

2024年05月05日

东方电气 (600875.SH)

——扣非归母净利润稳步增长 传统电源订单高速增长

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- **事件: 4月29日东方电气发布24年一季度报。**24Q1 实现营业总收入 150.53 亿元, 同比增长 2.28%; 实现归母净利润 9.06 亿元, 同比下滑 11.12%; 实现扣非归母净利润 10.56 亿元, 同比增长 10.61%。
- **毛利率水平继续上行, 费用率同比略有提高, 经营现金流回正。**公司 24Q1 整体毛利率水平为 18.69%, 同比 23Q1 增长 0.86pct, 相比于 23 年全年提高约 1.38pct, 毛利率水平持续提升, 预计与火电板块收入规模扩大以及毛利率水平有关。但 4 项费用率均同比有所提高, 整体费用率为 11.22% (同比提高 1.11pct)。此外 24Q1 公司经营现金流净额达到+12.41 亿元, 自 16Q1 以来首次一季度回正, 主要由于销售商品收到的现金以及财务公司客户存款及同业存放大幅增加所致。
- **川能动力股权公允价值减少影响归母净利润表现。**23 年川能动力向东方电气发行股份约 0.87 亿股 (占川能动力总股本 5.35%) 收购公司持有的川能风电 20% 股权, 作价 12.94 亿元, 对应每股 14.84 元, 截至 24Q1 受股票价格下跌影响产生公允价值变动损失约 2.38 亿元, 对公司归母净利润表现产生了较大影响, 24Q1 非经常收益-1.5 亿元, 去年同期约 0.65 亿元 (主要是政府补助以及资产减值转回等)。
- **订单情况表现优异, 清洁高效能源装备 30% 以上增长。**24Q1 公司新增订单 263.29 亿元, 同比增长 16.42%。其中清洁高效能源装备 (煤电+气电+核电) 111.2 亿元, 同比增长 30.89%; 可再生能源装备 (风电+水电) 68.1 亿元, 同比增长 12.89%; 工程与成套装备 28.7 亿元, 同比增长 11.12%; 现代制造服务业 25.1 亿元, 同比增长 20.21%; 新兴成长产业 30.2 亿元, 同比下滑 11.60%。总的来看公司订单依然保持了较高的增长, 其中盈利能力最强的清洁高效能源装备订单继续高增, 其他板块增长也较为稳健, 对公司未来几年业绩形成较好支撑。
- **核电水电行业高景气, 负荷增长对煤电需求带来较强支撑, 后续业绩有望持续增长。**公司是我国传统电源设备的核心供应商, 竞争格局良好。22、23 年我国连续两年核准 10 台核电机组, 均为 2008 年以来最高水平, 此外 22、23 年核准抽水蓄能装机超 130GW, 核电水电均维持高景气度。我国用电需求强劲, 中电联预测 24 年最高负荷增加约 1 亿千瓦, 这对煤电需求带来较强支撑。此外煤电灵活性改造也将为公司带来新增长曲线, 在多方面高景气加持下公司业绩有望保持持续增长。
- **盈利预测与评级:** 双碳目标下, 能源转型为上游具有技术优势的设备企业带来广阔发展空间。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 41.7 亿、49.9 亿、56.9 亿, 同比增速分别为 17.6%、19.5%、14.1%, 公司当前股价对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍, 选取同为电气设备龙头的许继电气, 以及电源设备的三一重能、金风科技作为可比公司进行估值, 可比公司 24 到 26 年平均 PE 为 17 倍、13 倍和 12 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示: 全社会用电增速不及预期, 核电建设不及预期, 灵活性改造开展不及预期**

证券分析师

刘晓宁
S1350523120003

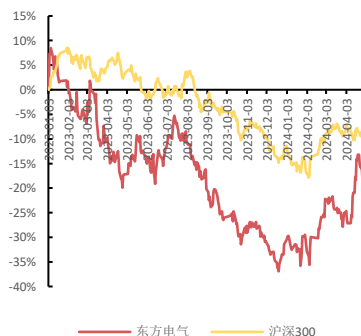
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现



相关研究

股票数据:	2024/4/30
收盘价 (元)	16.86
一年内最高/最低 (元)	18.25/13.5
总市值 (百万元)	50,126
基础数据	2024/3/31
总资产 (百万元)	128,378
资产负债率%	67.09
净资产 (百万元)	42,253
每股净资产 (元)	12.24
市净率 PB	1.38

盈利预测与估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	55364	60677	71207	77808	81958
同比增长率 (%)	15.78%	9.60%	17.35%	9.27%	5.33%
归母净利润 (百万元)	2858	3550	4174	4988	5694
同比增长率 (%)	24.85%	24.23%	17.57%	19.51%	14.14%
每股收益 (元/股)	0.92	1.14	1.34	1.60	1.83
毛利率 (%)	16.49%	17.31%	19.30%	19.52%	19.81%
ROE (%)	8.17%	9.53%	10.44%	11.52%	12.11%
市盈率	18	14	12	10	9

盈利预测与估值

我们预测公司 2024—2026 年实现营业收入 712.1 亿、778.1 亿、819.6 亿元，同比增长 17.4%、9.3%、5.3%。预计实现归母净利润 41.7 亿、49.9 亿、56.9 亿，同比增长 17.6%、19.5%、14.1%，当前市值对应 2024—2026 年 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍。选取同为电气设备龙头的许继电气，以及电源设备的三一重能、金风科技作为可比公司，三家公司 2024—2026 年平均 PE 分别为 17 倍、13 倍、12 倍，考虑公司在储能、氢能领域业务不断拓展，首次覆盖给与“买入”评级。

表：相对估值表

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PB (lf)
		2024/4/30	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
000400.SZ	许继电气	270	11.84	15.75	17.58	23	17	15	2.46
688349.SH	三一重能	347	23.79	28.65	33.64	15	12	10	2.70
002202.SZ	金风科技	285	22.26	27.35	30.62	13	10	9	0.90
	平均值					17	13	12	2.02
600875.SH	东方电气	501	41.74	49.88	56.94	12	10	9	4.68

资料来源：ifind，华源证券研究。许继电气取华源证券预测值，其他取 ifind 一致预期

风险提示：

- (1) **全社会用电增速不及预期**：电源侧需求本质上由全社会用电需求增长决定，一旦用电量增速下滑，电源侧需求可能下滑，影响公司未来收入；
- (2) **核电建设不及预期**：核电是公司未来重要的收入增长来源，但核电建设受到多种因素影响，建设可能会不及预期；
- (3) **灵活性改造开展不及预期**：灵活性改造受到国家政策鼓励，但其开展与电价机制改革有一定关系，如果电价机制改革不顺畅可能影响灵活性改造前景。

表：东方电气资产负债表（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资产：							
货币资金	26,686	18,722	15,047	17,129	21,710	21,627	23,001
交易性金融资产	1,293	1,466	1,032	867	629	629	629
应收票据	3,781	2,995	1,260	1,153	1,153	1,153	1,153
应收账款	7,526	7,987	10,096	10,714	13,659	14,568	15,360
其他应收款	633	607	508	412	412	412	412
预付款项	2,973	3,636	5,486	7,919	7,919	7,919	7,919
存货	15,610	19,062	18,456	18,137	20,702	22,343	23,420
一年内到期的非流动资产	0	57	932	531	531	531	531
流动资产合计	70,673	69,855	67,424	75,689	87,969	91,814	95,921
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0	0
长期应收款	274	552	175	201	201	201	201
长期股权投资	1,776	2,290	2,398	1,783	1,453	1,453	1,453
投资性房地产	163	158	149	146	132	118	118
固定资产	5,241	4,966	4,876	5,034	5,326	6,556	7,806
在建工程	204	286	376	789	1,497	1,163	388
工程物资	0	0	0	0	0	0	0
无形资产	1,600	1,648	1,762	1,848	1,934	2,020	2,106
长期待摊费用	2	2	2	2	2	2	2
递延所得税资产	2,976	3,140	3,208	3,228	3,192	3,209	3,210
其他非流动资产	2,815	4,019	4,099	6,850	6,850	6,850	6,850
非流动资产合计	27,122	33,250	47,920	45,419	43,138	46,331	48,295
资产总计	97,795	103,105	115,344	121,108	131,107	138,145	144,216
负债：							
短期借款	298	42	103	110	110	110	110
应付票据	4,862	6,255	10,027	13,892	16,269	17,748	18,644
应付账款	13,641	13,959	17,354	19,306	22,609	24,664	25,909
预收款项	0	0	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	677	786	842	864	1,012	1,104	1,160
应付利息	28	7	8	0	0	0	0
其他应付款	1,370	1,395	1,255	1,484	1,484	1,484	1,484
一年内到期的非流动负债	140	102	626	316	348	430	365
应付股利	13	4	4	4	4	4	4
其他流动负债	121	840	294	2,068	1,068	1,144	1,427
流动负债合计	56,105	57,976	67,429	71,249	78,150	81,622	83,542
长期借款	719	1,565	951	1,383	1,605	1,618	1,840
应付债券	0	0	0	0	0	0	0
租赁负债	28	127	185	230	230	230	230
长期应付款	0	0	0	0	0	0	0
专项应付款	6	0	0	0	0	0	0
预计负债	5,896	6,668	6,634	5,427	5,427	5,427	5,427
递延所得税负债	34	46	124	180	117	140	146

其他非流动负债	6,306	7,028	6,972	5,792	5,781	5,780	5,784
非流动负债合计	8,049	9,745	9,280	8,639	8,786	8,822	9,054
负债合计	64,154	67,721	76,709	79,888	86,936	90,443	92,596
所有者权益(或股东权益):							
实收资本(或股本)	3,120	3,119	3,119	3,119	3,119	3,119	3,119
资本公积	11,584	11,443	11,651	11,566	11,566	11,566	11,566
盈余公积	973	1,087	1,202	1,337	1,497	1,687	1,905
未分配利润	15,383	16,976	19,004	21,338	23,932	27,061	30,542
少数股东权益	2,734	2,886	3,644	3,975	4,172	4,384	4,603
归属于母公司所有者权益合计	30,908	32,498	34,992	37,245	39,999	43,318	47,016
所有者权益合计	33,642	35,384	38,636	41,220	44,171	47,701	51,620
负债和所有者权益总计	97,795	103,105	115,344	121,108	131,107	138,145	144,216

资料来源：公司公告，华源证券研究

表：东方电气利润表（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业总收入	37,283	47,819	55,364	60,677	71,207	77,808	81,958
营业收入	36,239	46,756	54,190	59,567	70,091	76,675	80,840
二、营业总成本	35,167	45,419	52,461	57,338	65,923	71,537	75,129
营业成本	28,864	38,670	45,253	49,253	56,567	61,709	64,824
税金及附加	236	240	326	303	356	389	410
销售费用	1,177	1,458	1,483	1,588	1,898	1,993	2,092
管理费用	2,620	2,790	3,117	3,404	4,069	4,273	4,486
财务费用	168	40	-98	7	71	78	82
资产减值损失	567	549	481	496	294	378	151
信用减值损失	-205	199	-277	176	170	334	280
三、其他经营收益							
公允价值变动收益	-138	174	-62	85	-238	0	0
投资收益	337	426	481	748	291	291	291
汇兑收益	1	1	3	28	28	28	28
四、营业利润	2,160	2,658	3,323	3,977	5,062	6,037	6,876
加：营业外收入	41	51	57	71	71	71	71
减：营业外支出	134	43	52	42	42	42	42
五、利润总额	2,067	2,667	3,327	4,006	5,091	6,067	6,906
减：所得税费用	151	238	314	362	720	866	992
六、净利润	1,916	2,429	3,014	3,644	4,371	5,201	5,914
减：少数股东损益	54	140	156	93	197	212	220
归属于母公司所有者的净利润	1,862	2,289	2,858	3,550	4,174	4,988	5,694
七、每股收益：							
(一) 基本每股收益(元)	0.60	0.73	0.92	1.14	1.34	1.60	1.83
(二) 稀释每股收益(元)	0.60	0.73	0.92	1.14	1.34	1.60	1.83

资料来源：公司公告，华源证券研究

表：东方电气现金流量表（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,916	2,429	3,014	3,644	4,371	5,201	5,914
加：计提的资产减值准备	567	549	481	496	463	712	430
固定资产折旧	740	664	640	643	118	214	319
无形资产摊销	95	97	122	119	105	105	105
长期待摊费用摊销	49	0	1	1	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”号填列)	-7	-272	-50	-10	-10	-10	-10
公允价值变动损失(收益以“—”号列示)	138	-174	62	-85	238	0	0
财务费用(收益以“—”号列示)	240	100	-74	7	71	78	82
投资损失(收益以“—”号列示)	-337	-426	-481	-748	-291	-291	-291
递延所得税资产减少(增加以“—”列示)	-82	-164	-7	-20	36	-17	0
递延所得税负债增加(减少以“—”列示)	-4	12	14	56	-63	24	5
存货的减少(增加以“—”列示)	-2,468	-3,453	607	661	-2,857	-2,009	-1,216
经营性应收项目的减少(增加以“—”列示)	-3,143	-2,698	-2,445	-7,894	-5,541	-2,620	-1,936
经营性应付项目的增加(减少以“—”列示)	-385	-1,423	6,677	-661	5,903	3,673	2,225
其它	-70	336	-152	297	1,314	-202	-304
经营活动产生的现金流量净额	-2,749	-4,421	8,409	-3,496	3,859	4,859	5,323
收回投资所收到的现金	2,557	12,846	15,269	32,261	0	0	0
取得投资收益收到的现金	173	151	179	113	291	291	291
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	7	182	27	9	28	28	28
收到其他与投资活动有关的现金	0	0	0	3	0	0	0
投资活动现金流入小计	2,737	13,179	15,476	32,385	319	319	319
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	541	718	748	1,110	1,316	1,316	1,002
投资所支付的现金	2,876	15,515	27,904	25,220	-3,000	2,208	1,416
支付其他与投资活动有关的现金	0	0	10	0	0	0	0
投资活动现金流出小计	3,417	16,232	28,662	26,330	-1,684	3,524	2,417
投资活动产生的现金流量净额	-680	-3,053	-13,186	6,055	2,003	-3,205	-2,099
吸收投资收到的现金	137	100	410	276	0	0	0
取得借款收到的现金	436	1,147	544	865	537	361	652
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	240	436	0	0	0
发行债券收到的现金	0	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	573	1,247	1,194	1,578	537	361	652
偿还债务支付的现金	46	547	84	709	316	348	430
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	696	636	824	1,189	1,491	1,747	2,077
支付的其它与筹资活动有关的现金	286	442	404	178	11	2	-5
筹资活动现金流出小计	1,027	1,625	1,312	2,075	1,818	2,097	2,503
筹资活动产生的现金流量净额	-454	-378	-118	-497	-1,281	-1,736	-1,850
现金及现金等价物净增加额	-4,195	-7,954	-4,210	2,043	4,580	-82	1,374
货币资金的期初余额	28,472	24,278	16,334	12,124	17,129	21,710	21,627
货币资金的期末余额	24,278	16,324	12,124	14,168	21,710	21,627	23,001

资料来源：公司公告，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.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。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数