

东方电气 (600875)

— 核电风电强者的有为

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 45.99 元

投资要点:

◆ 公司是我国电力设备龙头公司之一，在火电、核电、风电、水电等各领域都占据领先的位置，未来公司积极发展高效清洁发电设备制造战略，核电及风电领域在公司业务中越显重要。

◆ 在产品结构上，公司抓住国家行业发展政策的良机，率先调整了产品的结构，将大功率、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作为今后大力发展主导产品。从公司收入及新增订单结构来看，核电订单比例增加显著，火电、风电、水电等比例更趋合理。2009 年上半年，公司新增订单保持良好的增长态势，公司新增订单 340 亿元人民币，其中火电占 31%、核电 30%、风电 31%、水电占 8%；在新增订单中，核电和风电订单增长迅速，使得公司的新增订单中火、核、风电旗鼓相当，新能源占比提升，订单结构得到了进一步优化。截止 2009 年上半年末，公司在手订单达 1300 多亿元人民币，其中：火电 51%，水电 10%，风电 12%，核电 27%；在手订单中，出口项目占 10%。充裕的订单保证了公司未来 3-4 年业绩的平稳增长。合理的订单结构增强了公司盈利能力。

◆ 公司核电设备竞争优势明显，核电业务将成为公司业绩主要增长点。目前公司在国内核电设备市场占有率为 50%，核电设备产能为 5 台核岛、8 台常规岛，涵盖目前核电的主要技术二代加、AP1000 和 EPR。常规岛部分，公司可以生产包括汽轮机、发电机和汽水分离再热器等产品，目前市场占有率为 60-70%；核岛部分，公司可以生产除主管道外的所有其他核岛设备，主要包括反应堆压力容器、堆内构件、蒸汽发生器、稳压器、控制棒驱动机构、核反应器冷却泵、环型吊车、装卸料机构等。上半年，公司新增核电订单 102 亿，目前核电在手订单 351 亿，其中常规岛占 60%，核岛占 40%。预计 2009-2011 年核电设备将贡献 15 亿、30 亿和 100 亿的收入。

◆ 风电收入增长迅速，目前公司风电设备销量全国排名第三。上半年，公司风电产品收入达到 32.60 亿元，估计结算 400 台左右。公司上半年风机产量为 90.9 万千瓦，606 台风机，加上前两个会计年度尚未结算的 600 台风机，目前尚未结算风机为 800 台以上，预计 2010 年将达到 100 亿左右的销售收入。公司自主研发的 1.0MW 和 1.5MW 双馈机型以及 1.5MW 直驱机型将于今年引入市场，避免引进的 Repower 技术受制于人的尴尬。拥有自主技术可以为公司未来发展奠定良好的基础。产能布局方面，天津基地今年底产能将达到 200 台，建成后年产兆瓦级机组 800 台。从而形成天津、杭州、德阳三个风电基地。

2009 年 9 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	49.28/16.83
上证指数/深圳成指	3060.26/12473.61
50 日均成交额(百万)	282.35
市净率(倍)	18.07
股息率	0.04%

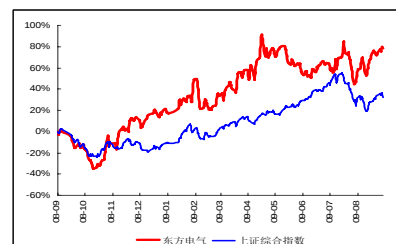
基础数据

流通股(百万股)	645.22
总股本(百万股)	882.00
流通市值(百万元)	29673.75
总市值(百万元)	40563.18
每股净资产(元)	2.54
净资产负债率	2406.84%

股东信息

大股东名称	中国东方电气集团有限公司
持股比例	50.12%

52 周行情图



相关研究报告

- 《低碳经济与新能源：世界经济转型的必然，中国经济崛起的关键》(2009-09-16)
- 《风电行业研究：从“大跃进”到“科学发展”》(2009-9-18)
- 《核电行业研究：政策主导下加快推进发展》(2009-9-18)

联系方式

研究员:	周海鸥
电 话:	021-51097188-1803
电 邮:	zhouhaiou@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	021-51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东新区 379 号金穗大厦 15F (200120)

◆ **传统业务平稳增长。**今年火电设备排产量在2400万千瓦，未来持续发展的产量约在2000万千瓦的水平。公司与壳牌签订协议，介入IGCC市场。水电设备平稳发展，公司已具备30万千瓦抽水蓄能机组的设计制造能力。海外市场开拓卓有成效目前，公司海外订单占比达到10%。

◆ **新基地的建设预计今年年底即可投入使用。**项目投产后，东方汽轮机将恢复总体生产能力约2000 万千瓦，其中大型燃气轮机2-3 台，1000MW 级核电和超超临界汽轮机8-10 台，300MW-660MW 级亚临界、超临界和超超临界火电汽轮机19-24 台，船用汽轮机及辅件和工业透平150 台。

◆ **2009年上半年，各类产品产量均完成年度计划的50%以上，电站汽轮机、风电产品产量均较上年同期增加130%以上。**公司发电设备产量达到1397.95 万千瓦，其中水轮发电机组14 组/232.05 万千瓦、汽轮发电机23 台/1075 万千瓦、风电606 台/90.9 万千瓦、电站锅炉32 台/1192.5 万千瓦、电站汽轮机38 台/1494.5 万千瓦。

◆ **鉴于核电、风电等新能源行业的高速发展，以及公司在这些行业中的龙头地位，公司未来具有很好的发展前景，**预计 2009-2010 年每股收益分别为 1.65 元、2.21 元，目前的估值较低，维持对公司“推荐”的投资评级。

附表：公司财务报表与指标一览表

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	48684	60579	70913	营业收入	27948	33100	40800	48000
现金	11449	9306	10021	11559	营业成本	23390	26800	32600	38300
应收账款	9297	10739	13378	15679	营业税金及附加	59	72	88	104
其它应收款	147	207	241	286	营业费用	464	537	668	783
预付账款	8616	8932	11246	13063	管理费用	1684	2030	2524	2948
存货	21498	19043	25244	29756	财务费用	182	-147	-9	-240
其他	157	458	449	571	资产减值损失	618	510	546	534
非流动资产	5294	6322	7409	8203	公允价值变动收益	-1	-0	-0	-0
长期投资	320	283	309	303	投资净收益	-9	-11	-13	-12
固定资产	2484	3888	4894	5558	营业利润	1542	3286	4371	5560
无形资产	519	820	1050	1275	营业外收入	518	375	422	407
其他	1972	1331	1156	1067	营业外支出	1986	1332	1550	1477
资产总计	56459	55006	67988	79116	利润总额	73	2329	3244	4489
流动负债	49130	47239	57600	65519	所得税	-137	582	811	1122
短期借款	204	5199	3099	253	净利润	211	1747	2433	3367
应付账款	7481	4956	5784	8165	少数股东损益	35	290	484	804
其他	41444	37084	48717	57101	归属母公司净利润	176	1457	1949	2563
非流动负债	4896	3602	3937	3973	EBITDA	2160	3771	5339	6633
长期借款	2	2	0	-1	EPS（元）	0.20	1.65	2.21	2.91
其他	4894	3600	3936	3974	主要财务比率				
负债合计	54026	50841	61537	69492	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	189	479	963	1767	成长能力				
股本	882	882	882	882	营业收入	12.3%	18.4%	23.3%	17.6%
资本公积	1232	1232	1232	1232	营业利润	-36.4%	113.1%	33.0%	27.2%
留存收益	138	1577	3381	5749	归属于母公司净利润	-91.2%	727.7%	33.8%	31.5%
归属母公司股东权益	2245	3686	5489	7858	获利能力				
负债和股东权益	56459	55006	67988	79116					

现金流量表					毛利率	16.3%	19.0%	20.1%	20.2%
单位:百万元					净利率	0.6%	4.4%	4.8%	5.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	7.8%	39.5%	35.5%	32.6%
经营活动现金流	7003	-5126	4883	6455	ROIC	-21.9%	403.6%	1465.4%	-603.7%
净利润	211	1747	2433	3367	偿债能力				
折旧摊销	436	632	977	1314	资产负债率	95.7%	92.4%	90.5%	87.8%
财务费用	182	-147	-9	-240	净负债比率	2.30%	11.56%	6.28%	1.49%
投资损失	9	11	13	12	流动比率	1.04	1.03	1.05	1.08
营运资金变动	4067	-7580	1106	1595	速动比率	0.60	0.62	0.61	0.62
其它	2098	210	364	408	营运能力				
投资活动现金流	-1975	-1710	-2031	-2137	总资产周转率	0.60	0.59	0.66	0.65
资本支出	1988	1517	1727	1878	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	0	-52	29	-6	应付账款周转率	4.29	4.31	6.07	5.49
其他	13	-245	-274	-265	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1488	4693	-2138	-2779	每股收益(最新摊薄)	0.20	1.65	2.21	2.91
短期借款	-188	4994	-2100	-2846	每股经营现金流(最新摊薄)	7.94	-5.81	5.54	7.32
长期借款	-4	-0	-1	-1	每股净资产(最新摊薄)	2.54	4.18	6.22	8.91
普通股增加	65	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1232	0	0	0	P/E	230.47	27.84	20.82	15.82
其他	382	-301	-37	68	P/B	18.07	11.00	7.39	5.16
现金净增加额	6487	-2143	714	1539	EV/EBITDA	14	8	6	5

重要财务指标					单位:百万元
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	27948	33100	40800	48000	
同比(%)	12%	18%	23%	18%	
归属母公司净利润	176	1457	1949	2563	
同比(%)	-91%	728%	34%	32%	
毛利率(%)	16.3%	19.0%	20.1%	20.2%	
ROE(%)	7.8%	39.5%	35.5%	32.6%	
每股收益(元)	0.20	1.65	2.21	2.91	
P/E	230.47	27.84	20.82	15.82	
P/B	18.07	11.00	7.39	5.16	
EV/EBITDA	14	8	6	5	

资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理, 预测

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn