

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

跟踪报告

东方电气 (600875)

强烈推荐 (维持)

谨慎策略应享受高估值，维持“强烈推荐”

2009年07月01日

现价 38.90 元

何本虎 电力设备行业高级研究员

86-755-22622283

hebh@pasc.com.cn

独到见解

1、分析了火电业务最新的行业动态以及公司经营状况，预计可以实现全年2100万千瓦的公司规划。

2、分析了风电业务价值低估的原因及合理估值。

投资要点

1、1-4月，火电累计新增装机为1258万千瓦，同比下降13%，基本符合预期，好于市场普遍预期。1-5月份，公司实现火电生产1100万千瓦，已经超过我们原先预计的全年2100万千瓦的50%，有能力完成全年的2100万千瓦的计划。

2、从公司市场地位的运行轨迹看，风电业务基本上一年上一台阶，目前已经上升为第二的位置。由于东方电气采取较为谨慎结算策略，2009年利润结算比实际盈利减少0.60元，幅度为55%。依照金风科技估值标准，风电业务每股价值至少32元。

3、核电将成为风电之后的另外一个增长点，虽然短期盈利不明显，但长期趋势向好。常规岛部分技术基本成熟，核岛部分仍处于技术消化阶段，预计2009年可以实现盈亏平衡，2010年则形成盈利增长点。

4、依据预测，2009年EPS为1.99元，2010年EPS为2.58元，2011年EPS为3.11元。传统业务按照20元计算，风电按照32元计算，核电业务按照8元计算，综合测算的单位价值为60元，较上次提高了10元。

我们给予10%的风险折扣，目标价在55元附近，有40%的上涨空间，维持强烈推荐。

风险提示

1、原材料价格波动对毛利率的影响。

2、恢复进程对收入的影响。

主要数据

行业	电器机械及器
公司代码	600875
公司网址	http://www.df
总股本(万股)	88200.00
流通股(万股)	64522.18
流通市值(百万)	25099.13
每股净资产(元)	2.90
净资产收益率(%)	12.44
总资产负债率(%)	95.34

相关研究报告

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

12月31日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	4698.08	24886.7	27948.0	30434	32766	36552
净利润(百万)	830.20	1989.86	176.00	1757	2274	2743
净利润增长率(%)	57.22	139.68	-91.16	898.1	29.4	20.7
每股盈利(元)	1.84	2.44	0.20	1.99	2.58	3.11
市盈率(倍)	17.3	18.0	203.9	20.5	15.8	13.1
股息(元)				0.2	0.2	0.2
股息率(%)	0.74	0.27	0.00	0.5	0.5	0.5

一、经营动态

1、火电业务，比市场预期要乐观

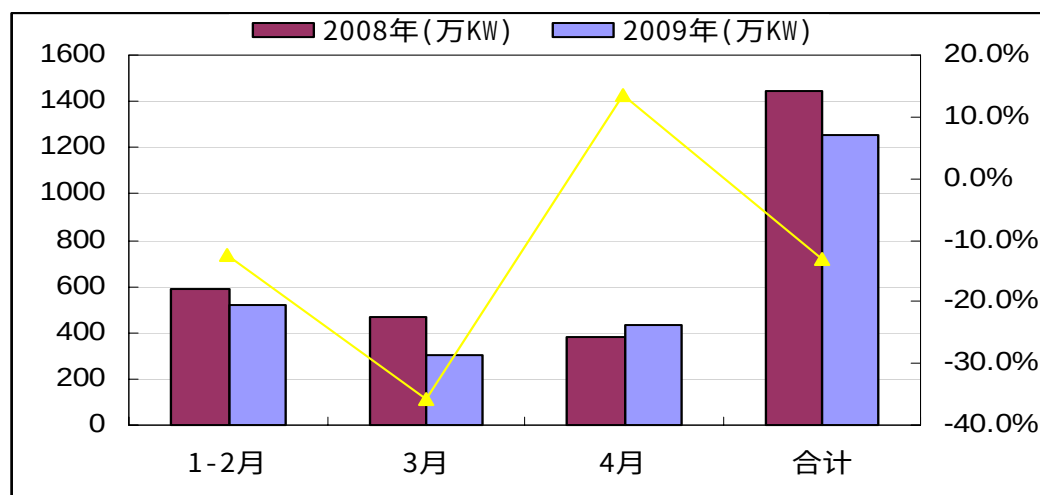
(1) 1-4月，行业下降幅度收窄

2008 年，实际投产火电装机 6575 万千瓦，要小于中电联预测的 7200 万千瓦的规模。另外，由于宏观环境不理想，市场普遍对 2009 年给予了悲观预测，部分机构将火电新增装机下调了 50%。

我们虽然对火电新增装机的预期持谨慎态度，但给出年度新投产火电装机规模为 5500 万千瓦的预测，下降幅度为 17%，仍属于行业内较为激进的观点。

1-4月的数据看，情况比我们预期的要好。4月份新增装机为436万千瓦，月度同比增长了14%，也缓解了新增装机持续下降的压力。**1-4月累计新增装机为1258万千瓦，同比下降13%，基本符合预期。**

图表 1 火电定单年度分布一览表



资料来源：平安证券

(2) 公司数据较为乐观

相关资料显示，1-5月份，公司实现火电生产1100万千瓦，已经超过我们原先预计的全年2100万千瓦的50%。**依据公司数据推测，5月份的新增数据也较为乐观。**

(3) 定单充足保证火电业绩平稳

公司目前火电业务在手定单为720亿左右，与2008年中期的740亿基本相当。按照每年2000万千瓦的规模测算，可以保证3~4年的生产。

我们认为，火电行业的调整保证了存量业务的平稳，对公司来说已经从周期事件逐步转化为有利事件，延长了平稳的周期。

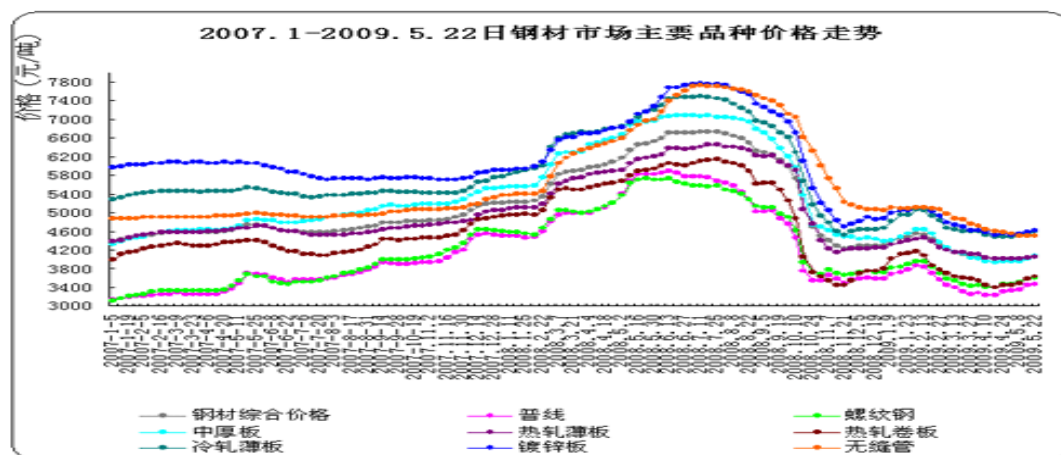
(4) 毛利率回升周期可能有所后移

从火电设备的成本构成看，有一定的差异，但总体是基本类似的，主要包括锻件、铸件、受热材料、冷轧板、铜铝等有色金属、绝缘材料等。实际上，锻件、铸件、受热材料等也属于钢材。大体上看，钢材占成本的比重为 60%~70%。

另外，在钢材的结构中，特殊钢材占有较高比重，部分产品的特殊钢材超过 60%。由于目前的钢材价格仍处于相对低位，40%左右的普通钢材也能享受低成本的优势。

不过，由于存货管理的因素，成本下降周期将后移，预计下半年和 2010 年上半年将逐步体现。

图表 2 主要钢铁价格走势



资料来源：平安证券

2、风电，谨慎策略导致价值低估

(1) 行业景气已经明确

在核电、太阳能和风电等新能源中，风电的发展趋势已经成为最没有分歧的景气行业。在这里，我们也不再赘述。

截止2008年，全国风电装机达到1300万千瓦。根据《可再生能源中长期发展规划》目标，到2020年，我国一次能源消费结构可再生能源比例将由目前的7%提升到16%。其中，风电比例可望从目前的1%左右提高到8%左右。

如果按照2020年15亿千瓦装机计算，对应的风电装机将达到12000万千瓦，大约是2010年实际装机容量的6倍。也就是说，未来10年的年均增长为30%左右。同时，年增速超过30%的机会相当大。

(2) 东方电气基本确立行业第二位置

从东方公司市场地位的运行轨迹看，基本上一年上一台阶。2007年，市场占有率为6.7%，与金风和华锐有显著差距。2008年，公司虽然仍然排第三位，但与华锐和金风的差距迅速缩小。

从最近的2009年5月招标的数据看，公司以28%的市场占有率超越了金风科技，排名第二，体现出综合技术水平的优势。

图表 3 风电企业市场占有率一览表

	市场占有率
2007 年	金风 25.1%、华锐 20.6%、东电 6.7%、
2008 年	华锐 22.5%、金风 18.1%、东电 16.9%
2009 年 5 月	华锐 39%、东电 28%、金风 15%

资料来源：平安证券

(3) 行业地位提升后的盈利能力提升预期

公司目前的零部件除了轮毂、机舱罩外，大部分零部件都采用外购，其中，变频器、主轴轴承等则主要依靠进口。由于公司零部件的外部依存度较大，而且，公司采取较为谨慎的结算策略，使得综合毛利率显著低于金风科技。

在顺利完成成套设备战略布局后，公司目前正在加快零部件的配套步伐。天津基地目前可以向公司供应400套左右的叶片。而且，叶片存在收购预期。另外，电机也在加快自主配套步伐。如果二者能实现完全配套，预计提升毛利率5个百分点以上。

(4) 价值低估的缘由

东方电气市值大大低于金风科技

截止7月1日，东方电气市值为343亿（8.82*38.89），金风科技市值为426亿（14*30.40），大致相当于东方电气的125%。

我们前面已经提到，即使在风电领域，东方电气的行业地位已经超越金风科技。如果再考虑火电、水电和核电领域的价值，东方电气的市值应高于金风。

金风高估还是东电低估？

金风科技作为我们重点跟踪的品种之一，客观地说，该公司也是一个优秀的企业。民营企业的经营机制、优秀的管理团队以及行业的先发优势等都成就了公司的持续成长性。

我们对该公司的投资评级有两次变化：2008年8月21日《从高估到低估的价值曲线，上调评级为强烈推荐》，2009年3月24日《增速不慢，估值不便宜，下调评级为推荐》。

预计金风科技2009年和2010年的每股收益分别为0.90元和和1.15元，对应的2009年和2010年市盈率分别为33倍和27倍，估值基本合理，不存在显著高估。

谨慎结算策略导致东电低估

依托迅速提高的市场占有率，公司在手订单充足，大约为3000台左右。按照公司排产计划，预计2009年实现生产1600台。公司风电业务价值低估的原因，主要由于公司采取较为谨慎的结算策略。其中，收入确认和质量保证金都是重要原因。

公司的收入结算采取的是安装后240小时运行为基准，与一般企业的发货为收入确认有较大差异。2007~2009年的生产和销售数据看，确认比例不足50%。我们认为，对业绩的影响有两个方面：一方面，短期的收益体现不明显，形成明显的业绩低估。另一方面，

业绩增长的持续周期更长。

在质量保险方面，金风科技采取的购买商业保险的方式也较为有效。相对而言，东方电气的2%的质量保证金的预提成本则显著高于金风科技。

通过简要数据计算不难看出，由于东方电气采取较为谨慎结算策略，2009年利润结算比实际盈利减少0.60元，幅度为55%。其实，谨慎结算策略不应该影响价值。依照金风科技估值标准，风电业务每股价值至少32元。

图表 4 东方电气生产与结算规模比较一览表

	生产（台）	结算（台）	接转（台）
2007 年	208	7	201
2008 年	800	340	560
2009E	1600	800	800

资料来源：平安证券

图表 5 东方电气与金风科技质量保险对比一览表

	事项
金风科技	商业保险 2 万元/台
东方电气	按照收入预提质量保证金 2%，相当于 15 万元/台

资料来源：平安证券

图表 6 东方电气 2009 年风电盈利不同策略对比一览表

	谨慎策略	常规策略
结算数量（台）	800	1400
保险成本	收入的 2%	2 万元/台
收入（亿元）	60	105
毛利率	15%	17%
净利率	7%	9%
净利润（亿元）	4.2	9.5
EPS（元）	0.48	1.08

资料来源：平安证券

3、核电，即将成为第二个风电

（1）核电将成为第二个风电

说到核电，让我们想到三年前的风电。按照国家最新规划，预计2020年核电装机容量将达到6000万千瓦，核电发展目标调整在即。

与风电行业发展具有类似之处，地方的积极性将使实际进度远超国家规划。就核电的行业发展和市场机会，建议大家参照我们的报告《核电行业研究报告——行业崛起的市场机会有多大？》

(2) 东方电气的领先优势超过风电

在常规岛方面，基本形成三大发电集团垄断的格局。其中，东方电气最强，预计市场占有率达到40%。

在核岛方面，一重也有较强实力，预计有20%左右的市场份额，其余80%份额主要由东方电气和上海电气瓜分。

(3) 2009年开始形成盈利

常规岛部分，技术基本成熟，定单的交付可以实现盈利，预计毛利率会超过火电，有望接近40%。由于项目建设步伐加快，2009年可能交货200万千瓦，将形成新的利润增长点。谨慎考虑，在业绩预测中暂不体现。

核岛部分，由于技术来自于外资，目前仍处于消化阶段，两合资公司目前仍处于亏损，预计2009年可以实现盈亏平衡，2010年则形成盈利增长点。

二、财务预测

1、关键假设

(1)、期间费用

营业费用：2009 年~2011 年按照收入同比变化。

管理费用：2009 年~2011 年按照年 5%的增速。

财务费用：2009 年增长 50%，2010 年增长 8%，2011 年增长 5%。

(2)、营业外收支

2009 年，按照 2 亿灾害后期损失测算。

2010 年和 2011 年，依照 2007 年的数据测算。

(3) 所得税率

2009~2010 年均按照 17%测算。

2、盈利预测表

图表 7 分项业务收入和毛利率预测明细表

	08 年	09E	10E	11E
一、火电				
收入(百万元) (合计)	20660	18375	16815	15930
毛利(百万元)	3699	3833	3620	3429
收入(百万元) (锅炉)	12480	10500	9500	9000
数量(百万 kw)	26	21	19	18
单价(万元/万 KW)	480	500	500	500
毛利(万元)	1622	1470	1425	1350
毛利率	13%	14%	15%	15%
收入(百万元) (汽轮机)	5060	5250	4940	4680
数量(百万 kw)	22	21	19	18
单价(万元/万 KW)	230	250	260	260
毛利(万元)	1265	1575	1482	1404
毛利率	25%	30%	30%	30%
收入(百万元) (发电机)	3120	2625	2375	2250
数量(百万 kw)	26	21	19	18
单价(万元/万 KW)	120	125	125	125
毛利(万元)	811	788	713	675
毛利率	26%	30%	30%	30%
二、水电				
收入(万元)	2601	3534	4140	4320
数量(万 kw)	5.1	6.2	6.9	7.2
单价(万元/万 KW)	510	570	600	600
毛利(万元)	260	424	497	518
毛利率	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%
三、风电				
收入(百万元)	2616	6000	8400	11200
数量(台)	327	800	1200	1600
单价(百万元/台)	8	7.5	7	7
毛利(万元)	314	840	1260	1680
毛利率	12.0%	14.0%	15.0%	15.0%
四、其他				
收入(百万元)	1643	1725	1811	1902
毛利(百万元)	173	181	190	200
毛利率	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
五、核电				
收入(百万元)	0	800	1600	3200
毛利(百万元)	0	240	480	960
毛利率	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
六、合计				
收入(百万元)	27520	30434	32766	36552
毛利(百万元)	4445	5518	6046	6787

资料来源：平安证券

图表 8 盈利预测表

	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入(百万)	24887	27948	30434	32766	36552
减：营业成本(百万)	20089	23390	24916	26720	29765
营业税金及附加(百万)	58	59	64	69	77
销售费用(百万)	385	464	511	536	563
管理费用(百万)	1659	1684	1768	1856	1949
财务费用(百万)	-45	183	274	296	310
资产减值损失(百万)	293	618	340	306	275
加：投资净收益(百万)	-24	-9	-10	0	0
二、营业利润(百万)	2425	1542	2552	2984	3612
加：营业外收入(百万)	65	-1468	-200	60	60
三、利润总额(百万)	2490	73	2352	3044	3672
减：所得税(百万)	314	-137	400	517	624
四、净利润(百万)	2176	211	1952	2526	3048
减：少数股东损益(百万)	187	35	195	253	305
归属于母公司净利(百万)	1990	176	1757	2274	2743
总股本（百万）					882
每股收益（元）	2.26	0.20	1.99	2.58	3.11
增长率	-3.9%	-91.2%	898.1%	29.4%	20.7%

资料来源：平安证券、WIND

图表 9 资产负债表

截至 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）					
其他流动资产	27519.53	39715.32	26312.74	26311.28	35338.22
固定资产合计	2818.59	3700.81	6407.92	6232.67	5827.22
其他长期资产	35.68	273.12	329.25	356.79	346.67
资产总计	36378.40	56459.17	40658.41	41092.24	50650.11
其他流动负债	21.46	159.53	72.68	94.45	19.85
流动负债合计	29910.88	49462.48	33193.42	30252.83	36549.14
其他长期负债	699.79	903.78	2897.58	3537.76	3776.36
长期负债合计	2554.29	4532.69	2909.90	3560.08	3798.68
少数股东权益	860.60	188.93	536.85	984.83	1526.76
股东权益合计	3007.51	2244.66	4555.09	7279.33	10302.29
负债及股东权益合计	36378.40	56459.17	40658.41	41092.24	50650.11

图表 10 现金流量表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	-282.95	-461.89	7002.68	-13401.33	11426.09	-10256.03
投资活动产生的现金流量净额	-216.29	-1862.38	-1975.01	-2088.55	-239.55	7.13
分配股利或利润或偿付利息所支付的现金	221.85	176.82	336.39	176.82	176.82	176.82
筹资活动产生的现金流量净额	-231.85	225.52	1487.82	11648.96	-10603.54	11195.40
现金及现金等价物净增加额	-731.43	-2098.81	6486.91	-3840.92	583.00	946.50

三、估值结论及投资建议

1、传统业务（火电和水电）

依据我们的预测，预计传统业务 2009 年和 2010 年为 EPS 的贡献分别为 1.50 元和 1.70 元。如果按照 2009 年 15 倍 PE 和 2010 年 12 倍 PE 估值，分别为 22 元和 21 元。

2、风电业务

随着公司风电业务进展超出我们原来的预测，我们调高其估值。**依照金风科技估值标准，风电业务每股价值至少32元。**

3、核电业务

延续2月10日的《从金风科技看东方电气》报告中的数据，给予8元估值。

4、小结

传统业务按照20元计算，风电按照32元计算，核电业务按照8元计算，综合测算的单位价值为60元，较上次的目标价提高了10元。**我们给予10%的风险折扣，目标价在55元附近，相对目前股价有40%的上涨空间，维持强烈推荐。**

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257