅优化，整体业务布局更加契合 3060 目标。
- **订单增长稳健，新型电力系统投资下电源侧建设改造有望加速。**2021 年，公司新增订单 563.92 亿元 (+14.15% yoy)。新增生效订单中，清洁高效能源装备占 25.81%，可再生能源装备占 29.40%，工程与贸易占 13.46%，现代制造服务业占 12.78%，新兴成长产业占 18.55%。新型电力将会带来电源侧全面升级和改造，为解决消纳问题将新增较多的电源侧投资。2021 年 9 月国家发布抽水蓄能规划，要求到 2025 年抽水蓄能投产总规模 6200 万千瓦以上，到 2030 年投产总规模 1.2 亿千瓦左右；2021 年 10 月国家发布《全国煤电机组改造升级实施方案》，明确“十四五”期间节煤降耗改造规模不低于 3.5 亿千瓦，供热改造规模力争达到 5000 万千瓦，存量煤电机组灵活性改造应改尽改，完成 2 亿千瓦，增加系统调节能力 3000—4000 万千瓦。受益于抽水蓄能建设和煤电改造，我们预期公司风电以外的收入、毛利有望反转、加速回升。
- **盈利预测与评级：**新型电力系统的建设给公司带来全新发展机遇，“十四五”期间电源建设将持续高景气，火电、核电、气电、风电装机预期持续提升，火电灵活性改造和水电改扩建抽水蓄能将迎来快速发展，考虑到公司当前订单储备情况，我们适当下调 22-23 年归母净利润预测，新增 24 年归母净利润预测，预计 22-24 年归母净利润分别为 29.2、36.4 和 44.5 亿元 (22-23 年调整前分别为 30.93 和 39.34)，当前股价对应 PE 分别为 13、11 和 9 倍，继续维持“买入”评级。
- **风险提示：**短期内新能源发展增速低于预期；火电灵活性改造推进不及预期

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	47,819	14,107	55,757	64,430	73,294
同比增长率 (%)	28.3	29.8	16.6	15.6	13.8
归母净利润 (百万元)	2,289	926	2,921	3,640	4,454
同比增长率 (%)	22.9	46.3	27.6	24.6	22.4
每股收益 (元/股)	0.73	0.30	0.94	1.17	1.43
毛利率 (%)	17.3	16.7	19.4	20.3	19.9
ROE (%)	7.0	2.8	8.2	9.3	10.2
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	37,283	47,819	55,757	64,430	73,294
其中: 营业收入	36,239	46,756	54,700	63,376	72,236
减: 营业成本	28,864	38,670	44,069	50,540	57,851
减: 税金及附加	236	240	280	323	368
主营业务利润	7,139	7,846	10,351	12,513	14,017
减: 销售费用	1,177	1,458	1,650	2,062	2,199
减: 管理费用	2,620	2,790	2,844	3,995	3,753
减: 研发费用	2,003	2,110	2,425	3,479	3,958
减: 财务费用	168	40	101	129	149
经营性利润	1,171	1,449	3,331	2,848	3,958
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	205	-199	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-567	-549	-1,000	300	200
加: 投资收益及其他	307	894	272	272	273
营业利润	2,160	2,658	3,520	4,312	5,310
加: 营业外净收入	-93	9	0	0	0
利润总额	2,067	2,667	3,520	4,312	5,310
减: 所得税	151	238	420	449	583
净利润	1,916	2,429	3,100	3,863	4,726
少数股东损益	54	140	179	223	273
归属于母公司所有者的净利润	1,862	2,289	2,921	3,640	4,454
全面摊薄总股本	3,120	3,119	3,119	3,119	3,119
每股收益 (元)	0.60	0.73	0.94	1.17	1.43

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。