

收购东方重机股权提高核电装备制造能力

报告摘要：

- 东方电气发布公告，拟出资人民币15,578.74 万元，收购东方电气集团持有的东方电气（广州）重型机器有限公司27.3%的股权。本次转让后，加上通过东方锅炉持有东方重机30%的股权，合计控制东方重机57.3%的股权。
- **开始盈利，收购正当时：**截止2009年中期，东方重机仍然处于亏损，根据公司的预测，东方重机将从2009年开始盈利。公司预计东方重机09-12年净利润分别为126.34万元、4431.33万元、3631.46万元、4444.85万元。东方电气集团承诺，如果10-12年的盈利达不到预测，将用现金对差额部分的27.3%进行补偿。如果东方电机在2012年出现计提大额减值准备，集团公司也将进行补偿。
- **收购有利于公司发展核电业务：**本次收购有利于提高东方电气的核电装备制造能力，符合东方电气长远发展战略，有利于减少关联交易、避免同业竞争。将成为公司核电设备产业重要组成部分。
- **核电业务将爆发式增长：**大力发展核电是我国能源发展的战略选择，预计新调整的核电规划到2020年我国核电装机将到达7500万千瓦。目前我国核电投资1万/KW，其中50%是设备，主设备又占设备投资50%，到2020年核电有6000亿元投资，其中3000亿元设备，1500亿元是主设备（公司可以做的份额），公司核电业务将有350亿元到750亿元。
- 截止2009年中期，公司已有核电订单350亿元。预计核电09年收入10多亿元，能有盈利，10年收入30多亿，11-13年收入100亿元。11年开始毛利率将好于现在火电，核岛设备毛利率会超过常规岛设备。
- **盈利预测与投资评级：**收购的东方重机27.3%股权对09年的业绩影响非常小，我们维持盈利预测，09-11年EPS分别为1.72元、2.50元、3.14元，维持60元的目标价位和“买入-B”投资评级。

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：**60.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 60.00 元

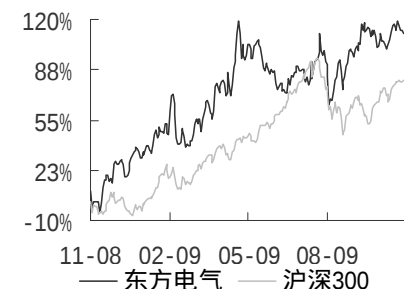
现价： 47.65 元

报告日期：**2009-11-16**

市场数据

总市值(百万元)	42,027.30
流通市值(百万元)	22,644.32
总股本(百万股)	882.00
流通股本(百万股)	475.22
12 个月最高/最低	21.01/51.10 元
十大流通股股东(%)	65.82%
股东户数	50,488

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.51)	10.48	30.35
绝对收益	4.04	15.69	111.39

研究员

黄守宏 行业分析师

010-66581627 huangsh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	24,886.8	27,948.1	32,519.9	34,444.0	39,484.0
Growth(%)	7.8%	12.3%	16.4%	5.9%	14.6%
净利润	1,989.9	176.0	1,517.5	2,204.4	2,766.2
Growth(%)	-3.9%	-91.2%	762.2%	45.3%	25.5%
毛利率(%)	19.3%	16.3%	15.6%	16.5%	17.3%
净利润率(%)	8.0%	0.6%	4.7%	6.4%	7.0%
每股收益(元)	2.26	0.20	1.72	2.50	3.14
每股净资产(元)	4.39	2.76	4.16	6.19	8.73
市盈率	20.6	233.4	27.1	18.6	14.9
市净率	10.6	16.9	11.2	7.5	5.3
净资产收益率(%)	56.3%	8.7%	41.8%	40.8%	36.3%
ROIC(%)	-259.5%	-127.7%	-20.1%	-21.2%	-15.4%
EV/EBITDA	12.4	14.4	11.6	6.0	1.6
股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.1%	1.3%

前期研究成果

东方电气：三季度产量回归正常，地震善后支出超预期

2009-10-30

1. 收购东方重机 27.3%股权

1.1. 对东方重机实现控股

东方电气发布公告，拟出资人民币 15,578.74 万元，收购东方电气集团持有的东方电气（广州）重型机器有限公司 27.3%的股权。

本次转让后，公司将直接持有东方重机 27.3%的股权，通过东方锅炉(集团)股份有限公司间接持有东方重机 30%的股权，合计控制东方重机 57.3%的股权。（公司现持有东方锅炉 99.67%的股权）

表 1 东方重机本次收购前股权结构

序号	股东名称	出资额(万元)	出资比例	出资方式
1	东方电气集团	14808	27.30%	现金
2	东方锅炉（集团）股份有限公司	16272	30.00%	现金
3	广东省粤电集团有限公司	14160	26.11%	现金
4	广州南沙工化投资有限公司	3960	7.30%	现金
5	广州广重企业集团有限公司	3600	6.64%	现金
6	中国第二重型机械集团公司	1440	2.65%	现金
	合计	54240	100%	

数据来源：公司公告

经四川华衡资产评估有限公司对东方重机进行资产评估，截止 2008 年 12 月 31 日，东方重机经评估的净资产值为 57,064.97 万元，该评估结果已经国务院国资委备案。转让双方同意，协议所述股权转让价格以东方重机净资产评估值为依据，确定为 15,578.74 万元。

1.2. 东方重机将开始盈利，收购正当时

截止 2009 年中期，东方重机仍然处于亏损，根据公司的预测，东方重机将从 2009 年开始盈利。公司预计东方重机 09-12 年净利润分别为 126.34 万元、4431.33 万元、3631.46 万元、4444.85 万元。

表 2 东方重机今年资产负债表和财务状况

单位：万元

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
资产合计	110,230.59	145,612.81	253,599.25	304,697.41
负债合计	57,876.90	107,222.50	223,641.03	281,459.82
股东权益	52,353.69	38,390.31	29,958.22	23,237.59
项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
营业收入		4,768.31	61,734.49	38,869.92
营业成本		11,929.66	58,727.22	39,415.10
利润总额	-2,815.39	5-13,632.08	-8,701.65	-6,902.80
所得税	-929.08	331.3	-269.57	-182.17
净利润	-1,886.31	-13,963.38	-8,432.08	-6,720.64

数据来源：公司公告

东方电气集团承诺：本次收购完成后，（1）如果东方重机在 2010 年度、2011 年度、2012 年度实现的净利润未达到四川华衡资产评估有限公司“川华衡评报[2009]83 号”《中国东方电气集团有限公司转让其持有的东方电气（广州）重型机器有限公司

的 27.3%股权项目资产评估报告》采用收益法做出的评估结论所依据的预测数据，东方电气集团将在东方重机相应年度的财务报表经审计后，以人民币现金向东方电气补足差额的 27.3%。(2) 如果东方重机在 2012 年 12 月 31 日之前计提大额减值准备的(减值准备金额达到计提前东方重机最近一期经审计净资产值 10%以上的视为大额减值准备)，东方电气集团将按东方重机所实际计提的减值准备金额的 27.3%，以人民币现金方式向公司进行补偿。

表 3 东方重机盈利预测备考表

单位：万元

项目	营业收入	净利润	27.3%权益净利润	股本	EPS 贡献 (元/股)
2009 年	134,624.32	462.77	126.34	88,200	0.001
2010 年	235,295.46	16,231.99	4431.33	88,200	0.050
2011 年	259,540.93	13,302.05	3631.46	88,200	0.041
2012 年	274,552.21	16,281.52	4444.85	88,200	0.050
2013 年	283,241.49	17,513.50	4781.19	88,200	0.054
2014 年	289,641.67	17,553.16	4792.01	88,200	0.054
2015 年	295,592.70	17,040.81	4652.14	88,200	0.053

数据来源：公司公告

1.3. 东方重机将成为公司核电设备产业重要组成部分

本次收购有利于提高东方电气的核电装备制造能力，符合东方电气长远发展战略，有利于减少关联交易、避免同业竞争。

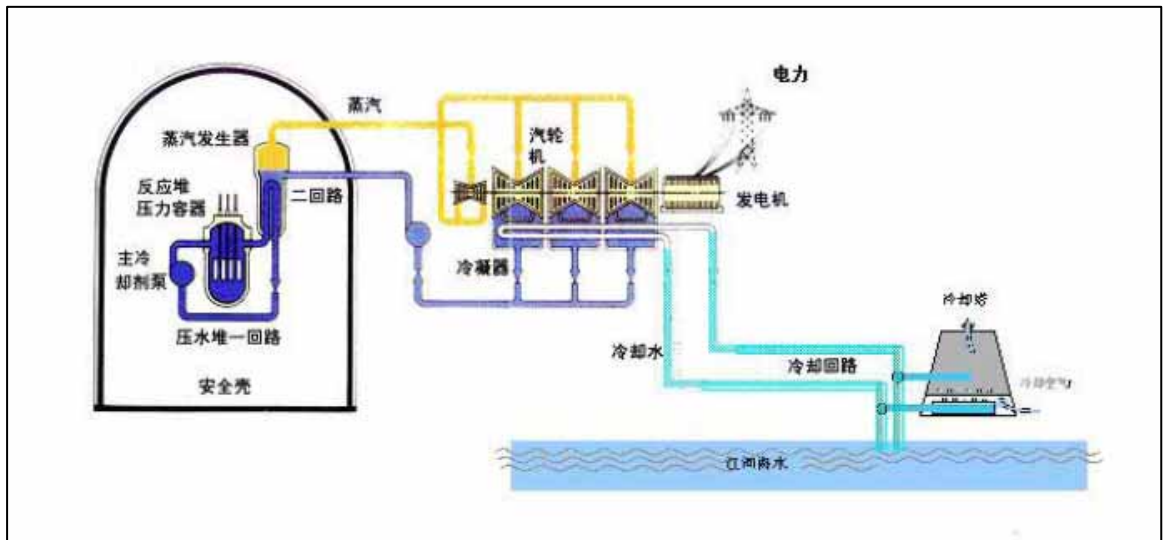
东方重机主营核电站核岛主要承压设备(包括反应堆压力容器、蒸汽发生器、稳压器及安注箱、硼注射器等)，常规岛汽水分离再热器等，兼营核电辅助机械、大型石化容器等，主要产品为反应堆压力容器(RPV)、稳压器(PRZ)、蒸汽发生器(SG)、汽水分离再热器(MSR)。东方重机在国内率先开始生产制造 1000MW 等级反应堆压力容器、蒸汽发生器及核电站核岛其他主设备，具有生产 2 套 1000MW 压水堆核电站核岛主设备以及 8 台 MSR 的能力。东方重机制造的第一台 1000MW 核电站蒸汽发生器已于 2008 年 6 月成功发运岭澳二期核电站现场。截至 2008 年 7 月，岭澳二期三号机组所需的三台蒸汽发生器已成功运达安装现场。东方重机已开始进行后续项目扩建，新增总投资 15 亿元，将新增厂房面积 6 万多平方米，项目建成后，新增 4 套完整的 1000MW 压水堆核电站核岛主设备、15 台蒸汽发生器及 8 套 MSR 常规岛设备的生产能力。

东方重机主要客户为：中国广东核电集团有限公司、中核集团有限公司、国家核电技术公司、中国电力投资有限公司，在当前及未来的几年内，所占有的核电设备市场份额可达到 50%。截至评估报告日，东方重机签订了红沿河、宁德、福清等核电站核岛主设备及红沿河、宁德、台山、方家山、福清等核电站常规岛设备，获得海阳核电站 2 台非能动余热排出热交换器及 2 台 AP1000 稳压器订单，成功进入第三代核岛设备制造领域。

表 4 东方重机预计产量

产品名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
RPV 约当产量(台)	0.57	1.87	1.48	1.09	1	1	1	1
SG 约当产量(台)	2.7	5.83	11.73	13.36	14.37	14.92	15.33	15.65
PRZ 约当产量(台)	0.25	2.36						
PRZ 平均销售单价(万元)	3,248.74	3,248.74						
PRZ 销售收入小计(万元)	812.19	7,670.06						
MSR 约当产量(台)	-	2.06	8.74	9.72	9.99	10.12	10.17	10.56
PRHR 约当产量(台)	-	-	0.54	0.8	0.31	0.02	0.12	0.21

数据来源：公司公告



2. 核电业务将爆发式增长

大力发展核电是我国能源发展的战略选择，预计新调整的核电规划到 2020 年我国核电装机将达到 7500 万千瓦。目前我国核电投资 1 万/KW，其中 50%是设备，主设备又占设备投资 50%，到 2020 年核电有 6000 亿元投资，其中 3000 亿元设备，1500 亿元是主设备（公司可以做的份额），公司核电业务将有 350 亿元到 750 亿元。

公司在常规岛市场占有率绝对领先，常规岛设备市场占有率 70%，核岛设备市场占有率 50%，主泵超过 50%，堆内构件会少点（市场份额），总体超过 50%。未来几年，10 年-11 年，常规岛大约 60-70%，12 年比例核岛比例增加（靠近 50%）。

尽管 AP1000 前面 2 台机组没有东方电气硬件生产任务，公司参与技术引进，也参加相应的培训工作。在目前招标中得到支持，最近中标 AP1000 项目的蒸汽发生器，压力容器。无论第 2 代和第 3 代核电，公司都已经准备了生产能力。核电装备的 7 大设备都有订单都在生产，产品品种最齐全（压力壳、反应堆压力容器、蒸发器、主泵、MSR、汽轮机、发电机、堆内构件、控制棒驱动装置）。

截止 2009 年中期，公司已有核电订单 350 亿元。预计核电 09 年收入 10 多亿元，能有盈利，10 年收入 30 多亿，11-13 年收入 100 亿元。11 年开始毛利率将好于现在现在火电，核岛设备毛利率会超过常规岛设备。

3. 盈利预测与投资评级

收购的东方重机 27.3%股权对 09 年的业绩影响非常小，我们维持盈利预测，09-11 年 EPS 分别为 1.72 元、2.50 元、3.14 元，维持 60 元的目标价位和“买入-B”投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-10-30		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	24,886.8	27,948.1	32,519.9	34,444.0	39,484.0	成长性					
减: 营业成本	20,088.7	23,389.9	27,431.1	28,753.3	32,655.9	营业收入增长率	7.8%	12.3%	16.4%	5.9%	14.6%
营业税费	58.2	58.6	74.8	79.2	90.8	营业利润增长率	-2.4%	-36.4%	29.6%	27.1%	26.3%
销售费用	385.2	464.4	733.1	829.5	967.6	净利润增长率	-3.9%	-91.2%	762.2%	45.3%	25.5%
管理费用	1,659.1	1,683.6	1,951.2	2,066.6	2,369.0	EBITDA 增长率	5.3%	-23.6%	9.4%	28.7%	19.9%
财务费用	-45.3	182.5	103.0	2.0	-88.0	EBIT 增长率	1.3%	-27.5%	21.8%	21.0%	22.7%
资产减值损失	293.1	617.9	278.9	174.7	282.3	NOPLAT 增长率	0.4%	-81.6%	312.2%	37.5%	22.0%
加: 公允价值变动收益	0.8	-0.7	-0.2	-	-	投资资本增长率	-62.5%	2513.7%	30.8%	67.9%	57.0%
投资和汇兑收益	-24.0	-8.6	50.0	-	-	净资产增长率	-36.4%	-37.1%	50.8%	48.7%	41.1%
营业利润	2,424.6	1,541.7	1,997.5	2,538.7	3,206.4	利润率					
加: 营业外净收支	65.4	-1,468.5	-210.0	65.0	65.0	毛利率	19.3%	16.3%	15.6%	16.5%	17.3%
利润总额	2,489.9	73.3	1,787.5	2,603.7	3,271.4	营业利润率	9.7%	5.5%	6.1%	7.4%	8.1%
减: 所得税	313.5	-137.3	254.6	377.1	477.2	净利润率	8.0%	0.6%	4.7%	6.4%	7.0%
净利润	1,989.9	176.0	1,517.5	2,204.4	2,766.2	EBITDA/营业收入	11.2%	7.6%	7.2%	8.7%	9.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	9.6%	6.2%	6.5%	7.4%	7.9%
货币资金	5,020.3	11,449.4	17,929.4	27,221.3	40,134.6	运营效率					
交易性金融资产	0.9	0.2	-	-	-	固定资产周转天数	34	32	39	64	69
应收帐款	7,951.9	9,444.1	11,291.1	12,028.9	13,803.2	流动营业资本周转天数	-32	-61	-104	-155	-207
应收票据	755.3	143.4	213.8	226.5	259.6	流动资产周转天数	439	539	657	786	862
预付帐款	5,285.6	8,615.7	12,730.4	17,043.4	21,941.7	应收帐款周转天数	102	122	126	134	129
存货	13,525.9	21,498.3	25,296.8	26,382.2	29,962.9	存货周转天数	173	228	262	274	261
其他流动资产	-	13.7	13.7	13.7	13.7	总资产周转天数	490	598	728	876	949
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-8	-54	-103	-147	-207
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	351.5	319.9	338.0	338.0	338.0	ROE	56.3%	8.7%	41.8%	40.8%	36.3%
投资性房地产	35.7	34.0	34.0	34.0	34.0	ROA	6.0%	0.4%	2.0%	2.4%	2.4%
固定资产	2,506.6	2,484.1	4,511.7	7,676.7	7,515.6	ROIC	-259.5%	-127.7%	-20.1%	-21.2%	-15.4%
在建工程	311.9	1,216.6	1,486.5	398.5	419.1	费用率					
无形资产	348.5	518.8	515.6	512.5	509.4	销售费用率	1.5%	1.7%	2.3%	2.4%	2.5%
其他非流动资产	284.5	720.9	729.1	729.1	729.1	管理费用率	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	36,378.4	56,459.2	75,090.1	92,604.7	110,000.0	财务费用率	-0.2%	0.7%	0.3%	0.0%	-0.2%
短期债务	392.5	204.2	400.0	600.0	800.0	三费/营业收入	8.0%	8.3%	8.6%	8.4%	8.2%
应付帐款	4,773.6	10,396.6	12,024.6	12,604.2	14,314.9	偿债能力					
应付票据	1,591.5	2,227.2	2,630.4	2,757.2	3,131.4	资产负债率	89.4%	95.7%	95.1%	94.1%	93.3%
其他流动负债	22,420.9	35,105.5	48,496.5	62,274.1	78,067.8	负债权益比	840.5%	2220.0%	1945.8%	1597.2%	1402.6%
长期借款	5.8	2.3	2.3	2.3	2.3	流动比率	1.10	1.04	1.05	1.05	1.09
其他非流动负债	2,822.0	4,893.7	7,169.3	8,131.3	10,651.3	速动比率	0.63	0.60	0.65	0.71	0.78
负债总额	32,510.3	54,025.6	71,419.6	87,148.4	104,000.0	利息保障倍数	-52.47	9.45	20.39	1,295.68	-35.45
少数股东权益	860.6	188.9	204.3	226.5	254.5	分红指标					
股本	817.0	882.0	882.0	882.0	882.0	DPS(元)	0.10	0.22	0.34	0.50	0.63
留存收益	2,190.5	1,370.2	2,584.2	4,347.8	6,560.7	分红比率	4.5%	111.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	3,868.1	2,433.6	3,670.5	5,456.3	7,697.2	股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.1%	1.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2,176.4	210.6	1,517.5	2,204.4	2,766.2	EPS(元)	2.26	0.20	1.72	2.50	3.14
加: 折旧和摊销	461.0	436.2	235.1	464.1	483.7	BVPS(元)	4.39	2.76	4.16	6.19	8.73
资产减值准备	107.9	617.9	278.9	174.7	282.3	PE(X)	20.6	233.4	27.1	18.6	14.9
公允价值变动损失	-0.8	0.7	-0.2	-	-	PB(X)	10.6	16.9	11.2	7.5	5.3
财务费用	2.1	22.3	308.0	103.0	2.0	P/FCF	19.4	5.0	9.9	4.3	3.2
投资收益	24.0	8.6	-50.0	-	-	P/S	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
少数股东损益	186.5	34.6	15.3	22.3	27.9	EV/EBITDA	12.4	14.4	11.6	6.0	1.6
营运资金的变动	-1,351.1	5,827.8	7,678.5	9,207.1	10,046.3	CAGR(%)	0.8%	136.7%	35.9%		
经营活动产生现金流量	-461.9	7,002.7	9,778.3	12,074.6	13,518.4	PEG	27.0	1.7	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,862.4	-1,975.0	-2,489.8	-2,540.0	-340.0	ROIC/WACC	-26.5	-13.0	-2.1	-2.2	-1.6
融资活动产生现金流量	225.5	1,487.8	-246.7	-242.8	-265.3	REP	4.3	0.3	1.3	0.5	0.1

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。东方电气及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034