

2024 年 04 月 30 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

东方电气（600875）

火电设备市占率领先，核电建设加速，订单饱满势头向好

◆ 业绩稳步增长，清洁高效能源装备贡献主要利润

据公司 2023 年报，公司实现总营收 606.77 亿元、同比+9.62%，归母净利润 35.50 亿元、同比+24.23%，毛利率 17.31%，净利率 6.12%；其中 Q4 营收 159.10 亿元、同比+7.46%，归母净利润 6.39 亿元、同比+80.07%，扣非净利润-1.13 亿元、同比-145.92%，毛利率 17.06%，净利率 3.85%。2024Q1 营收 150.53 亿元、同比+2.28%，归母净利润 9.06 亿元、同比-11.12%，扣非净利润 10.56 亿元、同比 10.61%，毛利率 18.69%，净利率 6.66%。

公司 23 年业绩增长得益于清洁高效能源装备业务收入增长，相关业务 2023 年收入达 205.89 亿元、同比+40.21%，占比提升至 33.93%，此外煤电、燃机、核电装备需求持续增长，业务板块毛利率有所提升；Q4 扣非净利润亏损主要因为风电市场竞争激烈导致风电业务净利润亏损。

2023 年，公司新增订单 865.32 亿元，同比+31.95%；2024Q1 公司新增订单 263.29 亿元，同比+16.42%，其中清洁高效能源装备占比持续提升。公司订单高增稳步确收，对后续业绩提供支撑。

◆ 火电仍为发电主力，发挥兜底保供作用

据国家能源局数据，截至 2023 年底，全国累计发电装机容量 29.2 亿千瓦，其中火电累计发电装机容量 13.9 亿千瓦（煤电 11.6 亿千瓦）、占比 48%；火电发电量为 6.23 万亿千瓦时，约占我国发电总量的 69.95%。2023 年全社会用电量 9.2 万亿千瓦时、同比+6.7%，中电联预测，2024 年全社会用电量将达到 9.8 万亿千瓦时，同比+6%。火电发电占比较为稳定，新能源发电大规模接入电网，出力波动性较大，火电发挥兜底保供、系统调节、应急备用的作用，带动需求和装机规模提升。根据绿色和平数据，2022 年及 2023 年上半年我国分别新核准通过煤电项目 9071.6 万千瓦、5040 万千瓦。中电联预计 2024 年底火电装机将达 14.6 亿千瓦，其中煤电 12 亿千瓦左右，火电新开工项目规模有望维持较高水平。

◆ 火电设备市占率领先，核电核准建设加速，订单饱满强化盈利能力

2023 年公司清洁高效能源装备业务收入 205.89 亿元、同比+40.21%；其中火电/燃机/核电分别收入 138.97/37.89/29.03 亿元、同比+28.72%/106.95%/41.11%；毛利率分别为 23.43%/12.15%/23.22%。2023/2024Q1 公司分别新增清洁高效能源装备订单 341.28 亿元、占比 39.44%/111.24 亿元、占比 42.25%。2023 年清洁高效能源装备（火电、燃机、核电）订单大幅提升同比+57%，炉机电成套项目同比增长超过 100%。

随着我国用电需求持续上升与电力工程建设速度加快，煤电汽轮机、燃气轮机、核电汽轮机等发电设备市场前景良好。受益于火电需求旺盛，设备价格有所提升，公司火电设备产品市占率领先，煤电市场占有率 38%，订单饱满稳步交付，产销量同比

投资评级

买入

维持评级

2024 年 04 月 29 日

收盘价(元):

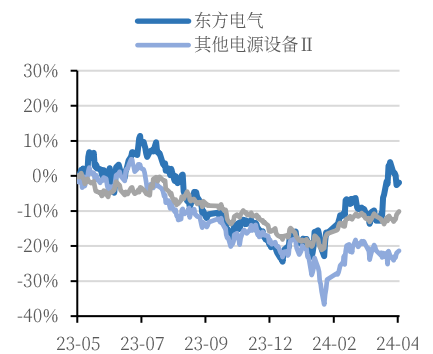
17.22

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	3,117.50
总市值(百万)	53,683.34
流通股本(百万股)	2,023.30
流通市值(百万)	34,841.30
12 月最高/最低价(元)	20.15/13.14
资产负债率(%)	67.09
每股净资产(元)	12.23
市盈率(TTM)	15.62
市净率(PB)	1.41
净资产收益率(%)	2.37

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

【中航新能源】东方电气(600875)-传统能源装备订单高增长，持续发展可再生能源及新兴成长产业 —2023-09-21
东方电气(600875.SH)-火电核电重启电不荒，加码绿能奔向碳中和 —2023-06-21

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

增长，盈利能力进一步提升。气电装备方面，公司市占率保持第一，持续推进燃机转子制造能力提升项目，加快重型燃机关键部件转子国产自制能力。

◆ 核电核准建设加速，公司市占率领先技术先进

《“十四五”现代能源体系规划》提出，到 2025 年核电运行装机容量有望达到 7000 万千瓦。据中国核能行业协会数据，2023 年我国核电在运机组 55 台，额定装机容量 5703 万千瓦，在建机组 26 台，总装机容量 3030 万千瓦。2022、2023 年我国各核准核电机组 10 台，政策性支持效果显著，核电建设加快，2023 年新开工核电机组 5 台，投资完成额 949 亿元，为近五年最高水平。

沿海与新一代核电技术为行业关注重点，公司市占率达 40%，保持行业第一，承接了山东石岛湾、福建宁德、辽宁徐大堡三个核电项目（6 台机组）多个主设备研制任务，公司具备批量化核岛主设备成套供货能力，获得铅铋堆、低温堆等新堆型样机研制项目，持续推进四代核电研发技术。

◆ 抽水蓄能需求快速上升，公司订单饱满，客户结构良好

可再生能源装备业务方面，2023/2024Q1 公司分别新增再生能源装备订单 201.19 亿元、占比 23.25%/可再生能源装备订单 68.05 亿元、占比 25.85%。

公司水电新机型获得行业认可，冲击式机组、混合抽蓄以及变速抽蓄实现市场突破。截止 2023 年末，东方电机抽水蓄能水轮机发电机组在手订单饱满，总额为 90.85 亿元、同比+68%，主要客户有国网、南网等。

公司掌握双馈型和直驱型两种风电技术路线，并持续研发海上风电技术，实现 18 兆瓦直驱海上风电机组下线。太阳能发电业务持续发展，获得光热发电项目、多能耦合熔盐储罐及蒸发器系统等订单。

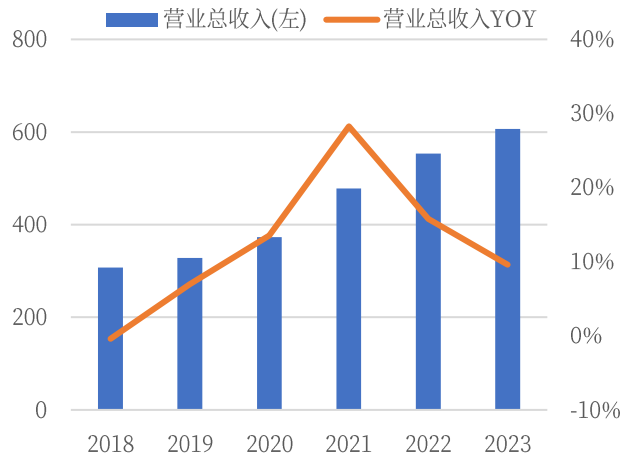
氢能业务方面，公司氢能燃料电池发电系统技术领先，并成功完成全球首次海上风电无淡化海水原位制氢中试。2023 年公司中标 70 辆氢能物流车示范项目及国内最大绿电制氢储氢发电商用项目。考虑到目前国内氢能产业仍处于起步初期、而上一年度燃料电池车销量低于预期，公司氢能业务产销量较低、盈利能力较弱，我们建议公司将氢能板块进行整体业务剥离或按制/储运/应用拆分后独立运营。

投资建议与盈利预测：火电设备需求旺盛，公司订单饱满，市占率较高；可再生能源业务具有较强竞争力；氢能行业发展前景广阔，公司发展氢能等新兴产业，创造新的业绩增长点；预计公司 2024~2026 年归母净利润 42.01 亿/48.35 亿/52.71 亿，对应 PE 估值 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

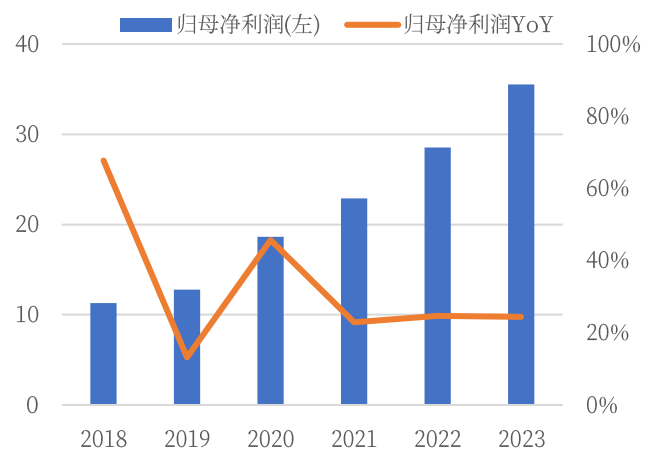
◆ 风险提示：全球经济不景气，能源需求不及预期；公司产能投放不及预期，氢能板块销量增长低于预期；欧美贸易壁垒致行业发展受阻；原材料价格波动影响公司盈利能力。

财务数据与估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	55,353.14	60,676.61	69,265.68	76,880.03	82,570.35
增长率（%）	15.76	9.62	14.16	10.99	7.40
归母净利润（百万元）	2,854.65	3,550.39	4,201.13	4,835.01	5,271.24
增长率（%）	24.71%	24.37%	18.33%	15.09%	9.02%
毛利率（%）	18.26%	18.83%	19.32%	19.48%	19.43%
每股收益（元）	0.92	1.14	1.35	1.55	1.69
市盈率 PE	19.67	15.81	13.36	11.61	10.65
市净率 PB	1.61	1.51	1.38	1.24	1.13
净资产收益率 ROE（%）	8.16%	9.53%	10.30%	10.69%	10.59%

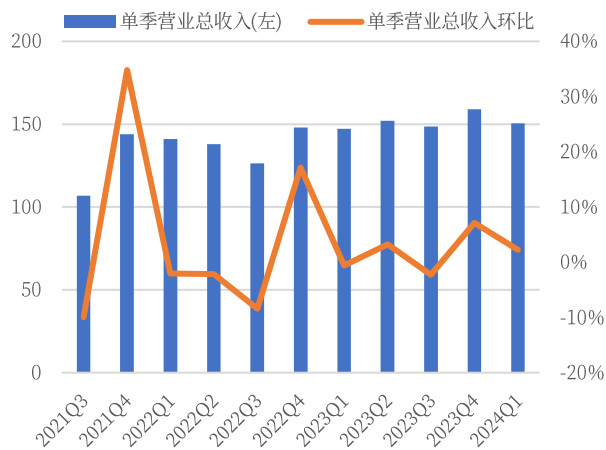
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 公司近年营业总收入情况(亿元)


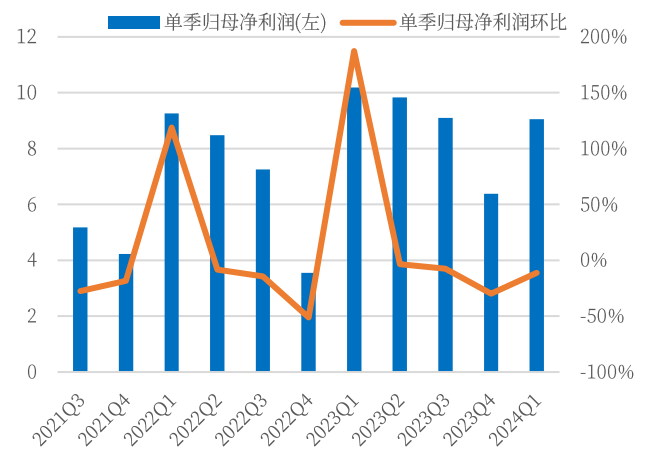
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 公司近年归母净利润情况(亿元)


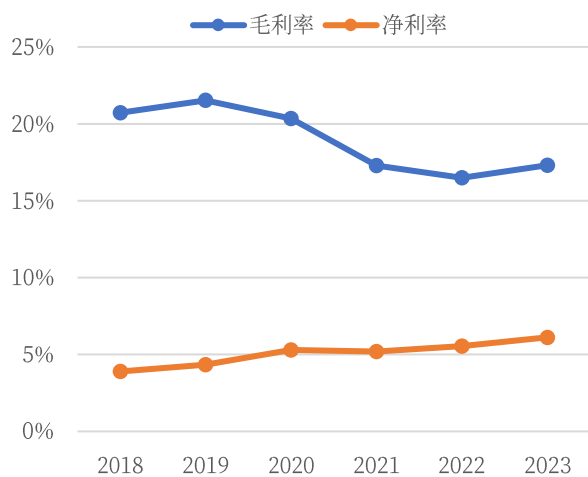
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 2021年至今分季度营收情况（亿元）


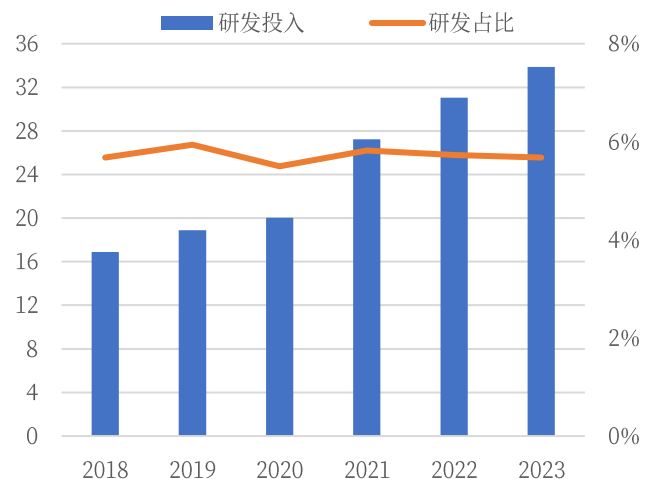
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 2021年至今分季度归母净利润情况(亿元)


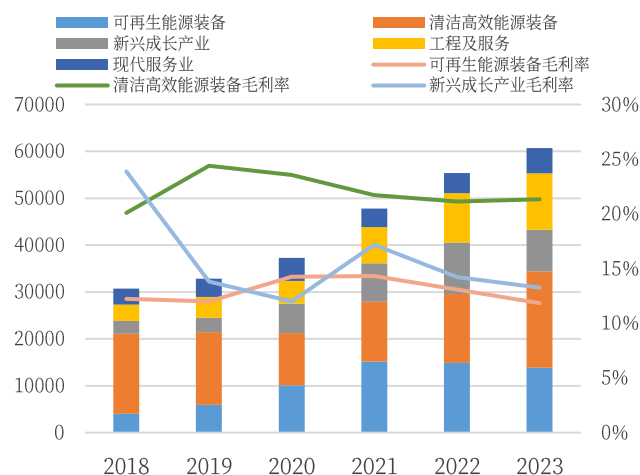
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司近年毛利率及净利率情况


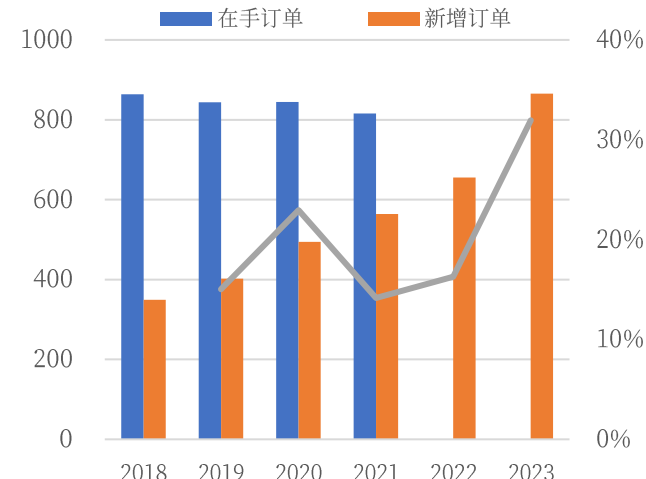
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 公司历年研发投入及占比情况(亿元)


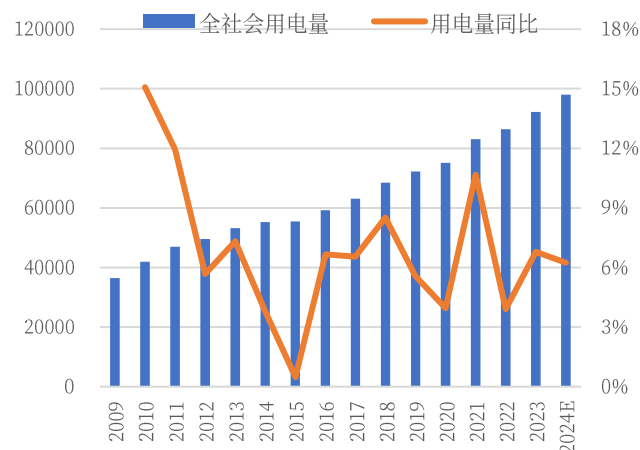
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 公司分业务营收及毛利率情况(百万元)


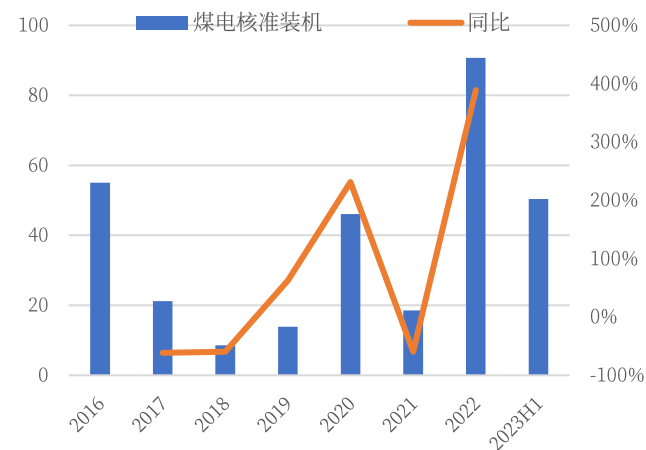
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图8 公司历年在手及新增订单情况(亿元)


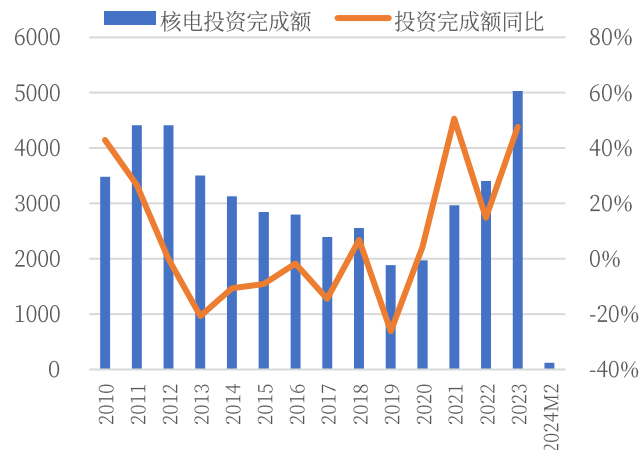
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图9 国内用电总量情况及预测(亿千瓦时)


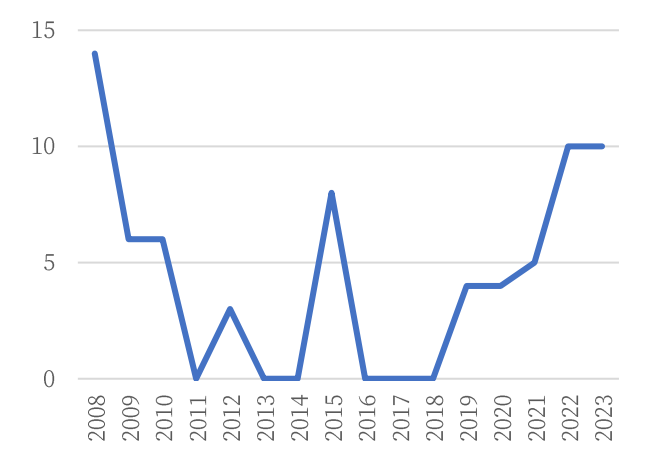
资料来源：电规总院，中航证券研究所

图10 火电核准装机容量情况(万千瓦)


资料来源：绿色和平，中航证券研究所

图11 历年核电投资完成额情况(亿元)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图12 历年核电核准台数(台)


资料来源：绿色和平，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）
资产负债表

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,039	17,129	20,874	25,718	32,781
应收票据及应收	11,352	11,867	15,070	16,536	18,556
预付账款	5,485	7,919	2,015	10,021	3,839
存货	18,455	18,137	22,843	28,741	29,654
其他	6,393	8,218	15,922	23,771	18,671
流动资产合计	56,724	63,269	76,724	104,786	103,501
长期股权投资	2,398	1,783	2,033	2,283	2,533
固定资产	4,876	5,035	5,332	5,579	5,776
在建工程	376	789	789	789	789
无形资产	1,767	1,852	1,731	1,610	1,489
其他	38,438	35,959	39,617	37,247	38,371
非流动资产合计	47,855	45,419	49,502	47,508	48,957
资产总计	115,265	121,108	126,226	152,294	152,458
短期借款	103	110	100	100	100
应付票据及账款	27,377	33,198	22,993	41,314	29,646
其他	7,753	5,769	48,138	51,747	58,842
流动负债合计	35,232	39,077	71,231	93,161	88,588
长期借款	951	1,383	1,500	1,500	1,500
其他	8,265	7,256	8,565	8,029	7,950
非流动负债合计	9,216	8,639	10,065	9,529	9,450
负债合计	76,640	79,888	81,296	102,690	98,037
少数股东权益	3,643	3,975	4,159	4,391	4,633
股本	3,119	3,119	3,119	3,119	3,119
资本公积	11,645	11,566	11,566	11,566	11,566
留存收益	20,201	22,675	26,162	30,586	35,185
其他	17	(115)	(75)	(58)	(82)
股东权益合计	38,625	41,220	44,930	49,604	54,421
负债和股东权益	115,265	121,108	126,226	152,294	152,458

现金流量表

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营净利润	3,010	3,644	4,201	4,835	5,271
折旧与摊销	763	762	824	874	924
财务费用	(74)	7	(64)	(94)	(139)
投资损失	(481)	(748)	(420)	(550)	(573)
营运资金变动	(4,679)	(9,741)	(1,353)	507	2,490
其它现金流	9,870	2,580	476	140	269
经营活动现金流	8,410	(3,496)	3,664	5,713	8,243
资本支出	900	1,812	(309)	1,536	1,079
长期投资	109	(615)	250	250	250
其他	(14,195)	4,858	649	(2,416)	(1,850)
投资活动现金流	(13,186)	6,055	590	(630)	(521)
债权融资	69	122	203	176	73
股权融资	(698)	(211)	(712)	(415)	(732)
其他	512	(408)	0	0	0
筹资活动现金流	(117)	(497)	(510)	(239)	(659)
汇率变动影响	3	28	11	14	18
现金净增加额	(4,890)	2,090	3,756	4,857	7,081

利润表

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	55,353	60,677	69,266	76,880	82,570
营业成本	45,245	49,253	55,881	61,900	66,525
营业税金及附加	326	303	346	384	413
销售费用	1,483	1,588	1,732	1,884	2,023
管理费用	3,117	3,404	3,740	4,036	4,335
研发费用	2,275	2,750	2,909	3,152	3,344
财务费用	(98)	7	(64)	(94)	(139)
资产/信用减值损失	(203)	(672)	(532)	(469)	(558)
公允价值变动收益	(62)	85	255	(115)	(8)
投资净收益	484	776	431	564	590
其他	(535)	(795)	0	0	0
营业利润	3,321	3,977	4,874	5,597	6,093
营业外收入	57	71	55	61	62
营业外支出	52	42	46	47	45
利润总额	3,325	4,006	4,884	5,611	6,111
所得税	315	362	462	522	562
净利润	3,010	3,644	4,422	5,089	5,549
少数股东损益	156	93	221	254	277
归属于母公司净利润	2,855	3,550	4,201	4,835	5,271
每股收益（元）	0.92	1.14	1.35	1.55	1.69

主要财务比率

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营收增长率	15.76%	9.62%	14.16%	10.99%	7.40%
营业利润增长率	24.93%	19.75%	22.57%	14.82%	8.86%
归母净利润增长率	24.71%	24.37%	18.33%	15.09%	9.02%
盈利能力					
毛利率	18.26%	18.83%	19.32%	19.48%	19.43%
净利率	5.16%	5.85%	6.07%	6.29%	6.38%
ROE	8.16%	9.53%	10.30%	10.69%	10.59%
每股指标（元）					
每股收益	0.92	1.14	1.35	1.55	1.69
每股经营现金流	2.70	-1.12	1.18	1.83	2.64
每股净资产	11.22	11.95	13.07	14.50	15.96
估值倍数					
市盈率	19.67	15.81	13.36	11.61	10.65
市净率	1.61	1.51	1.38	1.24	1.13
EV/EBIT	2.26	-0.38	0.06	-0.26	-1.28
EV/EBITDA	2.54	-0.42	0.07	-0.29	-1.45

数据来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637