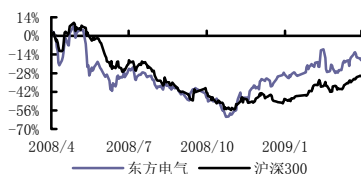


投资品 - 电气设备

2009 年 4 月 9 日

市场数据	2009 年 4 月 9 日
当前价格 (元)	36.22
52 周价格区间 (元)	16.83-46.82
总市值 (百万)	30958.20
流通市值 (百万)	17073.40
总股本 (百万股)	882.00
流通股 (百万股)	486.42
日均成交额 (百万)	176.33
近一月换手 (%)	14.93%
第一大股东	中国东方电气集团公司
公司网址	http://www.dongfang.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
东方电气	7.73%	14.52%	-25.03%
沪深 300	8.43%	31.32%	-36.28%

颜彪

+86 755 83199599ext8136

yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

产品结构转型后王者归来

——东方电气 (600875) 2008 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	27948.05	31738.20	34648.20	39175.70
净利润 (百万元)	176.00	1775.82	1999.84	2422.78
每股收益 (元)	0.21	2.01	2.27	2.75
净利润增长率%	-91.16%	908.99%	12.62%	21.15%
市盈率	181.51	2.01	2.27	2.75
市净率	14.23	17.99	15.97	13.19
EV/EBITDA	10	7.93	5.30	3.78

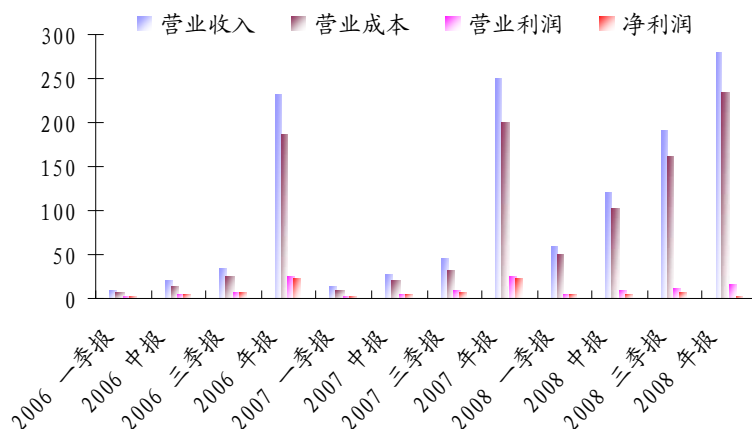
资料来源: 世纪证券研究所

- 公司 2008 年实现营业收入 279.48 亿元, 同比增长 12.30%; 归属上市公司股东净利润为 1.76 亿元, 同比下降 91.16%; 实现每股收益 0.21 元, 业绩增长基本符合预期。
- 产品结构转型, 抵御行业风险。从产品生产方面看, 公司将重点发展大功率、高参数火电机组、巨型水电机组、百万等级核电, 以及风电等清洁能源。2008 年新签合同中, 火电 45.1%, 核电 23.5%, 风电占 14.8%, 水电 8.2%; 从产品销售方面看, 公司一方面增强在国内市场的渗透力, 另一方面进一步开拓海外市场。
- 火电设备在景气周期下滑中调整, 而水电设备则平稳发展。在电力结构转型背景下, 08 年新签订单中火电占比不足一半, 另外火电设备往大容量机组的转型, 我们认为火电设备 09 年收入降幅为 10% 左右; 水电装机将持续高景气发展, 考虑到公司在水电设备的龙头地位, 我们预计公司在 2009-2010 年公司水电业务收入分别增长 15% 和 17%。
- 风电和核电成为公司未来重要利润来源。随着叶片、电机等实现自主配套, 加上公司强大的研发和质量控制能力, 公司在风电市场竞争优势更加明显; 公司在核电设备的优势也很明显, 2008 年新增订单中, 核电设备占比 23.5%, 成为未来收入的第二大来源。
- 预计未来毛利率下降空间有限。随着高毛利的火电产品在总收入中占比减少, 相对低毛利的风电、水电产品占比的提升, 综合毛利率有下降趋势; 但原材料价格下降因素会导致毛利率回升, 部分抵消由于产品结构调整带来的负面影响。
- 我们预计公司 2009-2011 年营业收入分别为 317.38 亿元、346.48 亿元和 391.75 亿元, 实现的每股收益分别为 2.10 元、2.27 元和 2.75 元。考虑到风电和核电业务强大的增长潜力, 对火电业务下滑能有效弥补, 我们给予东方电气“增持”评级。

业绩增长符合预期

公司 2008 年实现营业收入 279.48 亿元，同比增长 12.30%；归属上市公司股东净利润为 1.76 亿元，同比下降 91.16%；归属上市公司股东扣除非经常性损益的净利润为 14.9 亿元，同比增长 73.70%；实现每股收益 0.21 元，每股净资产 2.54 元。业绩增长基本符合预期。

Figure 1 公司基本经营数据



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

产品结构转型，抵御行业风险

从产品生产方面看，公司将发展重点转移大功率、高参数的超临界火电机组、巨型水电机组、百万等级核电，以及风电等清洁能源，符合目前火电设备景气周期下行，而风电、核电以及水电建设快速发展的宏观形势。

在 2008 年新签合同中，火电占 45.1%，核电占 23.5%，风电占 14.8%，水电 8.2%，燃机占 7.9%，其他 0.5%。从订单结构来看，核电订单比例增加显著，火电、风电、水电等比例更趋合理，新能源和清洁能源比例首次超过火电比例。合理的订单结构增强了公司抵御全球的金融危机而引发实体经济危机的能力。

从产品销售方面看，公司一方面增强在国内市场的渗透力，另一方面进一步开拓海外市场。公司通过大功率水轮发电机、核电、风电以及大容量高参数火电设备继续抢占国内市场，其中在水电设备、核电设备和风电设备均处于行业前三的位置；公司成功与巴基斯坦、白俄罗斯、土耳其签订订单合同，打入欧洲市场，展示出公司在火电设备上强大的竞争优势。2008 年新增定单超过 700 亿元，其中国际合同 13 亿美元。

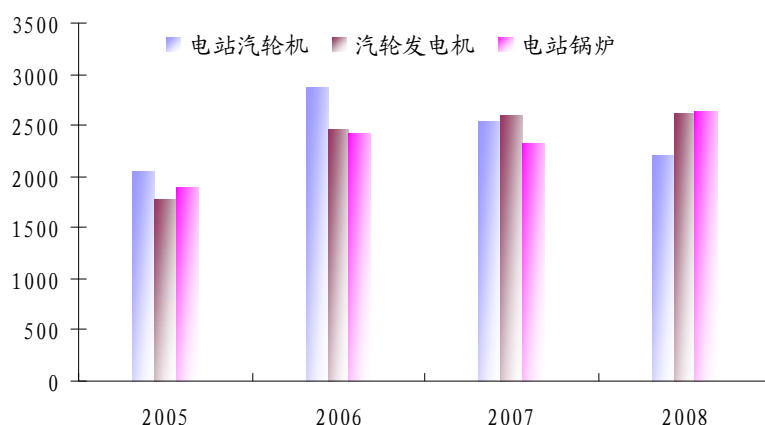
火电设备在景气周期下滑中调整

根据中电联 2009 年全国电力供需与经济运行形势分析报告预测，

2009 年国内新增电力装机容量 8000 万 KW，关停小火电 1300 万 KW；而 2008 年新增装机容量为 9051 万 KW，关停小火电为 1669 万 KW，因此 09 年发电设备需求同比下降 1420 万 KW。考虑到风电和水电的建设速度(假设风电新增装机容量 800 万 KW、水电新增装机容量 1200 万 KW)，我们认为 09 年火电设备需求将下降 3420 万 KW，同比减少 52%。

2008 年公司发电设备产量达 3403.5 万 KW，其中水轮机组 660.5 万 KW、汽轮发电机 2623 万 KW、风电 120 万 KW、电站锅炉 2643.7 万 KW、电站汽轮机 2200 万 KW；火电设备收入 203.14 亿元，占比为 72.68%。考虑到公司 08 年新签订单中火电占比不足一半，以及公司火电设备往大容量机组的转型，我们认为公司火电设备 09 年收入降幅为 10%左右。

Figure 2 公司火电设备近几年产量(单位: 万 KW)

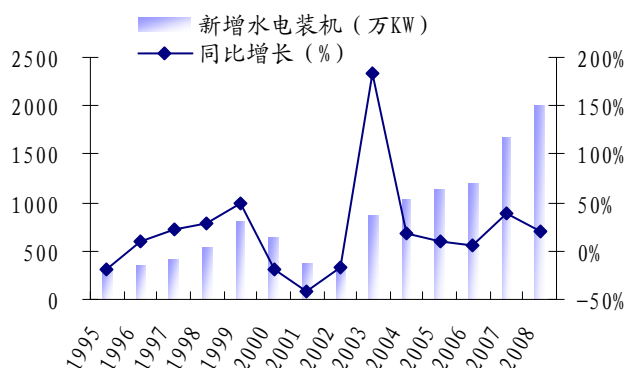


资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

水电设备平稳增长

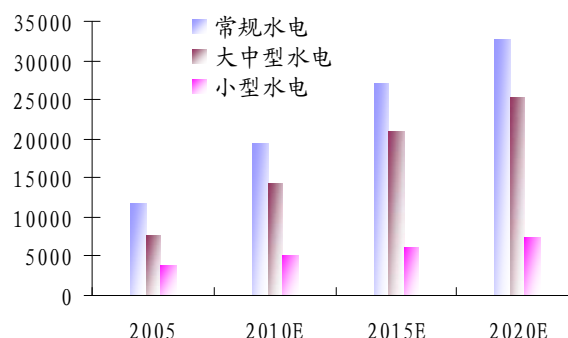
2009 年是水电投产的高峰期。金沙江中下游、雅砻江、大渡河等水电建设步伐将加快；全年将有一批大中型水电机组(包括抽水蓄能)集中投产。我们预计 2009 年全国水电新增装机容量将达 1200 万 KW，其中大中型水电成为发展的重点。

Figure 3 我国水电新增装机容量及增速



数据来源: 中电联、世纪证券研究所

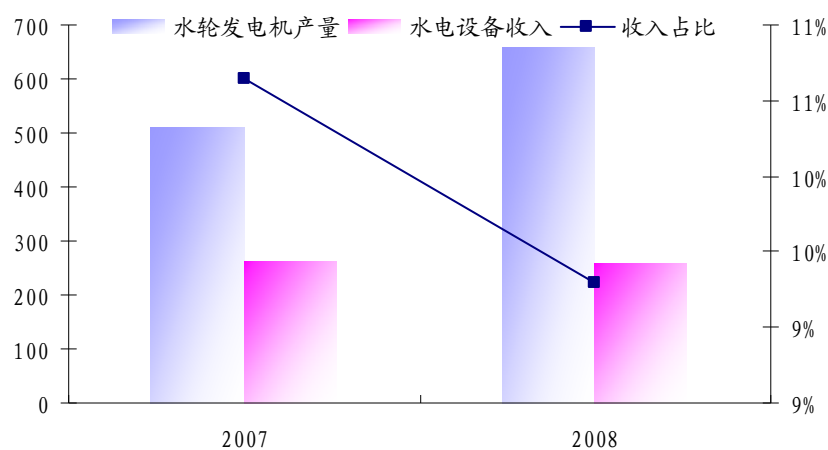
Figure 4 我国水电装机容量预测(单位: 万千瓦)



数据来源: 中国水电工程顾问集团、世纪证券研究所

公司是水电业务的行业龙头，市场占有率上升到 07 年的 35%左右，08 年占收入的比重为 9.29%，同比下降 1.35 个百分点。我们预计公司在 2009-2010 年公司水电业务收入分别增长 15%和 17%。

Figure 5 水电设备产量、收入及占比情况



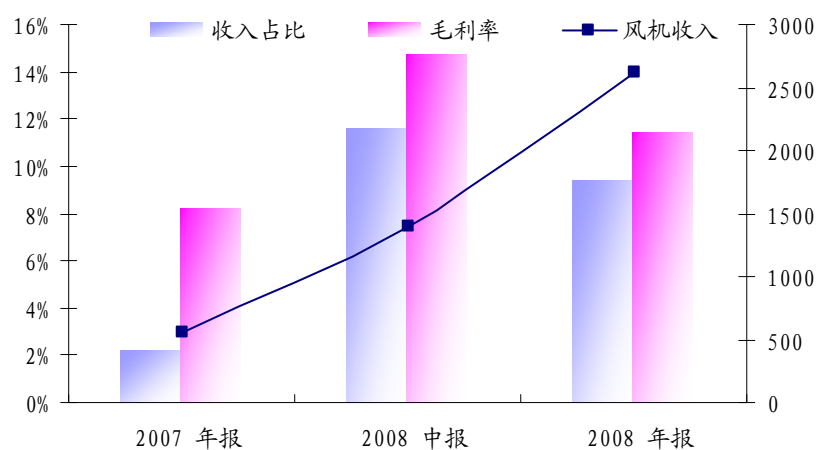
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

风电设备获得爆发式增长

2008 年公司风电设备收入 26.17 亿元，同比增长 374.09%；占收入比重达到 9.36%，同比上涨 7.14 个百分点。2008 年全国新增风电装机容量 624.6 万 KW，其中东方电气新增 105.3 万 KW，占比 22.31%，新增装机和累计装机容量均跻身全国风电整机制造三甲。在国家大力发展风电政策支持下，东方电气风电业务将继续享受爆发式增长。

随着叶片、电机、部分电控系统陆续实现自主配套，加上公司强大的研发能力和质量控制能力，公司在国内风电市场的竞争优势更加明显，风电市场三分天下格局基本确定。

Figure 6 公司风机收入、毛利率情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

布局核电，静待收获

2008 年我国核电加快了立项核准和建设速度，全年共核准泰山、宁德、福清及阳江共 14 台核电机组，建设规模 1512 万千瓦；预计未来 3 年还将再建 8 座核电站，16 台核电机组，装机容量 1000 万千瓦以上。从在建和核准项目来看，2020 年核电实现 7000 万 KW 的装机容量是很有可能。如果按照二代半核电技术平均成本 1.2 万元/KW，2020 年实现装机容量 7000 万 KW，在建 3000 万 KW 计算，未来 10 年需要投入 1.08 万亿元，按设备投资占 50% 计算，核电设备市场规模将达 5400 亿元左右。

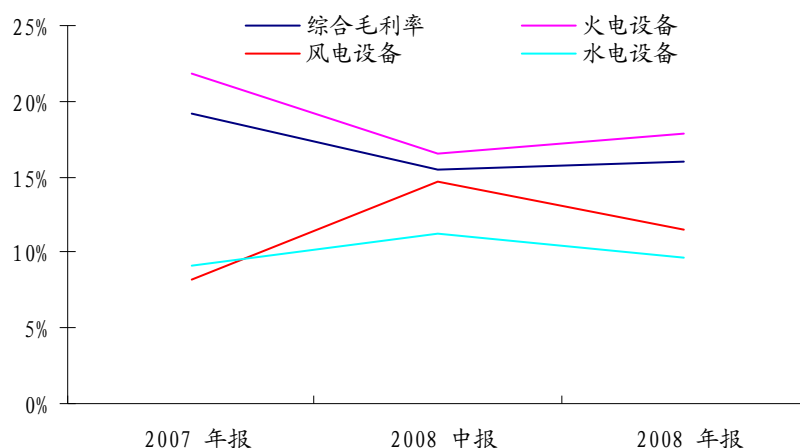
公司在核电设备方面的优势非常明显。在常规岛方面，已连续获得了红沿河、宁德、方家山、福清、台山项目汽轮发电机组订单；在核岛方面，东方电气已连续获得红沿河、宁德、福清等项目的反主堆压力容器、蒸汽发生器、稳压器、主泵、安注箱、硼注箱等主设备订单。2008 年新增订单中，核电设备占比 23.5%，成为未来收入的第二大来源。

在 2010 年之前，公司的核电业务可能无法为公司贡献盈利，但事先产业布局，抢占定单，一旦核电大规模开工，核电业务规模化发展使公司享受国家核电大规模建设的高景气。

预计未来毛利率下降空间有限

2008 年公司主营业务综合毛利率由 19.12% 减少到 16.01%，同比下降 3.11 个百分点。主要原因有四点：（1）在国内材料供应商生产能力受限的情况下，公司为确保按时向用户交付产品，加大了国外采购量；（2）因部分关键零部件多年累积的涨价因素对公司产品成本的影响在 2008 年得到了集中体现；（3）公司对产品内部结构进行了调整，新产品及一些大容量高参数的产品在公司总体销售结构中比重快速增长，导致了公司整体毛利率的下降；（4）公司在震后恢复重建期间，为恢复生产经营发生的制造费用有较大幅度的增加，加大了产品制造成本。

Figure 7 公司毛利率变化情况



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

我们预测未来公司产品毛利率有下降的空间，主要有产品结构调整和原材料价格调整两方面影响。

一方面就火电设备本身而言，由于 100 万千瓦超临界机组的订单金额占比逐步增加，而 100 万千瓦机组的毛利率只有 10% 左右，因此火电机组的平均毛利率会有一定程度下降；随着高毛利的火电产品在总收入中占比减少，相对低毛利的风电、水电产品占比的提升，使综合毛利率有下降趋势；核电设备在 2010 年之前还不能保证盈利。

另一方面由于公司原材料采购特点，占成本 40% 左右的原材料会在签订订单时采购，而另外 60% 的原材料是连续采购，那么原材料价格因素对成本的影响会滞后半年左右。08 年四季度以来原材料价格高位回落，那么在 09 年二季度会在成本中体现。因此在我们对原材料价格不会出现大幅波动预期下，09 年由于原材料价格下降因素会导致毛利率回升，部分抵消由于产品结构调整带来的负面影响。

财务分析

08 年净利润大幅下降主要是由于地震影响。由于公司在 08 年受地震影响，本年确认了资产报废损失 15.68 亿元计入营业外支出，直接冲减当年利润，导致归属上市公司股东净利润为 1.76 亿元，同比下降 91.16%；归属上市公司股东扣除非经常性损益的净利润为 14.9 亿元，同比增长 73.70%。另外公司计提了 6.17 亿元资产减值损失，其中 2.8 亿元坏账损失、2.26 亿元存货跌价损失，基本反映了地震的影响。

公司 08 年资产负债率达到 95.69%，可以看出预收账款是负债的主要来源，但预收账款占负债比例不断减少，反映出公司长期负债比例在增加；从偿债能力看，流动比率、速动比率下降幅度很小，而 EBITDA/负债比例由于净利润大幅减小而下降较快。但从经营活动现金流/负债比率看，公司偿债能力还是有保障的。

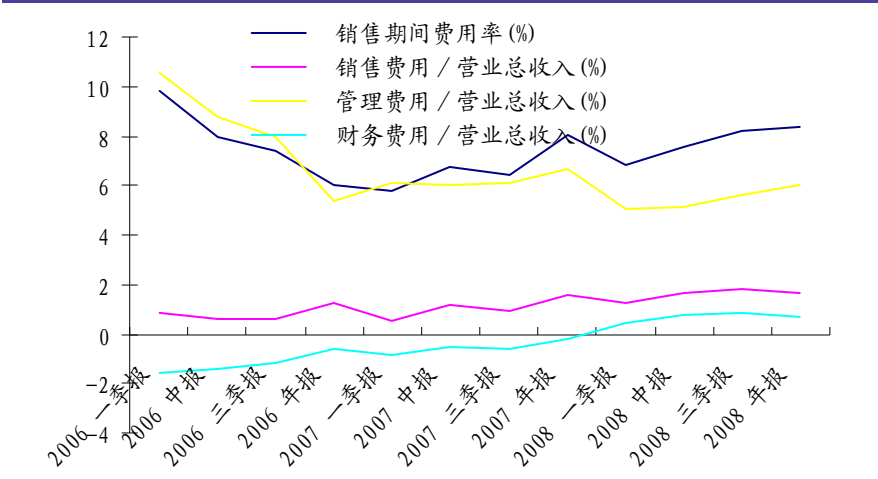
Figure 8 公司资本结构及偿债能力

	2006 年报	2007 年报	2008 年报
资本结构			
资产负债率 (%)	80.65%	89.37%	95.69%
流动负债 / 负债合计 (%)	96.07%	91.30%	90.94%
预收账款 / 负债合计	72.53%	66.75%	64.47%
偿债能力			
流动比率	1.15%	1.10%	1.04%
速动比率	0.74%	0.64%	0.60%
EBITDA / 负债合计	0.11%	0.09%	0.01%
经营活动现金流量 / 负债合计	-0.17%	-0.01%	0.13%

数据来源：WIND、世纪证券研究所

三项费用率均有上升，其中财务费用率上升最为明显，主要是由于公司计提了收购东方汽轮机和东方锅炉股权应支付的对价余款的利息支出。但是相比较而言，公司在三大费用的控制上效率还是很高的，我们认为公司在 09 年三项费用率变化幅度不会太大。

Figure 9 公司三项费用率变化趋势



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 10 上海电气三项费用率情况

	2006 年报	2007 年报	2008 中报
销售期间费用率 (%)	10.66	10.16	10.02
销售费用率 (%)	2.93	2.87	2.82
管理费用率 (%)	7.71	7.26	7.2
财务费用率 (%)	0.02	0.03	0

数据来源：WIND、世纪证券研究所

盈利预测

我们预测公司 2009-2011 年营业收入分别为 317.38 亿元、346.48 亿元和 391.75 亿元，实现的每股收益分别为 2.10 元、2.27 元和 2.75 元，对应的动态 PE 分别为 17.25、15.96 和 13.17。考虑到风电和核电业务强大的增长潜力，对火电业务下滑能有效弥补，我们给予东方电气“增持”评级。

Figure 11 利润表预测

项目 (单位: 百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	27948.05	31738.20	34648.20	39175.70
减: 营业成本	23389.92	26769.58	29415.91	33311.98
减: 营业税金及附加	58.64	66.65	72.76	82.27
减: 营业费用	464.40	539.55	519.72	568.05
减: 管理费用	1683.63	1904.29	1905.65	1958.79
减: 财务费用	182.50	-68.25	-42.52	-95.08
减: 资产减值损失	617.89	300.00	350.00	400.00
益	-0.71	0.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	-8.63	0.00	0.00	0.00
加: 营业外收入	517.76	100.00	120.00	150.00
减: 营业外支出	1986.21	35.00	50.00	75.00
利润总额	73.27	2291.38	2496.68	3024.70
减: 所得税	-137.35	286.42	312.09	378.09
净利润	210.62	2004.95	2184.60	2646.61
减: 少数股东损益	34.62	229.14	184.75	223.83
归属母公司净利润	176.00	1775.82	1999.84	2422.78
EPS	0.20	2.01	2.27	2.75

数据来源: 世纪证券研究所

盈利预测

Figure 12 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	51165	48485	54283	60792	营业收入	27948	31738	34648	39176
现金	11449	16440	10394	27751	营业成本	23390	26770	29416	33312
应收账款	9297	4943	12876	6183	营业税金及附加	59	67	73	82
其他应收款	147	168	175	192	营业费用	464	540	520	568
预付账款	8616	10172	10296	11659	管理费用	1684	1904	1906	1959
存货	21498	16380	20022	14693	财务费用	182	-68	-43	-95
其他流动资产	157	381	520	314	资产减值损失	618	300	350	400
非流动资产	5294	6071	6713	6924	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	320	336	338	340	投资净收益	-9	0	0	0
固定资产	2484	3567	4246	4419	营业利润	1542	2226	2427	2950
无形资产	519	609	609	609	营业外收入	518	100	120	150
其他非流动资产	1972	1558	1519	1556	营业外支出	1986	35	50	75
资产总计	56459	54556	60995	67716	利润总额	73	2291	2497	3025
流动负债	49130	45191	49446	53520	所得税	-137	286	312	378
短期借款	204	200	1360	200	净利润	211	2005	2185	2647
应付账款	7481	6692	6471	6662	少数股东损益	35	229	185	224
其他流动负债	41444	38299	41615	46658	归属母公司净利润	176	1776	2000	2423
非流动负债	4896	4918	4918	4918	EBITDA	2160	2732	3234	3946
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	0.20	2.01	2.27	2.75
其他非流动负债	4894	4916	4916	4916	主要财务比率				
负债合计	54026	50110	54364	58439	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	189	418	603	827	成长能力				
股本	882	882	882	882	营业收入	12.3%	13.6%	9.2%	13.1%
资本公积	1232	1232	1232	1232	营业利润	-36.4%	44.4%	9.0%	21.6%
留存收益	138	1914	3913	6336	归属于母公司净利润	-91.2%	909.0%	12.6%	21.1%
归属母公司股东权益	2245	4028	6028	8451	获利能力				
负债和股东权益	56459	54556	60995	67716	毛利率(%)	16.3%	15.7%	15.1%	15.0%
现金流量表					净利率(%)	0.6%	5.6%	5.8%	6.2%
单位: 百万元					ROE(%)	7.8%	44.1%	33.2%	28.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	-62.9%	-16.7%	-114.3%	-14.1%
经营活动现金流	7003	6621	-5828	19682	偿债能力				
净利润	211	2005	2185	2647	资产负债率(%)	95.7%	91.9%	89.1%	86.3%
折旧摊销	436	574	850	1092	净负债比率(%)	2.30%	1.40%	3.43%	1.20%
财务费用	182	-68	-43	-95	流动比率	1.04	1.07	1.10	1.14
投资损失	9	0	0	0	速动比率	0.60	0.71	0.69	0.86
营运资金变动	4067	4803	-9748	16819	营运能力				
其他经营现金流	2098	-692	927	-780	总资产周转率	0.60	0.57	0.60	0.61
投资活动现金流	-1975	-1199	-1500	-1300	应收账款周转率	3	4	4	4
资本支出	1988	1200	1500	1300	应付账款周转率	4.29	3.78	4.47	5.07
长期投资	0	13	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	13	14	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.20	2.01	2.27	2.75
筹资活动现金流	1488	-431	1283	-1025	每股经营现金流(最新摊薄)	7.94	7.51	-6.61	22.32
短期借款	-188	-4	1160	-1160	每股净资产(最新摊薄)	2.54	4.57	6.83	9.58
长期借款	-4	0	0	0	估值比率				
普通股增加	65	0	0	0	P/E	181.51	17.99	15.97	13.19
资本公积增加	1232	0	0	0	P/B	14.23	7.93	5.30	3.78
其他筹资现金流	382	-427	123	135	EV/EBITDA	10	8	7	5
现金净增加额	6487	4991	-6046	17357					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.