

东方电气（600875.SH）

立足大型设备技术优势 海风抽蓄打开成长空间

公司研究·深度报告

电力设备与新能源·综合电力设备商

投资评级：增持

证券分析师：王蔚祺
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

联系人：陈抒扬
chenshuyang@guosen.com.cn

公司聚焦为各类能源生产及利用提供相应装备，近年来量利高速增长

公司是我国三大动力设备企业之一，主要经营模式是开发、设计、制造、销售先进的风电、太阳能、水电、核电、气电、火电等清洁高效能源电力成套设备，以及向全球能源运营商提供工程承包及服务。

2021年，公司实现营业收入478.2亿元，同比增长28%，归母净利润22.9亿元，同比增长23%。公司持续优化“六电并举、五业协同”的产业格局，ROE、ROIC及ROA逐年攀升，盈利能力不断增强，2021年分别达到7%/6%/2%。

充分发挥新型电力系统支撑作用，抽水蓄能未来15年翻倍式增长

抽水蓄能中长期发展规划，我国抽水蓄能将迎来翻倍式增长，装机容量将从2020年的31GW增长到2025年的62GW以上，“十四五”期间新增开工项目有望达到270GW。抽水蓄能设备进入发展快车道，2021-2035年间每年平均新增价值量超过450亿元。

公司水电产品总体水平位居国内前列，贯流式、混流式等水电技术达到国际领先水平，2021年公司水轮发电机销售量为8.1GW，以产量占比测算的市场占有率约为40%。在资质、资金、技术壁垒更高的抽水蓄能领域，公司作为大型抽水蓄能机组制造双寡头之一，机组研制达到世界一流水平，能够满足“高水头、高转速、大容量”的电站设备需求，预计未来直接受益于风光大基地配储及国家支持性政策的契机，抽水蓄能设备业务进入快速发展通道。

风电海陆并举发展，大型化风机降本增效显著

在双碳政策的稳步推进下，国内风电行业凭借良好的经济性，2022-2025年实现海陆并举的增长节奏。陆上风电将从2022年的45GW增长到2025年85GW,CAGR为24%;海上风电从2022年的6.5GW增长至2025年的18GW,CAGR为40%。由于风机大型化降本效应突出，中国大陆市场风机设备产值在1700-2000亿元之间波动。

公司立足大型电力设备布局风电市场，13MW等级海上风电机组处于亚洲领先水平，随着海风项目往深远海进发，大型化海上风电机组需求将持续高增，预计未来公司大兆瓦风电机组出货量加速，市场占有率有望提升。

估值与投资建议：首次覆盖给予“增持”评级

我们认为公司是国内大型电力设备头部企业，深耕大型水轮发电机技术，其抽水蓄能机组研制水平整体达到行业先进，部分关键技术达到国际领先，树立了行业新标杆，由于生产大型抽水蓄能机组具有较高的技术壁垒，公司加码布局抽水蓄能设备研发及生产，未来有望乘行业高速增长东风进入量利齐升通道；随着风机大型化降本增效进程加速，叠加海上风电平价进程开启大功率机型招标，公司大型发电设备将持续受益行业变革，市场占有率有望提升。

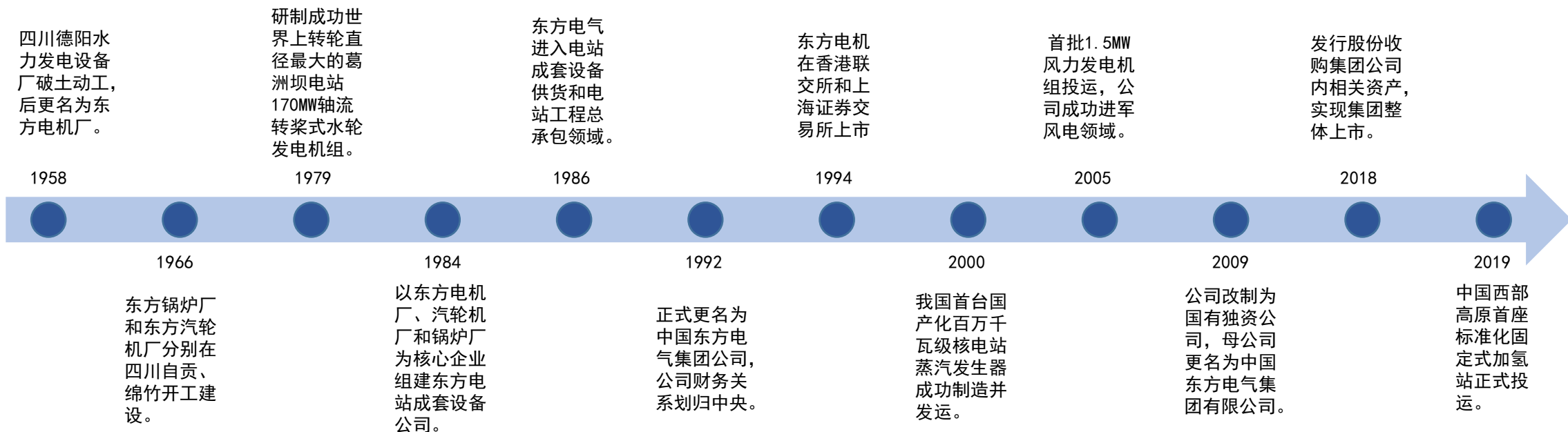
我们预计公司2022-2024年归母净利润23.9/32.2/39.3亿元，同比增速5%/25%/22%，摊薄EPS为0.77/1.03/1.26元，对应PE为21.1/15.7/12.9x。综合绝对估值与相对估值，我们认为股票合理价值在18.37-20.33元之间，对应2023年动态PE区间为18-20倍，较公司当前股价有13%-25%的溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

【 01 】 公司简介

东方电气是全球最大的发电设备研究、开发、制造和电站工程承包特大型企业之一，与哈尔滨电气、上海电气并称为国内三大动力设备企业。公司发电设备产量累计超过6亿千瓦，年设备产量连续18年位居世界前列，发电设备及服务业务遍及全球近80个国家和地区，连续27年入选ENR全球250家最大国际工程承包商之列。

公司前身是成立于1958年的德阳水力发电设备厂，后改名为东方电机厂；为响应国家备战备荒号召，支援国家“大三线”建设，1966年，哈尔滨电气、上海汽锅所等一线工厂对口搬迁设立东方锅炉厂和东方汽轮机厂；1984年，以东方电机厂、汽轮机厂和锅炉厂三大主机厂为核心组建东方电站成套设备公司，一举奠定了全国“三大动力”的地位；1994年，公司水力/火力/燃气电站成套设备供货和工程总承包服务走向国际，并先后在香港和上海两地上市；2018年，公司发行股份收购控股股东东方电气集团旗下其他核心资产，形成公司现有“水电、火电、核电、风电、太阳能发电”六电并举以及“节能环保、工程与国际贸易、现代制造服务、电力电子与控制、新兴产业”五业协同的产业发展格局。

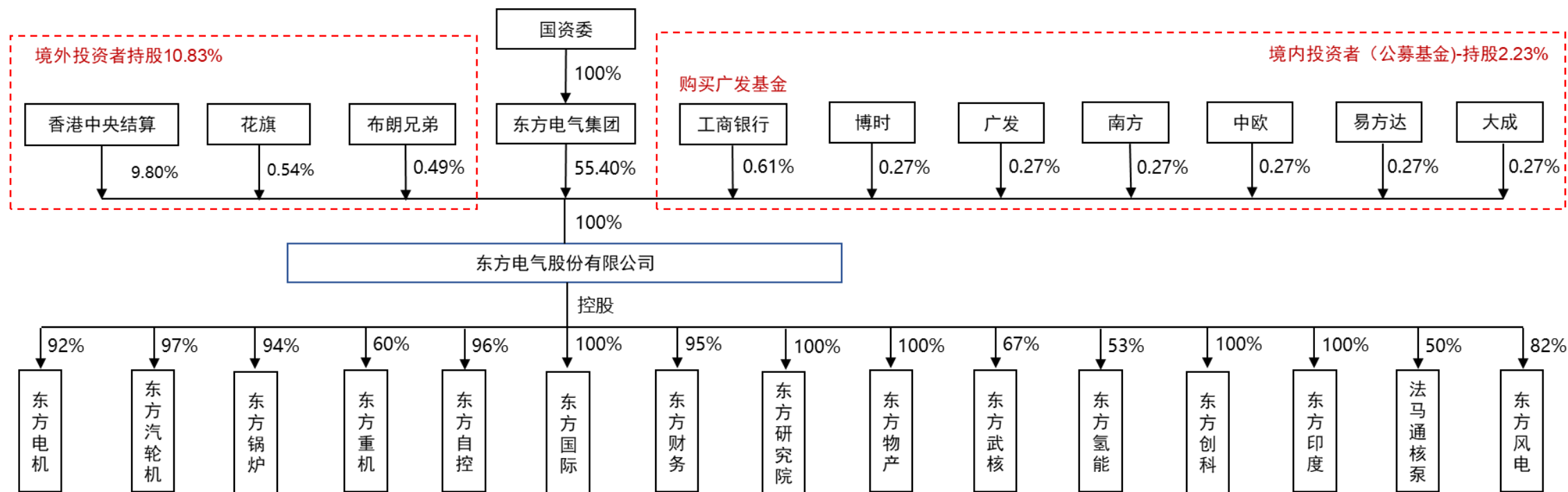
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司是国有制独资控股企业。截至2022Q1，国资委通过东方电气集团持有公司55.40%的股份，前10大股东共持有公司股份68.46%，其中境外投资者持股10.83%高于境内公募基金持股2.23%。公司直接控股东方电机、东方汽轮机、东方锅炉、东方重机、东方自控、东方武核、东方风电、东方自控、法马通核泵、东方印度等15家以及子企业，间接控股或参股二级子公司70余家，产业遍布中国四川、广东、天津、浙江、湖北等18个省市及海外印度、老挝、印尼、厄瓜多尔等6个国家。

图2：公司股权结构及前十大股东持股情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业务构成

表1：公司业务构成

	2018		2019		2020		2021	
	数值 (亿元)	占比 (%)	数值 (亿元)	占比 (%)	数值 (亿元)	占比 (%)	数值 (亿元)	占比 (%)
可再生能源装备								
营业收入	40.1	13%	59.2	18%	100.9	27%	151.4	32%
yoy	-		48%		70%		50%	
毛利率	12%		12%		14%		14%	
清洁高效能源装备								
营业收入	170.8	56%	155.1	47%	111.5	30%	127.9	27%
yoy			-9%		-28%		15%	
毛利率	20%		24%		24%		22%	
工程与贸易								
营业收入	34.8	11%	44.3	13%	48.4	13%	77.6	16%
yoy			27%		9%		60%	
毛利率	17%		20%		27%		11%	
现代制造服务业								
营业收入	34.0	11%	38.8	12%	49.1	13%	39.6	8%
yoy			14%		27%		-19%	
毛利率	55%		51%		45%		46%	
新兴成长产业								
营业收入	27.3	9%	31.0	9%	62.9	17%	81.7	17%
yoy			13%		103%		30%	
毛利率	24%		14%		12%		17%	
营业收入合计	307.1	100%	328.4	100%	372.8	100%	478.2	100%
yoy			7%		14%		28%	
综合毛利率	21%		22%		20%		17%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 公司高级管理层一致拥有动力设备相关专业学业背景或三大动力设备企业多年工作经验，均为实际业务出身。
- 各业务板块分管副总均来源于内部提拔，深耕公司业务发多年，激励措施有效。

表2：公司高级管理层简介和持股情况（截至2022年3月31日）

姓名	职务	主要工作经历	持股数（股）
俞培根	董事长	1962年11月出生，浙江大学热能动力专业学士学位，中国人民大学EMBA硕士学位，正高级工程师。历任秦山核电公司副总经理、总经理；中国核工业集团公司核电部主任；中国电力投资集团公司核电部经理、核电总工程师、党组成员兼核电总工程师；中国核工业集团公司副总经理、党组成员；中国核工业集团有限公司副总经理、党组成员。2019年5月至2021年4月任本公司董事、总裁。2021年4月起兼任本公司董事长。	—
徐鹏	董事、总裁	1965年6月出生，浙江大学热能动力专业学士学位，高级工程师。历任东方锅炉（集团）股份有限公司副总经济师、副总经理、董事、党委常委、党委书记、总经理、董事长；东方锅炉厂厂长、党委书记；东方电气股份有限公司企业文化部部长；中国东方电气集团有限公司党组工作部部长、管理学院院长、党校副校长。2017年5月至2018年3月任本公司副总裁。2017年12月至今任本公司董事；2018年3月至2021年9月任本公司高级副总裁；2021年9月起任本公司总裁。	—
张彦军	董事、高级副总裁	1970年3月出生，西安交通大学热能工程专业学士学位，浙江大学工程热物理专业硕士学位，浙江大学动力工程及工程热物理专业博士学位。历任哈尔滨锅炉厂有限责任公司设计处副处长、处长、总经理部副总工程师、总工程师；哈尔滨锅炉厂有限责任公司副总经理；哈尔滨锅炉厂有限责任公司副董事长、总经理、党委副书记；哈电集团、哈尔滨电气股份有限公司科技管理部部长、双创基地管理办公室主任、中央研究院党委书记、院长，哈电发电设备国家工程研究中心有限公司董事长、科技管理部（双创办公室）总经理。2021年5月至今任东方电气股份有限公司高级副总裁、董事。	—
刘智全	总会计师	1968年7月出生，哈尔滨工业大学技术经济及管理专业博士学位。1991年9月在哈尔滨锅炉厂参加工作，先后担任哈尔滨锅炉厂有限责任公司财务处处长、计财处处长、副总会计师；2001年4月起历任哈尔滨锅炉厂有限责任公司副总经理、哈尔滨电气股份有限公司副总经理、哈尔滨电气集团有限公司财务总监、总经理助理、哈尔滨电气集团有限公司总会计师；2022年3月30日起任公司总会计师。	—
龚丹	董事会秘书	1963年1月出生，安徽工学院铸造工艺及设备专业学士学位，高级工程师、高级会计师。历任东方电机厂团委副书记、团委书记、青工办主任、组织部副部长、部长；东方电机股份有限公司执行董事、副总经理、董事会秘书；东方电气股份有限公司总会计师、总法律顾问；2007年10月至今任本公司董事会秘书。	152,540
高峰	副总裁	1964年1月出生，重庆大学电机专业学士学位，西南交通大学MBA硕士学位，正高级工程师。历任东方电机厂副总经济师兼东电电器公司总经理；东方电机股份有限公司总经理助理，执行董事、副总经理；中国东方电气集团公司总经理助理兼核电事业部总经理，东方电气股份有限公司总裁助理、核电事业部总经理。2010年6月至今任本公司副总裁。	150,000
王为民	副总裁	1963年5月出生，西安交通大学热力涡轮机械专业学士学位，西安交通大学机械工程专业博士学位，正高级工程师。历任东方汽轮机厂副总工程师、总工程师、党委常委；东方汽轮机有限公司副总经理兼总工程师、党委常委；中国东方电气集团有限公司中央研究院院长、党委书记（集团公司总经理助理级）；东方电气股份有限公司中央研究院院长，东方电气集团科学技术研究院有限公司党委书记、执行董事、总经理，东方电气股份有限公司能源装备工控网络安全工程实验室主任；中国东方电气集团有限公司总经理助理。2020年11月至今任本公司副总裁。	75,000
胡修奎	副总裁	1967年10月出生，西安交通大学热能工程专业学士学位，高级工程师。历任东方锅炉（集团）股份有限公司设计处副处长、处长、副总工程师、总经理助理；东方锅炉（集团）股份有限公司副总经理；东方锅炉股份有限公司党委书记、董事长、东方锅炉厂厂长、东方电气股份有限公司环保事业部总经理。2021年6月至今任本公司副总裁。	75,000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

再融资情况

- 1994-2018年公司通过二级市场共募集资金约266.9亿元，其中新股发行2次，募集资金6.5亿元；定向增发3次，募集资金207.1亿元；公开增发或可转债2次，募集资金53.3亿元，近4年公司无再融资记录。
- 2007年和2018年公司定向增发募集资金主要用途为收购母公司核心资产，优化公司产业结构；2008年和2009年增发募集资金主要用途是汶川大地震后公司相关生产基地灾后重建项目及部分新建和技改项目。

表3：公司首次公开发行股票至今再融资情况

发行日期	增发类型	发行价格(亿元)	发行数量(亿股)	募集资金(亿元)	资金用途
2018-06-12	定向增发A股	9.0	7.5	67.9	收购智能科技100%股权、收购物资公司100%股权、收购清能科技100%股权、收购国合公司100%股权、收购东方自控100%股权、收购东方日立41.24%股权、收购东方财务95%股权、收购大件物流100%股权、设备类资产及知识产权等无形资产。
2014-07-25	公开发行可转债A股			40.0	
2009-12-01	定向增发A股	42.1	1.2	50.5	清洁高效锅炉燃烧技术实验中心项目、东方汽轮机有限公司汉旺生产基地灾后异地重建项目（含F级50MW(IGCC)燃机研发）及东方电气百万千瓦核电常规岛技改项目。
2008-12-02	公开增发A股	20.5	0.7	13.3	东方电气风电华东（新能源）制造基地建设项目、东方电气风电华北制造基地建设项目、东方电气大型清洁高效发电设备核心部件生产基地建设项目及东方电气百万千瓦核电常规岛技改项目。
2007-11-08	定向增发A股	24.2	3.7	88.7	收购东方电气集团持有的东方锅炉的273,165,244股股份及东方汽轮机100%股权。
1995-06-30	新股公开发行A股	4.1	0.6	2.5	
1994-06-06	新股公开发行H股*	0.8	1.7	4.0	
合计				266.9	

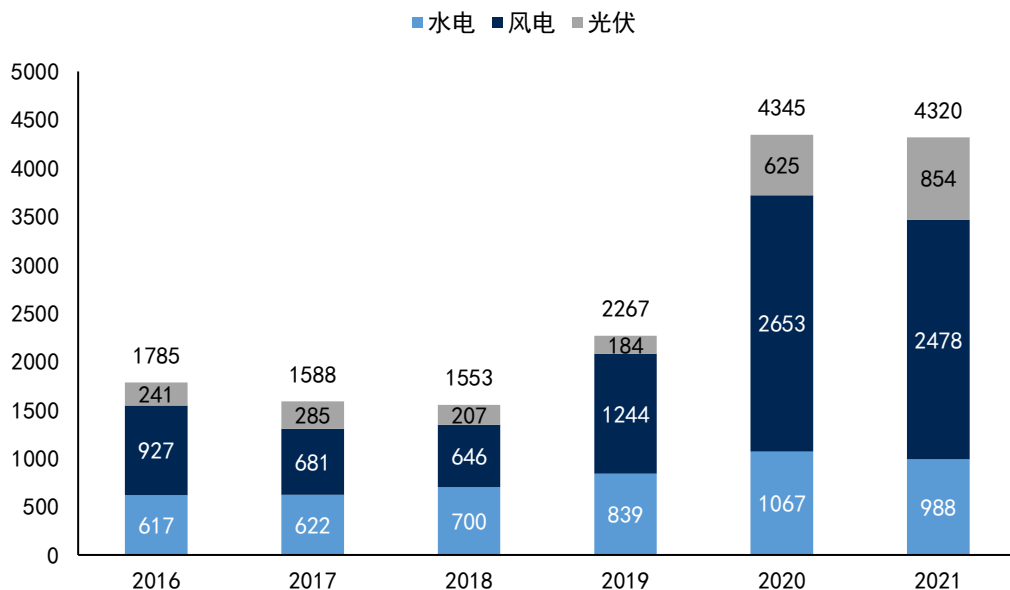
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（*1994-1995年港币兑换人民币汇率为1：0.8417）

[02] 行业分析

“双碳”背景下，可再生能源行业迎来巨大发展机遇

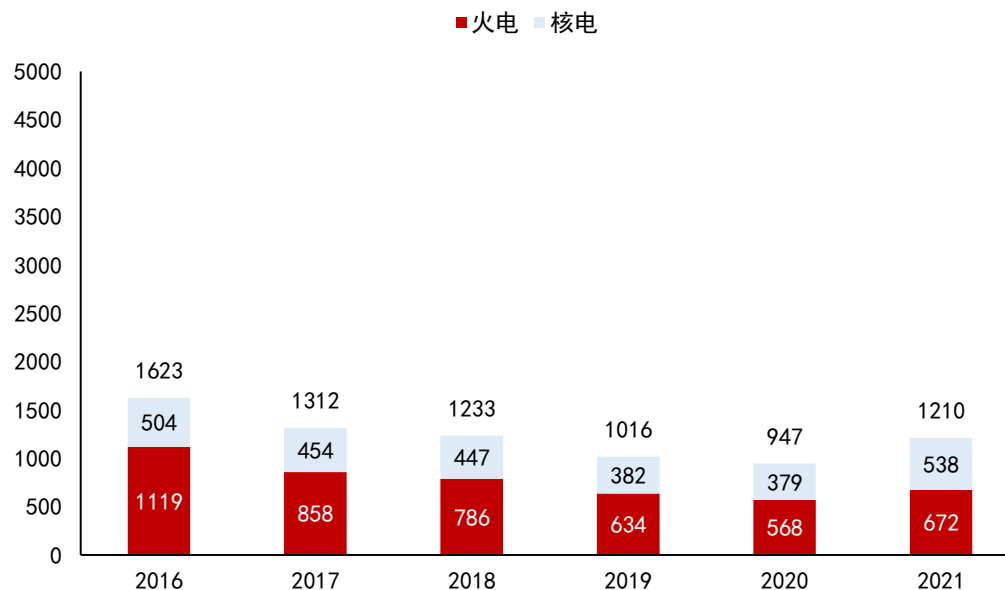
《“十四五”现代能源体系规划》提出：①**加快发展风电、太阳能发电**。全面推进风电和太阳能发电大规模开发和高质量发展。在风能和太阳能资源禀赋较好、建设条件优越、具备持续整装开发条件、符合区域生态环境保护等要求的地区，有序推进风电和光伏发电集中式开发，加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目建设。开展风电、光伏发电制氢示范。鼓励建设海上风电基地，推进海上风电向深水远岸区域布局。积极发展太阳能热发电。②**因地制宜开发水电**。推动西南地区水电与风电、太阳能发电协同互补。到2025年，常规水电装机容量达到380GW左右，抽水蓄能投运60GW。③**积极安全有序发展核电**。在确保安全的前提下，积极有序推动沿海核电项目建设，保持平稳建设节奏，合理布局新增沿海核电项目。到2025年，核电运行装机容量达到70GW左右。

图3：可再生电源投资规模（亿元）



资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

图4：非可再生电源投资规模（亿元）



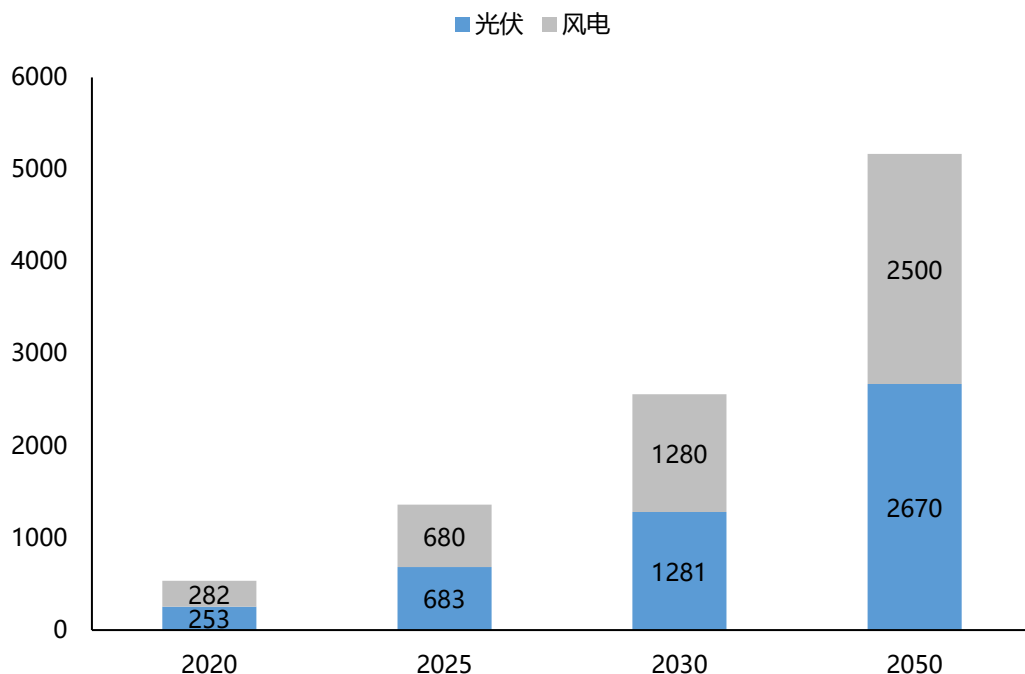
资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

“双碳”背景下，可再生能源行业迎来巨大发展机遇

根据国家455GW新能源大基地的规划、海上风电的长期规划以及我国新兴产业的用能特点，我们预计到2025年，我国光伏与风电装机容量分别达到683GW和680GW；到2030年，我国光伏与风电装机容量分别达到1281GW和1280GW。根据国家气候中心预测，到2050年我国光伏与风电装机容量将分别达到2670GW和2500GW。

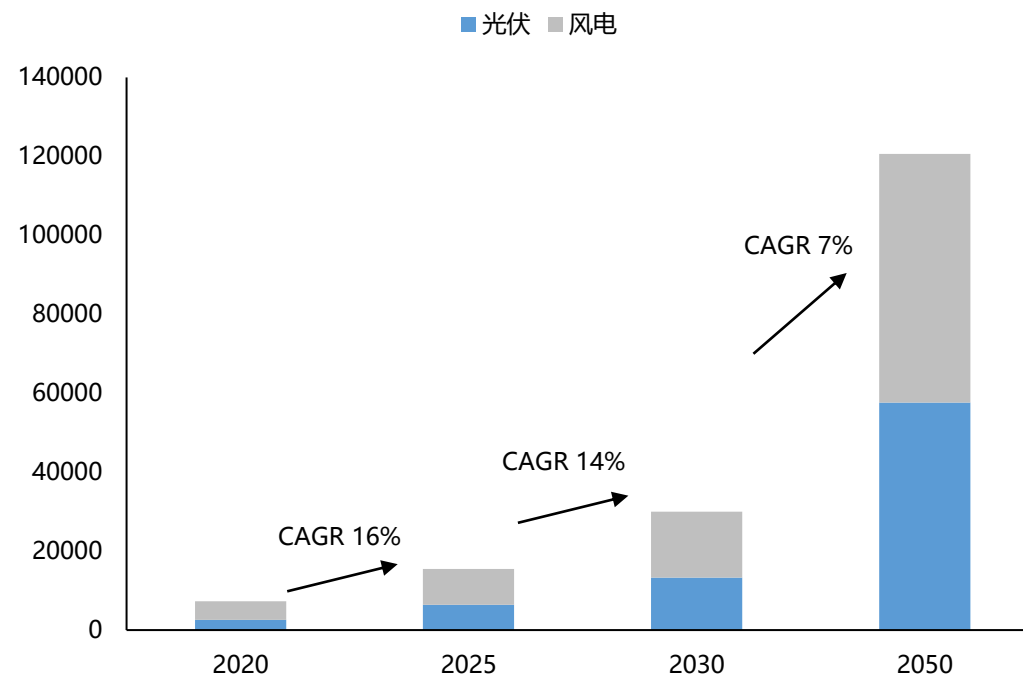
预计2050年在高灵活度电网的支撑下，理想情况下我国风电和光伏发电量占比可达到35%和32%，总和发电量从2020年的7300亿千瓦时增长到12万亿千瓦时以上，新能源发电产业前景广阔。

图5：我国中长期新能源装机展望（GW）



资料来源：国家能源局、CPIA，国信证券经济研究所预测

图6：我国中长期新能源发电量展望（亿千瓦时）

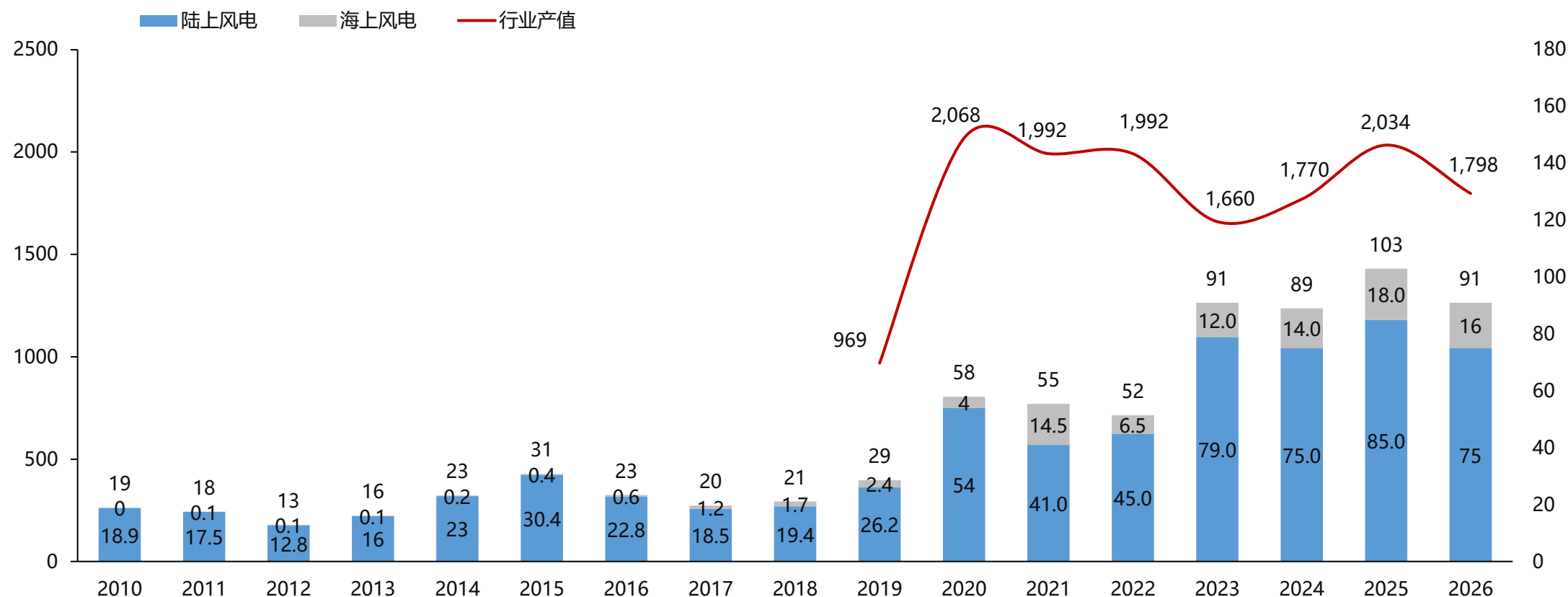


资料来源：历史数据来自国家能源局，国信证券经济研究所预测

“双碳”背景下，可再生能源行业迎来巨大发展机遇

在双碳政策的稳步推进下，国内风电行业凭借良好的经济性，未来四年实现海陆并举的增长节奏。陆上风电将从2022年的45GW增长到2025年的85GW，CAGR 24%;海上风电从2022年的6.5GW增长至2025年的18GW，CAGR高达40%；由于风机大型化降本效应突出，国内风机设备产值在1700-2000亿元之间波动。

图7：我国风电新增装机预测（GW）及风机产值预测（亿元）

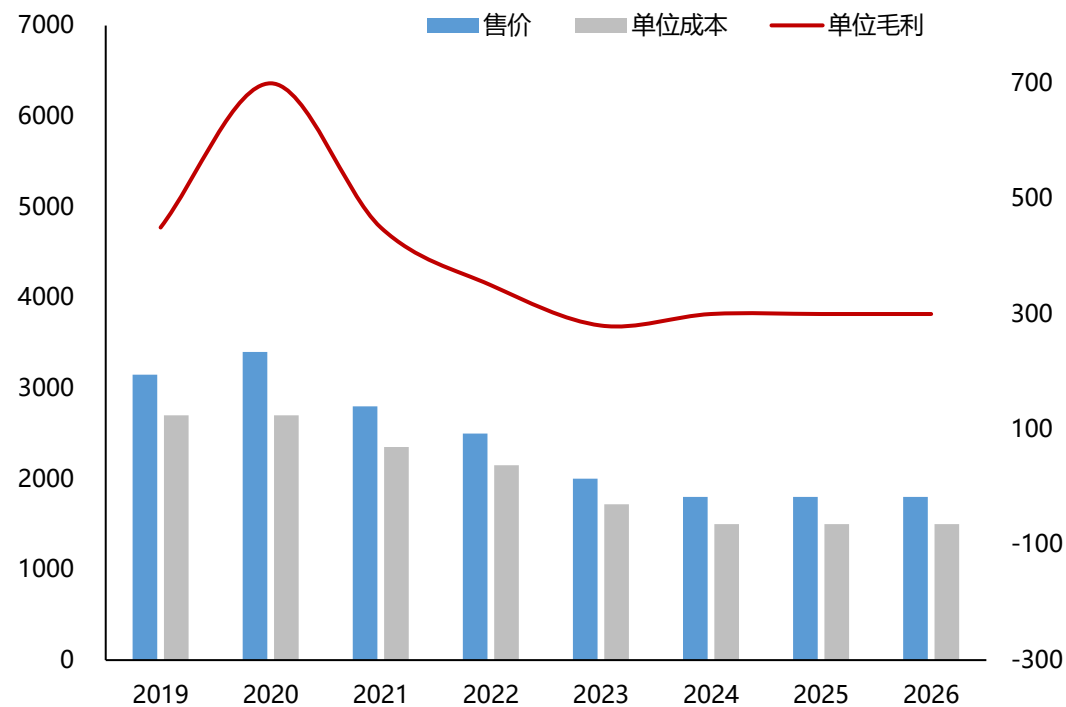


资料来源：历史数据和各地区展望来自GWEC、Wind Europe、CWEA、国信证券经济研究所整理并预测

“双碳”背景下，可再生能源行业迎来巨大发展机遇

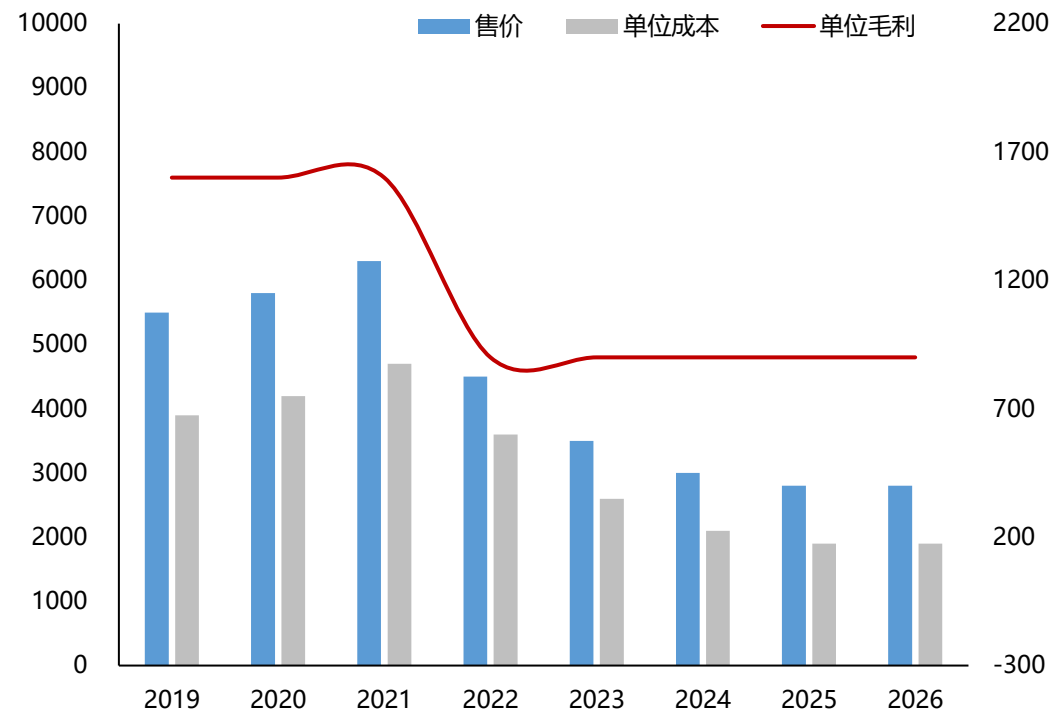
我们预计随着风机单机功率的不断上升，单位容量分摊的物料和制造费用显著下降，风机单位kW成本将下降到1600元以下；同时风机价格由于平价时代的市场竞争原因也将让出全部降本空间，装机规模的扩大提升了企业的经营杠杆，行业单位kW毛利也将有所下降，陆风毛利从原来的400元-800元下降到250-500元左右；海风单位kW毛利从补贴时代的1500-1800元下降至600-900元。

图8：陆上风电风机售价、成本与毛利预测（元/kW，不含税）



资料来源：采招网、金风科技、运达股份、明阳智能公告，国信证券经济研究所整理及预测

图9：海上风电风机售价、成本与毛利预测（元/kW，不含税）

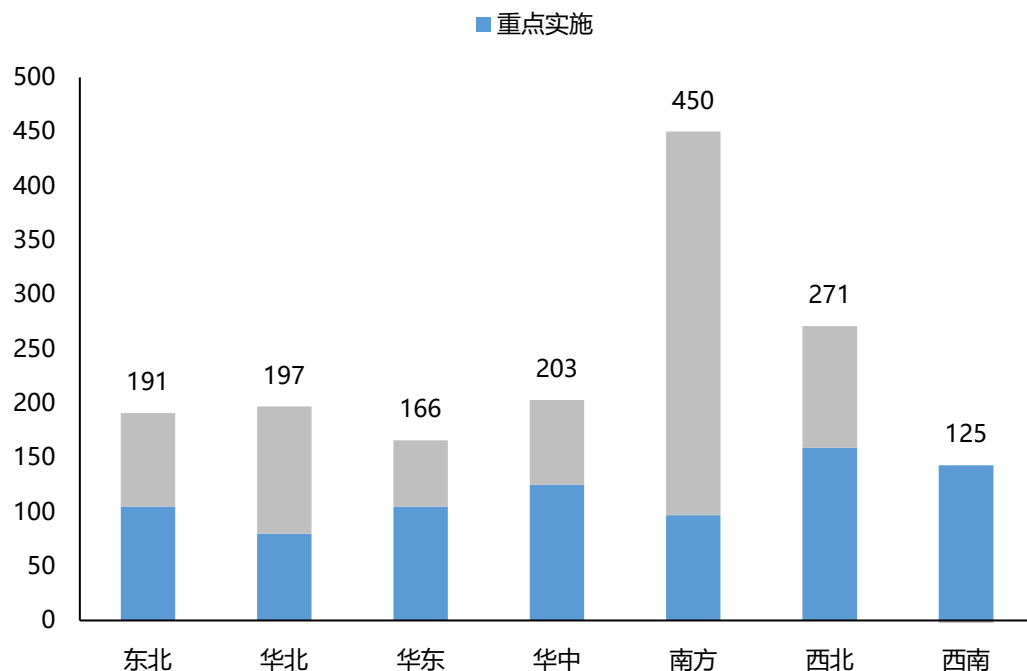


资料来源：采招网、金风科技、运达股份、明阳智能公告，国信证券经济研究所整理及预测

我国当前主要储能形式为抽水蓄能，随着新能源装机容量快速增长，发电侧出力随机波动性增加，抽水蓄能在电网调峰、调频作用愈发明显。

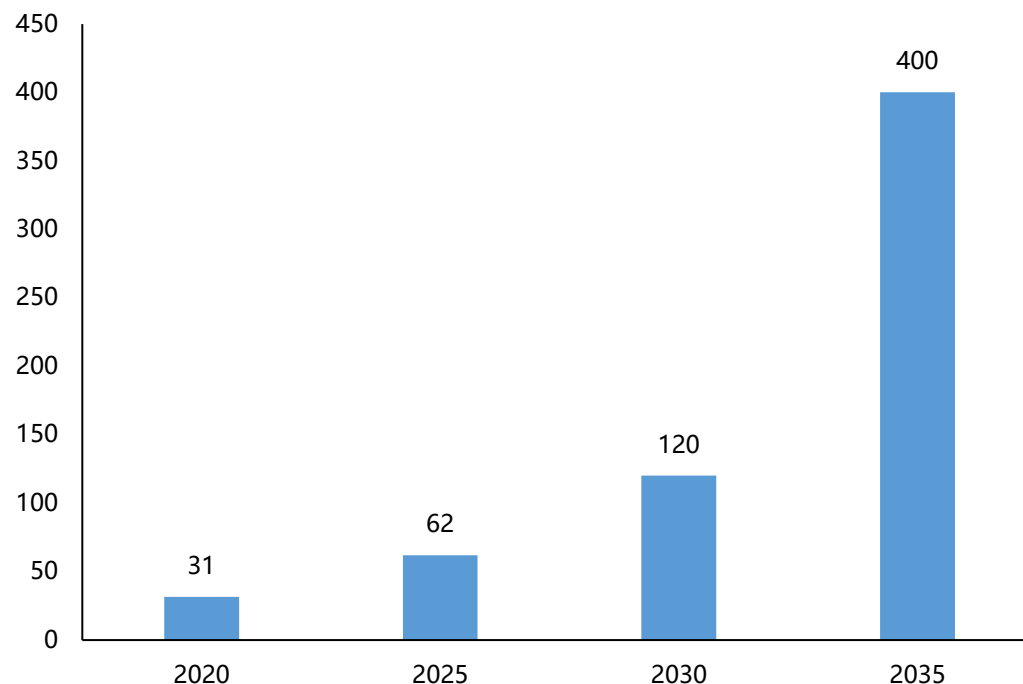
- 我国抽水蓄能资源总量达到1604GW，当前已纳入规划站点资源总量814GW，其中重点实施项目421GW，规划储备项目305GW。
- 根据国家能源局发布的《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》，到2025年抽水蓄能投产62GW以上，到2030年投产120GW左右；根据抽水蓄能行业协会展望，2035年投产规模有望超过400GW。
- 预计2022年抽水蓄能核准建设规模超过50GW，新增投产规模9GW，年底总装机容量达到45GW左右，“十四五”期间新开工项目容量270GW。

图10：我国抽水蓄能站点资源（GW）



资料来源：水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所整理

图11：我国中长期抽水蓄能发展规划装机容量（GW）



资料来源：国家能源局、水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所整理

大型抽水蓄能设备需求旺盛，厂商集中度高



2021年核准抽水蓄能电站平均单位静态造价5,367元/kW，机电设备及安装工程占比居首。抽水蓄能电站工程建设条件个体差异明显，造价水平与工程建设条件和装机规模密切相关。一般情况下，抽水蓄能电站单位造价随装机规模增加而显著降低。

- 抽水蓄能工程中机电设备及安装工程投资占比26.1%，位列榜首。
- 未来随着项目开发难度增加，工程造价水平将呈现持续攀升态势。

表4：2021年核准抽水蓄能电站造价（元/kW）

序号	省份/地区	项目名称	装机容量(GW)	单位静态	单位动态
1	黑龙江	尚志	1.2	5,809	6,965
2	浙江	泰顺	1.2	4,888	5,945
3	浙江	天台	1.7	5,263	6,319
4	江西	奉新	1.2	5,298	6,366
5	河南	鲁山	1.3	5,590	6,675
6	湖北	平坦原	1.4	5,495	6,720
7	重庆	栗子湾	1.4	5,828	7,260
8	广西	南宁	1.2	5,476	6,613
9	宁夏	牛首山	1.0	6,364	7,847
10	辽宁	庄河	1.0	5,689	6,798
11	广东	梅州二期	1.2	3,483	3,930
平均				5,367	6,480

资料来源：水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所整理

表5：抽水蓄能电站各部分投资占比（%）

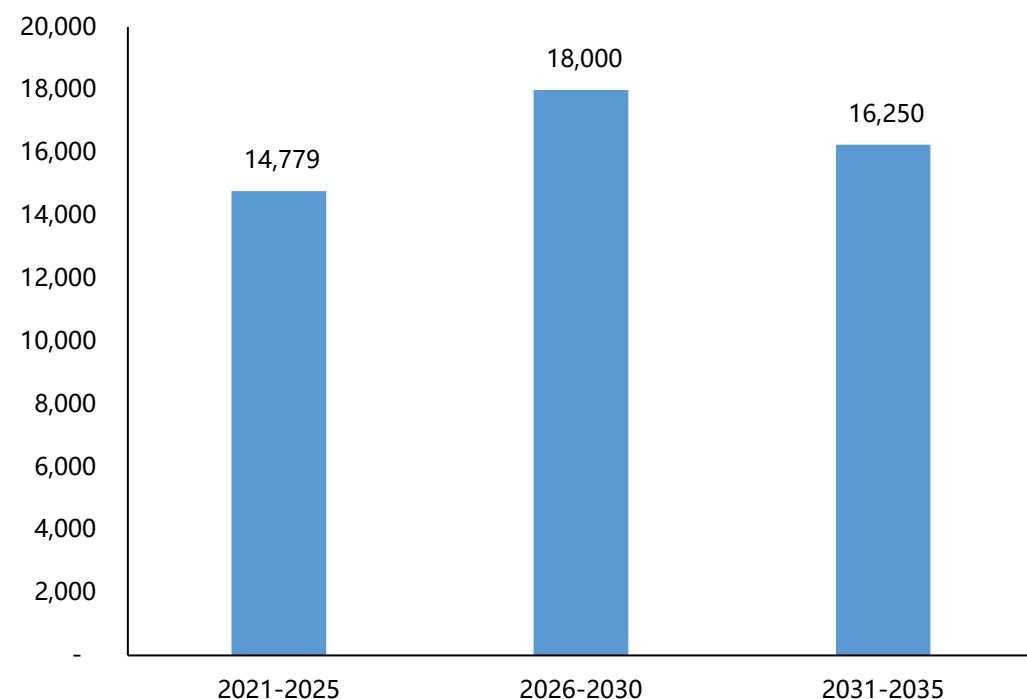
序号	项目名称	投资占比（%）
1	机电设备及安装工程	26.1%
2	建筑工程	25.4%
3	施工辅助工程	5.5%
4	金属结构设备及安装工程	3.8%
5	环境保护和水土保持工程	1.4%
6	建设征地移民安置补偿费用	3.5%
7	预备费	8.3%
8	独立费用	11.9%
9	建设期利息	14.1%
合计		100.0%

资料来源：水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所整理

大型抽水蓄能设备需求旺盛，厂商集中度高

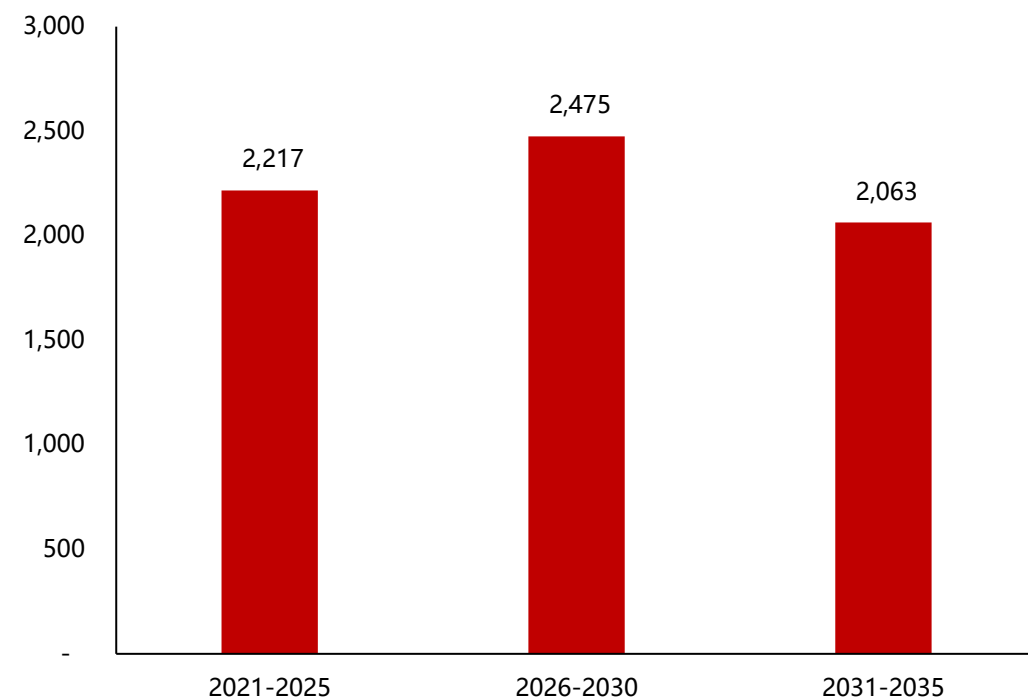
根据水规总院预测，“十四五”期间新开工项目容量有望达到270GW，按照5,500元/kW的造价进行测算，预计“十四五”期间抽水蓄能投资额超过1.4万亿元，“十五五”期间以约合1.8万亿元达到顶峰。抽水蓄能设备进入发展快车道，按照设备投资占比15%保守测算，预计2021-2035年间每年平均新增价值量超过450亿元。

图12：我国抽水蓄能投资规模（亿元）



资料来源：水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所整理及预测

图13：我国抽水蓄能设备价值量（亿元）



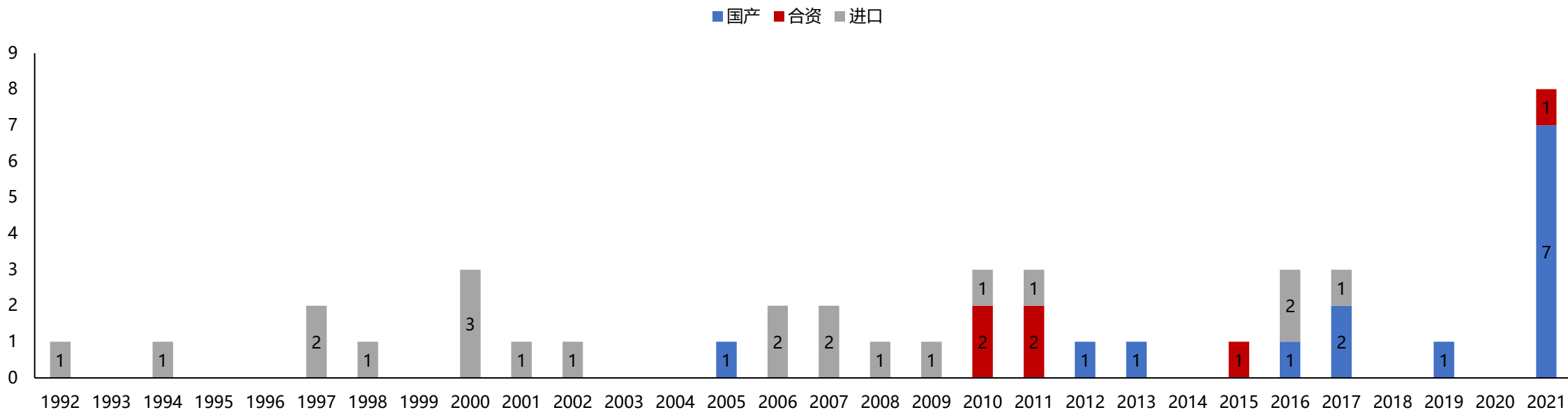
资料来源：水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所整理及预测

大型抽水蓄能设备需求旺盛，厂商集中度高

我国抽水蓄能设备快速发展，基本完成国产化替代。我国抽水蓄能机组产量占水电机组产量比重快速提高，由2016年不到1%提升至2021年的32.7%。国内现有大中型水电机组生产企业十余家，但具备大型抽水蓄能机组产能的厂家不多。

- 国内企业中，东方电气和哈尔滨电气为水电机组制造的大型骨干企业，具备生产大型抽水蓄能机组的能力和业绩。
- 中外合资企业中，在国内市场有着较强竞争力和影响力的有福伊特、通用电气、东芝，均有具备设计制造400MW大型抽水蓄能机组的能力。
- “十三五”开始，国产抽水蓄能设备逐步成为招标主流，出货量占比大幅提升，基本完成国产化替代。

图14：抽水蓄能电站新增设备投产情况（台）



资料来源：水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所整理

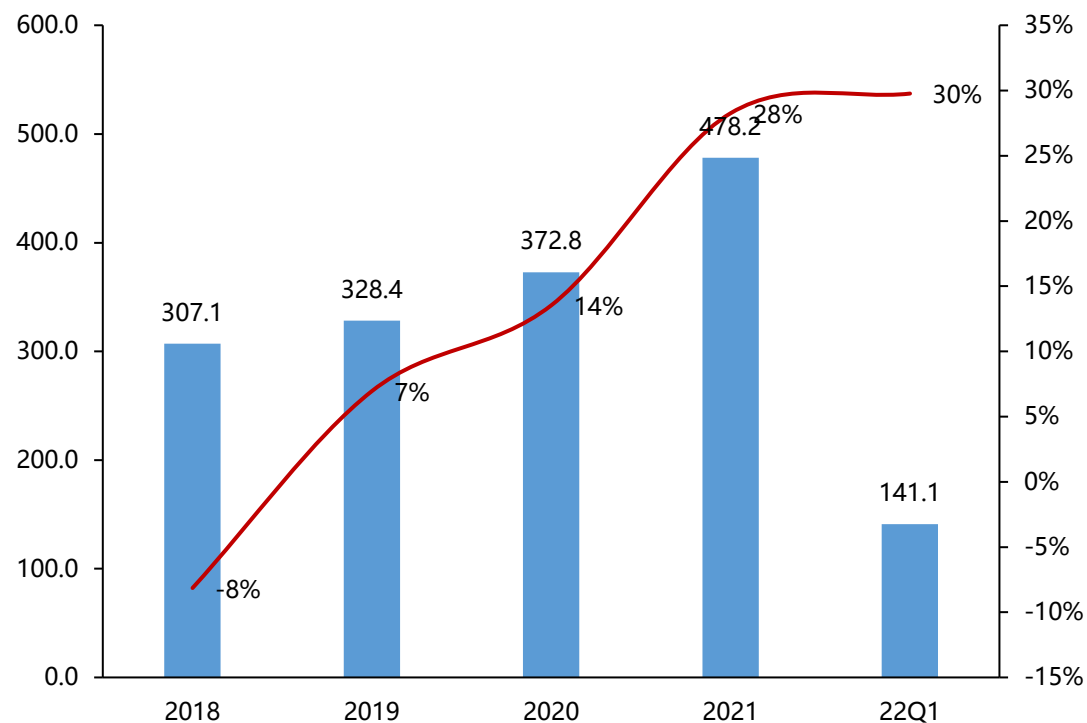
【 03 】 公司分析

公司基本财务数据

2021年，公司实现营业收入478.2亿元，同比增长28%，归母净利润22.9亿元，同比增长23%。

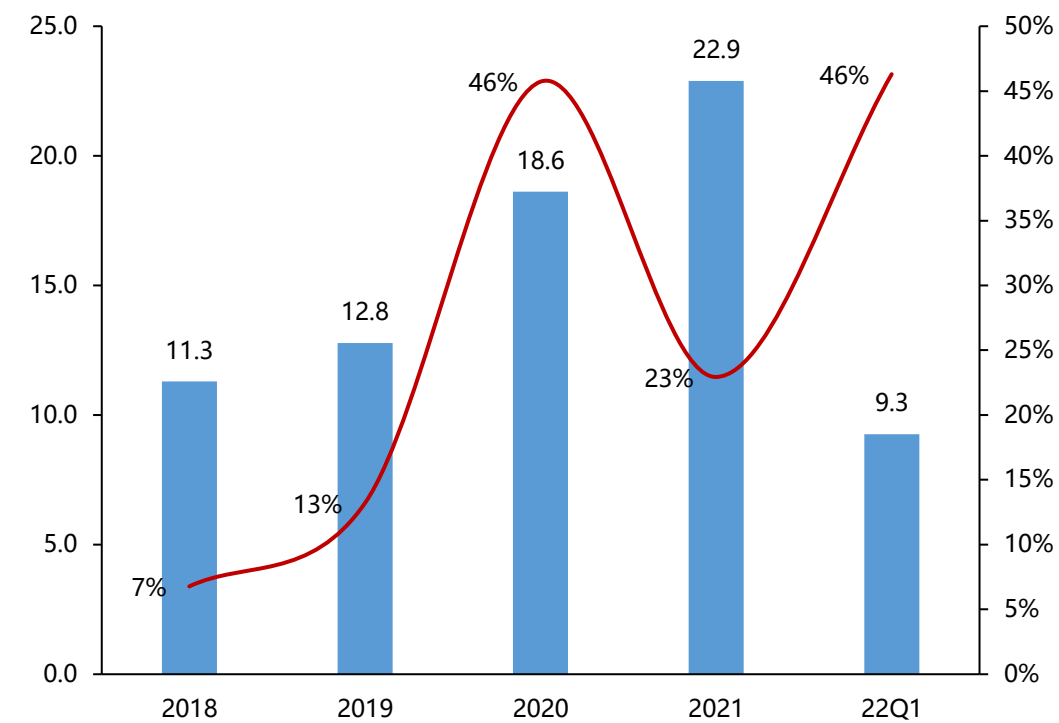
2022年一季度，实现营业收入141.1亿元，同比增长30%，归母净利润9.3亿元，同比增长46%。

图15：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



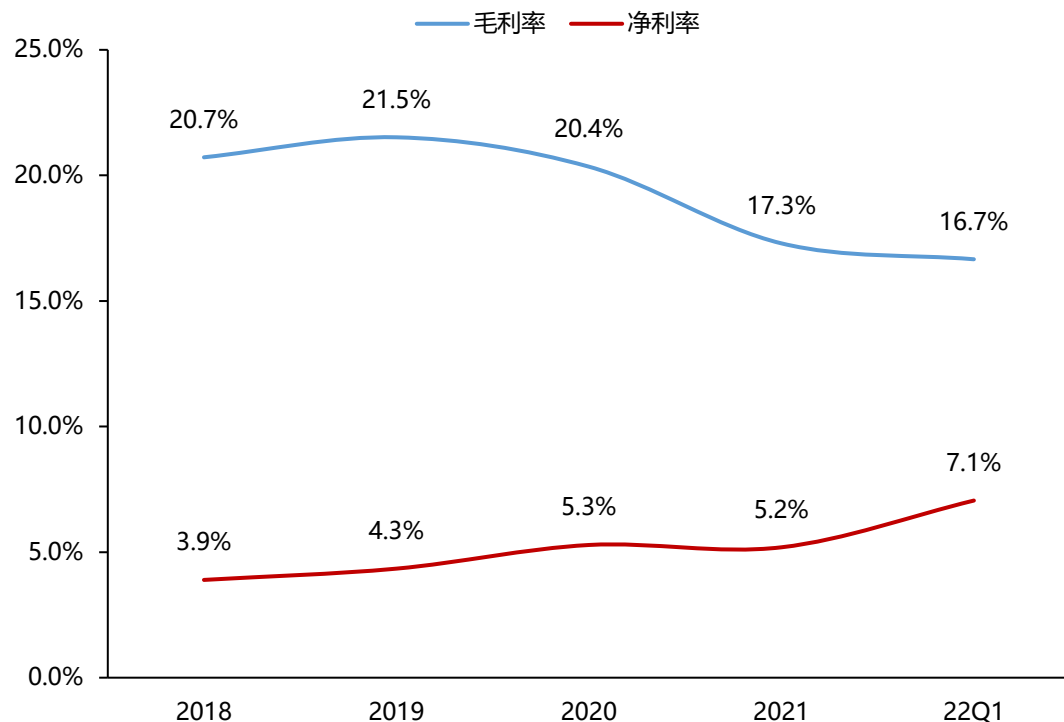
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司基本财务数据

2021年，公司毛利率17.3%，同比下降3.1pcts，净利率5.2%，同比下降0.1pcts，主要系因火电业务新增规模减少，合同价格有所下降，叠加钢材等原材料价格上涨所致。2022年一季度，公司毛利率16.7%，同比下降0.6pcts，净利率7.1%，同比增长1.9pcts。

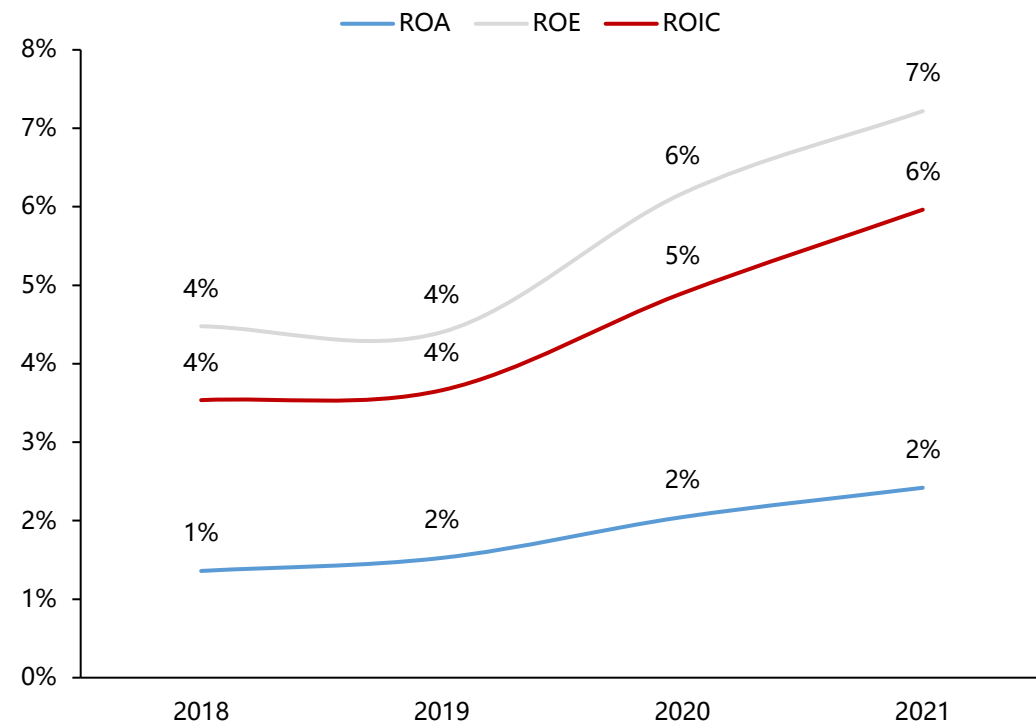
公司持续优化“六电并举、五业协同”的产业格局，ROE、ROIC及ROA逐年攀升，盈利能力不断增强，2021年分别达到7%/6%/2%。

图17：公司毛利率、净利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：公司ROE、ROIC及ROA（%）

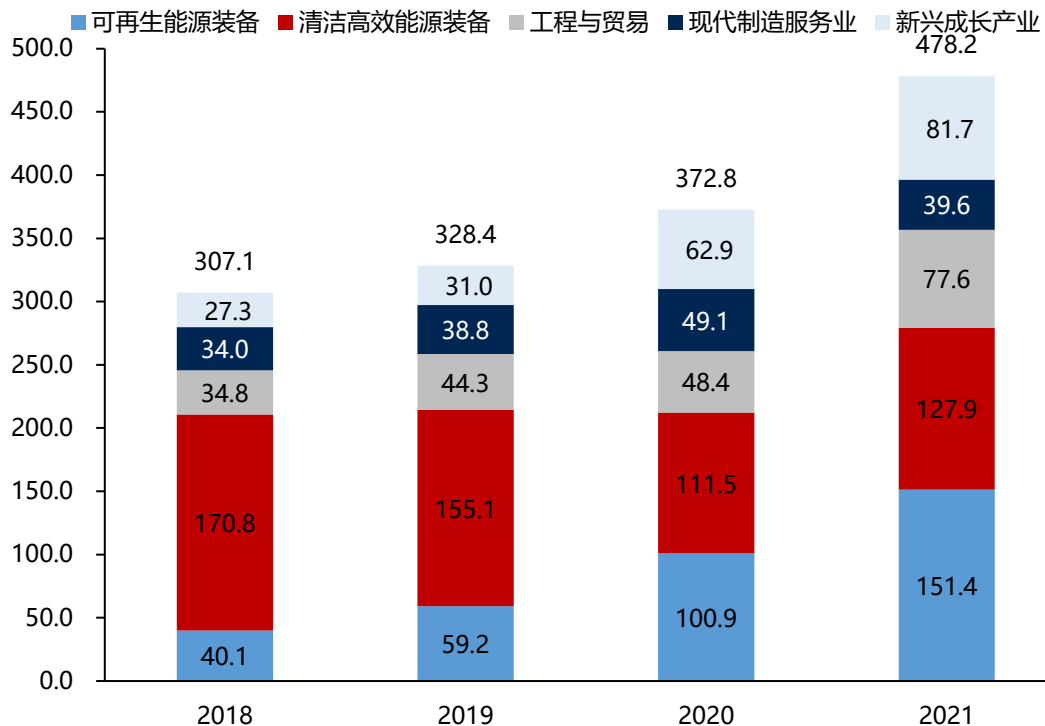


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的主营业务为可再生能源装备（风电、水电）、清洁高效能源装备（含核电、燃机和火电）、工程与贸易、现代制造服务业及新兴成长产业，2021年收入端分别占比32%/27%/16%/8%/17%。

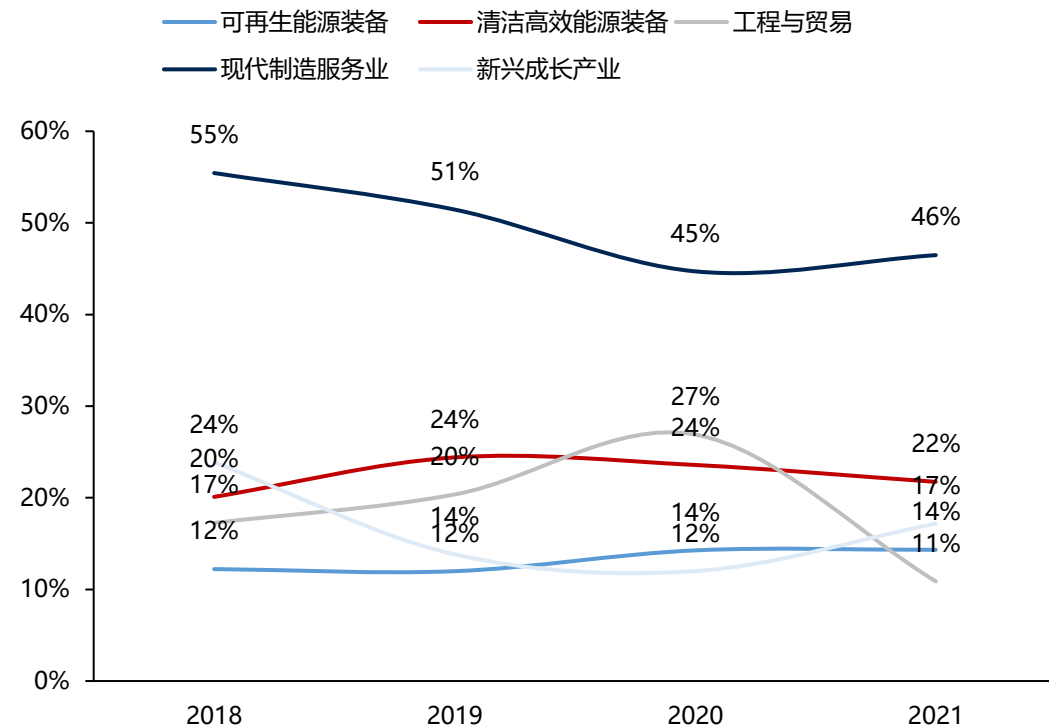
公司主要聚焦为各类能源生产及利用提供相应装备及相关服务，可再生能源装备、清洁高效能源装备业务对整体盈利能力影响较大，2021年该两项业务毛利率分别为14%、22%。

图19：公司分业务类型营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

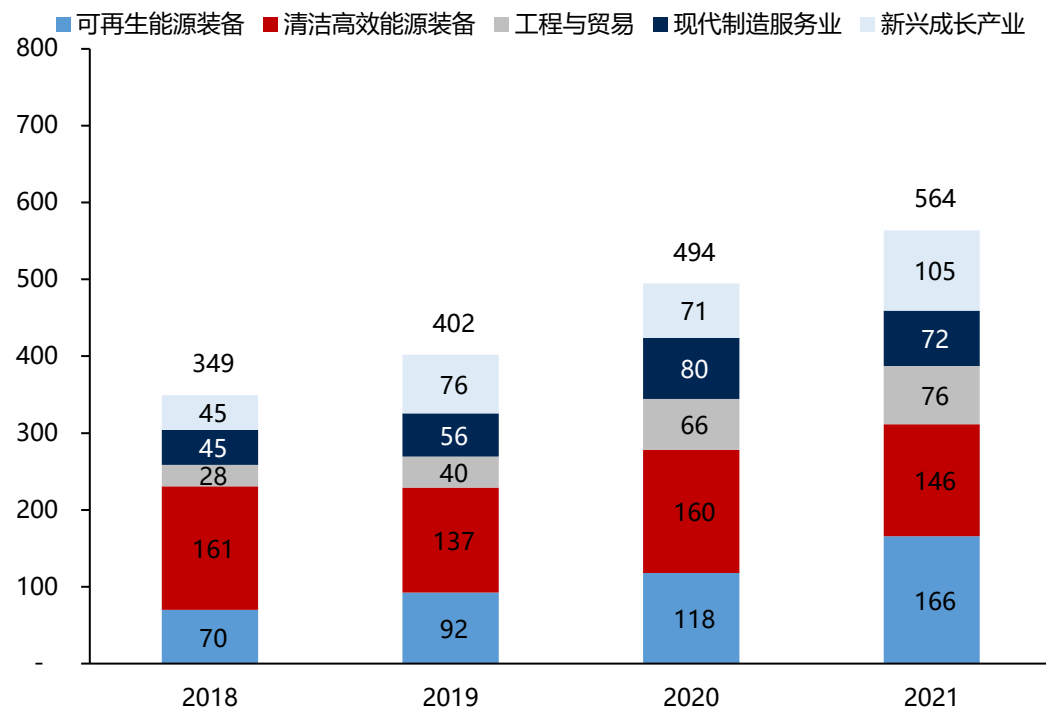
图20：公司分业务类型毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

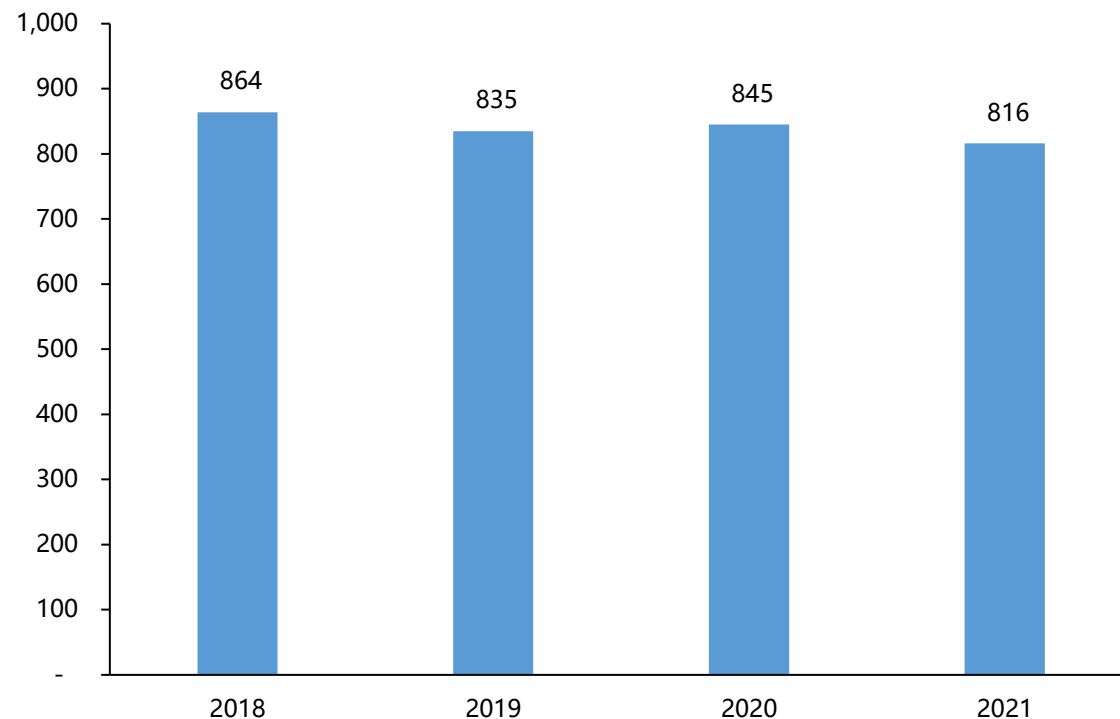
公司新签订单稳步增长，2021年新签订单564亿元，同比增长14%，可再生能源装备、清洁高效能源装备、工程与贸易、现代制造服务业及新兴成长产业分别占比29%/26%/13%/13%/19%。截至2021年末，公司在手订单816亿元。

图21：公司新签订单（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：公司在手订单（亿元）

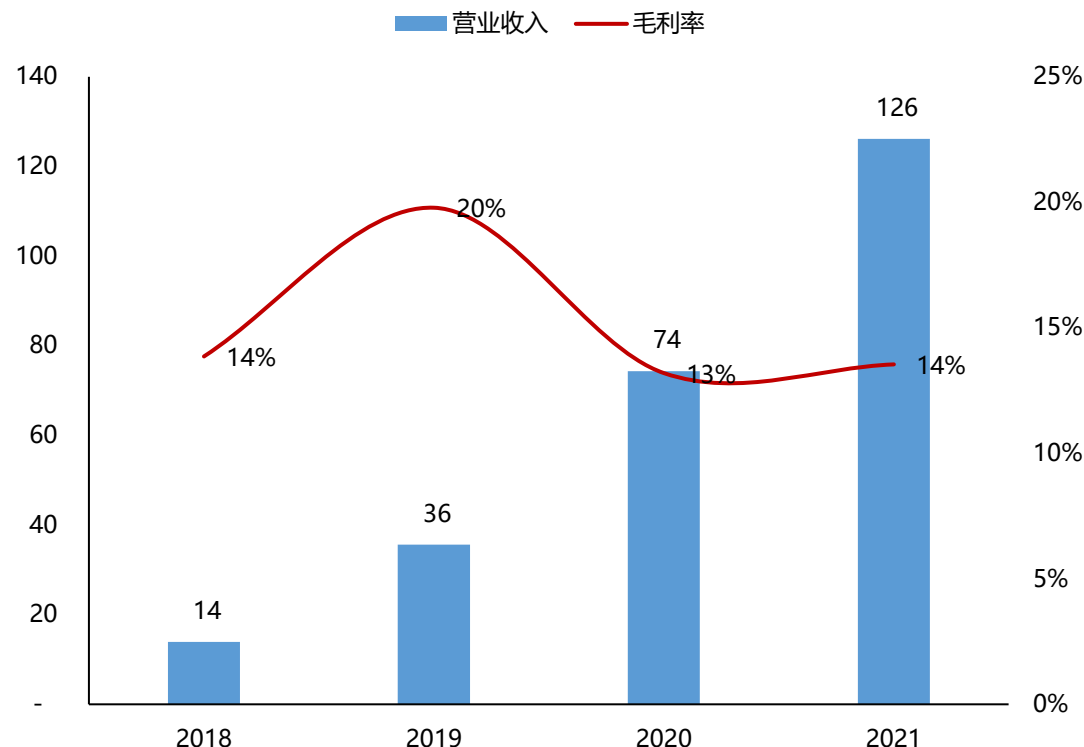


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司可再生能源装备业务主要为风力发电机组及水轮发电机组，2021年营收端分别占可再生能源装备业务比例为80.9%/13.0%。

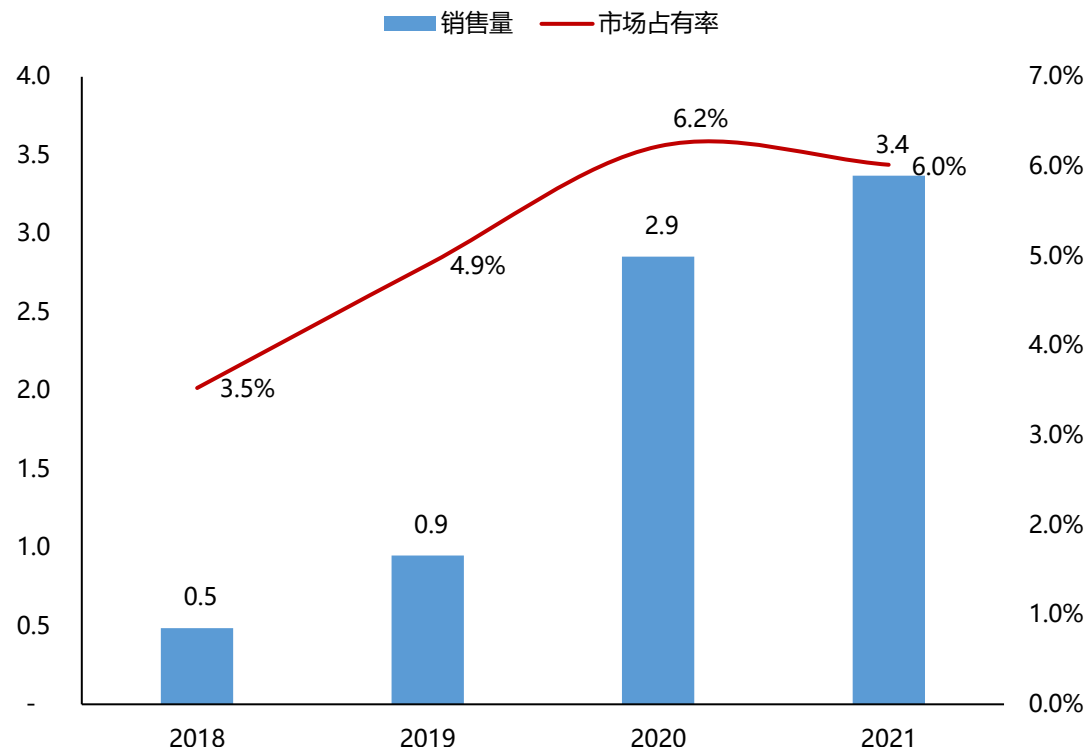
公司风电产品创造单机容量海上最大、单机容量陆上最大、装机海拔最高三个纪录，研制的13MW海上风电机组正式下线，10MW海上风电机组实现批量交付和投产，7MW海上风电批量并网运行。随着风机大型化降本增效进程加速，叠加海上风电平价进程开启大功率机型招标，公司大型发电设备将持续受益行业变革，市场占有率有望提升。2021年公司风电机组销售量为3.4GW，以产量占比测算的市场占有率约为6%。

图23：公司风电机组营业收入（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

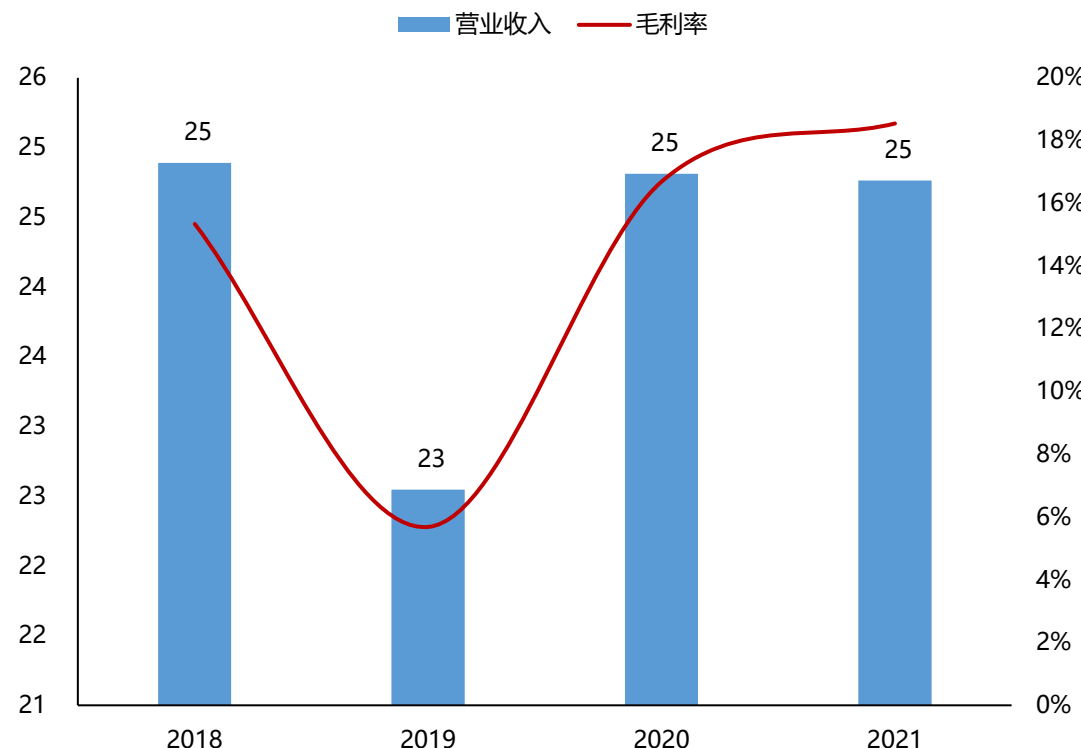
图24：公司风电机组销售量及市场占有率（GW、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，市场占有率以当年产量占比测算

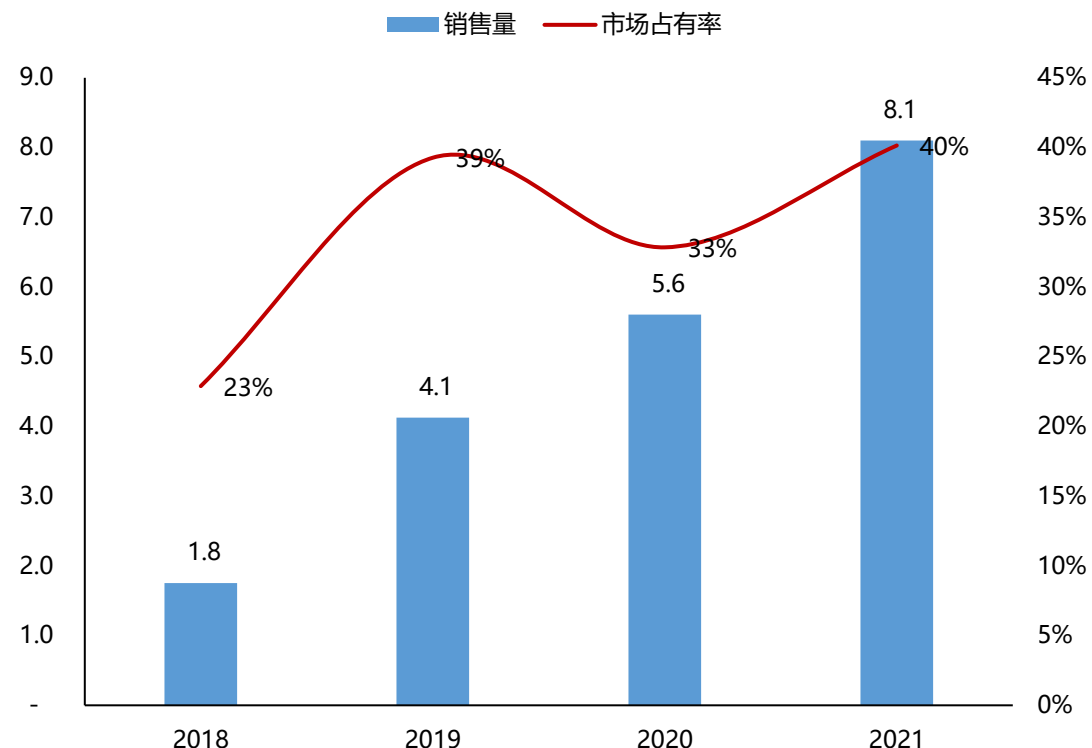
公司深耕大型水轮发电机技术，水电产品总体水平位居国内前列，贯流式、混流式等水电技术达到国际领先水平，其中抽水蓄能机组研制水平整体达到行业先进，部分关键技术达到国际领先，树立了行业新标杆。公司研制的国内最高水头长龙山抽水蓄能项目机组、最大容量丰宁抽水蓄能项目机组投入商运，各项参数表现优异。公司持续推动抽水蓄能机组产品型号全覆盖，设计研发了200-800米水头段、40-375MW容量等级、150-500rpm转速范围各类抽水蓄能机型，产品型号多样性行业领先。生产大型抽水蓄能机组具有较高的技术壁垒，公司加码布局抽水蓄能设备研发及生产，未来有望乘抽水蓄能行业东风进入量利高增通道。2021年公司水轮发电机销售量为8.1GW，以产量占比测算的市场占有率约为40%。

图25：公司水轮发电机营业收入（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：公司水轮发电机销售量及市场占有率（GW、%）



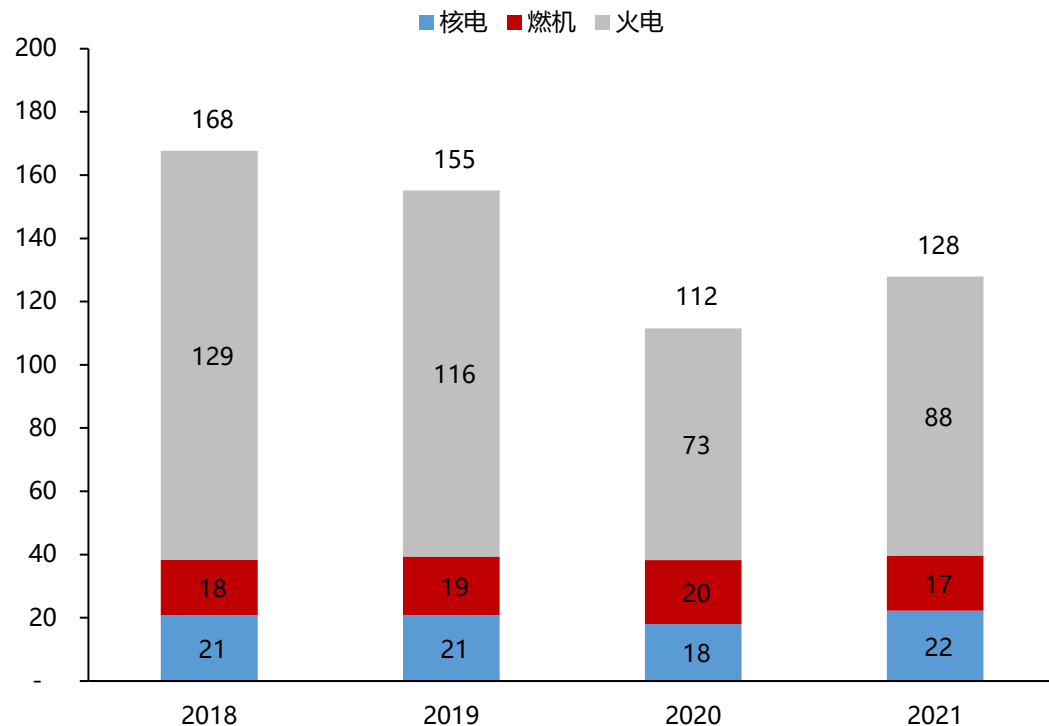
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，市场占有率以当年产量占比测算

公司清洁高效能源装备业务

公司清洁高效能源装备业务主要为汽轮发电机、电站汽轮机、电站锅炉等，主要用于核电、火电等能源发电。2021年公司汽轮发电机、电站汽轮机、电站锅炉销量分别为25.0/23.9/22.0GW，对应核电、燃机、火电板块毛利率分别为26%/19%/21%，市场占有率分别为43%/47%/40%。

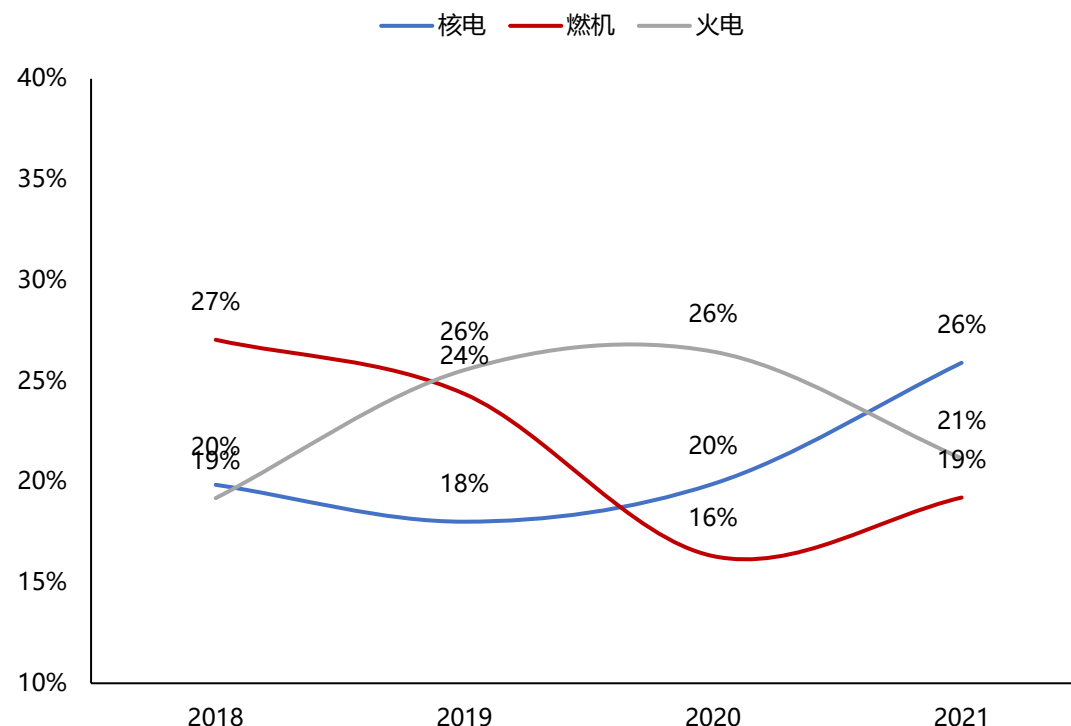
公司在清洁高效能源装备上科技创新能力强、技术行业领先，首台自主知识产权F级50MW重型燃机获得了示范项目订单，并在制造端实现汽轮机中小叶片自动化、销钉制造无人值守示范单元，开展在线检测、自动补偿等技术应用；完成锅炉集箱焊缝数字射线检测系统建设应用，制定国内首个应用于超小径管相控阵检测标准。

图27：公司清洁高效能源装备营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：公司清洁高效能源装备业务分板块毛利率（%）



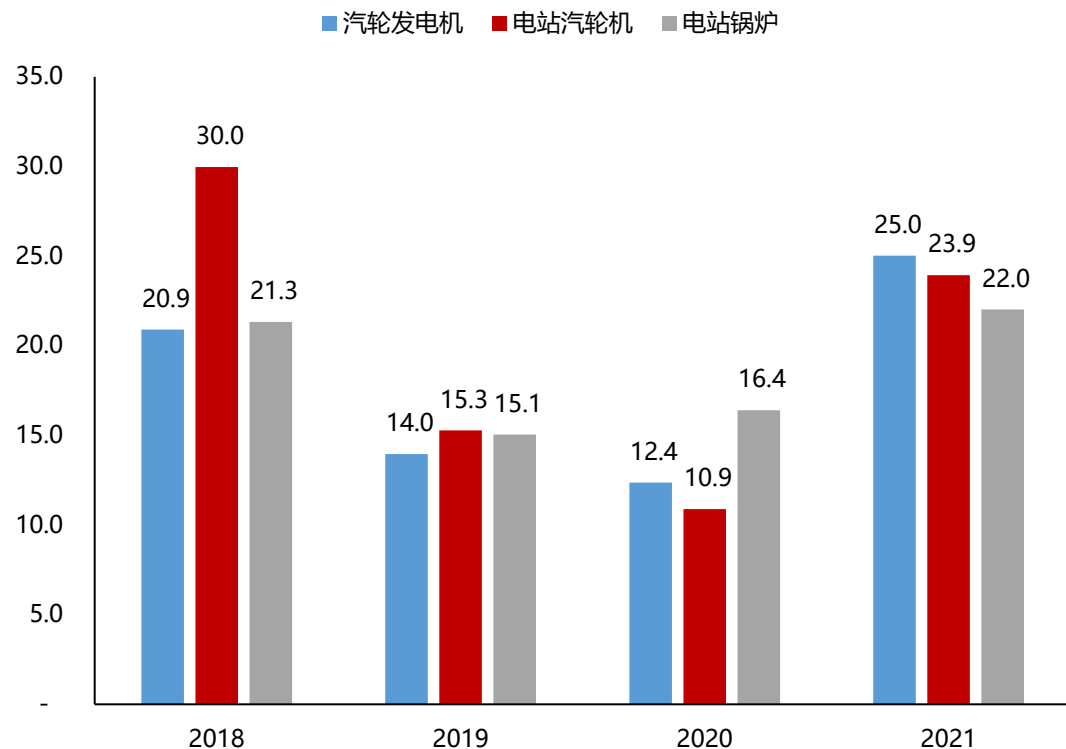
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司清洁高效能源装备业务

公司清洁高效能源装备业务主要为汽轮发电机、电站汽轮机、电站锅炉等，主要用于核电、火电等能源发电。2021年公司汽轮发电机、电站汽轮机、电站锅炉销量分别为25.0/23.9/22.0GW，对应核电、燃机、火电板块毛利率分别为26%/19%/21%，市场占有率分别为43%/47%/40%。

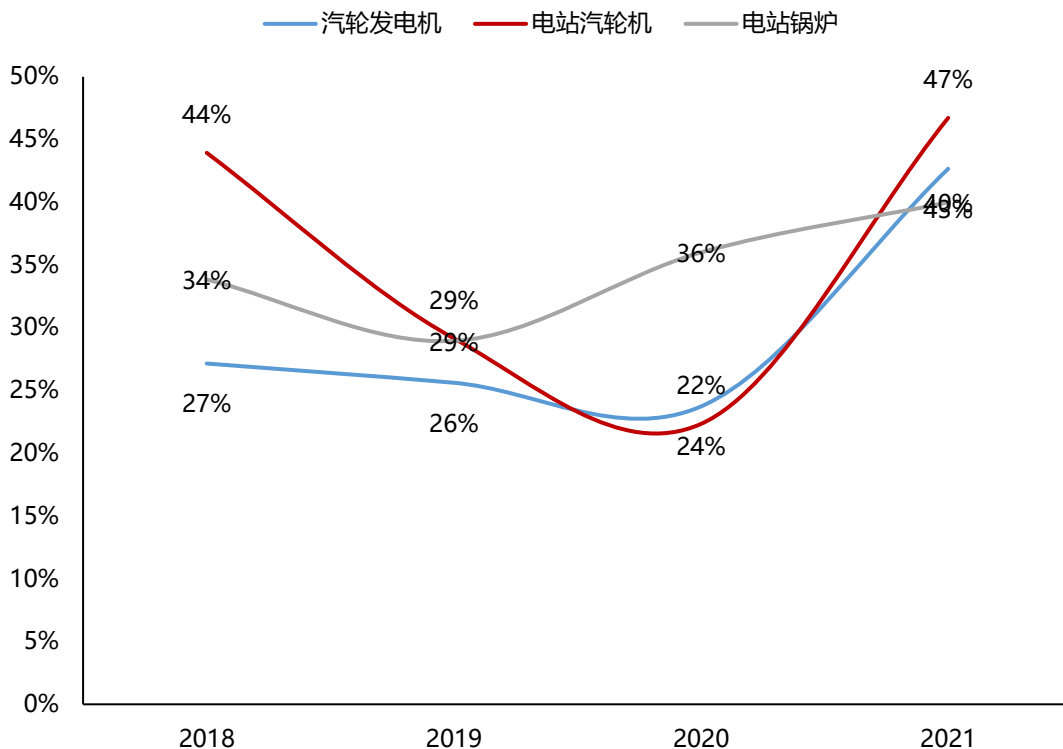
公司在清洁高效能源装备上科技创新能力强、技术行业领先，首台自主知识产权F级50MW重型燃机获得了示范项目订单，并在制造端实现汽轮机中小叶片自动化、销钉制造无人值守示范单元，开展在线检测、自动补偿等技术应用；完成锅炉集箱焊缝数字射线检测系统建设应用，制定国内首个应用于超小径管相控阵检测标准。

图29：公司汽轮发电机、电站汽轮机、电站锅炉销量（GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

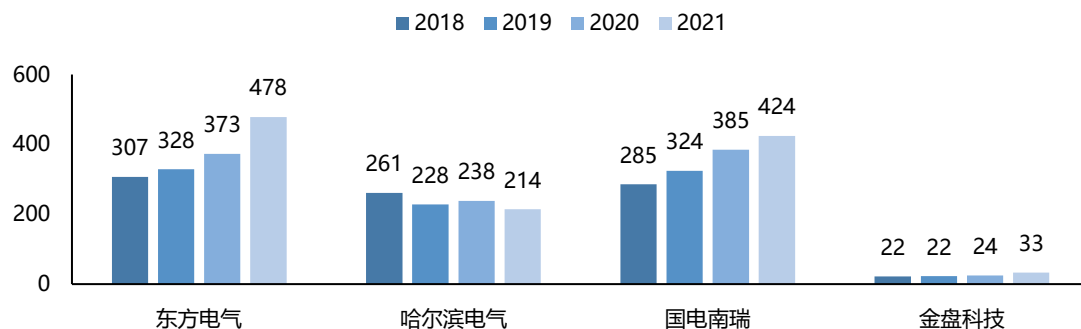
图30：公司汽轮发电机、电站汽轮机、电站锅炉市场占有率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，市场占有率以当年产量占比测算

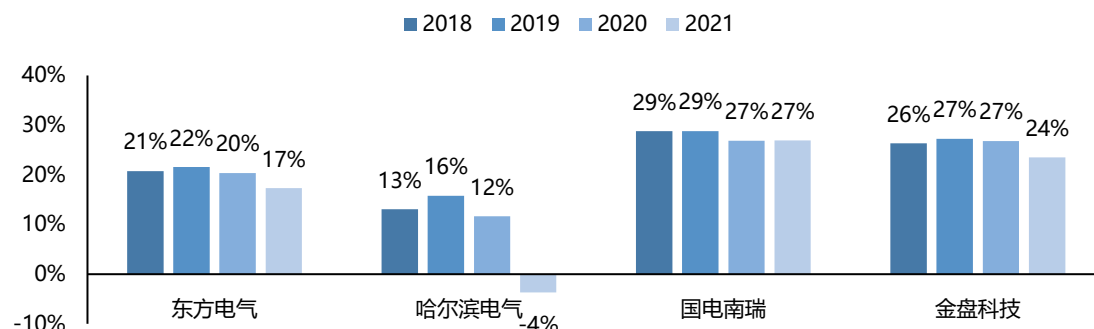
公司营业收入稳步提升，其中风电业务有较快增长。与同业公司相比，由于缺少毛利率较高的继电保护及柔性输电、变压器设备业务，整体毛利率处于行业中等水平；2021年毛利率有所下滑主要系因火电业务新增规模减少，合同价格有所下降，叠加钢材等原材料价格上涨所致。

图31：可比公司营业收入（亿元）



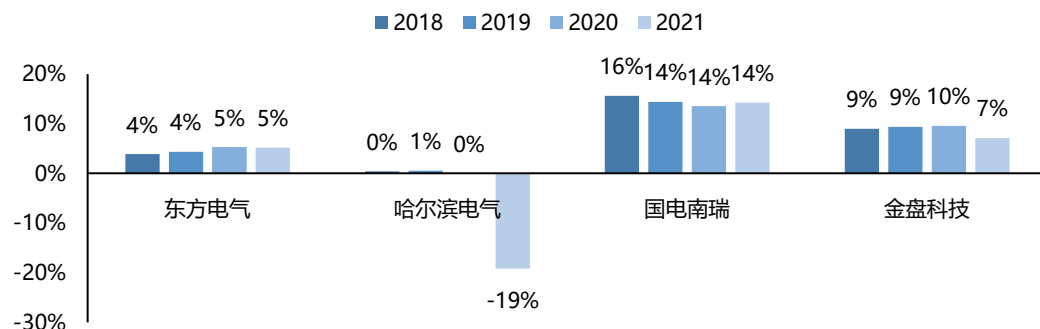
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：可比公司毛利率（%）



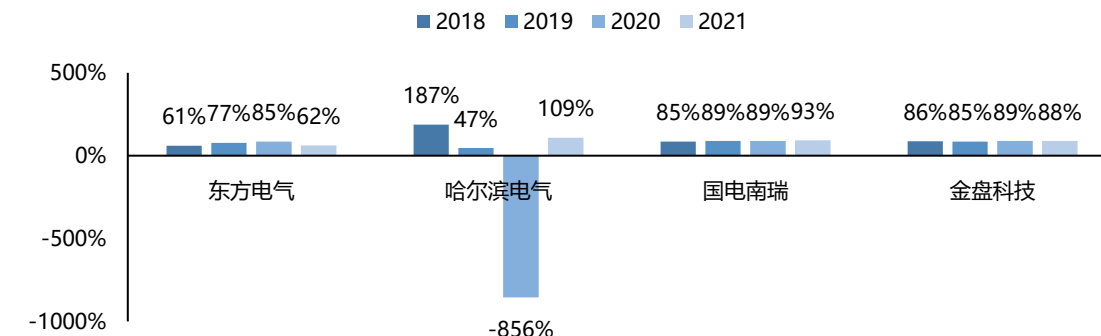
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：可比公司净利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

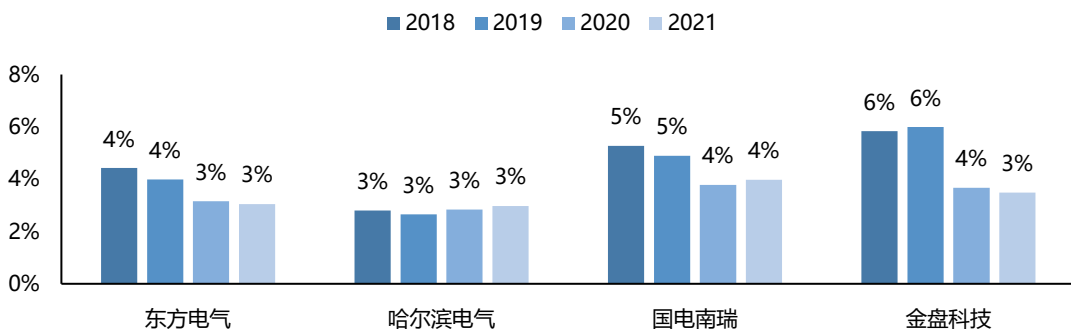
图34：可比公司经营活动净收益/利润总额（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

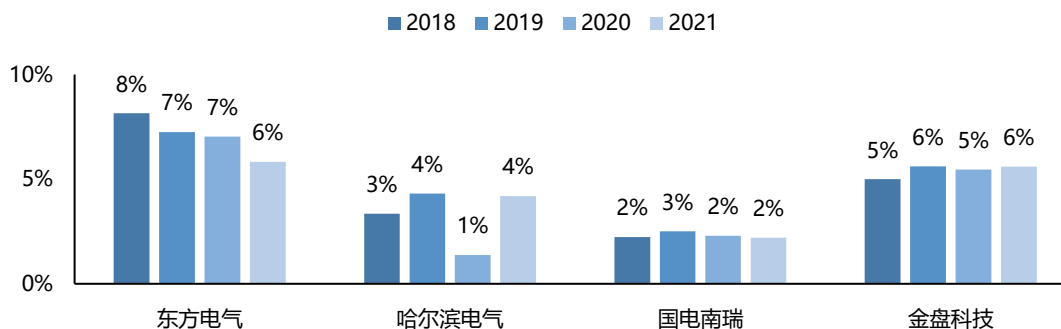
期间费用率方面，公司于2018-2021年维持在11.3%/10.8%/10.6%/9.0%，总体稳中有降并处于行业中等水平。公司持续强化研发经费投入力度和精准度，加快突破关键核心技术，研发费用率处于行业前列。2021年公司获得授权专利401件（发明专利86件），截至2021年底公司拥有有效专利3045件（发明专利1106件）。

图35：可比公司销售费用率（%）



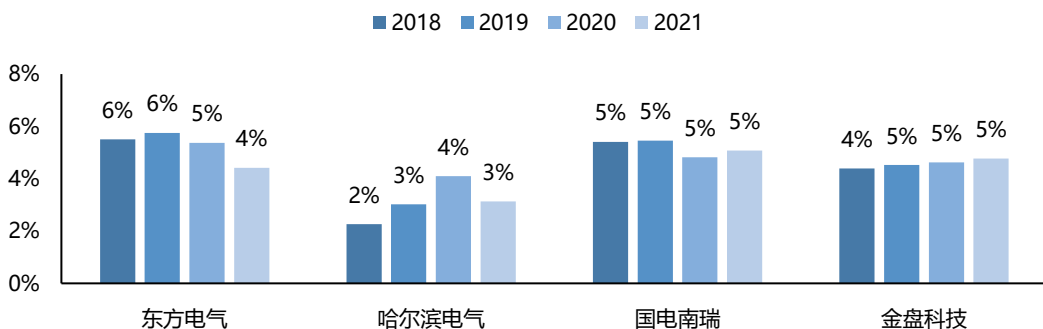
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图36：可比公司管理费用率（%）



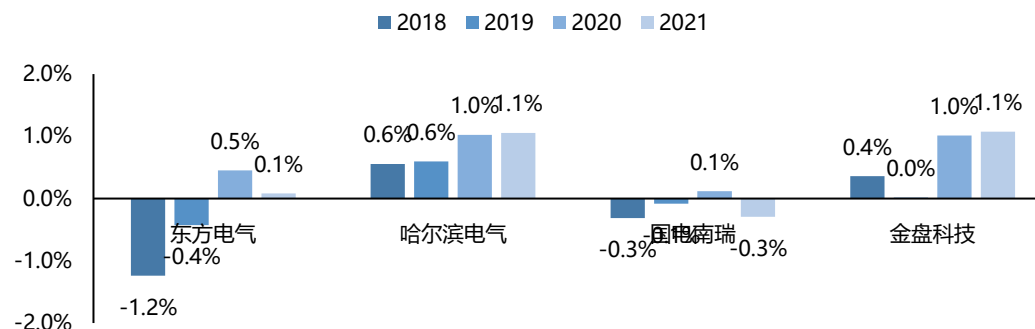
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：可比公司研发费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

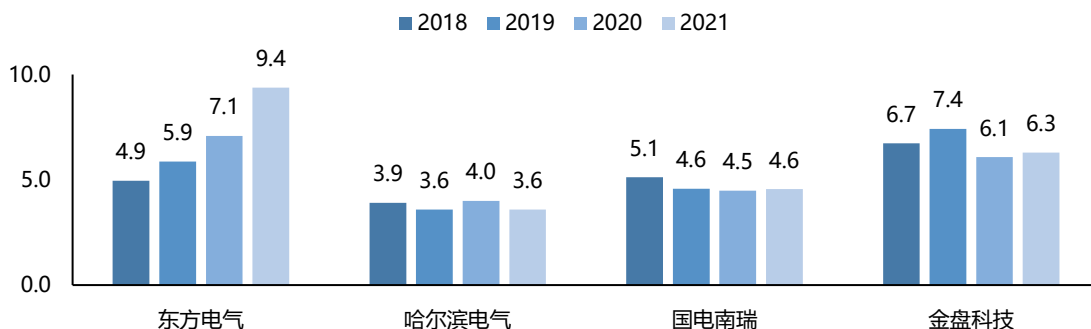
图38：可比公司财务费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

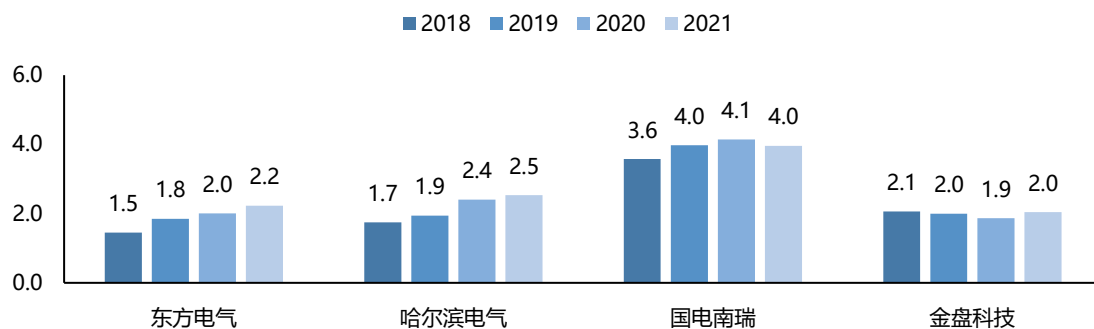
营运能力方面，公司固定资产周转率、应收账款周转率处于行业较高水平，应收账款占营收的比例低，存货周转率处于行业平均水平，总体营运能力优异。

图39：可比公司固定资产周转率（次）



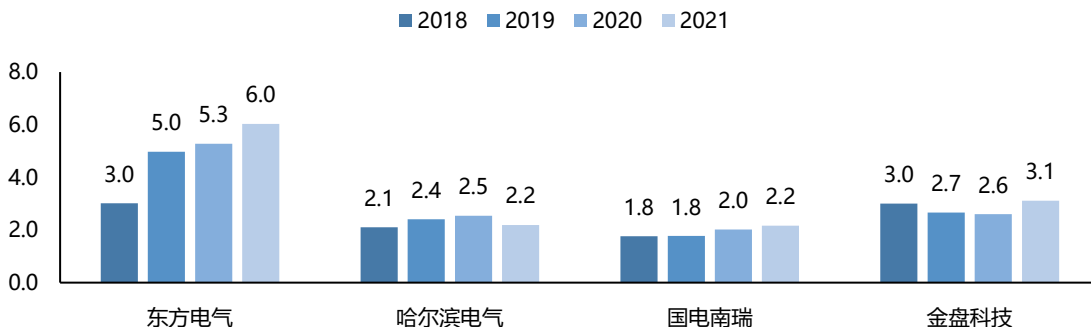
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40：可比公司存货周转率（次）



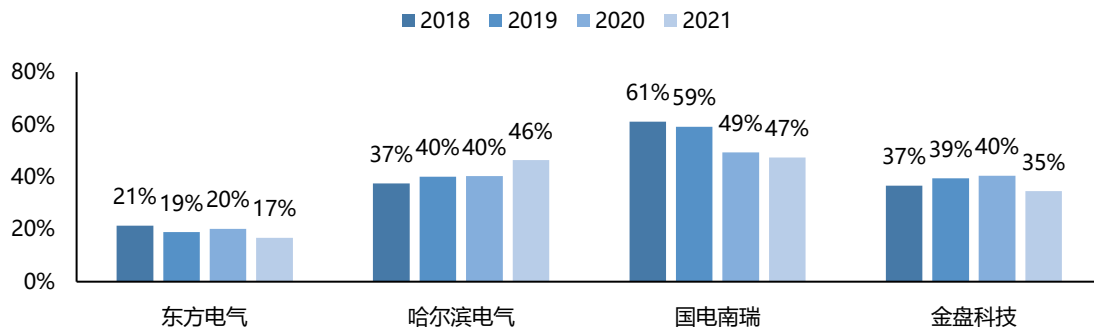
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：可比公司应收账款周转率（次）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

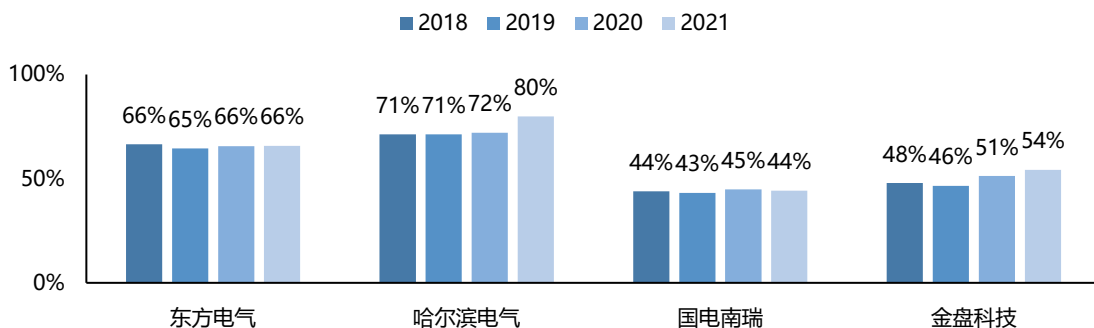
图42：可比公司应收账款占营收的比例（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

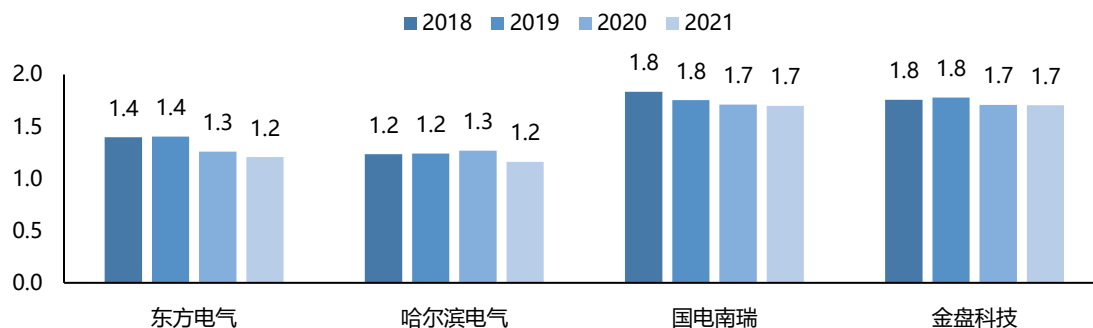
偿债能力方面，公司流动负债中占比较大的合同负债逐年攀升，主要系因业务规模增大，已收或应收客户对价而应向客户支付的商品增加；流动资产以货币资金、应收账款和预付账款等项目为主，可收回变现能力较强，且公司流动负债与流动资产存在业务经营上的密切联系，偿债能力处于行业平均水平。

图43：可比公司资产负债率（%）



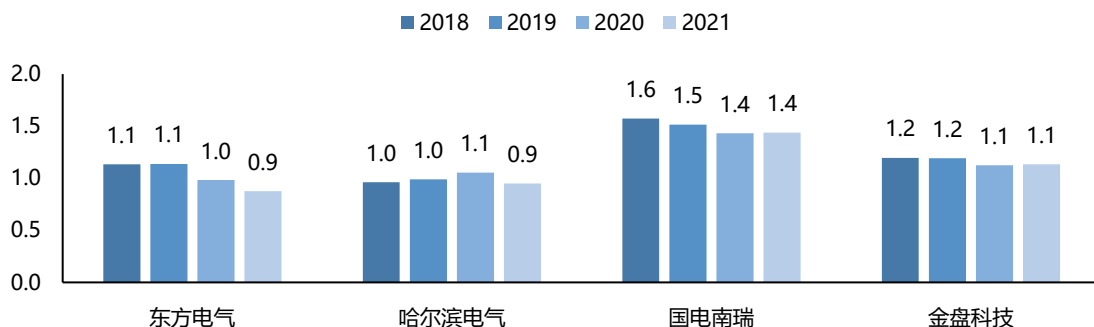
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44：可比公司流动比率



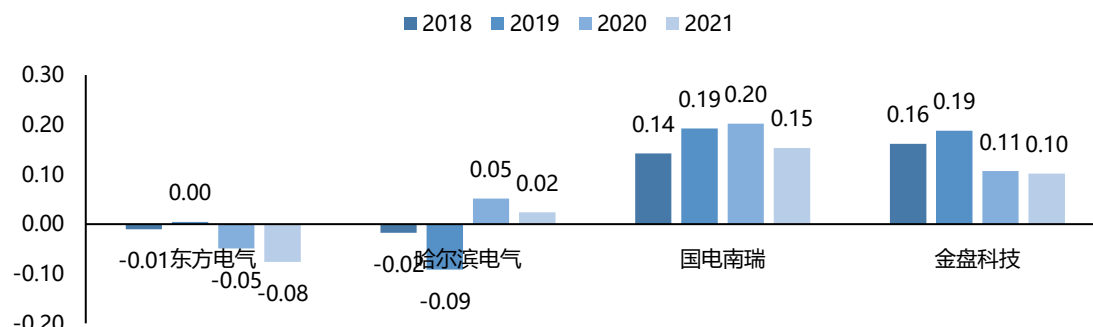
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图45：可比公司速动比率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

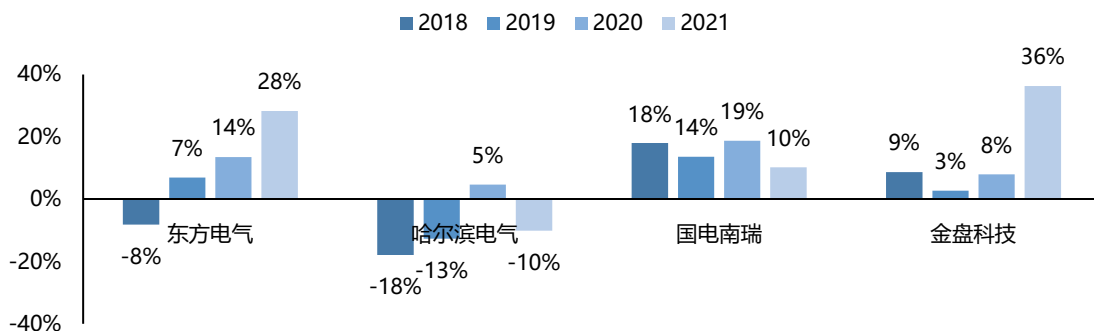
图46：可比公司经营性活动产生的现金流量净额/流动负债



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

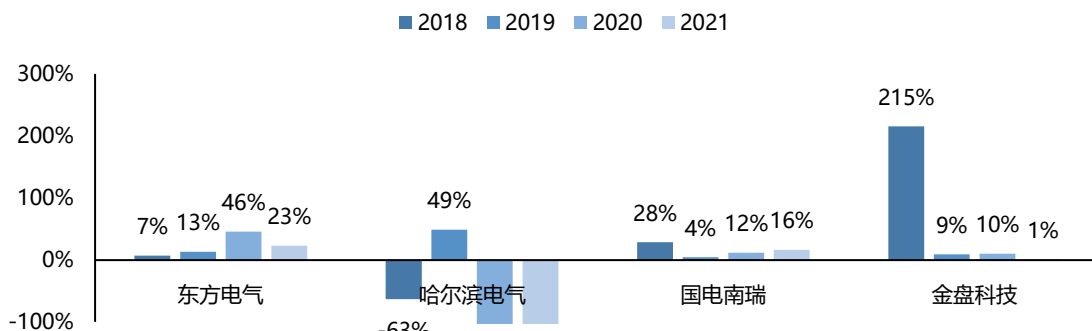
成长性方面，公司营业收入及归母净利润增速均位于行业前列，并保持较高的ROE水平。2020-2021年公司经营活动产生现金流净额及其同比增速均为负，主要系因财务子公司有大额正常经营净流出，扣除后经营活动现金净额分别为24.02亿元、7.05亿元。

图47：可比公司营业收入同比增速（%）



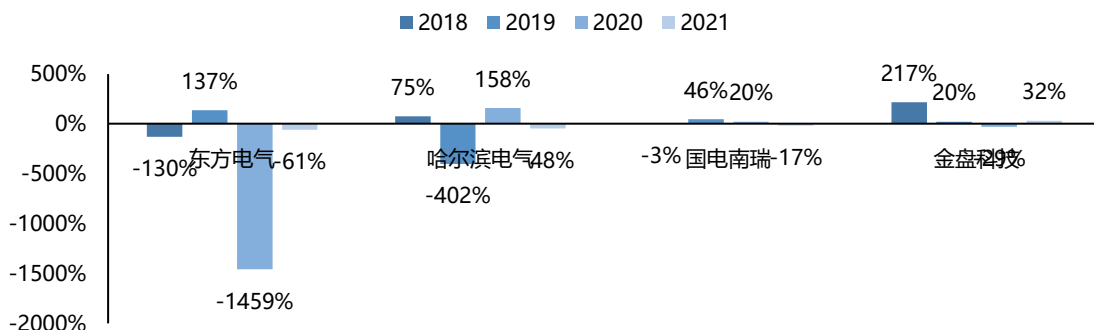
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：可比公司归母净利润同比增速（%）



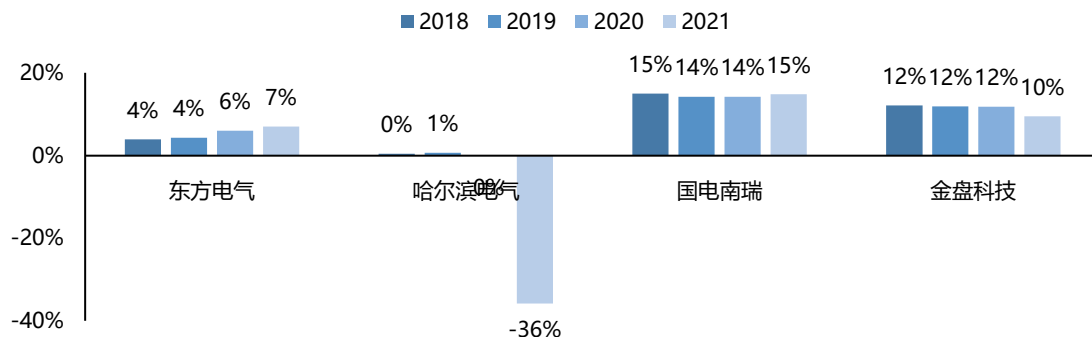
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图49：可比公司经营活动产生现金流净额同比增速（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：可比公司ROE（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

[04] 盈利预测

我国“十四五”期间重点实施“双两百工程”，将在200个市、县开工建设200个以上的抽水蓄能项目，充分发挥抽水蓄能在大基地开发中的支撑作用，十四五期间开工目标270GW。

2022年1-5月，全国水利建设全面提速，已落实投资6,061亿元，较去年同期增加1,554亿元，同增34.5%。预计2022年起，存量抽水蓄能项目加速建设，规划项目提前进入招标阶段。公司作为抽水蓄能设备龙头企业将持续受益行业高增速带来的收入增长，并积极研发降本增效建立技术护城河，保持良好的利润水平。

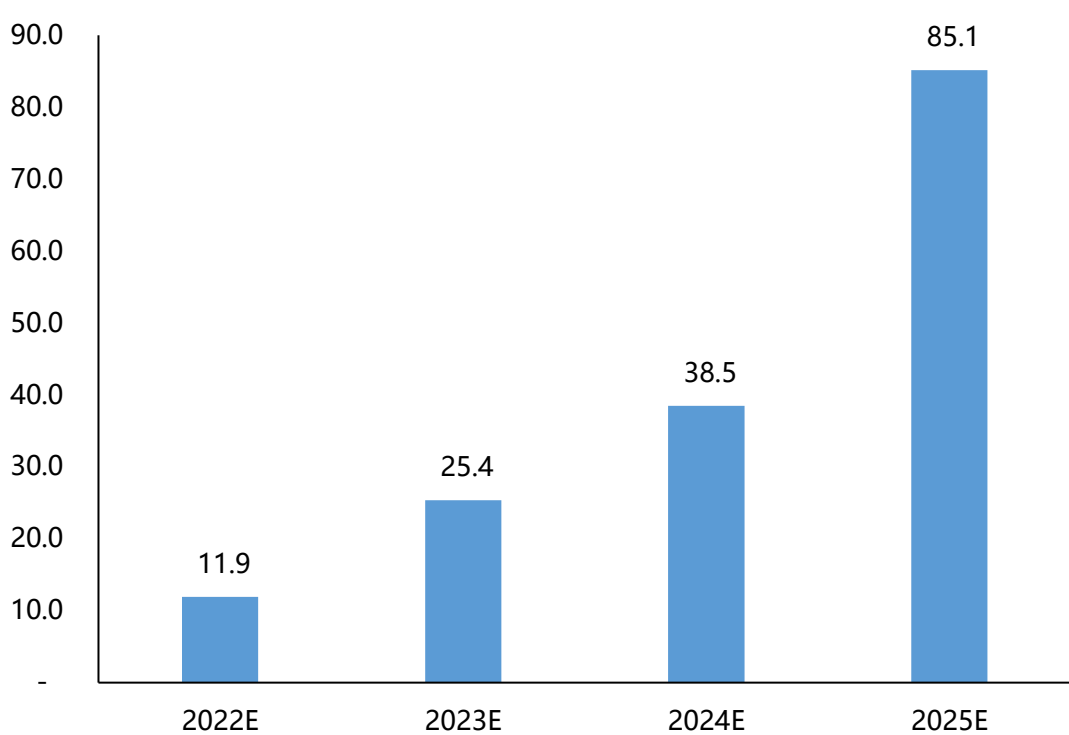
表6：公司抽水蓄能业务假设条件

	2022E	2023E	2024E	2025E
累计投产容量 (GW)	41.3	50.3	55.3	62.3
投产容量 (GW)	9.0	5.0	7.0	9.0
新开工容量 (GW)	50.0	60.0	70.0	75.0
设备招标容量 (GW)	31.9	55.0	65.0	72.5
设备第4年交付占比 (%)	33%	33%	33%	33%
设备第5年交付占比 (%)	67%	67%	67%	67%
设备交付容量 (GW)	4.1	7.7	11.7	25.8
东方电气	1.4	3.1	4.7	10.3
占比 (%)	35%	40%	40%	40%

资料来源：国家能源局、水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图51：公司抽水蓄能业务收入（亿元）



资料来源：国家能源局、水规总院、抽水蓄能行业协会，国信证券经济研究所预测

表7：公司主营业务假设条件

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
可再生能源装备								
	风电							
	收入 (亿元)	35.6	74.3	126.2	101.7	129.0	141.9	149.0
	成本 (亿元)	28.6	64.5	109.1	90.6	111.1	118.2	124.1
	毛利率 (%)	20%	13%	13.5%	10.9%	13.9%	16.7%	16.7%
	水电							
	水电——抽水蓄能							
	收入 (亿元)			13.3	11.9	25.4	38.5	85.1
	成本 (亿元)			10.6	9.5	20.3	30.8	68.1
				20%	20%	20%	20%	20%
	收入 (亿元)	22.5	24.8	24.8	17.7	32.5	47.4	96.4
	成本 (亿元)	21.3	20.7	20.2	14.1	26.0	38.0	77.1
	毛利率 (%)	6%	17%	19%	20%	20%	20%	20%
收入 (亿元)		59.2	100.9	151.4	119.4	161.5	189.3	245.3
成本 (亿元)		52.1	86.5	129.7	104.7	137.1	156.2	201.2
毛利率 (%)		12%	14%	14%	12%	15%	18%	18%
清洁高效能源装备								
收入 (亿元)		155.1	111.5	127.9	144.2	151.5	159.0	167.0
成本 (亿元)		117.3	85.2	100.1	115.4	121.2	127.2	133.6
毛利率 (%)		24%	24%	22%	20%	20%	20%	20%
工程与贸易								
收入 (亿元)		44.3	48.4	77.6	79.2	81.9	85.0	88.6
成本 (亿元)		35.3	35.4	69.1	67.6	66.5	68.6	71.1
毛利率 (%)		20%	27%	11%	15%	19%	19%	20%
现代制造服务业								
收入 (亿元)		38.8	49.1	39.6	40.8	42.0	43.3	44.7
成本 (亿元)		18.8	27.1	21.2	20.1	20.9	21.7	22.5
毛利率 (%)		51%	45%	46%	51%	50%	50%	50%
新兴成长产业								
收入 (亿元)		31.0	63.0	81.7	94.0	108.1	124.3	142.9
成本 (亿元)		26.7	55.4	67.7	77.1	87.5	99.4	114.3
毛利率 (%)		14%	12%	17%	18%	19%	20%	20%
合计收入 (亿元)		328.4	372.8	478.2	477.6	545.0	601.0	688.5
yoy (%)			14%	28%	0%	14%	10%	15%
合计成本 (亿元)		250.2	289.6	387.8	384.9	433.1	473.1	542.8
毛利率 (%)		24%	22%	19%	19%	21%	21%	21%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

绝对估值法：18.37-20.33元



公司主要经营模式是开发、设计、制造、销售先进的风电、太阳能、水电、核电、气电、火电等清洁高效能源电力成套设备，以及向全球能源运营商提供工程承包及服务，依托大型电力设备研发生产经营，未来将掘金风电、抽水蓄能赛道，全面进入快速发展阶段。根据以下主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理估值区间为18.37-20.33元，对应2023年动态PE区间为18-20倍，较公司当前股价有13%-25%的溢价空间。

表8：公司盈利预测假设条件

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入(百万元)	37,283	47,819	47,763	54,502	60,102	68,855	72,297	75,912	79,708	83,693
(+/-%)	13.5%	28.3%	-0.1%	14.1%	10.3%	14.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润(百万元)	1862	2289	2393	3221	3928	4427	4558	4810	5070	5339
(+/-%)	45.7%	22.9%	4.6%	34.6%	21.9%	12.7%	3.0%	5.5%	5.4%	5.3%
每股收益 (元)	0.60	0.73	0.77	1.03	1.26	1.42	1.46	1.54	1.63	1.71
EBIT Margin	6.4%	5.3%	5.4%	6.5%	7.3%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
净资产收益率 (ROE)	6.0%	7.0%	7.3%	9.2%	10.5%	10.3%	10.0%	10.0%	9.9%	9.8%
市盈率 (PE)	27.1	22.1	21.1	15.7	12.9	11.4	11.1	10.5	10.0	9.5
EV/EBITDA	35.6	35.7	35.8	28.0	24.2	22.8	22.6	22.0	21.4	20.9
市净率 (PB)	1.50	1.43	1.41	1.33	1.25	1.17	1.11	1.04	0.99	0.93

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

表9：资本成本假设

永续增长率TV=2.5%			
无杠杆Beta	1.33	Kd	4.50%
无风险利率	3.00%	T	15.00%
股票风险溢价	5.00%	Ka	9.65%
公司股价	16.19	有杠杆Beta	1.37
发行在外股数	3119	Ke	9.85%
股票市值(E)	50497	E/(D+E)	95.00%
债务总额(D)	1715	D/(D+E)	5.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

绝对估值法：18.37-20.33元

表10：FCFF估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	2582	3558	4374	4939	5061	5314	5580	5859	6151	6459	
所得税税率	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT*(1-所得税税率)	2324	3202	3937	4445	4555	4782	5022	5273	5536	5813	
折旧与摊销	459	529	586	633	679	726	773	819	866	913	
营运资金的净变动	(2068)	142	568	(551)	(62)	(24)	(393)	(79)	(102)	280	
资本性投资	(1190)	(1090)	(790)	(790)	(790)	(790)	(790)	(790)	(790)	(790)	
FCFF	(475)	2784	4301	3736	4382	4694	4611	5223	5510	6216	90344
PV(FCFF)	(433)	2319	3271	2594	2777	2715	2435	2517	2424	2496	36283
核心企业价值	59399										
减：净债务	(775)										
股票价值	60174										
每股价值	19.30										

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表11：绝对估值敏感性分析

	19.29	9.2%	9.4%	9.6%	9.8%	10.0%
3.1%	21.97	21.19	20.46	19.77	19.12	
2.9%	21.49	20.75	20.05	19.39	18.77	
2.7%	21.05	20.33	19.66	19.03	18.43	
2.5%	20.62	19.94	19.30	18.69	18.12	
2.3%	20.22	19.57	18.96	18.37	17.82	
2.1%	19.85	19.22	18.63	18.07	17.54	
1.9%	19.49	18.89	18.32	17.78	17.27	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

相对估值法：16.48-17.51元



我们选取同样从事电力设备研发、制造和销售的三家上市公司上海电气、金风科技和国电南瑞。

- 从所属行业来看，东方电气、上海电气、金风科技和国电南瑞均以我国电力系统各个环节所需要的一次设备和二次设备为主营产品，从事相关设备的研发、销售业务。东方电气、上海电气和金风科技的年营业收入较为接近，三家企业均主要从事发电成套设备的销售，东方电气和上海电气的从事火电、水电、风电、核电等各种传统和新能源的设备，并在传统火电和水电装备领域占据主导份额，市场占有率接近或者超过30%。金风科技是国内风电设备的龙头企业，占风电设备市场30-35%的市场份额。
- 从行业发展前景来看，金风科技所处的风电，以及东方电气、上海电气所处的火电和水电行业均在十四五实现较大规模的建设需求增长，以满足我国新型电力系统建设的目标。三家企业的毛利率常年维持在15-25%附近，符合电力一次设备的常规盈利区间，三家公司具有估值可比性。国电南瑞是我国国家电网二次设备龙头企业，主要从事电力调度系统，智能配电设备，特高压主设备的研发制造与销售，国电南瑞所处市场格局更为集中，国家电网每年建设投资总额约为5000亿以上，公司的营业收入大于东方电气、上海电气和金风科技。同时国电南瑞的软件业务和高端装备业务占比较高，综合毛利率高于一次设备企业，业务的稳定性更强，因此国电南瑞的动态估值高于上述三家一次设备企业。但从业绩增速分析，我们预期未来2-3年内，国电南瑞所处行业的增速不及东方电气、上海电气和金风科技。

综上所述，我们认为上述四家公司在所处行业、营收规模、客户性质、盈利能力等方面具有一定可比性。

表12：可比公司财务数据表

代码	公司简称	营业收入（亿元）			毛利率（%）			归母净利润（亿元）		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
600875.SH	东方电气	328	373	478	22%	20%	17%	13	19	23
002202.SZ	金风科技	382	563	506	19%	18%	23%	22	30	35
601727.SH	上海电气	1,275	1,373	1,314	18%	17%	15%	35	38	-100
600406.SH	国电南瑞	324	385	424	29%	27%	27%	43	49	56

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，得到可比公司2023年PE均值为16-17倍，对应公司的合理估值区间为16.48-17.51元，较公司当前股价有1%-7%的溢价空间。

表13：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE		
		元/港元	亿元	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002202.SZ	金风科技	15.17	621	0.82	0.96	1.24	18.5	15.8	12.2
601727.SH	上海电气*	4.18	577	-0.64	0.17	0.20	-6.5	24.6	20.9
600406.SH	国电南瑞	27.95	1,871	1.02	1.46	1.71	27.4	19.1	16.3
							均值	13.1	19.8
600875.SH	东方电气	16.30	496	0.73	0.77	1.03	22.3	21.2	15.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测，其中带*标的盈利预测为Wind一致预期

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级

我们认为公司是国内大型电力设备头部企业，深耕大型水轮发电机技术，其抽水蓄能机组研制水平整体达到行业先进，部分关键技术达到国际领先，树立了行业新标杆，由于生产大型抽水蓄能机组具有较高的技术壁垒，公司加码布局抽水蓄能设备研发及生产，未来有望乘行业高速增长东风进入量利齐升通道；随着风机大型化降本增效进程加速，叠加海上风电平价进程开启大功率机型招标，公司大型发电设备将持续受益行业变革，市场占有率有望提升。

我们预计公司2022-2024年归母净利润23.9/32.2/39.3亿元，同比增速5%/25%/22%，摊薄EPS为0.77/1.03/1.26元，对应PE为21.1/15.7/12.9x。综合绝对估值与相对估值，我们认为股票合理价值在18.37-20.33元之间，对应2023年动态PE区间为18-20倍，较公司当前股价有13%-25%的溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在18.37-20.33元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
 - 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大，我们在计算 K_e 时采用的无风险利率3.0%、股票风险溢价5.0%的取值都有可能偏低，导致 K_e 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
 - 3、我们假定10年后公司TV增长率为2.5%，公司所处的主要行业包括风电、抽水蓄能等能源形式，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；
 - 4、相对估值我们主要关注公司23年估值，选取可比公司23年平均PE作为参考，并给予公司1%-7%的估值溢价，最终判断公司23年合理的PE在16-17倍之间。
- 上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

价格/毛利率下降的风险：基于对于行业格局和行业特征的判断，我们认为后续收入占比较高的风电、火电、水电机组产品价格将维持较高水平，若后续行业竞争加剧则可能存在价格大幅下降的风险。电力设备产品主要原材料一般包括铜、钢铁等，若原材料价格出现进一步大幅上涨则存在毛利率下降的风险。

政策风险

政策支持力度：抽水蓄能开发属于重资产、长周期投入，对于各省政策支持力度依赖性较强。目前抽水蓄能是我国的主要储能形式，是发电侧实现“双碳”目标的重要抓手，后续若各地对于抽水蓄能项目开发、产业链建设的支持力度低于预期，则行业增速有低于预期的风险。

其他风险

国内外市场若频繁出现疫情反复有可能影响公司的正常生产与交付，影响各类能源项目的建设进度，从而使得公司销售收入和利润不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	26686	18722	18377	18534	20339
应收款项	11307	10981	7852	8959	9880
存货净额	15610	19062	15820	17800	19444
其他流动资产	6276	8007	7699	8663	9463
流动资产合计	70673	69855	62762	68416	74786
固定资产	5446	5252	5984	6547	6752
无形资产及其他	1600	1648	1647	1645	1643
其他长期资产	18301	24060	21494	22891	24041
长期股权投资	1776	2290	2490	2690	2890
资产总计	97795	103105	94376	102189	110112
短期借款及交易性金融负债	438	144	150	150	150
应付款项	18503	20214	12656	14240	15555
其他流动负债	8242	7213	7703	7715	8172
流动负债合计	56105	57976	49166	54806	59938
长期借款及应付债券	719	1565	1565	1565	1565
其他长期负债	7329	8180	7720	7779	8122
长期负债合计	8049	9745	9286	9344	9687
负债合计	64154	67721	58452	64151	69625
少数股东权益	2734	2886	2936	3025	3156
股东权益	30908	32498	32988	35013	37330
负债和股东权益总计	97795	103105	94376	102189	110112
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.60	0.73	0.77	1.03	1.26
每股红利	0.18	0.61	0.38	0.52	0.63
每股净资产	10.78	11.34	11.52	12.20	12.98
ROIC	7%	8%	7%	9%	10%
ROE	6%	7%	7%	9%	11%
毛利率	23%	19%	19%	21%	21%
EBIT Margin	6%	5%	5%	7%	7%
EBITDA Margin	9%	7%	6%	7%	8%
收入增长	14%	28%	0%	14%	10%
净利润增长率	46%	23%	5%	35%	22%
资产负债率	66%	66%	62%	63%	63%
息率	1.1%	3.8%	2.4%	3.2%	3.9%
P/E	27.1	22.1	21.1	15.7	12.9
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	35.6	35.7	35.8	28.0	24.2

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	37283	47819	47763	54502	60102
营业成本	28864	38670	38494	43314	47313
营业税金及附加	236	240	239	273	301
销售费用	1177	1458	1433	1635	1803
管理费用	2620	2790	2866	3270	3606
研发费用	2003	2110	2149	2453	2705
财务费用	168	40	(203)	(202)	(217)
投资收益	337	426	400	400	400
资产减值及公允价值变动	(362)	(748)	(500)	(500)	(500)
其他收入	332	1216	630	630	630
营业利润	2160	2658	2816	3790	4621
营业外净收支	(93)	9	0	0	0
利润总额	2067	2667	2816	3790	4621
所得税费用	151	238	282	379	462
少数股东损益	54	140	141	189	231
归属于母公司净利润	1862	2289	2393	3221	3928
现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1862	2289	2393	3221	3928
资产减值准备	(567)	(549)	(500)	(500)	(500)
折旧摊销	835	762	459	529	586
公允价值变动损失	138	(174)	0	0	0
财务费用	168	40	(203)	(202)	(217)
营运资本变动	1000	(4807)	(2068)	142	568
其它	(6016)	(1942)	(422)	146	458
经营活动现金流	(2749)	(4421)	(137)	3539	5039
资本开支	(541)	(718)	(1190)	(1090)	(790)
其它投资现金流	(139)	(2335)	2767	(1197)	(950)
投资活动现金流	(680)	(3053)	1577	(2287)	(1740)
权益性融资	230	(118)	(0)	0	0
负债净变化	484	369	6	0	0
支付股利、利息	(1000)	(589)	(1994)	(1297)	(1711)
其它融资现金流	392	(477)	6	0	0
融资活动现金流	(454)	(378)	(1785)	(1095)	(1494)
现金净变动	(3883)	(7852)	(345)	157	1806
货币资金的期初余额	30480	26686	18722	18377	18534
货币资金的期末余额	26686	18722	18377	18534	20339
企业自由现金流	3503	(2438)	(475)	2784	4301
权益自由现金流	3831	(2106)	(285)	2965	4496

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032