

东方电气(600875.SH)

重装上阵，顺势而为

谢军 电力行业研究员

电话: 020-8755888-663

eMail: xj@gf.com.cn

刘洋 电力设备行业 研究助理

电话: 020-8755888-653

eMail: ly35@gf.com.cn

产能恢复良好，新建工作有条不紊

从调研的情况来看，公司目前生产、经营情况良好，2008 年工业总产值比去年增长 20%，发电设备总产量达 3283.5 万 kW，比 2007 年增长了 5.4%，其中生产水轮发电机 38 组共 660.5 万 kW，生产汽轮发电机 54 台 2623 万 kW，产能已经恢复到震前 88%的水平。

在手订单饱满，产品结构改善

目前公司手持订单金额为 1300 亿，其中火电、水电、风电、核电占比分别为 60%-65%、10%、10%-12%、17%，核电和风电订单占比的快速上升显示出公司在新能源产业布局和产品开发上已经初见成效。

火电行业周期性拐点出现，水电业务继续平稳增长

在国家进行电力结构调整和重点发展可再生能源和新能源的政策背景下，火电由于前期投放较多、后续需求不足和产能扩张严重，已经出现供大于求的局面，预计公司部分订单会要求延迟交付从而影响到未来几年的排产情况；2020 年前仍将是我国水电设备行业发展的黄金时间，公司凭借技术优势和客户关系继续领跑水电设备市场。

风电业务异军突起，核电静待 2011 年爆发

公司已经成功跻身国内风电整机企业前三甲，随着自产率和产能的不断提高，风电将成为公司业绩的重要支撑；核电产品已经基本覆盖全面，在手订单饱满，2011 年成为公司利润新的增长点。

盈利预测与投资评级

预计公司 08、09、10 年的 EPS 为 0.05 元、1.96 元、2.21 元，合理的 PE 为 20 倍，合理价格为 40 元，给予“买入”的投资评级。

风险提示

- 1.原材料价格波动风险
- 2.偿债风险
- 3.应收账款风险

公司评级

买入

当前价格(元)	32.99
目标价格(元)	40.00
前次评级	无评级

股价走势

东方电气(600875)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.69%	137.65%	-50.16%
上证综指	13.37%	24.81%	-52.58%

股票数据

总股本(万股)	88,200.00
流通 A 股(万股)	48,642.18
主要股东:	
	中国东方电气集团公司
主要股东持股比例	49.96%
流通 A 股比例	55.15%

财务比率

ROE	66.16%
ROA	5.47%
资产负债率	89.37%
每股净资产(元)	3.68

2007 年报数据。

调研情况简介

我们于2009年2月11日参加了公司举行的该年第一次临时股东大会，会上通过了《东方汽轮机汉旺生产基地灾后异地重建》等多项议案。会后，我们与公司高管就行业、公司的情况进行了交流并实地参观了公司在德阳的新基地以及子公司东方汽轮机厂、东方电机等。

表 1: 德阳新基地建设方案

项目选址	德阳经济技术开发区八角镇，征地面积 2601 亩
项目总投资	509720 万元人民币，其中新增固定资产投资 455900 万元人民币，铺底流动资金 53820 万元人民币
项目资金来源	申请银行贴息贷款 20 亿元、申请国家资本金注入 15 亿元、股权融资、企业自筹
项目建设周期	2.5 年（2008.8-2010.12）
项目达产后产能	项目达产后产能为 2000 万 kW/年，其中燃气轮机 2~3 台，100 万 kW 级核电和超超临界汽轮机 8~10 台，30 万 kW~66 万 kW 级亚临界、超临界、超超临界火电汽轮机 19~24 台，舰船用汽轮机及辅机和工业透平 150 台，1.5MW~2.5MW 风电机组 1200 台，核电控制棒驱动装置 3~5 套

数据来源：公司公告

从调研的情况来看，公司目前生产、经营情况良好，2008年工业总产值比去年增长20%，发电设备总产量达3283.5万kW，比2007年增长了5.4%，其中生产水轮发电机38组共660.5万kW，生产汽轮发电机54台2623万kW，产能已经恢复到震前88%的水平；同时德阳新基地的重建工作得到了有条不紊地推进，目前钢结构支撑已经搭建起来，公司争取在今年年底就能建成投入使用一部分。我们预计今年能完成电站汽轮机2500万kW、电站锅炉2200万kW、汽轮发电机组2300万kW、风电整机1200台、水轮发电机组500万kW。

目前公司手持订单金额为1300亿元，其中火电、水电、风电、核电占比分别为60%-65%、10%、10%-12%、17%，核电和风电订单占比的快速上升显示出公司在新能源产业布局和产品开发上已经初见成效。

图1: 2008年中期主营业务收入结构

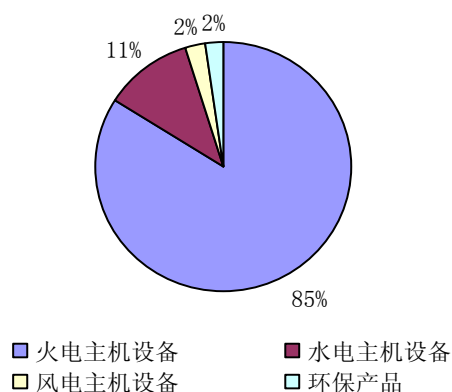
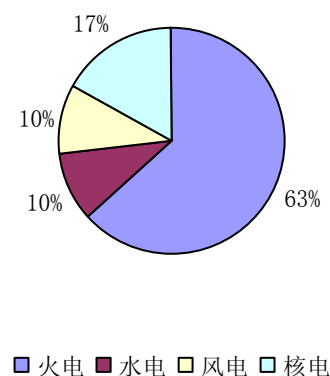


图2: 目前在手订单的结构



数据来源：公司公告 广发证券发展研究中心

对于业内普遍担心的火电撤单或延期交付的现象，公司表示目前只是

极个别客户提出了延期交货的要求，但是没有出现撤单。我们注意到相比于前几年下游电力企业不断上门要求公司加班加点生产以满足装机需求的红火场面，目前下游电力企业采购设备的热情的确出现了降温，整体采购节奏也出现了放缓。公司认为，中国的“多煤、贫油、少气”的资源禀赋决定了火电还将是我国最重要的发电方式，随着世界经济的企稳和中国经济的回暖电力需求仍将保持旺盛，公司有能力应对火电市场调整所带来的挑战。

行业与公司分析

行业所处的周期

发电设备属于高技术、资本密集型产业，随着中国进入重工业化中期，冶金、化工、建材等行业的加速发展以及居民消费结构的升级，极大地刺激了电力需求，带动了发电设备行业的快速发展。

图3: 发电设备产量 (2002-2008)

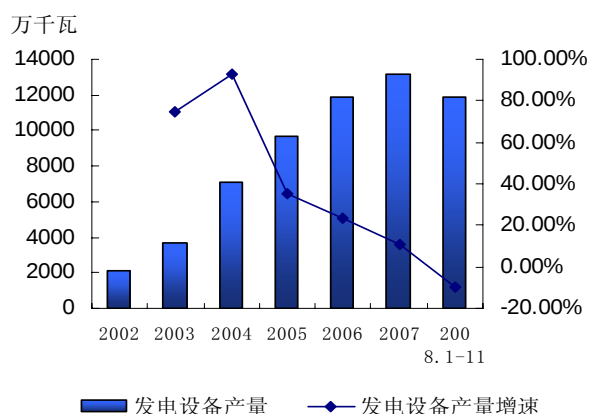
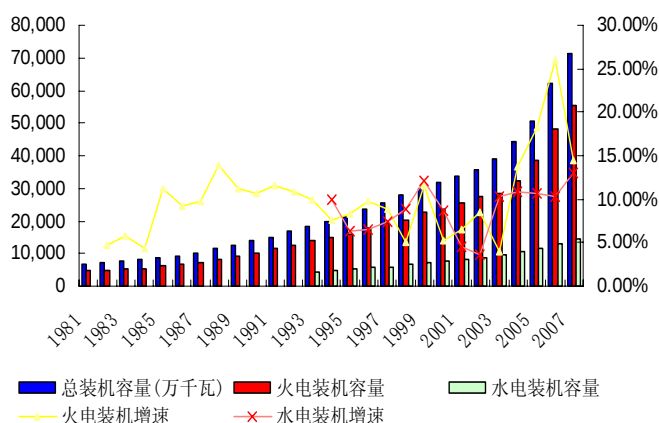


图4: 我国电力装机容量的发展 (1981-2007)



数据来源：中电联 机经网 广发证券发展研究中心

目前，全球经济形式依然严峻，而中国的宏观经济也在外部需求萎靡和内需不振的情况下面临极大的困难，我国的发电设备行业由于用电需求下降和前期投产较多而面临着行业景气下行的风险。但是，我国前期电力投放以火电为主，可再生能源和新能源在投产装机容量中占比很低。这样的电力结构正日益影响着我国的能源安全，威胁着我国经济的健康发展，因此电力结构的调整已经迫在眉睫。2009年2月3号举行的全国能源工作会议已明确发出信号，从2009年起，我国将大力调整电力结构，压制火电项目，加快水电、核电、风电的发展步伐。因此，在火电景气下行的过程中，水电、核电、风电将迎来黄金发展阶段。

火电行业周期性拐点出现，公司面临较大压力

火电设备包括电站汽轮机、汽轮发电机组、电站锅炉和辅机配件等，从2002年开始，中国经济的高速发展拉动了电力需求的高速增长，带动

了发电设备行业特别是火电设备行业的高速发展。从数据上看，2007年无疑是火电设备行业的景气顶点，三大动力集团在超出自身产能的情况下通过内部挖潜、部分产品外包等方式共生产电站汽轮机、汽轮发电机9810万kW、9983万kW。

从供求关系来看，在国家进行电力结构调整和重点发展可再生能源和新能源的政策背景下，火电由于前期投放较多、后续需求不足和产能扩张严重，已经出现供大于求的局面。目前电站汽轮机已经形成9000万kW的产能，在建项目达到了1.2亿kW，而我们预测2009、2010、2011年的需求大概在4200万kW、3220万kW、3012万kW左右，因此供需失衡的局面将逐渐显现。

图5：火电装机容量

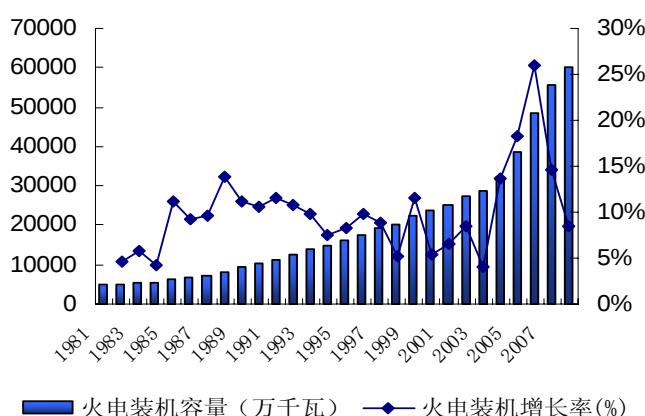
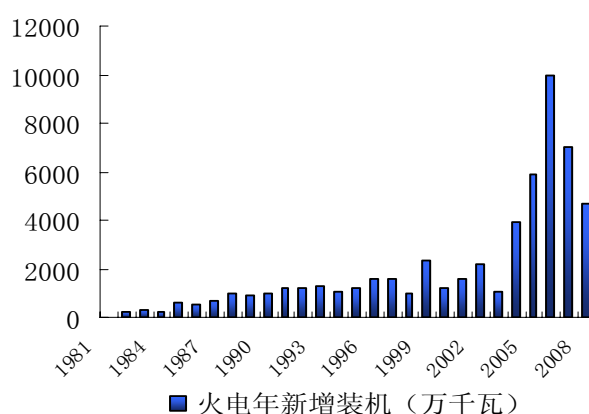


图6：火电年新增装机容量



数据来源：中电联 广发证券发展研究中心

图7：电站汽轮机产量

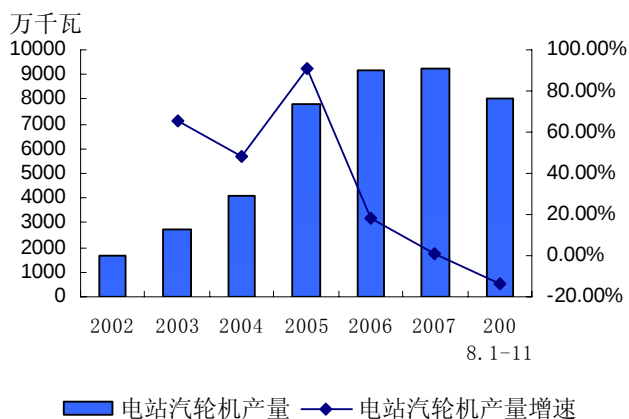
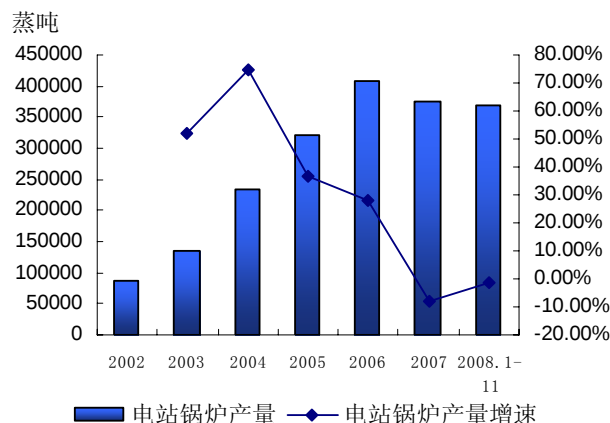


图8：电站锅炉产量



数据来源：机经网 广发证券发展研究中心

表2：火电投放与需求对比

	2009年	2010年	2011年
火电需求预测（已扣除小火电）	4200	3220	3012
火电投产	4000	4000	4000

数据来源：广发证券发展研究中心

公司原本属于三线企业，相比于共和国电力设备制造行业的“长子”哈电和上海本地企业上海电气，在国家政策、财政支持、地理位置、人才

储备上都处于劣势。但是，在近二十年的发展中，公司依靠“自力更生、艰苦拼搏”的精神，不仅通过自主开发研制出了30万kW的火电机组，而且不断通过吸收引进掌握了60万kW、100万kW超临界、超超临界等高技术含量机组。公司牢牢抓住了2002-2007年火电大发展的历史机遇，汽轮发电机、电站汽轮机的产量不断超过其生产能力。目前火电已付预付款的项目超过800亿，未来几年火电业务仍然是支撑公司业绩的重要方向。

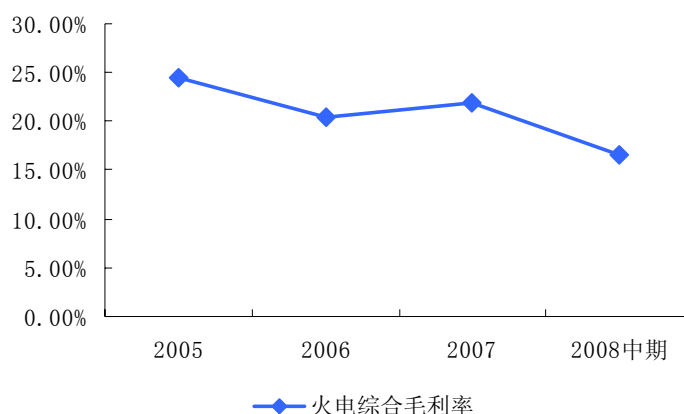
表3: 近几年的火电业务产量与产能对比

	2005年		2006年		2007年		2008E
	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
电站汽轮机(含燃机)	2056.4	1000	2866.15	1500	2550.5	2000	2180
汽轮发电机(含燃机)	1775.5	1000	2459	1500	2595.5	2000	2600
电站锅炉	1899.5	1000	2421.5	1500	2324	2000	2500

数据来源: 公司公告 广发证券发展研究中心

从火电在手订单结构来看，30万kW、60万kW、100万kW成为主流，其台数的占比大致为3: 3: 1; 如果去除地震影响，30万kW-60万kW机组的毛利率通常在30%-40%左右，100万kW因为外购材料、进口原料较多毛利率在10%左右，整个火电的综合毛利率为25%。地震对公司主要的汽轮机生产基地汉旺基地造成了严重损坏，尽管公司通过外委、外包和租用周边厂房在最短时间内恢复了生产，但火电的毛利率在原材料不断上涨和规模优势不能发挥的影响下还是下降到08年中期16.55%的水平。我们预期随着原材料水平从高位回落和公司新基地的部分投产，短期来看毛利率将得到一定程度的回升，但是由于产品结构向大功率、高参数机组方向发展，受制于国内相关原材料不能生产且国外采购依然昂贵的现实，长期来看火电毛利率仍有下行的风险。

图9: 火电毛利率的变化情况



数据来源: 公司公告 广发证券发展研究中心

水电业务继续平稳增长

水电设备包括水轮机、水轮发电机组、水轮机辅助设备等，大中型水电设备行业是一个半垄断、资金和技术密集型的行业。

图10: 全国水轮发电机组产量及增速 (万kW)

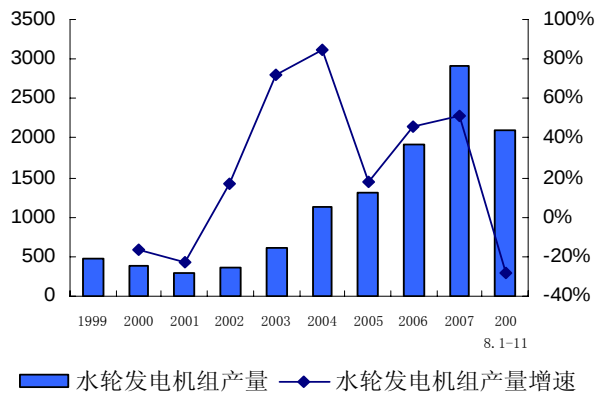
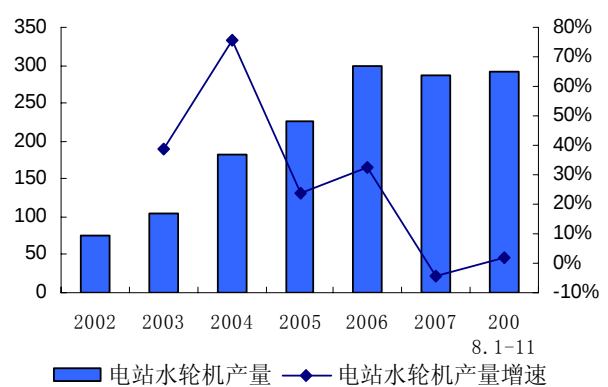


图11: 全国电站水轮机产量及增速 (万kW)



数据来源: 机经网 广发证券发展研究中心

图12: 全国水电新增装机容量及增速

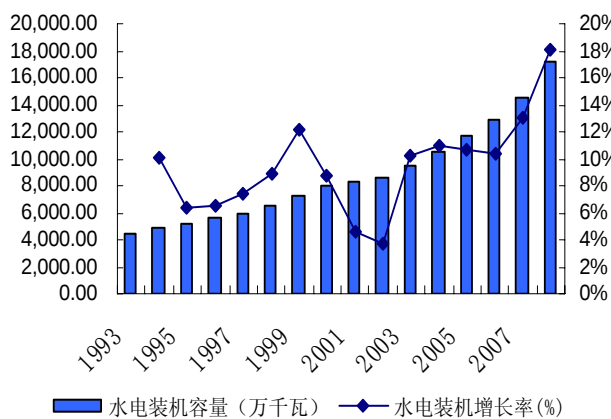
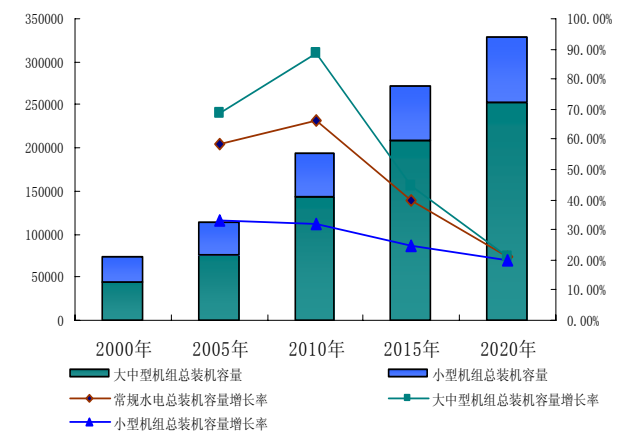


图13: 未来水电装机容量预测 (单位: MW)



数据来源: 中电联, 《可再生能源中长期发展规划》

截至2007年底,大中型水电站正在开展预可行性研究的项目约8200万kW,正在开展可行性研究或已经完成可行性研究待核准的约5100万kW,扣除投产容量、蓄能电站后在建大中型水电规模5840万kW,预期“十二五”期间每年核准开工的水电建设项目将保持在1200万kW左右。我们认为,2020年前水电设备行业将在国家“积极发展水电”政策、发电企业出于经营需要加大水电装机容量、地方政府维护自身利益推动本地水电建设等因素的影响下继续保持快速发展的态势。根据《可再生能源中长期发展规划》,大中型水轮发电机组在“十一五”和“十二五”期间年均新增装机容量1321万kW,而我国大中型水轮发电机组制造厂商目前的年生产能力约为1200万kW,大中型水电设备市场呈现供不应求的局面,是水电设备发展的黄金时期。2020年后我国规划的除西藏外的大部分水电工程将开发完毕,行业景气度将下降。

公司的主要竞争对手为哈动力、天津阿尔斯通、福伊特西门子、东芝水电和浙富股份。从技术水平、生产设备水平、营销能力上讲公司都是国内的绝对龙头,尤其是通过成功研制三峡右岸转轮,使得我国混流式水轮

机设计水平和对市场的反应能力达到了世界先进水平，拥有了从水力设计到真机制造的独立知识产权，技术上的绝对优势加上长期以来与水电开发集团建立起的良好业务关系将进一步帮助公司稳固市场地位，在水电业务上保持平稳增长。

图14: 水电市场占有率情况

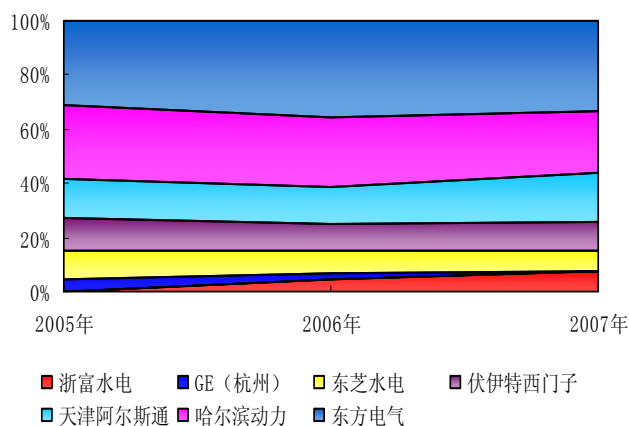
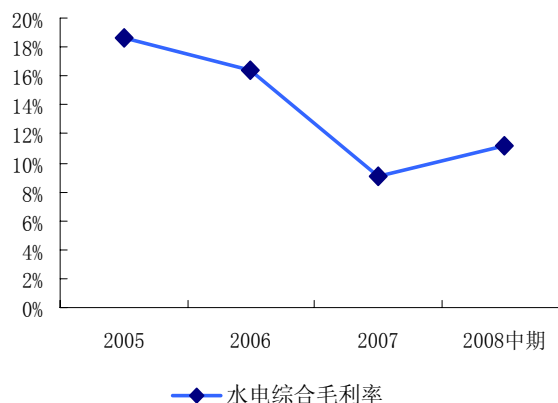


图15: 公司水电综合毛利率

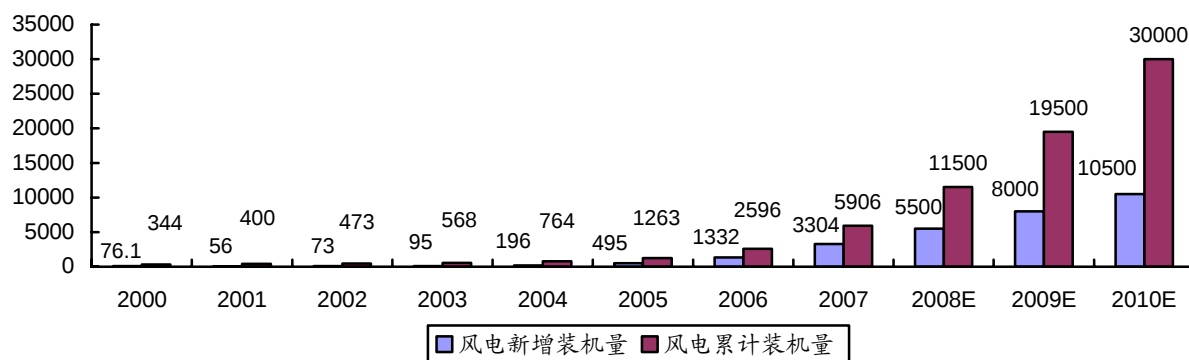


数据来源: 公司公告 广发证券发展研究中心

风电业务异军突起，三分天下有其一

风电设备由叶片、齿轮箱、发电机、偏航变桨系统、电控系统、轴承系统和轮毂、塔筒组成。中国电力结构的调整和风电相比于其他能源方式的优点以及国家相关扶持政策的出台保证了其未来的发展。根据中国风能协会的预测，2007-2010年中国风电年均累计装机容量的增速将达到72%。考虑到金融危机的影响和产业链的掣肘，我们认为未来三年的年均增速也将至少达到30%以上。

图16: 中国风电新增装机量和累计装机量及预测 (MW)



数据来源: 中国风能协会

风电整机供应商共有70多家，随着市场竞争的进一步加剧，行业的洗牌不可避免，大多数盲目进入风电整机行业的企业将逐渐被淘汰，而像东气、华锐、金风等大型企业将进一步扩大市场份额，形成国内整机市场“三足鼎立”的局面。目前公司风机订单2200台，08年出货400多台，09年排产1200台，预计交货800台。随着天马、南高齿、SKF

等企业的扩产，风电零部件紧张的局面将在 09-10 年好转，整机企业的成本将有所缩减，而东气的自产率也有望从 30%-40% 提升到 60%-70%，毛利率有望达到 16%-18%。

表4：三大厂商零部件配套情况

部件	东气	华锐	金风
叶片	保定惠腾、上玻院、东气	中复连众、保定惠腾	保定惠腾、中材科技
齿轮箱	南高齿、重齿、二重	大重集团减速机厂	
主轴	主轴：东气 轴承：SKF、瓦轴	主轴：大重集团 轴承：SKF、FAG	主轴：江阴吉鑫 轴承：SKF、FAG
发电机	永济、兰州、湘电	西安捷力、大连天元、兰州电机、佳木斯电机	定子：南汽轮机、株洲电机、永济电机 转子：金风
偏航系统	偏航电机：南高齿 偏航轴承：罗特爱德、瓦轴、天马	大重集团减速机厂	罗特爱德、瓦轴、天马
中央监控系统	进口	华锐、windtec	金风
电控系统	进口	大重集团电控厂、windtec	控制软件：金风 电控柜：西门子
液压系统	东气	德国斯文伯格	德国斯文伯格
轮毂	东气	华锐铸钢、江阴吉鑫	轮毂：江阴吉鑫 变桨轴承：罗特爱德、天马 变桨传动：德国FREQCON
机舱	自制	大重集团、北京中新图锐	山东朱批特
塔架	自制	大重集团钢结构厂	
自制比例	30%-40%	70%	10%

数据来源：广发证券发展研究中心

成功布局核电业务，2011 年开始爆发

从2006年起，国家将核电发展政策由“适度发展”转变为“积极推进”，并于2007年10月发布《核电中长期发展规划（2005-2020年）》，为我国今后15年的核电发展提供了指导思想、方法和目标。根据该规划，到2020年末，我国的核电运行装机容量将达到4000万kW，在建容量保持在1800万kW左右。

表5：核电建设项目进度设想（单位：万kW）

	五年内新开工规模	五年内投产规模	结转下个五年规模	五年末核电运行总规模
2000 年前规模				226.8
“十五” 期间	346	468	558	694.8
“十一五” 期间	1244	558	1244	1252.8
“十二五” 期间	2000	1244	2000	2496.8
“十三五” 期间	1800	2000	1800	4496.8

数据来源：《核电中长期发展规划（2005-2020年）》

根据规划测算，我国将每年建设2-3座百万kW级核电机组，但是从2008年以来，发改委和能源局的权威人士相继表示，中国将调整核电中长期发展规划，力争2020年核电占电力总装机比例达到5%以上，总装机达到6000万kW-7000万kW的规模。

地方各级政府都以极大的热情来推动各地的核电计划，核电建设规模大有超过国家规划的势头，而国家出于产业政策和总体布局的考虑，对核电项目的审批严加管理，《核电中长期规划》虽然指出内陆地区修建核电项目最早也要在“十二五”时期以后，然而08年3月以来，国家又核准了包括湖北、湖南和江西三省的核电项目前期工作，这暗示了内地修建核电站已经提前放行。综合各方面的信息，我们已经能够列出一部分已排定建设日期的核电项目，这些项目大多采用二代改进型技术。

表 6: 在建与即将建设核电机组

机组名称	装机规模 (MW)	堆型	技术来源	级别	建设时间
岭澳二期	2X1000MW	CPR1000	M310 改进型	二代半	2005-2010
秦山二期扩建	2X650MW	CNP600	法国法玛通	二代	2006-2011
浙江三门一期	2 X1100MW	AP1000	美国西屋	三代	2007-2013
山东海阳一期	2 X1100MW	AP1000	美国西屋	三代	2007-2013
辽宁红沿河	4X1000MW	CPR1000	M310 改进型	二代半	2007-2012
广东阳江一期	2X1000MW	CPR1000	M310 改进型	二代半	2007-2012
福建宁德一期	4X1000MW	CPR1000	M310 改进型	二代半	2008-2012
福建福清一期	2X1000MW	CPR1000	M310 改进型	二代半	2008-2013
台山一期	2X1700MW	EPR	法国法玛通	三代	2009-2015
方家山	2X1000MW	CPR1000	M310 改进型	二代半	2009-2014
25100					

数据来源：WNA 广发证券发展研究中心

表 6: 拟建核电机组

机组名称	装机规模 (MW)	堆型	目前进展
安徽吉阳	4X1000MW	未定	一期工程两台机组计划在 2010 年 1 月和 2010 年 9 月开工建设，分别于 2015 年 1 月和 2015 年 9 月投入商业运行。目前，吉阳核电项目一期工程建议书已上报给发改委。
安徽芜湖	4X1000MW	CPR1000	规划建设四台百万 kW 级压水堆核电机组，一次规划，分期建设。一期工程规划建设两台百万 kW 级机组（CPR1000）。2006 年 9 月 29 日上报国家发改委，项目进入实质运行阶段；2006 年 11 月 2 日，中广核芜湖筹备处正式揭牌成立。目前，各项筹备工作正在推进中。
广西桂东	4X1000MW	未定	建设规模为 4×1000MW，一期工程规划建设 2×1000MW 压水堆核电机组，广西桂东核电项目的前期工作由自治区发改委和中国电力投资集团公司共同负责进行。

广西防城港	6X1000MW	CPR1000	规划建设六台百万 kW 级压水堆核电机组，一次规划，分期建设。一期工程建设的两台百万 kW 级机组（CPR1000）。2008 年 10 月，发改委批复同意开展前期工作。
海南昌江	4X650MW	CNP600	2008 年 7 月，发改委批复同意开展前期工作
湖北大畈	4X1000MW	AP1000	规划建设 4 台百万 kW 级压水堆核电机组，一期工程建设 2 台百万 kW 级压水堆核电机组，以已有多年安全稳定运行经验的 M310 为参考机组。2008 年 2 月，发改委同意咸宁核电开展前期工作，项目进入实质运行阶段。
湖南小墨山	6X1000MW	M31 改进	前期准备工作已全面铺开，小墨山和桃源规划选址已通过国家审查，其中前者被确定为湖南核电站优先候选厂址。
湖南桃花江	4X1000MW	AP1000	规划容量 4000MW，一期建设 2000MW，2008 年 2 月发改委同意开展前期工作，项目进入实质运行阶段。
湖南常德	未定	未定	2007 年 7 月 11 日，湖南常德核电项目厂址通过了专家预评审，并通过陈家滩、沙湾及喜鹊岭厂址可作为湖南常德核电项目拟选厂址。
湖南华银	4X1000MW	未定	在相关部门批准项目可行性研究报告后，将组建大唐核电项目公司以投资大唐核电项目。
福建三明	未定	未定	完成了核电备选厂址普查和实地查勘等工作
福建漳州	未定	未定	通过与会领导、专家的认真评审，从初步踏勘调查的 5 个核电可能厂址中选出了 3 个（诏安县峰歧核电厂址、云霄县刺仔尾核电厂址、漳浦县将军澳核电厂址），作为进入下一阶段工作的核电可能厂址。
吉林	4X1000MW	未定	目前该项目的可行性研究报告已通过初步审查
辽宁第二核电站	未定	未定	2005 年以来，辽宁核电有限公司开展了辽宁第二核电厂址的前期开发工作，并用二年多时间完成了初可研阶段的各项工作。
辽宁徐大堡	2X1000MW	未定	2006 年 10 月 20 日，中核集团辽宁徐大堡核电有限公司筹建处揭牌，标志着双方的合作迈出了实质性的步伐。
广东第四核电站	未定	未定	广东第四核电项目尚处于选址阶段。该核电厂址将在广东省汕尾的甲东和揭阳的乌屿间选择。
广东第五核电站	未定	未定	2007 年 6 月，国家电力规划设计总院、中广核集团组织专家组到韶关市曲江现场踏勘界址核电厂厂址，并听取广东北江核电厂工程初步可行性研究报告审查会议。
广东荷包岛	未定	未定	2006 年 10 月 23 日，中国核工业集团有限公司在广东省的首个核电项目——珠海市荷包岛核电有限公司筹建处正式揭牌成立。
广东河源	4X1000MW	未定	中核集团公司与河源市签署了共同开展核电项目合作协议，组织下属设计院在河源市开展了厂址普选和勘察工作，并将厂址选定在河源市龙川县。厂址规划建设 4 台装机容量为 1 0 0 万 kW 的压水堆核电机组。
广东阳西	未定	未定	2007 年 3 月，广东大唐国际阳西核电工程厂址预评审会议在阳江召开，并建议继续做深做细项目的初步可行性和有关专题研究等前期工作。
岭澳三期	未定	未定	2007 年 3 月，国家电力规划总院组织有关专家在深圳召开了广东岭澳核电站三期扩建工程初步可行性研究报告审查会。
四川核电站	4X1000MW	未定	四川省南充市嘉陵江沿岸的蓬安县三坝厂址被初步确定为四川核电厂址。四川核电项目预计 2008 年底完成可行性研究，2009 年通过国家有关部门评审。
重庆石柱	4X1000MW	未定	目前该项目处于报批立项(初步可行性研究报告编制)阶段。

江西彭泽	4X1000MW	AP1000	2008 年 2 月发改委同意开展前期工作，项目进入实质运行阶段。
山东石岛湾	1X200MW	未定	2007 年 8 月，华能石岛湾高温气冷堆核电示范工程岩土勘察工作已全面展开。
山东红石顶	6X1000MW	未定	2006 年开始前期工程准备工作，“十一五”末具备开工条件，争取在“十二五”末投产发电
田湾二期	4X1000MW	AES-91	目前筹建处已成立，项目建议书已上报国家发改委，各项筹建工作正全面展开。
70800			

数据来源：广发证券发展研究中心

*红色标记为已经获得发改委批文能够开展前期工作（即“路条”）的项目

表 7：国内核电设备制造企业

产品	国内企业	概述
核岛部分	东方电气集团、上海电气集团、一重、二重	在国内已建成的 4 个核电站、11 个核电机组中，秦山一期、秦山二期、秦山三期主要是由上海电气集团参与，而岭澳核电一期主要是由东方电气集团参与。一重具备生产核反应堆压力容器、稳压堆生产能力，二重具备生产核电站稳压器锻件的生产能力。
常规岛部分	东方集团、上海电气集团、哈尔滨动力集团	三大动力集团在常规岛设备市场都具有很强的实力，垄断了国内的核岛设备市场。岭澳核电一期工程 2 台百万 kW 汽轮发电机组就被东方电气集团的投标联合体斩获，秦山二期两台 60 万 kW 汽轮发电机组被哈电集团的投标联合体斩获。
其它核电相关设备	哈空调、上海一机床、海陆重工、四川三化、中核科技等	海陆重工的核电吊篮产品，哈空调的电站空冷设备，堆内构件上海机床厂和东方电气均具备制造能力，主管道仅四川三化实现了国产化制造。

数据来源：广发证券发展研究中心

公司在 90 年代就开始进行核电设备的制造（岭澳一期），具备先入优势和核电生产的现实业绩，尤其是在 2.5 代核电产品上的市场占有率上远远高于竞争对手，市场份额达到 70%，通过设立东方阿海珐、东方重机和并购武锅核设备制造公司后，公司的核电产品已经基本覆盖全面，在核电设备原材料国产化进程加快的过程中，公司的毛利率水平将得到显著提升。

目前国内核电已经授权开工的百万 kW 级以上的项目有岭澳二期 2 台、红沿河 4 台、宁德 2 台。准备开工的项目有福清 2 台、方家山 2 台、阳江 4 台、海阳 2 台、三门 2 台、台山 2 台。东方电气在核岛上，已经获得岭澳二期、红沿河、宁德、福清等项目的订单；在常规岛上，已经获得岭澳二期、红沿河、宁德、方家山、福清、台山等项目的订单。截至目前，公司在手核电订单 18 套，合计 192.4 亿元，正在制标的 81.8 亿元，2009 年将出货 1 台，2010 年将出货 2 台，2011 年形成核电的规模生产能力，成为新的利润增长点。

盈利预测与投资评级

盈利预测假设

1. 灾后重建进展顺利，德阳新基地陆续投产
2. 08 年地震损失按照非定向增发招股书中披露的 16 亿元计入营业外支出
3. 营业费用、管理费用按照收入同比变化，由于灾后重建银行借款增加，财务费用占比上升
4. 子公司东方汽轮机 08 年免交所得税，其余子公司按 15% 税率征收所得税
5. 由于核电业务 2011 年才能贡献利润，因此没有计入盈利预测

表 8: 营业收入与产品毛利率预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
火电设备:				
1. 电站锅炉				
数量 (万 kW)	2300	2500	2200	2300
收入 (万元)	1081000	1175000	1034000	1081000
毛利 (万元)	162150	117500	82720	75670
毛利率	15.00%	10.00%	8.00%	7.00%
2. 电站汽轮机				
数量 (万 kW)	2500	2180	2500	2400
收入 (万元)	575000	523200	625000	624000
毛利 (万元)	178250	130800	143750	137280
毛利率	31.00%	25.00%	23.00%	22.00%
3. 汽轮发电机				
数量 (万 kW)	2600	2600	2300	2300
收入 (万元)	312000	286000	253000	253000
毛利 (万元)	93600	71500	60720	58190
毛利率	30%	25%	24%	23%
水电设备:				
数量 (万 kW)	520	600	500	460
收入 (万元)	265200	300000	250000	230000
毛利 (万元)	24929	33000	30000	26450
毛利率	9.40%	11.00%	12.00%	11.50%
风电设备:				
数量 (台)	69	450	800	1200
收入 (万元)	55200	405000	720000	1080000
毛利 (万元)	4526	64800	122400	194400
毛利率	8.20%	16.00%	17.00%	18%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 9: 盈利预测 (万元)

	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	2488678	2689200	2882000	3268000
减: 营业成本	2008867	2271600	2442410	2776010
营业税金及附加	5825	6294	6745	7649
销售费用	38525	41629	44613	50589
管理费用	165913	161352	172920	196080
财务费用	-4534	20322	8734	6421
资产减值损失	29311	34098	13456	12567
公允价值变动净收益	84	-68	0	0
加: 投资净收益	-2401	-1500	-800	0
二、营业利润	242455	152337	192321	218685
加: 营业外收入	8874	13022	10000	8500
减: 营业外支出	2338	160000	2300	2100
三、利润总额	248991	5359	200021	225085
减: 所得税费用	31354	670	25003	28136
四、净利润	217637	4689	175019	196949
少数股东损益	18652	59	2188	2462
归属于母公司股东的净利润	198985	4631	172831	194487
五、每股收益: (元)	2.44	0.05	1.96	2.21

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 10: 国内可比公司估值比较

公司代码	公司名称	2月16日 收盘价	EPS		P/E		P/B
			08E	09E	08E	09E	
601727	上海电气	8.09	0.24	0.24	33.88	33.68	4.17
002202	金风科技	34.30	0.88	1.28	38.88	26.89	10.54
600202	哈空调	16.79	0.89	1.05	18.79	16.01	5.43
002266	浙富股份	25.63	0.72	0.97	35.62	26.43	4.20
	国内行业均值				31.79	25.75	6.09
600875	东方电气	34.48	0.05	1.96	689.6	17.59	18.64

数据来源: 广发证券发展研究中心

与相关上市公司相比, 公司09年PE估值处于较低水平, 由于地震影响和07年公司整体上市及其08年后续收购事宜, 使得账面上净资产减少较多, PB估值处于较高水平。我们认为公司作为我国电力设备的龙头企业, 相比于上海电气、哈电不仅在火电、水电这两大传统电力设备领域处于领先地位, 而且今后几年也将领衔于以风电、核电为代表的新能源领域, 设定09年20倍的市盈率水平是合理和稳健的, 对应的股价为40元, 给予“买入”的投资评级。

风险提示

1.原材料价格波动风险

公司属于重型电气设备行业，原材料占到其成本的70%-80%，这些原材料不仅包括铜、镍、中厚板、铸锻件等常见材料，而且随着公司产品结构的调整，对特厚板、大口径管、受热材料等特殊材料的需求也在加大。经测算，原材料价格每变动15%，公司产品的毛利率变动1-1.5个百分点。目前原材料市场从高位回落后进入盘整阶段，将会部分缓解公司的成本压力，但是从长期来看，上涨的可能性依然较大，这将会给公司的毛利率水平带来较大的不良影响。

2.偿债风险

近三年，公司的资产负债率分别为78.32%，80.65%，89.37%，这一方面是由于公司属于重型电气设备生产行业，生产中需要大量的资金，其行业整体的负债水平都很高；另一方面，可以发现06年、07年、08年预收账款占流动负债的比例分别为84.01%，75.50%，73.11%，大量来自于下游五大发电集团的预收账款虽然表面上使得公司的负债提高了，但是由于公司与五大发电集团牢固的客户关系使得这些预收账款实质上改善了公司的现金周转能力。目前公司已经完成收购东电集团下属东方汽轮机100%股权及东方锅炉99.67%的股份，因此需要在未来五年内向东电集团偿还约50亿元现金；同时未来几年灾后重建，产能扩张，新产品、新技术的开发使得公司未来资金和资本支出的需求增大，在融资能力下降的情况下公司有可能面临短期现金流难以偿债的风险。

3.应收账款风险

从账龄看，2005年至2007年年末及2008年9月30日，公司账龄一年以内应收账款余额占应收账款金额的比例分别是68.39%、66.90%、60.25%及57.57%，账龄一年以内的应收账款余额占应收账款的比例较高，且逐年下滑；目前，公司应收账款账面净值 91.74 亿元，占流动资产的比例为 18.99%，公司的应收账款存在发生坏账损失的风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

东方电气(600875)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。