

东方电气 (600875.SH)

火电设备业务量利齐升，抽水蓄能业务前景广阔

增持

核心观点

公司收入稳健增长，扣非归母净利润大幅提升。2022H1 公司营收 279 亿元，同比+23%；归母净利润 17.7 亿元，同比+32%；扣非归母净利润 14.4 亿元，同比+17%。Q2 单季度营收 138 亿元，同比+16%，环比-2%；归母净利润 8.5 亿元，同比+19%，环比-9%；扣非归母净利润 7.8 亿元，同比+18%，环比+31%。

火电业务收入同比增长 46%，盈利能力边际改善。2022 年上半年，公司可再生新能源装备/清洁高效能源装备/工程与贸易/现代制造服务业/新兴成长产业业务营业收入 81.5/85.3/44.7/23.3/44.2 亿元，同比+4%/+38%/+74%/-2%/+18%。其中公司火电业务实现营业收入 62.0 亿元，同比增长 46%，占总营收比例 22%；毛利率 23%，环比+7pct，边际盈利能力改善显著。主要系因 21H2 火电业务交付规模减少，合同价格有所下降，叠加钢材等原材料价格上涨，22H1 逐步恢复所致。

能源保供叠加支撑性需求增长，火电业务有望高速增长。据电规总院预计，新增新能源可靠保障容量不足叠加全国电力供应偏紧，火电等支撑性能源新增规划亟待落实，需加快推进已明确煤电建设，并适时新增规划一批电源储备项目，夯实煤电托底保供基础。公司是我国燃煤机组主要设备厂商之一，市占率约为 40%。公司拥有完整能源装备研制体系，火电 1000MW 等级机组、大型循环流化床锅炉等多方面处于行业领先地位。“十四五”期间公司有望受益新增火电设备需求高增，打开盈利成长空间。

抽水蓄能加速建设，设备交付有望提前。根据抽蓄行业分会预测，2022 年抽蓄核准规模或超过 50GW，年初至今新增开工容量超 13GW，核准建设显著提速。公司是我国抽蓄机组主要设备厂商之一，研制水平整体达到行业先进，国内市占率为 38%，是国内首个同时具备抽蓄机组研制和调试能力的发电设备制造企业。伴随着行业装机的快速增长及在建项目的建设提速，公司抽蓄机组存量订单收入有望提前，带来较大业绩弹性。

风险提示：原材料价格大幅度上涨的风险；订单交付延期、违约的风险；下游能源建设政策支持力度不达预期的风险。

投资建议：公司作为火电、抽蓄机组主要供应商，将受益于行业需求高增获得业绩增长。上调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 27.8/36.4/46.9 亿元（原预测 23.9/32.2/39.3 亿元），增速 22%/31%/29%（原预测 5%/35%/22%），摊薄 EPS 为 0.89/1.17/1.50 元，对应 2022-2024 年动态 PE 为 21.7/16.6/12.9 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37,283	47,819	56,327	63,459	73,425
(+/-%)	13.5%	28.3%	17.8%	12.7%	15.7%
净利润(百万元)	1862	2289	2780	3638	4690
(+/-%)	45.7%	22.9%	21.5%	30.9%	28.9%
每股收益(元)	0.60	0.73	0.89	1.17	1.50
EBIT Margin	6.4%	5.3%	5.4%	6.4%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	6.0%	7.0%	8.3%	10.2%	12.2%
市盈率 (PE)	32.4	26.4	21.7	16.6	12.9
EV/EBITDA	38.7	38.7	37.0	29.3	24.6
市净率 (PB)	1.80	1.71	1.66	1.56	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·其他电源设备 II

证券分析师：王蔚祺 联系人：陈抒扬
010-88005313 0755-81982965
wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	19.36 元
总市值/流通市值	60384/45419 百万元
52 周最高价/最低价	23.42/11.05 元
近 3 个月日均成交额	659.24 百万元

市场走势



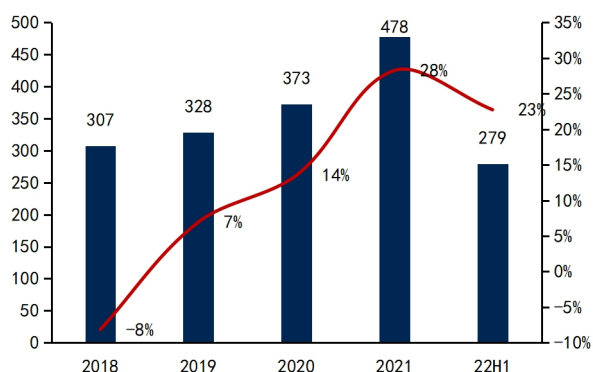
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《东方电气-深度报告-立足大型设备技术优势，海风抽蓄打开成长空间》——2022-07-06
- 《东方电气-600875-2012 年年报点评：新增订单下滑，业绩略低于预期》——2013-03-28
- 《东方电气-600875-2012 年三季报点评：仍处于业绩低谷》——2012-10-29
- 《东方电气-600875-2012 年半年报点评：行业不景气造成业绩低于预期》——2012-08-22
- 《东方电气-600875-重大事件快评：无需过分悲观》——2012-06-29

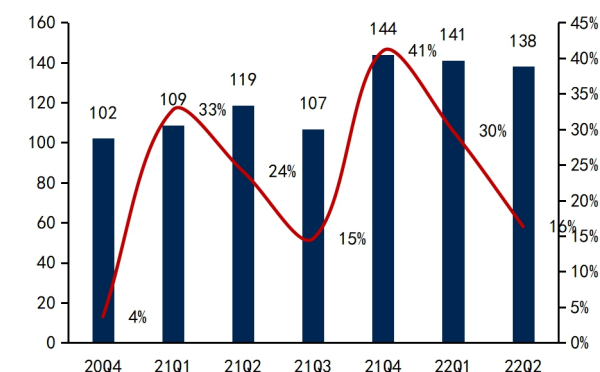
公司收入稳健增长，扣非归母净利润大幅提升。2022年上半年，公司实现营收279亿元，同比+23%；归母净利润17.7亿元，同比+32%；扣非归母净利润14.4亿元，同比+17%。对应Q2单季度实现营收138亿元，同比+16%，环比-2%；归母净利润8.5亿元，同比+19%，环比-9%；扣非归母净利润7.8亿元，同比+18%，环比+31%。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



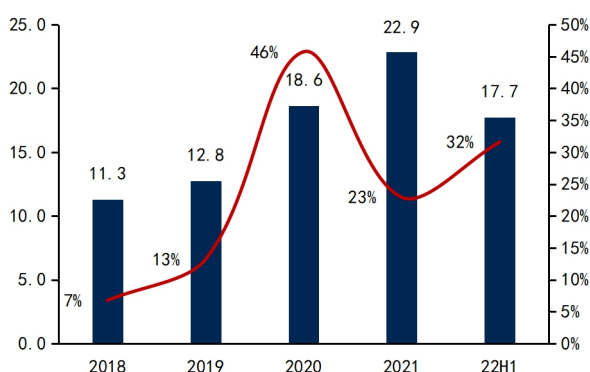
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）



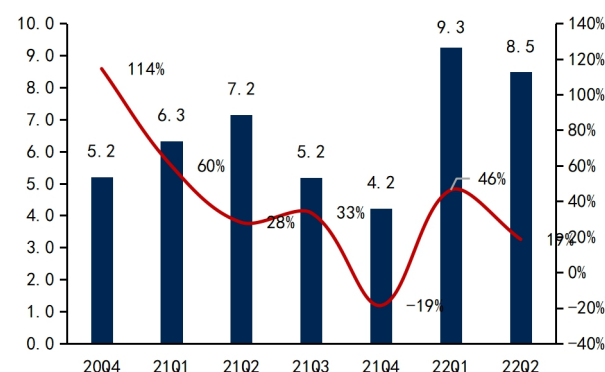
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



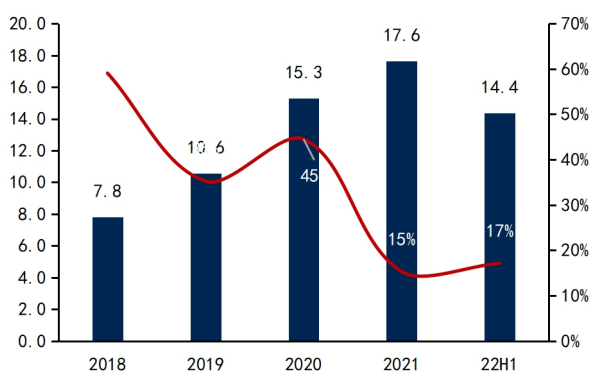
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（亿元、%）



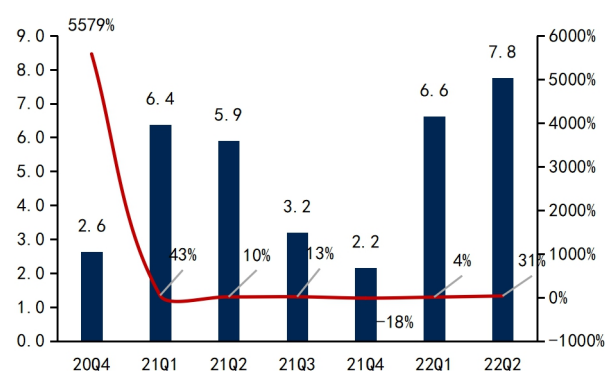
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）

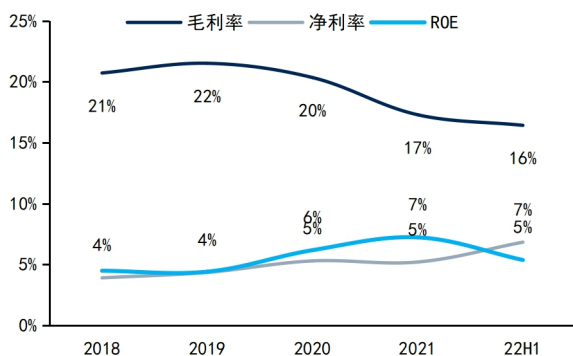


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用全面降低，经营现金流净额转正。2022年上半年，公司毛利率为16.4%，同比-1.6pct；净利率为6.8%，同比+0.4pct；公司期间费用率为10.8%，同比-2.3pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为2.5%（-0.3pct）、4.8%（-1.7pct）、3.4%（-1.1pct）、-0.2%（-0.2pct）。

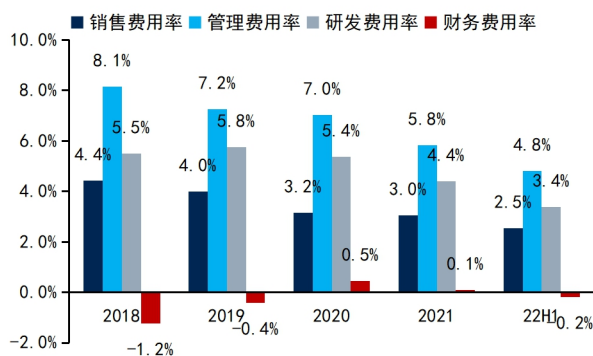
其中财务费用率下降主要系因本期实现汇兑净收益0.63亿元，同比增长0.9亿元所致；管理费用率降低主要系因是公司业务规模持续扩大所致。2022年上半年，公司经营性活动现金流净额由2021年末的-44亿元转正为24亿元，主要系因收款情况边际改善及吸收存款增加所致。

图7：公司毛利率、净利率和平均 ROE 变化



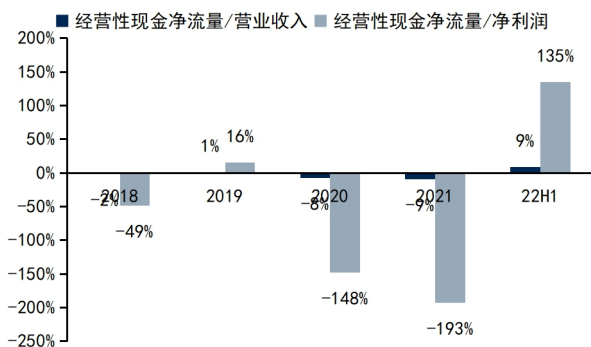
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用占比情况变化



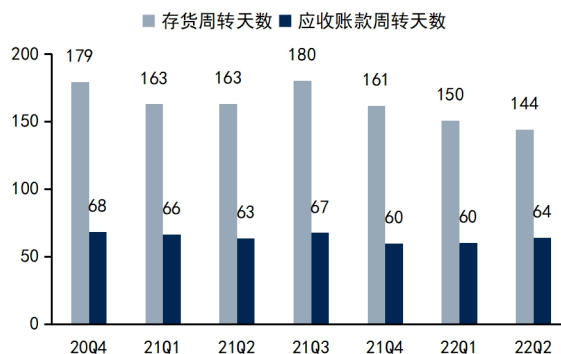
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司营运能力指标变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

22H1 总营收同比增长 23%，火电业务量利齐升。2022年上半年，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/新兴成长产业业务营业收入81.5/85.3/44.7/23.3/44.2亿元，同比+4%/+38%/+74%/-2%/+18%，毛利率分别为12%/21%/11%/48%/14%。

其中公司火电业务实现营业收入62.0亿元，同比增长46%，占总营收比例22%；毛利率23%，环比+7pct，边际盈利能力改善显著。主要系因21H2火电业务交付规模减少，合同价格有所下降，叠加钢材等原材料价格上涨，22H1逐步恢复所致。

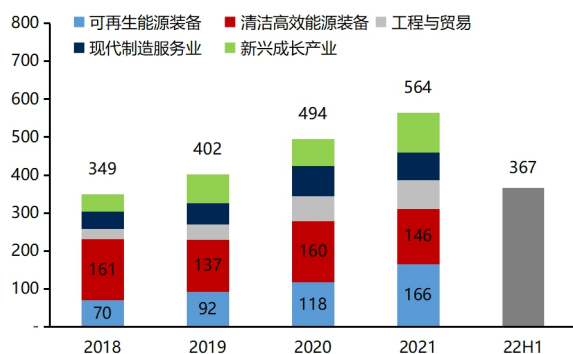
表1: 2022H1 公司分业务营业收入及毛利率 (亿元、%)

	营业收入 (亿元)				毛利率 (%)		
	21H1	21H2	22H1	同比 (%)	21H1	21H2	22H1
可再生能源装备	78.7	72.7	81.5	4%	13%	16%	12%
风电	64.0	62.2	68.9	8%	12%	16%	12%
水电	14.4	10.4	12.5	-13%	18%	19%	15%
清洁高效能源装备	61.9	66.0	85.3	38%	21%	22%	21%
核电	10.5	11.8	10.9	4%	8%	42%	33%
燃机	8.9	8.4	12.4	39%	10%	29%	0%
火电	42.5	45.8	62.0	46%	27%	16%	23%
工程与贸易	25.8	51.8	44.7	74%	18%	8%	11%
工程总承包	5.4	11.0	11.8	119%	48%	25%	21%
贸易	20.2	40.6	32.9	63%	9%	3%	7%
现代制造服务业	23.6	16.0	23.3	-2%	42%	53%	48%
电站服务	14.5	9.0	14.6	0%	32%	46%	39%
金融服务	5.3	5.5	5.9	11%	89%	90%	91%
新兴成长产业	37.3	44.4	44.2	18%	19%	16%	14%
合计	227.4	250.8	279.1	23%	20%	18%	18%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

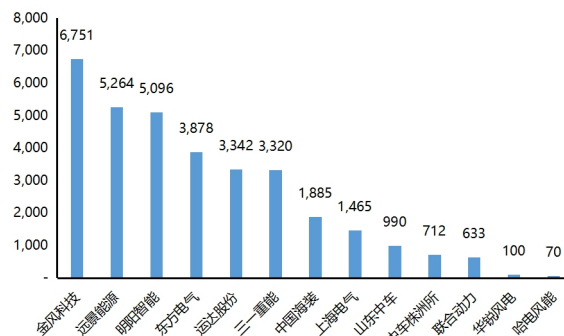
22H1 公司新签订单 367 亿元, 风机订单同比增长超 200%。2022 年上半年, 公司新签合同 367 亿元, 同比+7%。据不完全统计, 2022 年上半年风机公开招标中, 公司中标容量为 3.88GW, 同比+223%, 新签订单规模位列行业第四。

图11: 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12: 22H1 风机厂商公开招标中标容量 (MW) (不完全统计)

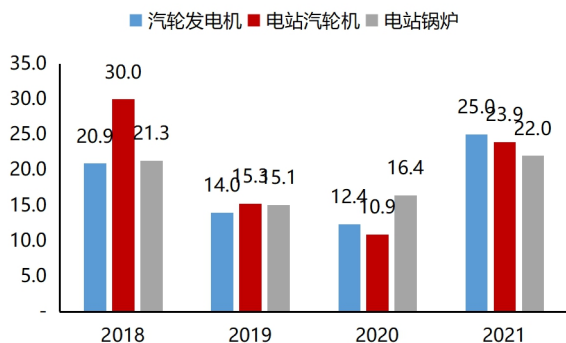


资料来源: 采招网、国信证券经济研究所整理

能源保供叠加支撑性需求增长, 火电建设逐步推进。据电规总院预计, 新增新能源可靠保障容量不足叠加全国电力供应偏紧, 火电等支撑性能源新增规划亟待落实, 需要加快推进已明确煤电建设, 并适时新增规划一批电源储备项目, 夯实煤电托底保供基础。

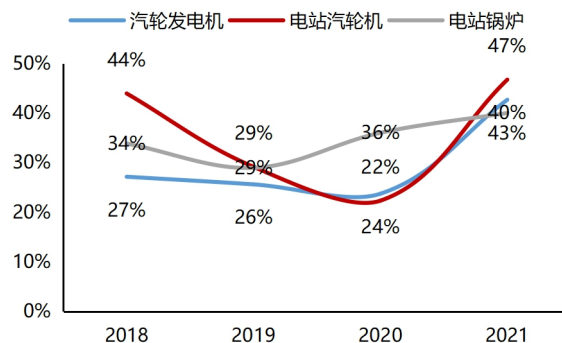
东方电气是我国燃煤机组主要设备厂商之一, 拥有完整的能源装备研制体系, 火电产品 1000MW 等级机组、大型循环流化床锅炉等多方面处于行业领先地位。2021 年公司汽轮发电机、电站汽轮机、电站锅炉销量分别为 25.0/23.9/22.0GW, 市场占有率分别为 43%/47%/40%。“十四五”期间有望受益新增火电设备需求高增, 打开盈利成长空间。

图13: 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14: 公司汽轮发电机、电站汽轮机、电站锅炉市占率 (%)



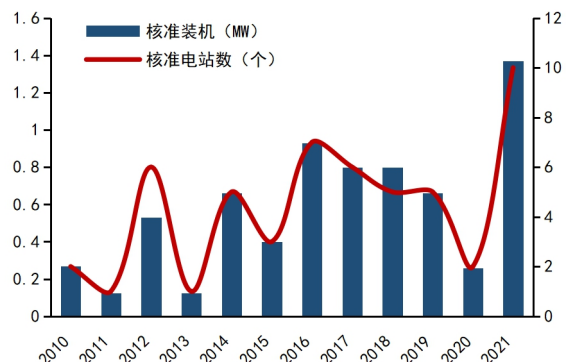
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

抽水蓄能项目加速建设, 设备交付有望提前。根据国家能源局、抽水蓄能行业协会等机构预测, 到 2025 年我国将抽水蓄能投产 62GW 以上, 到 2030 年投产达 120GW 左右, 2035 年投产规模有望超过 400GW。2022 年 4 月, 国家发展改革委、国家能源局联合印发通知, 部署加快“十四五”时期抽水蓄能项目开发建设, 按照能核尽核、能开尽开的原则, 加快推进 2022 年抽水蓄能项目核准工作。

2022 年初至今新增开工抽水蓄能项目达到 13GW, 已接近 2021 年全年核准容量 13.7GW, 建设显著提速。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”期间可核准并达到开工条件项目容量 270GW。

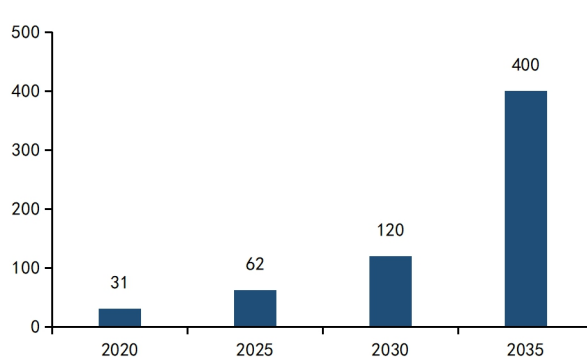
东方电气是我国抽蓄机组主要设备厂商之一, 研制水平整体达到行业先进, 部分关键技术达到国际领先, 能够制造覆盖从 50 米到 850 米水头、容量从 10MW 到 450MW 等级的机组产品, 累计获得近 70 台套机组的供货合同, 国内市场占有率为 38%, 是国内首个同时具备抽蓄机组研制和调试能力的发电设备制造企业。伴随着行业装机的快速增长及在建项目的建设提速, 公司抽蓄机组存量订单收入有望提前, 带来较大业绩弹性。

图15: 2011-2021 年抽蓄储能项目核准情况



资料来源: 抽水蓄能行业分会、国信证券经济研究所整理

图16: 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

投资建议：上调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 27.8/36.4/46.9 亿元（原预测 23.9/32.2/39.3 亿元），增速 22%/31%/29%（原预测 5%/35%/22%），摊薄 EPS 为 0.89/1.17/1.50 元，对应 2022-2024 年动态 PE 为 21.7/16.6/12.9 倍，维持“增持”评级。

表2: 可比公司估值表 (2022.8.30)

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (%) (2021A)	PEG (2022E)	投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E			
600875.SH	东方电气	19.36	571	0.73	0.89	1.17	26.4	21.7	16.6	7.0	1.11	增持
601727.SH	上海电气*	4.41	607	-0.64	0.17	0.20	-6.9	25.9	22.1	-17.2	0.21	无评级
600406.SH	国电南瑞	28.58	1,913	1.02	1.46	1.71	28.0	19.6	16.7	14.8	1.47	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 注: 带*标的盈利预测为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	26686	18722	18000	18000	19222	营业收入	37283	47819	56327	63459	73425
应收款项	11307	10981	9259	10432	12070	营业成本	28864	38670	45401	50494	57846
存货净额	15610	19062	18658	20751	23772	营业税金及附加	236	240	282	317	367
其他流动资产	6276	8007	9080	10099	11569	销售费用	1177	1458	1690	1904	2203
流动资产合计	70673	69855	70084	75896	85453	管理费用	2620	2790	3380	3808	4405
固定资产	5446	5252	5984	6547	6752	研发费用	2003	2110	2535	2856	3304
无形资产及其他	1600	1648	1647	1645	1643	财务费用	168	40	(201)	(169)	(188)
其他长期资产	18301	24060	25347	26653	29370	投资收益	337	426	400	400	400
长期股权投资	1776	2290	2490	2690	2890	资产减值及公允价值变动	(362)	(748)	(500)	(500)	(500)
资产总计	97795	103105	105552	113430	126108	其他收入	332	1216	630	630	630
短期借款及交易性金融负债	438	144	1012	692	150	营业利润	2160	2658	3271	4280	5518
应付款项	18503	20214	14926	16601	19018	营业外净收支	(93)	9	0	0	0
其他流动负债	8242	7213	9085	8993	9990	利润总额	2067	2667	3271	4280	5518
流动负债合计	56105	57976	58820	64360	73213	所得税费用	151	238	327	428	552
长期借款及应付债券	719	1565	1565	1565	1565	少数股东损益	54	140	164	214	276
其他长期负债	7329	8180	8834	8809	9588	归属于母公司净利润	1862	2289	2780	3638	4690
长期负债合计	8049	9745	10399	10374	11153	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	64154	67721	69219	74734	84366	净利润	1862	2289	2780	3638	4690
少数股东权益	2734	2886	2958	3072	3248	资产减值准备	(567)	(549)	(500)	(500)	(500)
股东权益	30908	32498	33375	35623	38494	折旧摊销	835	762	459	529	586
负债和股东权益总计	97795	103105	105552	113430	126108	公允价值变动损失	138	(174)	0	0	0
						财务费用	168	40	(201)	(169)	(188)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1000	(4807)	(976)	50	1059
每股收益	0.60	0.73	0.89	1.17	1.50	其它	(6016)	(1942)	717	120	967
每股红利	0.18	0.61	0.45	0.58	0.75	经营活动现金流	(2749)	(4421)	2481	3837	6801
每股净资产	10.78	11.34	11.65	12.41	13.38	资本开支	(541)	(718)	(1190)	(1090)	(790)
ROIC	7%	8%	8%	10%	12%	其它投资现金流	(139)	(2335)	(1087)	(1105)	(2517)
ROE	6%	7%	8%	10%	12%	投资活动现金流	(680)	(3053)	(2277)	(2195)	(3307)
毛利率	23%	19%	19%	20%	21%	权益性融资	230	(118)	(0)	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	6%	7%	负债净变化	484	369	868	(321)	(542)
EBITDA Margin	9%	7%	6%	7%	8%	支付股利、利息	(1000)	(589)	(1994)	(1490)	(1919)
收入增长	14%	28%	18%	13%	16%	其它融资现金流	392	(477)	868	(321)	(542)
净利润增长率	46%	23%	21%	31%	29%	融资活动现金流	(454)	(378)	(925)	(1642)	(2273)
资产负债率	66%	66%	66%	66%	67%	现金净变动	(3883)	(7852)	(722)	0	1222
息率	0.9%	3.2%	2.3%	3.0%	3.9%	货币资金的期初余额	30480	26686	18722	18000	18000
P/E	32.4	26.4	21.7	16.6	12.9	货币资金的期末余额	26686	18722	18000	18000	19222
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.4	企业自由现金流	3503	(2438)	1029	3162	5624
EV/EBITDA	38.7	38.7	37.0	29.3	24.6	权益自由现金流	3831	(2106)	2078	2993	5252

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

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中所提及的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 层
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