

电力设备行业

2009 年 02 月 23 日

东方电气（600875）近期增长有所保障，长期看用电需求及清洁能源

投资评级：增持

研究员：梁玉梅

NSN: meiyuliang2000@163.com

E-MAIL: liangyumei@sxzq.com

电话：010-82190396

投资要点：

火电设备业务经营情况好于预期

火电的在手订单及生产计划

虽然2009 年国内火电设备市场招标数量不尽人意，但是由于公司市场份额提升，整体火电业务订单还是超出预期，目前公司火电业务订单饱满。公司火电的在手订单约为700亿元，部分需要国家发改委进一步批准，公司在手订单足以保证公司2011年前的生产。

公司 2008 年生产火电 2800 万千瓦；2009 年生产 2300 万千瓦；2010 年预计安排生产约 2000-2200 万千瓦，预计未来将持续这一水平，但由于产品结构问题，产量下降但销售收入可能进一步上升。

火电的盈利能力有望提升

100万千瓦机组的毛利率较低，只有14—15%，相比较常规火电设备(60万千瓦机组)毛利率可以达到25%以上。目前60万千瓦机组占比在70%以上，未来100万千瓦机组进一步增加，而30万千瓦机组比例将减少。随着100万千瓦比例的提升公司火电毛利率仍有一定的压力。火电超临界机组毛利率较低的原因是由于原材料国产化率较低，目前公司联合国内主要大型钢铁厂进行生产，但产能有限，还远不能满足公司的需求，仍需要从外面进口较多，未来国产化比例的提升将较大幅度降低成本，有利于火电综合毛利率的进一步提升。

火电的前景分析

火电订单最困难可能是2010年，2011年可能有所好转。受火电发电小时近几年的连续下降，火电审批项目速度放缓。目前国家审批速度降低属于阶段性调整，并不代表整体装机增速趋缓的趋势。据统计09年火电审批项目较08年下降20%，考虑到火电发电小时较为低迷，预计2010年审批项目速度仍会减慢，但如果2010-2011年用电需求能够稳定在10%左右的增速，经过两年装机增速的控制火电发电小时将有10%的提升，如若用电需求仍能保持10%左右的增速，国家可能会进一步放开审批速度。

用电需求主要取决于第二产业重工业的用电需求情况，而重工业的发展主要由基础设施建设和城镇化进程决定，而目前看我国这两方面还仍处于发展阶段，因此用电需求增速仍会保持10%左右的增速。

风电设备业务进入收获期

风电经过前些年的市场开拓由规模扩张期进入效益提升期,随着风电整体收入规模的扩大,管理上逐渐精细,毛利率不断提升,09年开始进入利润释放期,未来在收入和利润上的贡献都开始明显体现。

风电门槛其实较高,运行2-3年后才能看出来各家的实力,部分中小厂商可能退出市场,竞争态势可能会有所降低,部分企业由于质量问题市场份额缩小,而质量较为有保证的企业市场份额上升,可能面临新一轮较高的增长。

2009年风电整机产量1400台,预计2010年产量增长在20%以上。此外公司2009年风电业务收入确认较为保守,预计2010年确认将有所增加,收入增速将明显超过产量增速。

公司风电收入确认较为保守,公司计提3%的质保金,运行满两年后冲回。目前看公司产品质量较为稳定,未来部分质保金将陆续重回,对提升公司业绩有一定作用。公司主要风机从2008年开始确认收入,2010年可能会体现该部分收入的冲回。

核电设备业务即将进入爆发增长期

目前在手订单超过400亿元,09年新签定单接近200亿元,在手合同保证2011-2012年公司的业绩。根据目前订单看,2011和2012年是交货高峰期,核电对公司业绩的贡献会在2011年以后体现出来。核电09年确认收入10个亿,08年确认收入6个亿,2010年确认收入30个亿以上,2011-2012确认收入预计在100个亿以上,将出现暴发式增长。

核电前几年产量较少,折旧及财务费用较多,所以难以盈利,但随着产量规模的增加盈利能力逐步提高。核岛2010年毛利率预计在15%以上,常规岛收入及盈利滞后于核岛,预计运行稳定后毛利率在20%以上。

水电设备将维持平稳

目前水电在手订单约为100亿,2009年生产了600万千瓦,今后维持在400-500万千瓦的水平,维持年产量20-30亿的水平。我国水电可开发利用程度仍较低,考虑到环境问题,预计未来将平稳、正常发展。此外,水电收入占比在10%左右,增速下滑对公司整体业绩影响有限。

气电设备复苏迹象明确

随着而“川气东送”和进口液化天然气(LNG)项目的逐步完成,气源问题解决燃气发电项目规划会越来越多,目前燃气发电复苏迹象较为明确,预计公司2010年订单有所增加,但目前收入占比较少,预计短期对公司业绩影响有限。

海外订单情况

海外订单保持良好的势头,预计未来占比公司收入比例在10%-15%之间。公司的海外市场主要集中在沙特、土耳其、东亚地区、印度等地区,从目前的数据看这些地区用电需求也出现了一定程度的恢复,未来需求也将持续增加。

节能环保有利于公司收入增速提速

随着节能环保要求的提高,单位装机造价可能存在提高的趋势,而公司收入增速将高于装机容量的增速。例如,核电和风电装机规模的提高使得公司的收入增速并没有受到用电需求增速下降的太大冲击,如果若国家没有提高新能源的规划比例,公司收入势必受到影响。

在节能环保的大背景下,未来清洁能源的规划比例可能进一步提高,尤其是核电、燃机

发电、清洁煤发电、海上风电等，而这些发电形式的单位造价要高于传统火电，这些发电装机规模的提升将加大整个发电装机的收入规模，在各种新式装机产品毛利率基本一致的情况下，将增加公司的盈利。

投资催化因素

- ✓ 用电需求超预期增长：随着经济回暖，火电利用小时数降幅可能会收窄，这将增加发改委核准新火电项目从而使被部分推迟订单恢复交货的可能性，东方电气的股价存在交易性机会。
- ✓ 新能源、清洁能源等规划的提升。
- ✓ 出口环境的宽松以及主要进口国用电需求增速的提升。

投资建议

东方电气是国内在发电设备领域产品种类最齐全的公司，在水、火、气、风及核电方面都占据领先的位置，公司积极发展高效清洁发电设备制造战略将得到回报。

随着对节能环保的重视，新能源及高效节能环保的发电形式将是主要发展方向，公司在这方面占领了先机并得到了国家的支持。此外，新能源及高效节能环保的发电形式往往单位装机销售收入高于传统能源，有利于扩大公司收入从而提升公司盈利。

我们认为火电审批速度方面仅仅是阶段性调整，我国的城市化进程和基础设施建设尚处于发展阶段，用电需求弹性仍有望维持在 1 左右的水平，用电需求维持较高增，市场对公司未来成长性过度担忧。

我们预计公司 09—11 年的每股盈利分别为 1.6、2.3 和 3.1 元，市盈率分别为 27、18 和 14 倍，给予公司“增持”的投资评级。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。