

核电业务优势明显，开始爆发性增长

——东方电气(600875)调研简报

核心观点

核电：2010 年开始爆发性增长

- 1、公司在国产 2 代改市场的占有率远远领先于其他制造商，其中，常规岛的占有率接近 70%，核岛接近 50%，优势明显。考虑到三代核电项目要到 2020 年之后才能大规模上马，未来几年，公司的优势将能够维持。

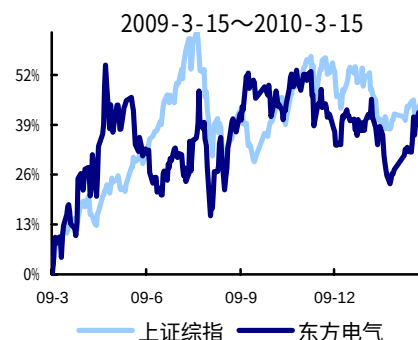
另外，尽管公司没有参与 AP1000 的引进，前 2 台机组没有公司的生产任务，但公司最近中标了 AP1000 项目的蒸汽发生器，压力容器。因此，无论第 2 代和第 3 代核电，公司都已经准备了生产能力。

- 2、大力发展核电已经成为我国能源发展的战略选择，根据新调整的核电规划，到 2020 年我国核电装机将到达 7500 万千瓦。但从目前的情况来看，实际建设的情况很有可能超越这个水平，达到 8000 万千瓦，乃至 1 亿千瓦的水平。

从公司的订单来看，2009 年核电订单 400 亿元，新增订单 200 亿元，中标未签订合同的有 50 亿元。从 2010 年开始，核电业务进入交货高峰，2010 年和 2011 年，预计公司核电业务收入将分别达到 40 亿和 100 亿，且核电业务的高增长将在近几年内持续。

- 3、09 年，公司的核电业务仍处于资本投入期，收入较低，但折旧摊销较多，导致核电业务的毛利率仍处于较低的水平。但核电设备的售价远高于火电，随着 2010 年，特别是 2011 年核电业务的爆发性增长，核电业务的毛利率有望迅速提升，长期来看，公司核电业务的毛利水平将高于火电业务，达到 20-25%的水平。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	100193.00
流通A股(万股)	47522.18
52周内股价区间(元)	29.91-51.1
总市值(亿元)	432.83
总资产(亿元)	564.59
每股净资产(元)	2.54
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	2794805	3018325	3297424	3924335
同比增速(%)	22.79	8.00	9.25	19.01
净利润(百万)	21062	152545	202274	243801
同比增速(%)	15.20	624.25	32.60	20.53
EPS(元)	0.21	1.50	2.00	2.41
P/E	114.90	16.06	12.09	10.02

研究员 李元

电话：010-84183369

Email：liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人 周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风电：进入稳定增长阶段

经过几年的发展，公司的风电业务排名已经进入前三，和金风科技、华锐风电同处于国内风电设备行业的第一集团。我们预计，从 2010 年开始，中国的风电发展将进入稳定增长的阶段。公司 1.5MW 机组具有运行比较稳定，故障率低的优势，我们认为，其雄厚的机电设备制造底蕴以及与发电集团的关系仍能支持其市场份额进一步上升。

2009 年，公司生产风机在 1400 台左右，随着杭州基地产能的释放，2010 年，公司的风机产能将达到 1600 台，产能进一步得到了提高。

09 年，公司风电业务的毛利率在 16% 左右，远低于低于金风科技 25% 的水平。随着公司风电业务的逐渐成熟，风电业务的毛利率正在持续提升。另外，风机零配件的价格的下降和 2 年前质保金的冲回也有助于公司风电业务毛利率的提高。

火电和水电：能够稳定在目前的水平上

国内火电建设的高峰期已过，但考虑到我国长远的能源需求和上大压小，预计近几年，火电装机仍能维持在一个稳定的水平上。目前，公司火电业务的订单在 700 亿元左右，生产仍处于满负荷状态。我们预计，未来几年，公司的火电业务仍能维持 180-200 亿的收入水平。

预计到 2020 年，国内的水电装机有望达到 3.3 亿千瓦，公司目前的在手订单 100 亿元，我们预计，未来几年，公司的水电业务能够维持在 20 亿元的水平，毛利率维持在 10% 左右。

盈利预测和投资建议

预计 09-11 年每股收益分别为 1.50，2.00，2.41 元，按 10 年计算的市盈率 21.6 倍。考虑到公司在包括火电、水电、核电、风电等各类发电设备制造中都具有明显的优势地位，且核电业务的高增长即将到来，我们给予公司“强烈推荐-A”的投资评级，认为公司是分享国内核电爆发性增长带来的机会的良好标的。

表 1：收入预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
火电	2,031,400	2,031,400	1,990,772	1,891,233
同比增长(%)		0.00%	-2.00%	-5.00%
毛利率(%)	16.55%	17.50%	18.55%	18.00%
水电	259,700	246,715	234,379	222,660
同比增长(%)		-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率(%)	11.20%	12.00%	12.00%	12.00%
风电	261,700	340,210	442,273	552,841
同比增长(%)		30.00%	30.00%	25.00%
毛利率(%)	14.69%	16.00%	18.00%	20.00%
核电		200,000	400,000	1,000,000
同比增长(%)		25.80%	100.00%	150.00%
毛利率(%)		15.00%	18.00%	19.30%
其他		200,000	230,000	257,600

同比增长(%)		15.00%	12.00%
毛利率(%)	8.00%	8.00%	8.00%
合计	3,018,325	3,297,424	3,924,335
火电	2,031,400	2,031,400	1,990,772
		1,990,772	1,891,233

表 2：利润预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	2,794,805	3,018,325	3,297,424	3,924,335
营业收入	2,794,805	3,018,325	3,297,424	3,924,335
营业总成本	2,639,698	2,824,860	3,045,455	3,623,510
营业成本	2,338,992	2,532,791	2,730,001	3,233,017
营业税金及附加	5,864	6,037	6,595	7,849
销售费用	46,440	72,440	79,138	94,184
管理费用	168,363	163,593	178,720	235,460
财务费用	18,250	10,000	11,000	13,000
资产减值损失	61,789	40,000	40,000	40,000
公允价值变动净收益	(71)			
投资净收益	(863)			
营业利润	154,173	193,465	251,969	300,825
加：营业外收入	51,776	6,000	6,000	6,000
减：营业外支出	198,621	20,000	20,000	20,000
利润总额	7,327	179,465	237,969	286,825
减：所得税	(13,735)	26,920	35,695	43,024
净利润	21,062	152,545	202,274	243,801
减：少数股东损益	3,462	2,000	2,300	2,500
归属于母公司所有者的净利润	17,600	150,545	199,974	241,301
每股收益(元)	0.21	1.50	2.00	2.41

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			