

能源装备领军企业，六电六业共同发力

2023年04月24日

➤ **能源装备领军者，发展迈上新台阶。**公司是世界级电力装备制造企业，经过六十余年发展和沉淀，打造形成了“六电并举”（风电、太阳能发电、水电、核电、气电、火电）以及“六业协同”（高端石化装备、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）的产业发展格局。**业绩方面**，2022年公司实现营业收入553.53亿元，同比增长15.76%，归母净利润28.55亿元，同比增长24.71%；营业收入及归母净利润2017-2022年CAGR分别为15.14%、43.51%。**2023年4月4日，公司发布定增预案**，拟募集资金50亿元，资金将用于：1) 并购子公司股权，增厚公司利润；2) 投资建设抽水蓄能项目与车间数字化转型项目；3) 补充公司流动资金。定增完成后公司有望完善产业布局，推动数字化转型进程。

➤ **电源投资额稳步增长，行业发展底盘稳定。**我国目前处于新型电力系统建设阶段。2022年1-12月，电源基本建设投资累计完成额7208亿元，同比增长22.8%。2023年1-2月份，全国主要发电企业电源工程完成投资676亿元，同比增长43.6%。电源侧投资额的持续高增将为行业发展提供保障。

➤ **六电并举六业协同，紧跟能源发展趋势。**

清洁高效能源装备业务：1) 火电：公司是国内最大的火电清洁能源装备生产商之一，市占率领先，客户关系稳定，随着火电行业的发展，公司火电项目有望稳步推进。**2) 核电：**政策推动积极安全有序发展核电，目前公司核电设备业务市占率达43%，“十四五”期间公司核电业务有望稳定放量。**3) 气电：**随着清洁能源体系建设加速，气电机组装机需求也将进一步扩张。

可再生能源装备业务：1) 水电：国家能源局明确抽水蓄能投产总规模到2025年较“十三五”翻倍，达到6200万千瓦以上，公司市场占有率领先，参与多项国家重大工程，抽水蓄能政策将利好公司水电业务发展。**2) 风电：**风电装机持续增长，市场前景广阔。公司拥有双馈型和直驱型两种技术路线，全球业绩超过10000台风电机组，国内装机容量排名前五，有望受益风电行业增长。

➤ **新兴产业：氢能业务萌芽，未来有望放量。**目前公司已经形成了氢制取、氢储存、氢加注、氢使用全产业链整体解决方案。2022年公司氢能与风光协同实现商业模式新突破，获取了甘肃光伏及氢燃料电池发动机订单。

➤ **投资建议：**公司是能源装备领军企业，受益电源投资额稳步增长，六电六业共同发力，我们预计公司2023-2025年营收分别为664.91、791.79、933.24亿元，对应增速分别为20.1%、19.1%、17.9%；归母净利润分别为36.45、50.38、61.15亿元，对应增速分别为27.7%、38.2%、21.4%，以4月21日收盘价为基准，2023-2025年PE为15X、11X、9X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国际化经营风险；应收账款风险；市场竞争风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55353	66491	79179	93324
增长率(%)	15.8	20.1	19.1	17.9
归属母公司股东净利润(百万元)	2855	3645	5038	6115
增长率(%)	24.7	27.7	38.2	21.4
每股收益(元)	0.92	1.17	1.62	1.96
PE	19	15	11	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年4月21日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

17.21元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书：S0100121110050

邮箱：lijia@mszq.com

目录

1 能源装备领军者，发展迈上新台阶	3
1.1 发展历程：起步于三线建设，六十载砥砺前行	3
1.2 业务架构：聚焦“六电六业”，新旧能源全面发展	4
1.3 股权结构：股权结构集中，属国资委直属央企	6
1.4 财务情况：业绩稳步提升，持续推进提质增效	6
1.5 定增方案：完善产业布局，推动数字化转型	8
2 六电并举六业协同，紧跟能源发展趋势	10
2.1 行业：电源投资额稳步增长，行业发展底盘稳定	10
2.2 清洁高效能源装备：火电、核电、气电同步推进	11
2.3 可再生能源装备：水电、风电行业增长强劲，业务有望持续增长	14
2.4 新兴产业：氢能业务萌芽，未来有望放量	15
3 盈利预测与投资建议	18
3.1 盈利预测假设与业务拆分	18
3.2 估值分析	19
3.3 投资建议	20
4 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 能源装备领军者，发展迈上新台阶

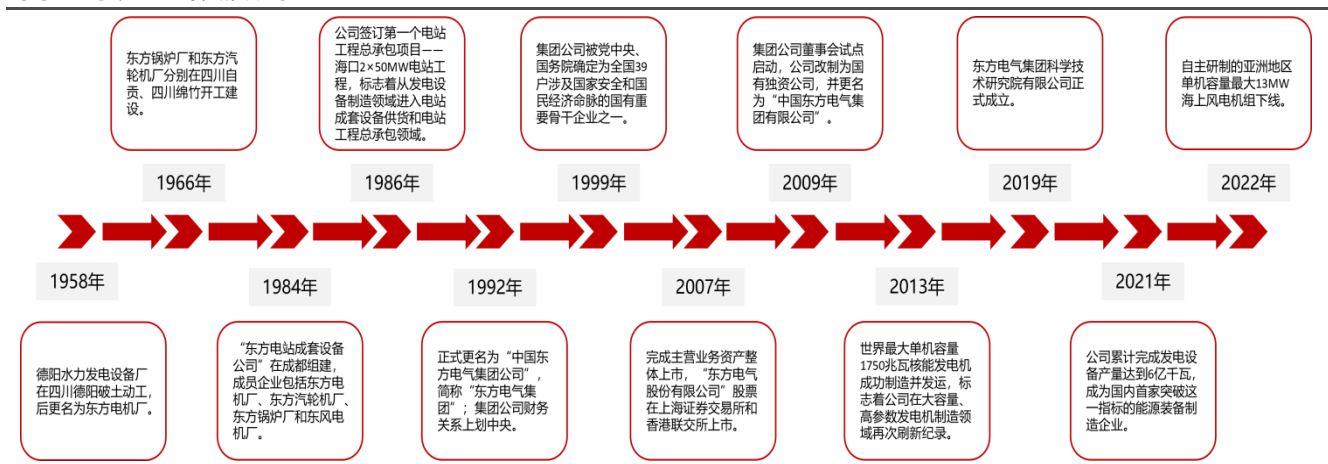
1.1 发展历程：起步于三线建设，六十载砥砺前行

东方电气（以下简称“公司”）是世界级电力装备制造企业，已形成“六电并举、六业协同”的产业格局。经过六十余年发展和沉淀，公司形成了“六电并举”

（风电、太阳能发电、水电、核电、气电、火电）以及“六业协同”（高端石化装备、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）的产业发展格局。目前公司已成为全球重要的高端能源装备研究开发制造商和工程承包特大型企业之一，产品和服务遍及全球近 80 个国家和地区，致力于为客户提供能源装备、绿色低碳装备、高端智能装备于一体的综合能源解决方案。

五十年代创业起步，“三线”国企成功蜕变。东方电气历经创业起步、三线建设、改革开放、进入新时代多个阶段。1958 年，东方电气的第一个企业东方电机的前身——德阳水力发电设备厂（后更名为东方电机厂）在四川德阳破土动工。在三线建设的大潮下，1966 年东方汽轮机厂、东方锅炉厂、东风电机厂分别在四川的自贡、绵竹汉旺、乐山五通桥动工兴建。这三大电力装备主机厂相继全面建成投产，意味着公司在大三线区域成功构造出与哈尔滨、上海媲美的大型电力装备工业体系，由此改变了中国电力装备制造业的布局。1984 年，东方电站成套设备公司在成都组建，成员企业包括东方电机厂、东方汽轮机厂、东方锅炉厂和东风电机厂。1992 年，中国东方电气集团公司在国家工商总局登记注册。2007 年，集团公司优质资产有效整合，主营业务资产整体上市，东方电气股份有限公司在上海证券交易所和香港联交所上市。2021 年，公司累计发电设备产量达到 6 亿千瓦，成为国内首家突破这一指标的能源装备制造企业。

图1：东方电气发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 业务架构：聚焦“六电六业”，新旧能源全面发展

产品结构完备，业务多维发展。公司主要业务模式是负责开发、设计、制造、销售先进的水电、核电、气电、火电、风电、太阳能发电和化工容器、节能环保、电力电子与控制、氢能等高端装备，同时向全球能源运营商提供工程承包及服务。公司在“六电”领域都具备雄厚的研发实力和行业领先的技术水平：**1) 风电：**公司自主研发的国内首台 10 兆瓦海上风电机组将中国风电单机容量推进“两位数时代”；**2) 太阳能：**公司深耕光热发电和光伏发电，已具备成熟的项目实施能力；**3) 水电：**公司具有自主知识产权的三峡右岸和溪洛渡水轮机组技术处于世界领先水平；**4) 核电：**公司在国内率先进入百万千瓦等级大型核电领域，产品覆盖国内所有技术路线；**5) 气电：**公司研制出具备完全自主知识产权的 50MW F 级燃气轮机；**6) 火电：**公司相关产品覆盖范围广泛，可靠性处于行业领先。

表1：“六电并举”具体情况

六电并举	具体细节
风电	拥有 双馈型和直驱型 两种技术路线，全球业绩超过 10000 台风电机组， 国内装机容量排名前五 。产品覆盖高原山地风机、陆上 4MW 等级大型风机、海上 8-10MW 等级大型风机等。公司获得 10MW 等级海上风力发电机组 IEC 设计认证，成为国内首家、全球第二家取得该证书的整机制造商。同时，公司跻身世界“最佳海上风电机组”榜单，自主研发的亚太地区单机容量最大、叶轮直径最长，国内首台 10 兆瓦海上风电机组助推中国风电单机容量推进“两位数时代”。
太阳能	在 光热发电 领域，拥有成熟的光热技术成套解决方案，已形成镜场与聚光吸热系统、储换热系统、常规发电系统以及控制系统等完整产品，包括 50MW 等级、100MW 等级系列产品。在国家能源局首批太阳能光热发电示范项目中， 市场占有率超过 50%，位居行业第一 。 在 光伏发电 领域，具备从项目开发、系统设计、技术支持、设备采购、项目建设、项目管理及服务 等全过程开发和管理能力 。拥有甘肃酒泉、宁夏石嘴山、天津福耀等大型光伏 EPC 项目及四川阿坝小型风光储等工程项目业绩。
水电	为国内外市场提供 高效水轮发电机组 ，产品覆盖 混流式、贯流式、轴流式、冲击式以及抽水蓄能 等多种类型。具备 1000MW 等级大容量水电机组研制能力。具有自主知识产权的三峡右岸和溪洛渡水轮机组的投运，标志着公司大型水轮发电机组 技术水平达到世界先进 。
核电	公司在国内率先进入百万千瓦等级大型核电领域， 拥有核 1/2/3 级设备完整设计资质，并具备批量化制造核电站核岛主设备和常规岛汽轮发电机组的成套供货能力 ，产品覆盖国内所有技术路线，包括二代加、引进三代 (EPR、AP1000)、自主三代 (“华龙一号”“国和一号”)、 四代核电 (钠冷快堆、高温气冷堆、海上浮动平台模块化小堆等 。
气电	具备燃气-蒸汽联合循环 (GTCC) 发电设备成套设计、制造、安装、调试和售后服务能力 。2009 年，公司开始具备完全自主知识产权的 50MW F 级燃气轮机的研制，在 50MW 等级出力下具有大 F 级的燃机效率。2020 年成功实现满负荷运行，各项带负荷试验正在稳步推进中。该型燃机的成功试验标志着我国自主研发设计体系、 重型燃机整机、关键部件设计、高温部件制造以及试验验证技术的全面突破 。
火电	长期致力于 高效清洁火电技术的开发与应用 ，产品参数范围从中压至超超临界，容量从 50MW-1350MW，可燃用煤、油/气、生物质等各种燃料，并将大型火电先进技术运用到工业透平、特种电机、调相机、低容高参机组等领域。2021 年国家能源局与中国电力企业联合会联合发布 2020 年度全国电力可靠性年度报告，公司所提供的发电设备 可靠性总体排名持续位列第一 。

资料来源：公司官网，民生证券研究院；

全球项目承包经验丰富。公司长期活跃在全球电站项目承包市场，先后承建一百多个电站工程项目，深受国内外市场赞誉，目前电站装机总容量已超过 8400 万千瓦。自 1987 年承揽孟加拉吉大港电厂制氢站 EPC 项目以来，公司大型装备产品和服务出口至近 80 个国家和地区，主要市场包括东南亚、南亚、中亚、中东、欧洲、非洲、南美以及部分发达国家。从 1994 年起，公司就已连续入选中国顶级承包商和 ENR 国际工程承包商 250 强之列。

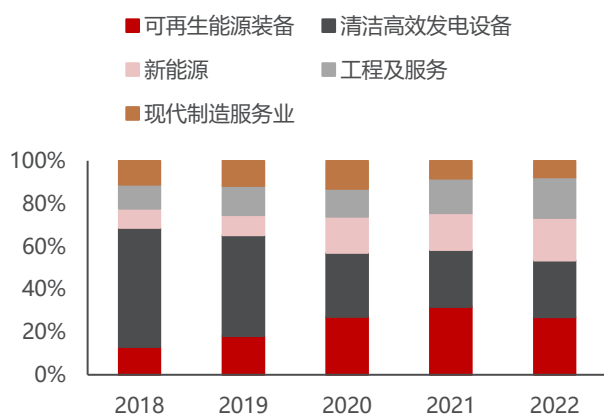
图2：东方电气项目分布



资料来源：公司官网，民生证券研究院

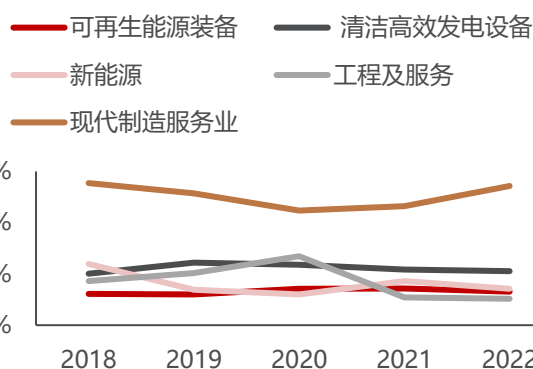
收入结构方面，2022 年公司可再生能源装备业务收入占 26.94%，清洁高效发电设备收入占 26.53%，新能源业务收入占 19.83%，工程及服务收入占 19.04%，现代制造服务业收入占 7.66%。**各业务毛利率方面**，2022 年公司可再生能源装备/清洁高效发电设备/工程及服务毛利率分别为 13.07%/21.14%/10.31%，分别同比下滑 1.25/0.59/0.57pct，整体较为稳定；新能源业务毛利率为 14.22%，同比下滑 2.96pcts；现代制造服务业毛利率为 54.32%，同比增长 7.83pcts。

图3：2018-2022 年公司收入拆分（分业务）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2018-2022 年公司业务毛利率拆分

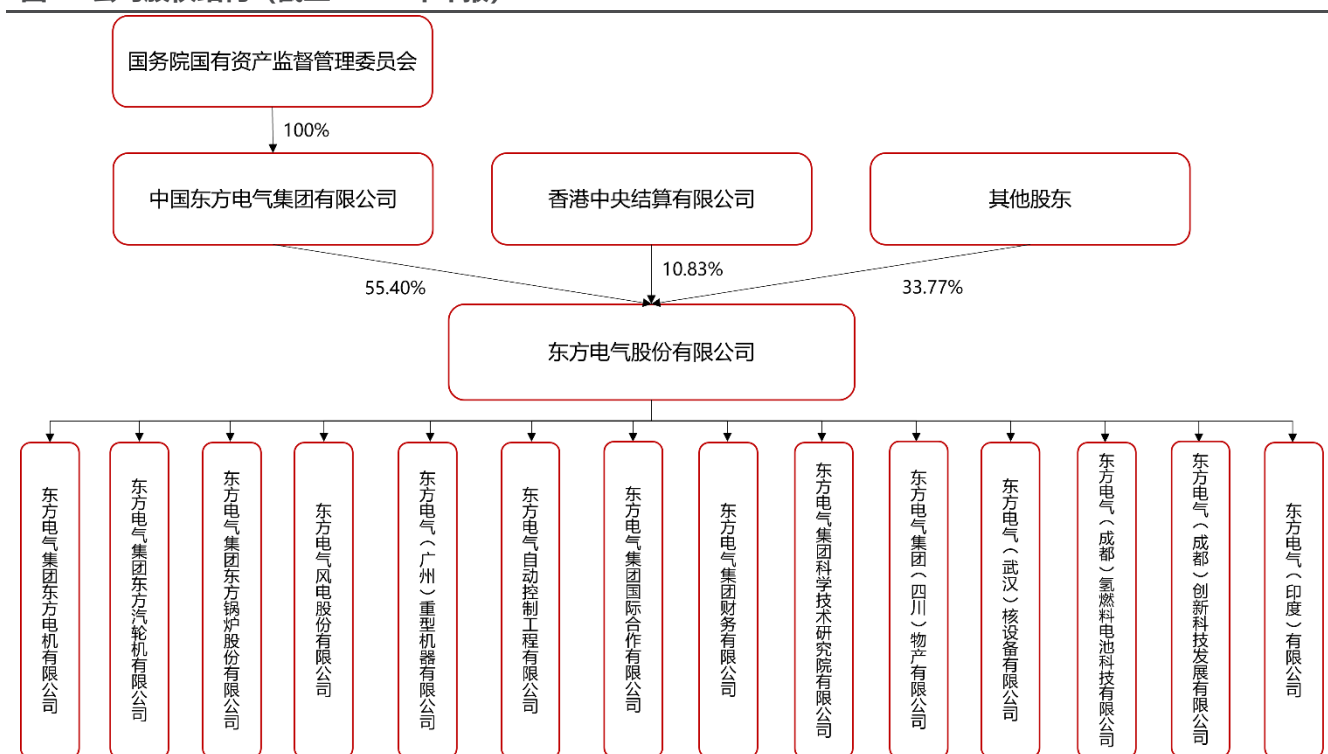


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 股权结构：股权结构集中，属国资委直属央企

公司股权结构较为集中。中国东方电气集团有限公司是公司的控股股东，根据2022年年报显示，其持股比例为55.40%。集团公司是中央确定的涉及国家安全和国民经济命脉的国有重点骨干企业之一，属国务院国有资产监督管理委员会监管的中央企业，因此公司的实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。公司直接控股东方电机、东方汽轮机、东方锅炉、东方重机、东方武核、东方印度等核心企业，积极开拓国内外业务。

图5：公司股权结构（截至2022年年报）



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

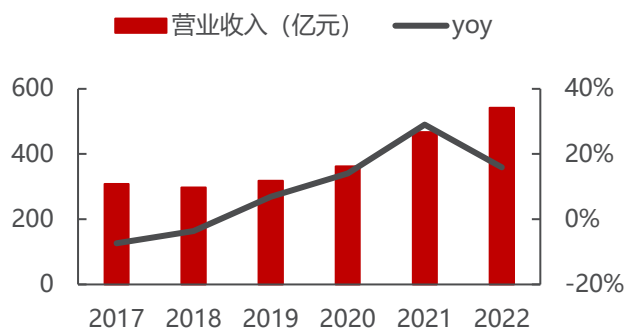
1.4 财务情况：业绩稳步提升，持续推进提质增效

经营业绩持续向好，收入与净利润稳步双升。整体来看，公司经营业绩实现稳定增长，2017-2022年营业收入及归母净利润CAGR分别为15.14%、43.51%。2018年，公司发行股份购买东方电气集团资产，新增电力电子与智能控制、金融、物流、贸易、新能源、工业智能装备等业务，使产业体系更趋完善，业务范围更加广泛。公司各业务板块持续发挥协同效应，整体保持高质量发展良好势头。

2023年3月31日，公司发布2022年年度报告，2022年公司实现营业收入553.53亿元，同比增长15.76%，归母净利润28.55亿元，同比增长24.71%；在手订单方面，2022年公司实现新增订单655.79亿元，同比增长16.29%。其中清洁高效能源装备占33.07%，可再生能源装备占27.17%，工程与贸易占12.96%，

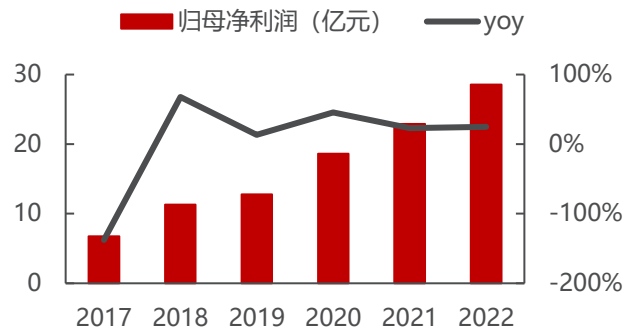
现代制造服务业占 12.23%，新兴成长产业占 14.57%。

图6：2017-2022 年收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2017-2022 净利润年及增速

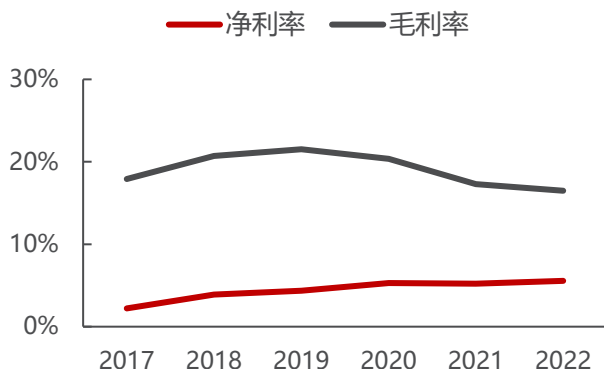


资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率受上游原材料价格影响有所下滑，净利率保持增长势头。毛利率方面，2017-2022 年公司毛利率水平呈现先升后降的趋势，主要系 2017 年公司开始实施“成本领先工程”，强化内部管理，重视降本增效，盈利能力由此大幅提升。2020 年以来，受到外部环境、地缘政治等因素影响，原材料端大宗商品价格上升，公司难以将上游成本转嫁至下游订单，导致毛利率承压。2022 年公司毛利率为 16.49%，同比下降 0.8pct。**净利率方面**，随着收入规模不断扩大和成本管控能力持续提升，公司净利率水平稳步上升。2022 年公司净利率为 5.56%，同比增加 0.36pcts。

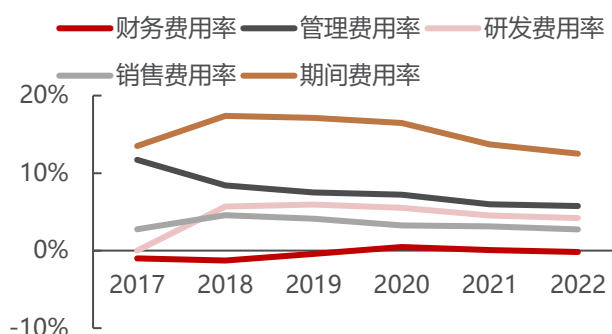
聚焦提质增效推进高质量经营，持续保持高研发投入。2022 年公司持续推进提质增效专项行动，细化“两金”（存货、应收账款）管控措施，并进一步完善成本管理制度体系，使得公司存货周转率和应收账款周转率持续提升，费用管控良好。2022 年公司期间费用率为 12.51%，同比下降 1.17pcts，其中管理/销售费用分别降低 0.21/0.38pct；**经营质量方面**，2017-2022 年公司存货周转率从 1.32 提升至 2.41，应收账款周转率从 2.12 提升至 5.99，ROE 从 3.13%提升到 8.43%。**研发投入方面**，公司坚持自主创新，改善科技创新体系，研发费用率多年来保持在 4%-5%左右。

图8：2017-2022 年公司毛利率及净利率情况



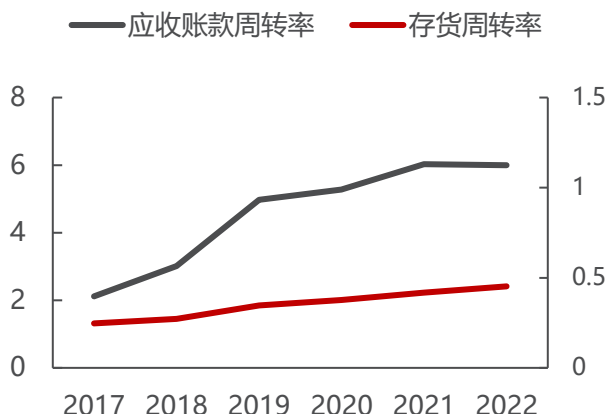
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2017-2022 年公司费用率情况



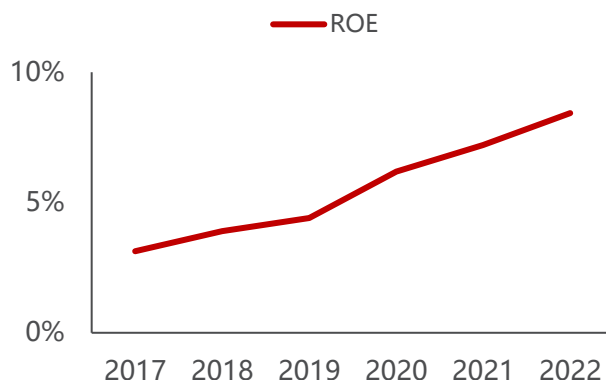
资料来源：wind，民生证券研究院

图10: 2017-2022 年公司存货、应收账款周转率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2017-2022 年公司 ROE 情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

1.5 定增方案: 完善产业布局, 推动数字化转型

2023 年 4 月 4 日, 公司发布定增预案, 拟募集资金 50 亿元, 资金将用于:

1) 并购子公司股权; 2) 投资建设抽水蓄能项目与车间数字化转型项目; 3) 补充公司流动资金。

定增用途一: 并购子公司股权, 增厚公司利润。基于公司治理的目的, 公司拟收购东方电机、东方汽轮机为全资子公司, 增加东方锅炉、东方重机的持股比例。股权收购完成后, 公司将增强对于发电机组、汽轮机、氢能、核电等板块业务的控制, 有望提升上市公司盈利能力。

定增用途二: 用于建设类项目, 完善战略布局, 加速推进公司智能制造转型工程, 推进数字化转型。部分募集资金用于抽水蓄能研制能力提升和燃机转子加工制造能力提升等项目, 完善公司在新型能源行业的战略布局。同时部分募集资金用于东汽数字化车间及东锅数字化建设项目, 有助于公司的高智能化水平, 持续提升公司产品质量、缩短产品交付周期、降低产品成本, 进一步提升核心竞争力。

表2: 募集资金在建设类项目的投入

序号	项目名称	实施主体	项目投资总额 (亿元)	募集资金拟投入额 (亿元)	备注
一、收购子公司股权类项目					
1	收购东方电气集团持有的东方电机 8.14% 股权	东方电气	7.35	7.35	本次交易后, 东方电机成为公司的全资子公司, 有利于增强上市公司盈利能力。
2	收购东方电气集团持有的东方汽轮机 8.70% 股权	东方电气	11.33	11.33	本次交易后, 东方汽轮机成为公司的全资子公司, 有利于增强上市公司盈利能力。
3	收购东方电气集团持有的东方锅炉 4.55% 股份	东方电气	4.86	4.86	本次交易后, 公司对东方汽轮机持股比例进一步提升, 比例为 99.91%, 有利于增强上市公司盈利能力。

4	收购东方电气集团持有的东方重机 5.63%股权	东方电气	1.71	1.71	本次交易后，公司直接及间接合计持有东方重机股权比例为 67.14% 。不仅有利于增强上市公司盈利能力，还通过增强上市公司对核电板块重要子公司东方重机的控制力，优化公司在核电清洁高效能源装备领域的布局。
合计			25.27	25.27	
二、建设类项目					
5	抽水蓄能研制能力提升项目	东方电机	9.68	4.50	由 东方电机 实施；建设内容包含 新建机器人焊接基地、新增/更新抽蓄产品关键部件加工设备、智能化升级改造、信息化系统建设、新建抽蓄水力试验台及试验厂房项目 ；建设周期为 36 个月；税后投资内部收益率为 11.16% 。
6	燃机转子加工制造能力提升项目	东方汽轮机	1.43	0.85	由 东方汽轮机 实施；建设内容包含 新购端齿磨床、拉床和精密车铣中心三台设备，搬迁其它工艺设备并完成设备基础和相关设施的改造 ；项目建设周期为 28 个月；税后投资内部收益率为 9.41% 。
7	东汽数字化车间建设项目	东方汽轮机	5.83	4.10	由 东方汽轮机 实施；建设内容包括 数字化制造、数字化设计、智慧园区 三块。项目建设周期为 36 个月；税后投资内部收益率为 14.33% 。
8	东锅数字化建设项目	东方锅炉	3.58	2.50	由 东方锅炉 实施；建设内容包括 建设各分厂制造运营管理系统、改造升级分厂中传统加工设备 两块；建设周期为 36 个月；税后投资内部收益率为 8.30% 。
合计			20.52	11.95	
三、补充流动资金					
9	补充流动资金	东方电气	12.78	12.78	满足 公司经营规模扩大 带来的营运资金需求；有助于 优化公司财务结构，增强抗风险能力 。
合计			58.57	50.00	

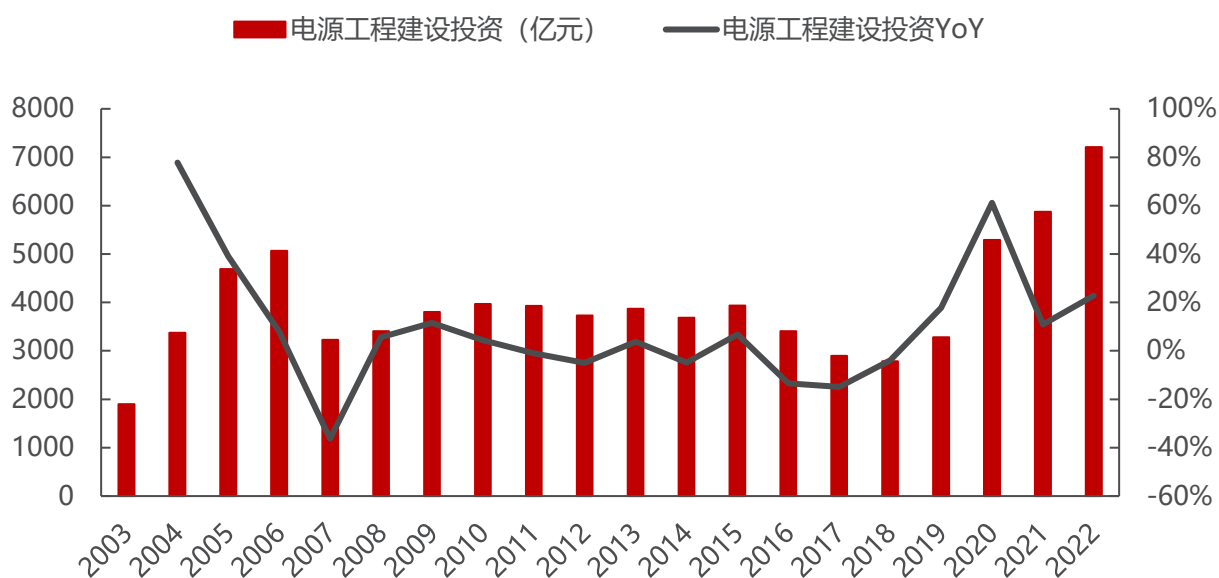
资料来源：东方电气向特定对象发行A股股票募集资金使用可行性分析报告，民生证券研究院

2 六电并举六业协同，紧跟能源发展趋势

2.1 行业：电源投资额稳步增长，行业发展底盘稳定

2022 年电源投资完成额同比正增长。2022 年 1-12 月，电源基本建设投资累计完成额 7208 亿元，同比增长 22.8%；2023 年 1-2 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 676 亿元，同比增长 43.6%。其中，核电 87 亿元，同比增长 44.8%；太阳能发电 283 亿元，同比增长 199.9%。电源侧投资额的持续高增将为行业发展提供保障。

图12：历年电源投资数据（亿元）



资料来源：国家电网，民生证券研究院

2.2 清洁高效能源装备：火电、核电、气电同步推进

2.2.1 火电设备龙头地位稳固，市占率稳中有升

在现代能源体系中，火电起支柱支撑作用。针对火电发电机组，2022 年国家能源局、国家发改委颁布了一系列文件指引其升级改革，其中新型储能技术试点、火电机组系统改造等内容成为重点。

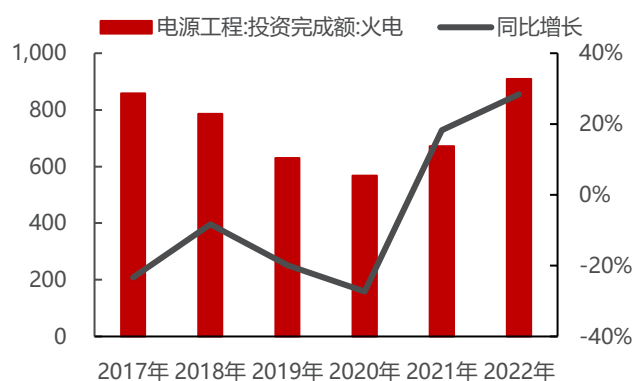
表3：2022 年火电机组行业相关政策

时间	发文部门	文件名称	相关内容
2022年	国家发展改革委、国家能源局	“十四五”新型储能发展实施方案	重点建设更大容量的液流电池、飞轮、压缩空气等储能技术试点示范项目，推动火电机组抽汽蓄能等试点示范，研究开展钠离子电池、固态锂离子电池等新一代高能量密度储能技术试点示范。
2022年	国家发展改革委、国家能源局	国家发展改革委、国家能源局关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见	支持利用退役火电机组的既有厂址和相关设施建设新型储能设施或改造为同步调相机。完善火电领域二氧化碳捕集利用与封存技术研发和试验示范项目支持政策。
2022年	能源局综合司；发展改革委	关于进一步提升煤电能效和灵活性标准的通知	重点推动《燃煤发电机组供热改造技术条件》《火电机组低压缸零出力系统改造和运行规范》等20项在编标准加快制定

资料来源：国家能源局，国家发改委，民生证券研究院

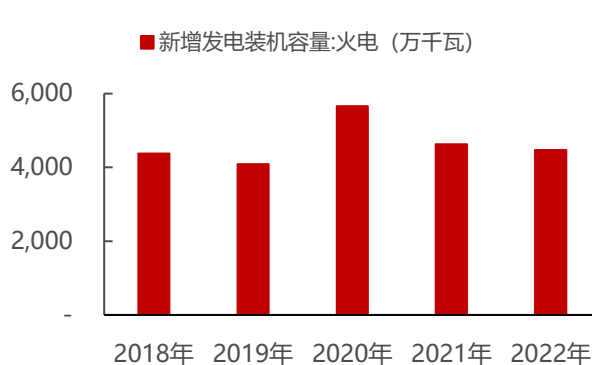
2022 年我国火电发电量达 5.85 万亿千瓦时，占总发电量比例 69.8%，处于主导地位。高效清洁能源建设的背景要求下，火电灵活性改造更为迫切。2022 年全国火电电源工程建设投资完成额 909 亿元，同比增长 28.4%，新增火电装机容量为 0.45 亿千瓦时。

图13：2017-2022 年我国火电电源工程建设投资情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2018-2022 年我国新增火电发电装机容量 (万千瓦)



资料来源：wind，民生证券研究院

公司火力发电设备竞争力领先，国内市占率稳中有升。公司作为国内最大的火电清洁能源装备生产商之一，主要产品包括汽轮发电机、电站汽轮机以及电站锅炉。公司产品参数涵盖中压至超超临界，产品容量覆盖 50MW 至 1350MW。市占率方面，2019 年至 2021 年，公司电站锅炉产品市占率从 34.89% 上升至 65.97%，电站汽轮机产品市占率从 42.88% 上升至 51.65%，汽轮发电机产品市占率从 42.88% 上升至 51.65%。公司与中国华能、中国大唐、中国华电、国家能源集团、国家电

投集团等大型能源头部企业进行长期深入合作，客户关系稳定。

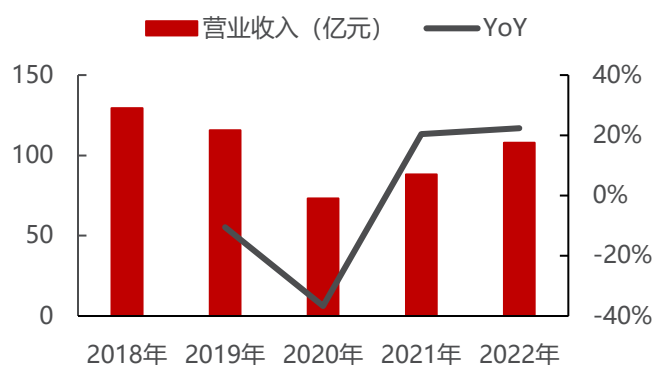
表4：公司火电设备主要产品市场占有率情况

产品	2019年	2020年	2021年
电站锅炉	34.89%	31.46%	65.97%
电站汽机	42.88%	35.78%	51.65%
汽轮发电机	42.88%	35.78%	51.65%

资料来源：东方电气2022年度第四期超短期融资券募集说明书，民生证券研究院

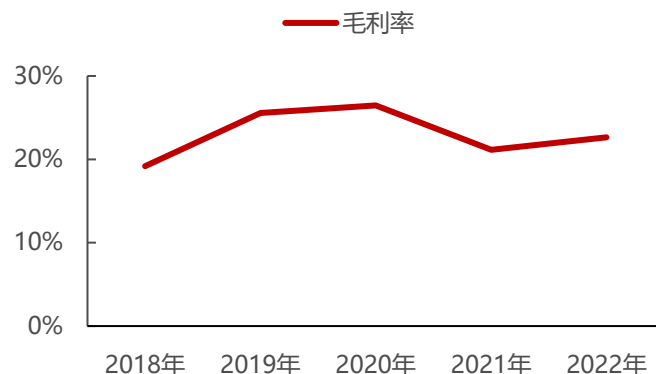
2022 年公司智慧火电项目稳步推进，火电能源设备收入为 107.97 亿元，占公司营收 19.93%，收入同比增长 22.36%。毛利率为 22.62%，同比提升 1.46pcts。

图15：2018-2022 年公司火电业务营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2018-2022 年公司火电业务毛利率

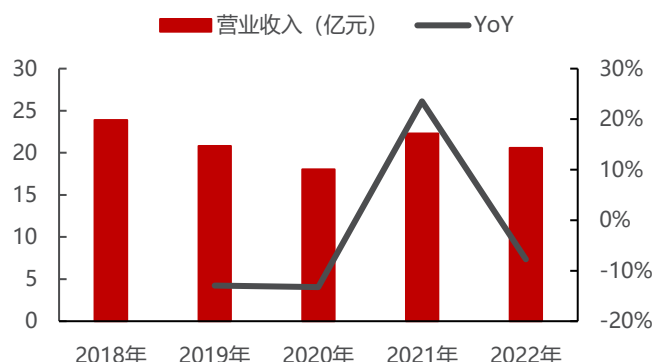


资料来源：wind，民生证券研究院

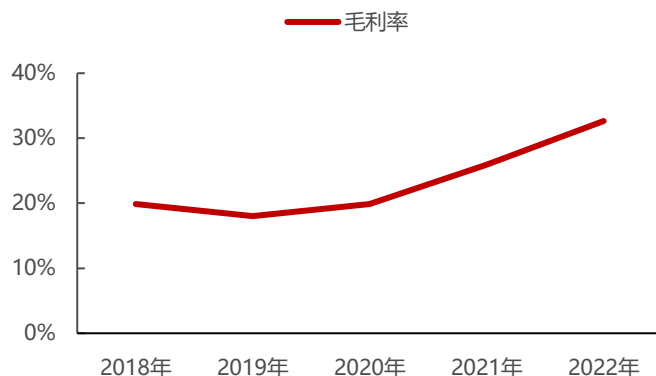
2.2.2 核电业务稳定发展，相关政策或带来新机遇

政策推动积极安全有序发展核电。2022 年 3 月国家发改委与国家能源局联合发布的《“十四五”现代能源体系规划》表示，“十四五”阶段我国将积极有序安全地开展核电事业，计划于 2025 年实现核电运行装机容量 7000 万千瓦的目标，有望为公司核电业务发展带来新动力。

公司核电业务产品主要包括反应堆压力容器、蒸汽发生器、堆内构件、控制棒驱动机构等设备。目前公司核电设备业务市占率达 43%，主要服务客户有中国核工业集团、中广核集团、国家电投集团、华能集团。2022 年公司核电装备业务收入达 20.57 亿元，同比下滑 7.72%，占公司营收 3.80%；毛利率为 32.65%，同比提升 6.74pcts。

图17: 2018-2022 年公司核电业务营业收入及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

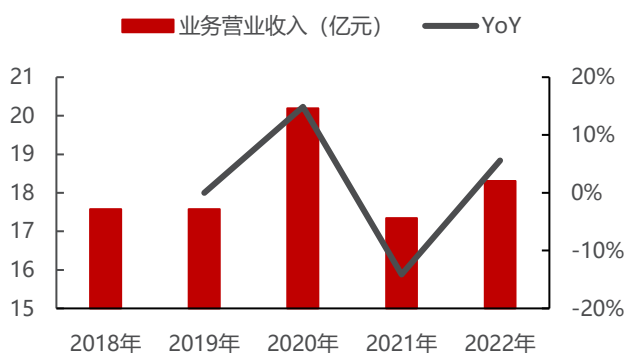
图18: 2018-2022 年公司核电业务毛利率


资料来源: wind, 民生证券研究院

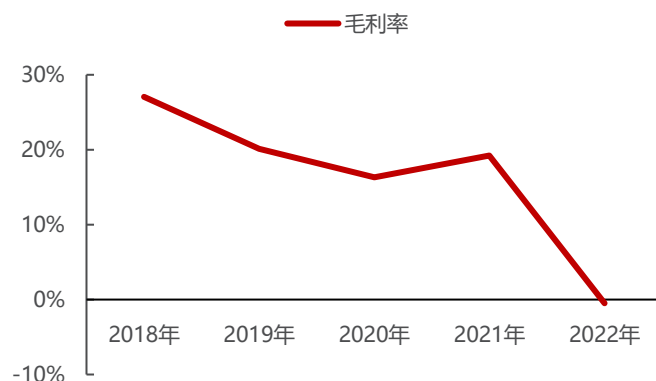
2.2.3 气电装机向好, 盈利能力有望提升

2022 年国家发改委、国家能源局发布的《关于完善能源绿色低碳转型体系机制和政策措施意见》指出要加强天然气发电及储能的整体协同。随着清洁能源体系建设加速, 气电机组装机需求也将进一步扩张。2022 年全国燃气发电装机容量新增 700 万千瓦, 燃气电厂分布更为广泛。

公司是国内领先的重型燃气轮机装备与燃气发电整体解决方案供应商。2022 年公司燃机业务实现营业收入 18.3 亿元, 同比增长 5.60%, 占公司总营收 3.38%; 毛利率为-0.49%, 同比下降 19.72pcts, 亏损原因主要是燃机新产品研发付出较大, 市场空间尚未打开, 后续随着自主燃机市场认可度提升, 毛利率有望恢复。

图19: 2018-2022 年公司燃机业务营业收入及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2018-2022 年燃机业务毛利率


资料来源: wind, 民生证券研究院

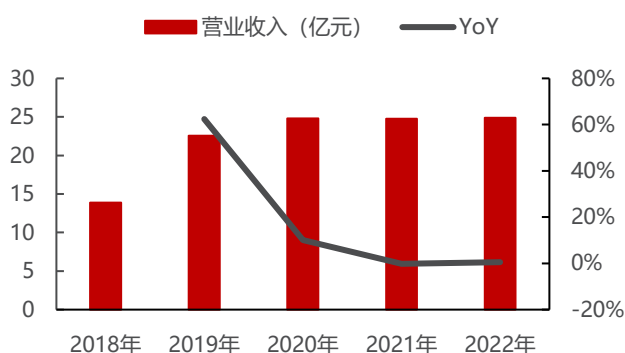
2.3 可再生能源装备：水电、风电行业增长强劲，业务有望持续增长

2.3.1 水电：抽蓄发展持续向好，公司业务体系成熟

抽水蓄能政策利好，市场机制更为完善。2021年9月，国家能源局发布《抽水蓄能中长期发展规划(2021-2035年)》政策，明确抽水蓄能投产总规模到2025年较“十三五”翻倍，达到6200万千瓦以上，到2030年总规模较“十四五”再翻倍，达到1.2亿千瓦左右。同时，2021年5月，国家发改委在《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》中，鼓励抽水蓄能电站参与辅助服务市场或辅助服务补偿机制以形成收益，在政策的支持下，抽水蓄能发展持续向好。

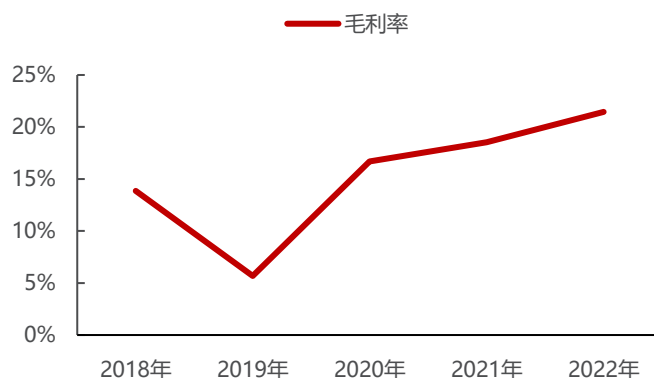
市场占有率领先，参与多项国家重大工程。公司具备混流式、轴流式、贯流式、冲击式和抽水蓄能机组研制能力，先后为葛洲坝、三峡、溪洛渡、白鹤滩等国家重大工程提供高端水电产品。2022年公司市场市占率达37%，主要客户包括国内五大电力集团、三峡集团、国家电网以及南方电网。公司是国内首个同时具备抽水蓄能机组研制和调试能力的发电设备制造企业，也是抽水蓄能行业研发技术水平最高、加工制造能力最强的企业之一，目前东方电机水轮机组整体研制水平已经达到国内领先、世界一流水平。2022年公司水电装备板块营业收入达24.89亿元，同比增长0.51%，占总营收4.59%；毛利率达21.45%，同比增长2.91pcts。

图21：2018-2022年公司水电业务营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

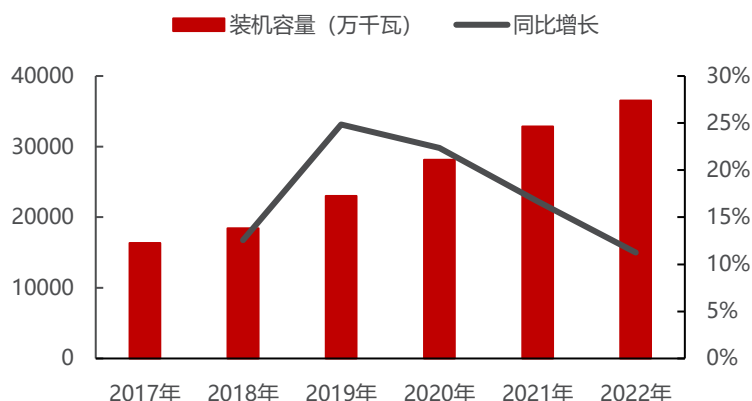
图22：2018-2022年水电业务毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

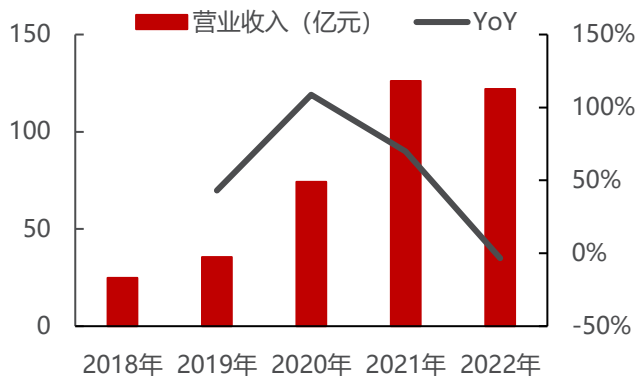
2.3.2 风电：国内领先风电成套设备供应商，累计装机容量全国前五

风电装机持续增长，市场前景广阔。2022年全国风电新增装机量3763万千瓦，累计装机容量3.7亿千瓦，同比增长11.2%。我国具有良好的风能资源条件，有较为成熟的风电产业基础以支撑风电装机规模的迅速扩张。

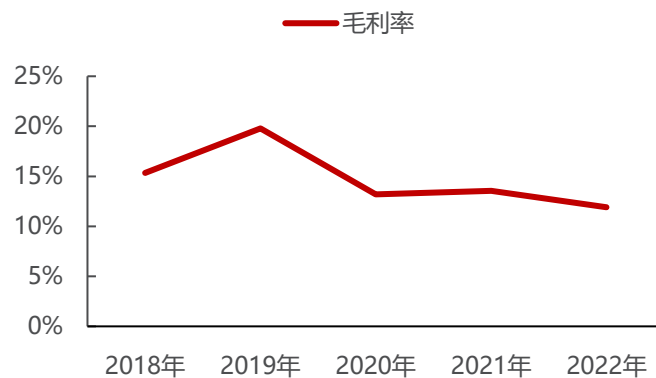
图23：2017-2022 年中国风力发电累计装机容量


资料来源：国家能源局，民生证券研究院

公司紧抓风电行业发展机遇，市场占有率持续提升。公司拥有双馈型和直驱型两种技术路线，全球业绩超过 10000 台风电机组，国内装机容量排名前五。此外，公司获得 10MW 等级海上风力发电机组 IEC 设计认证，成为国内首家、全球第二家取得该证书的整机制造商。2022 年公司风电业务营业收入达 121.93 亿元，同比下滑 3.37%，占公司总营业收入 22.51%；毛利率为 11.91%，同比下滑 1.64pcts。

图24：2018-2022 年公司风电业务营业收入及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图25：2018-2022 年风电业务毛利率


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 新兴产业：氢能业务萌芽，未来有望放量

政策驱动氢能行业发展，外部环境进一步成熟。2022 年 3 月，国家发改委、国家能源局印发《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》，文件部署了推动氢能产业发展的各阶段目标与重要举措。《规划》指出，到 2025 年，我国可再生能源制氢量要达到 10-20 万吨/年；到 2030 年，我国要形成较为完备的氢能产业技术创新体系以支撑碳达峰目标实现。为了实现这一目标，我国：1) 积极构建氢能产业创新体系；2) 推动建设氢能基础设施与网络；3) 促进氢能多元化应用，探索商业化发展路径。

目前,全国多地已出台氢能发展相关政策,设计了各阶段产业规模、加氢站数量、燃料电池汽车数量等目标。

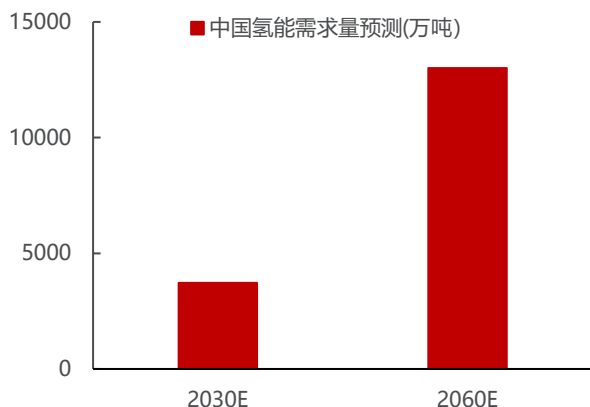
表5: 中国各省市氢能政策

省市	时间	培育企业	产业规模	加氢站	氢燃料电池汽车推	其他
北京	2023 年	5-8 家	500 亿元	37		减少碳排放 100 万吨。
		10-15 家				
北京	2025 年	3-4 家产业研发创新平台	1000 亿元以上(京津冀区域)	72		减少碳排放 200 万吨。
河北	2025 年	10-15 家领先企业	500 亿元	100 座	10000 辆	扩大氢能在交通、储能、电力、热力、钢铁化工、通信、天然气管道混输等领域的推广应用。
天津	2025 年	/	/	5 座	900 辆	/
四川	2025 年	25 家领先企业		/	6000 辆	实现热电联供(含氢能发电和分布式能源)、轨道交通、无人机等领域示范应用。
山东	2022 年	100 家相关企业	200 亿元	30 座	5000 辆	燃料电池汽车在公交、物流等商用车领域率先示范推广;实现燃料电池在应急电源、通信基站、储能等领域的试点示范。
山东	2025 年	10 家知名企业	1000 亿元	100 座	10000 辆	氢能在电网调峰调频、风光发电制氢等领域应用逐步推广。
内蒙古	2023 年	5-10 家	400 亿元	60 座		绿氢制取能力达到 10 万吨/年
内蒙古	2025 年	15-20 家	1000 亿元	100 座	10000 辆	绿氢制取能力达到 50 万吨/年
广东	2022 年		200 亿元	30 座	3000 辆	实现首批氢燃料电池乘用车示范运行造时推进氢燃料电池在船舶、家用分布式热电联供、应急备用电源等方面的示范应用
广东省广州市	2025 年	1-2 家龙头企业	600 亿元	50 座		
广东省佛山市	2025 年	100 家相关企业	300 亿元		/	
重庆	2022 年	6 家相关企业	/	10 座	800 辆	探索推进公交车、物流车、港区集卡车等示范运营
重庆	2025 年	15 家相关企业		15 座	1500 辆	基本形成氢燃料电池汽车全产业链竞争优势,成为具有全国影响力的氢燃料电池汽车产业基地。
浙江	2025 年			50 座	5000 辆	在公交、港口、城际物流等领域推广应用氢燃料电池汽车
河南	2025 年		1000 亿元	80 座	5000 辆	基本形成以客车为主,环卫、物流等氢燃料电池汽车全面发展的产业格局
上海	2023 年		1000 亿元	30 座	10000 辆	到 2025 年基本建立“一环”“四创”“六带”的燃料电池汽车产业创新生态

资料来源:各省市相关政策,民生证券研究院

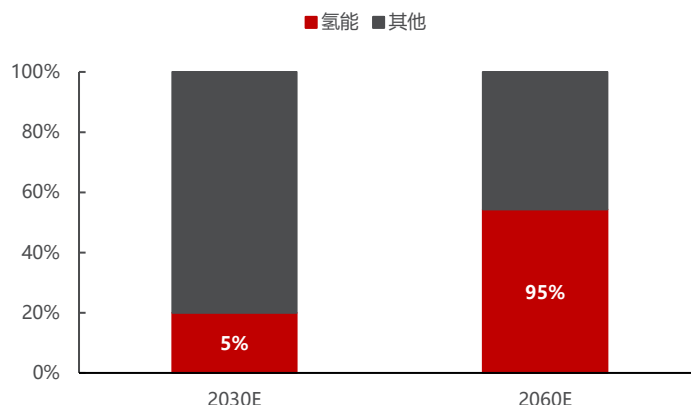
据中国氢能联盟预测,2023 年中国氢能产业产值将达 1 万亿元。在 2030 年碳达峰情境下,我国氢能年需求量将达 3715 万吨,占终端能源消费 5%;在 2060 年碳中和背景下,我国氢能年需求量将达 1.3 亿吨,占终端能源消费 20%。

图26: 2030-2060 年中国氢能需求量预测(万吨)



资料来源: 中国氢能联盟, 民生证券研究院

图27: 2030-2060 年中国氢能在终端能源消费占比 (%)



资料来源: 中国氢能联盟, 民生证券研究院

氢产业链技术成熟, 已获相关订单。目前公司已经形成了氢制取、氢储存、氢加注、氢使用全产业链整体解决方案, 能够自主研发含膜电极、燃料电池堆、车用燃料电池发动机等。首批搭载公司燃料电池系统的客车已完成试运营, 平均百公里氢耗 3.4 千克, 运营情况良好且为国内先进水平。**订单方面,**2022 年公司氢能与风光协同实现商业模式新突破, 获取了甘肃光伏及氢燃料电池发动机订单。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

东方电气业务拆分：

- **可再生能源装备：**1) **水电：**政策推动抽水蓄能发展持续向好，建设明显加快，公司是抽水蓄能行业研发技术水平最高、加工制造能力最强的企业之一，有望受益；2) **风电：**我国风电装机持续增长，市场前景广阔，公司是国内领先风电成套设备供应商，累计装机容量全国前五，市占率有望持续提升。整体预计可再生能源装备板块 23-25 年收入增速分别为 12.5%/11.9%/12.0%。
- **清洁高效能源装备：**1) **火电：**高效清洁能源建设的背景要求下，火电灵活性改造更为迫切，公司作为国内最大的火电清洁能源装备生产商之一，相关业务有望受益；2) **核电：**“十四五”阶段我国将积极有序安全地开展核电事业，计划于 2025 年实现核电运行装机容量 7000 万千瓦的目标；3) **气电：**随着清洁能源体系建设加速，气电机组装机需求也将进一步扩张。整体预计清洁高效能源装备板块 23-25 年收入增速分别为 38.9%/29.4%/21.3%。
- **新兴成长产业：**公司在氢能、储能等新兴产业领域大力开拓，整体预计 23-25 年收入增速分别为 15%/20%/25%。
- **工程与贸易：**公司国际业务涉及主要市场涵盖东南亚、南亚、中亚、中东、欧洲、非洲、南美以及部分发达国家，后续有望稳定增长，整体预计 23-25 年收入增速分别为 15%/15%/15%。
- **现代制造服务业：**业务收入稳定增长，整体预计 23-25 年收入增速分别为 8%/8%/8%。

表6：东方电气业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汇总					
营业收入 (亿元)	478.19	553.53	664.91	791.79	933.24
yoy	28.3%	15.8%	20%	19%	18%
营业成本 (亿元)	387.82	453.49	542.24	644.35	759.16
毛利率	18.9%	18.1%	18.4%	18.6%	18.7%
可再生能源装备					
营业收入 (亿元)	151.38	149.14	167.79	187.68	210.18
yoy	50.1%	-1.5%	12.5%	11.9%	12.0%
营业成本 (亿元)	129.70	129.65	146.56	161.85	179.73
毛利率	14.3%	13.1%	12.7%	13.8%	14.5%
清洁高效能源装备					
营业收入 (亿元)	127.87	146.85	203.91	263.81	320.03

yoy	14.7%	14.8%	38.9%	29.4%	21.3%
营业成本 (亿元)	100.09	115.80	158.85	206.25	250.47
毛利率	21.7%	21.1%	22.1%	21.8%	21.7%
工程与贸易	16%	19%	18%	18%	17%
营业收入 (亿元)	77.58	105.40	121.21	139.39	160.30
yoy	60.3%	35.9%	15%	15%	15%
营业成本 (亿元)	69.14	94.53	108.48	124.76	143.47
毛利率	10.9%	10.3%	10.5%	10.5%	10.5%
现代制造服务业	8%	8%	7%	6%	6%
营业收入 (亿元)	39.63	42.38	45.77	49.43	53.39
yoy	-19.3%	6.9%	8%	8%	8%
营业成本 (亿元)	21.21	19.36	21.05	22.74	24.56
毛利率	46.5%	54.3%	54.0%	54.0%	54.0%
新兴成长产业	17%	20%	19%	19%	20%
营业收入 (亿元)	81.72	109.77	126.23	151.48	189.35
yoy	29.8%	34.3%	15%	20%	25%
营业成本 (亿元)	67.68	94.15	107.30	128.76	160.94
毛利率	17.2%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

3.2 估值分析

公司是能源装备龙头企业, 考虑到公司的收入结构占比, 我们选取能源装备领军企业【上海电气】、国内余热锅炉行业领先企业【西子洁能】、风力发电设备制造领先企业【金风科技】作为可比公司。以 2023 年 4 月 21 日收盘价为基准, 可比公司 23-25 年对应 PE 分别为 23x/17x/15x, 公司 23-25 年对应 PE 分别为 15x/11x/9x。

表7: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601727.SH	上海电气	4.53	0.16	0.21	0.26	28	22	17
002534.SZ	西子洁能	17.63	0.62	0.96	0.91	28	18	19
002202.SZ	金风科技	10.90	0.80	1.00	1.13	14	11	10
可比公司平均						23	17	15
600875.SH	东方电气	17.21	1.17	1.62	1.96	15	11	9

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 4 月 21 日

3.3 投资建议

公司是能源装备领军企业，受益电源投资额稳步增长，六电六业共同发力，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 664.91、791.79、933.24 亿元，对应增速分别为 20.1%、19.1%、17.9%；归母净利润分别为 36.45、50.38、61.15 亿元，对应增速分别为 27.7%、38.2%、21.4%，以 4 月 21 日收盘价为基准，2023-2025 年 PE 为 15X、11X、9X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	55,353	66,491	79,179	93,324
增长率 (%)	15.8	20.1	19.1	17.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,855	3,645	5,038	6,115
增长率 (%)	24.7	27.7	38.2	21.4
每股收益 (元)	0.92	1.17	1.62	1.96
PE	19	15	11	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价）

4 风险提示

- 1) **国际化经营风险。**当前世界处于动荡、变革阶段，地缘政治形势依然复杂多变，大国博弈与地区冲突给全球经济运行带来较大不确定性，主要经济体陷入低经济增速，多重因素叠加，导致公司国际化经营面临诸多挑战，品牌国际化影响力有待提升。
- 2) **应收账款风险。**受宏观经济影响，国内消费、投资等逐步恢复，叠加原材料、物流以及人工成本上涨，部分项目暂停、暂缓，剩余款项回收存在一定的困难。
- 3) **市场竞争风险。**当前部分产品市场价格竞争激烈，特别是传统产业项目收益下降，进而影响企业盈利能力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	55353	66491	79179	93324
营业成本	45349	54224	64435	75916
营业税金及附加	326	332	396	467
销售费用	1483	1662	1853	2053
管理费用	3117	3723	3959	4666
研发费用	2275	2660	3167	3733
EBIT	3231	4088	5607	6768
财务费用	-98	-129	-229	-317
资产减值损失	-480	-557	-662	-780
投资收益	481	598	713	840
营业利润	3321	4258	5887	7146
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	3325	4262	5891	7150
所得税	315	405	560	679
净利润	3010	3857	5331	6470
归属于母公司净利润	2855	3645	5038	6115
EBITDA	4117	5060	6762	7956

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	15039	23164	30487	38803
应收账款及票据	11352	13662	16270	19176
预付款项	5485	5422	6444	7592
存货	18455	21727	25818	30419
其他流动资产	17078	20535	22695	26142
流动资产合计	67410	84510	101713	122131
长期股权投资	2398	2997	3709	4549
固定资产	4876	5261	5437	5519
无形资产	1762	1754	1746	1737
非流动资产合计	47855	48949	49778	50686
资产合计	115265	133459	151492	172817
短期借款	103	103	103	103
应付账款及票据	27377	32683	38838	45758
其他流动负债	39944	49927	57692	67134
流动负债合计	67424	82713	96633	112996
长期借款	951	951	951	951
其他长期负债	8265	8209	8133	8204
非流动负债合计	9216	9160	9084	9155
负债合计	76640	91873	105717	122151
股本	3119	3119	3119	3119
少数股东权益	3643	3856	4149	4505
股东权益合计	38625	41586	45775	50667
负债和股东权益合计	115265	133459	151492	172817

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.76	20.12	19.08	17.86
EBIT 增长率	36.05	26.51	37.16	20.72
净利润增长率	24.71	27.69	38.21	21.37
盈利能力 (%)				
毛利率	16.49	18.45	18.62	18.65
净利润率	5.27	5.48	6.36	6.55
总资产收益率 ROA	2.48	2.73	3.33	3.54
净资产收益率 ROE	8.16	9.66	12.10	13.25
偿债能力				
流动比率	1.00	1.02	1.05	1.08
速动比率	0.44	0.49	0.53	0.56
现金比率	0.22	0.28	0.32	0.34
资产负债率 (%)	66.49	68.84	69.78	70.68
经营效率				
应收账款周转天数	67.99	65.00	65.00	65.00
存货周转天数	148.88	150.00	150.00	150.00
总资产周转率	0.50	0.53	0.56	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.17	1.62	1.96
每股净资产	11.22	12.10	13.35	14.80
每股经营现金流	2.70	3.40	3.06	3.57
每股股利	0.34	0.37	0.51	0.61
估值分析				
PE	19	15	11	9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.84	6.39	3.59	2.02
股息收益率 (%)	1.95	2.13	2.94	3.57

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3010	3857	5331	6470
折旧和摊销	886	972	1156	1188
营运资金变动	4846	5756	3072	3481
经营活动现金流	8410	10592	9552	11124
资本开支	-721	-1340	-1089	-996
投资	-12635	0	0	0
投资活动现金流	-13186	-1340	-157	-996
股权募资	410	-1	0	0
债务募资	460	0	-626	0
筹资活动现金流	-117	-1127	-2072	-1812
现金净流量	-4208	8125	7323	8316

插图目录

图 1: 东方电气发展历程.....	3
图 2: 东方电气项目分布.....	5
图 3: 2018-2022 年公司收入拆分 (分业务)	5
图 4: 2018-2022 年公司业务毛利率拆分	5
图 5: 公司股权结构 (截至 2022 年年报)	6
图 6: 2017-2022 年收入及增速	7
图 7: 2017-2022 年净利润年及增速	7
图 8: 2017-2022 年公司毛利率及净利率情况	7
图 9: 2017-2022 年公司费用率情况	7
图 10: 2017-2022 年公司存货、应收账款周转率情况.....	8
图 11: 2017-2022 年公司 ROE 情况.....	8
图 12: 历年电源投资数据 (亿元)	10
图 13: 2017-2022 年我国火电电源工程建设投资情况.....	11
图 14: 2018-2022 年我国新增火电发电装机容量 (万千瓦)	11
图 15: 2018-2022 年公司火电业务营业收入及增速.....	12
图 16: 2018-2022 年公司火电业务毛利率	12
图 17: 2018-2022 年公司核电业务营业收入及增速.....	13
图 18: 2018-2022 年公司核电业务毛利率	13
图 19: 2018-2022 年公司燃机业务营业收入及增速.....	13
图 20: 2018-2022 年燃机业务毛利率.....	13
图 21: 2018-2022 年公司水电业务营业收入及增速.....	14
图 22: 2018-2022 年水电业务毛利率.....	14
图 23: 2017-2022 年中国风力发电累计装机容量.....	15
图 24: 2018-2022 年公司风电业务营业收入及增速.....	15
图 25: 2018-2022 年风电业务毛利率.....	15
图 26: 2030-2060 年中国氢能需求量预测(万吨)	17
图 27: 2030-2060 年中国氢能在终端能源消费占比 (%)	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: “六电并举”具体情况	4
表 2: 募集资金在建设类项目的投入.....	8
表 3: 2022 年火电机组行业相关政策	11
表 4: 公司火电设备主要产品市场占有率情况.....	12
表 5: 中国各省市氢能政策	16
表 6: 东方电气业务拆分.....	18
表 7: 可比公司 PE 数据对比.....	19
表 8: 盈利预测与财务指标	20
公司财务报表数据预测汇总.....	22

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026