

东方电气 600875.SH



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

东方电气 2009 年报点评

- 10 年公司风电、核电两架马车将并驾齐驱

事件:

东方电气发布 2009 年年报, 实现收入 332 亿元, 同比增长 16.58%; 实现归属于母公司净利润 15.7 亿元, 同比增长 930.36%; 每股收益 1.57 元/股, 符合我们预期。分配方案为每 10 股派现金红利 1.6 元, 以资本公积金每 10 股转增 10 股。

投资要点:

09 年风电大幅增长, 订单结构改善: 09 年公司火电、风电、水电、核电产品分别实现收入 207.9 亿元、62.8 亿元、30 亿元和 21 亿元, 同比增速分别为 2.4%、140%、16%、117%, 其中火电产品比重下降了 9.8 个百分点, 风电、核电产品比重分别增加了约 10 个和 3 个百分点, 水电产品比重基本持平。风电毛利率 17.50%, 同比增长 6.02%, 主要原因是风电产品实现规模化量产, 国产化率提高。

核电新增订单位居第二, 未来增长引擎可期: 公司在手订单 1300 亿元: 全年新增订货 568 亿元, 其中国际合同约 21 亿美元。截止 2009 年末, 公司在手订单: 火电 676 亿元, 水电 104 亿元, 风电 91 亿元, 核电 377 亿元, 其它 52 亿元; 出口项目占 15%, 公司首次进入巴西、沙特和博茨瓦纳等国家电力市场。

10 年公司风电、核电两架马车将并驾齐驱: 预计 2010 年公司火电业务收入小幅下滑 5% 左右。水电业务增长相对平稳, 略好于火电, 销售收入与去年持平。东方电气在手风电订单 90 亿元左右, 预计公司 2010 年出货 1500 台, 按此预计公司 2010 年将实现收入 110 亿元, 我们预计风电业务将继续大幅增长, 公司产品结构优化可抵消整个行业的毛利率下降趋势; 2009 年公司核电业务毛利率为 -0.52%, 但目前公司常规岛业务毛利率高于传统火电, 随着核心技术的引进和消化吸收、核电产品零部件国产化率的提高以及规模化生产, 未来核电设备的盈利能力有很大提升空间, 预计将先达到 15% 左右的毛利率水平。公司预计 2010 年核电业务收入可达 40 亿元, 2011 年收入则超过 90 亿元。

投资策略: 我们预计 10、11 年公司实现营业收入 375 亿元、439 亿元, 实现归属于母公司净利润 20.4 亿元、27.6 亿元, 同比增长 30%、35%, EPS 分别为 2.03 元和 2.7 元, 最新收盘价对应 10、11 年 P/E 分别为 25 倍和 19 倍, 给予“强烈推荐”的投资建议,

财务摘要	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	28497	33223	37500	43900
主营收入同比	15%	17%	13%	17%
净利润(百万元)	153	1572	2043	2758
净利同比	-92%	930%	30%	35%
EPS(元)	0.17	1.57	2.03	2.7
PE(倍)	302	33	25	19

请务必阅读正文之后的重要声明

电 气 设 备

评级: 强烈推荐

上次评级: 强烈推荐

目标价格: ¥ 56.8

当前价格: ¥ 51.4

2010.4.28

基础数据

总股本/流通 A 股 (亿股)	10.02 / 4.75
总市值 (亿元)	515.03
流通市值 (亿元)	244.15
每股净资产 (元)	8.69
净资产收益率 (%)	18.05

交易数据

52 周内股价区间 (元)	36.78 ~ 53.52
静态市盈率 (倍)	33
动态市盈率 (倍)	25
市净率 (倍)	5.9

52 周内股价走势



穆运周 执业证书编号: S0820210010027

电话 021-32229888*3506

邮箱 muyunzhou@ajzq.com

相关报告

东方电气发布 2009 年年报，实现收入 332 亿元，同比增长 16.58%；实现归属于母公司净利润 15.7 亿元，同比增长 930.36%；每股收益 1.57 元/股，符合我们预期。分配方案为每 10 股派现金红利 1.6 元，以资本公积金每 10 股转增 10 股。

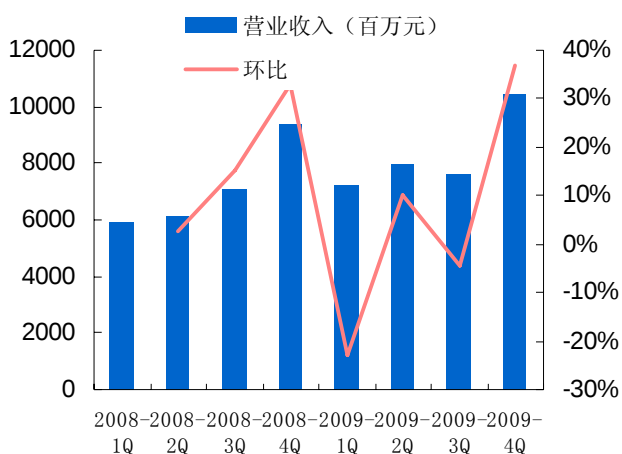
一、09 年风电大幅增长，订单结构改善

1. 收入结构优化，综合毛利率提升

分产品来看，火电、风电、水电、核电产品分别实现收入 207.9 亿元、62.8 亿元、30 亿元和 21 亿元，同比增速分别为 2.4%、140%、16%、117%，四类产品分别占主营收入的 63.5%、19.2%、9% 和 6.5%，其中火电产品比重下降了 9.8 个百分点，风电、核电产品比重分别增加了约 10 个和 3 个百分点，水电产品比重基本持平。

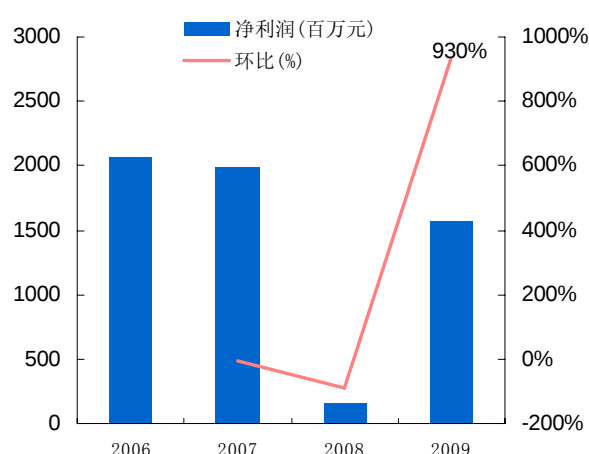
公司 09 年综合毛利率同比上升 1.12 个百分点。火电毛利率 19.49%，同比增长 1.63%；水电毛利率 10.61%，同比增长 0.99%；风电毛利率 17.50%，同比增长 6.02%，主要原因是风电产品实现规模化量产，国产化率提高。

图 1: 主营收入变化 (百万元)



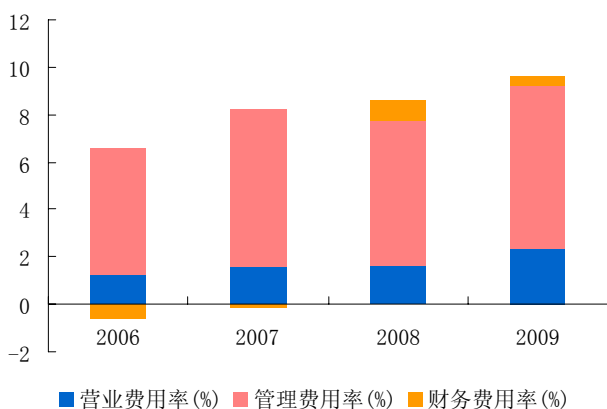
(数据来源: 公司公告 爱建证券)

图 2: 净利润变化 (百万元)



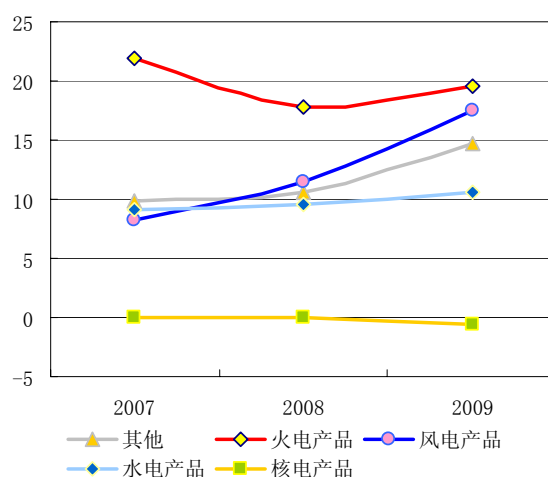
(数据来源: 公司公告 爱建证券)

图 3: 期间费用构成变化 (%)



(数据来源: 公司公告 爱建证券)

图 4: 各业务毛利率变化情况 (%)



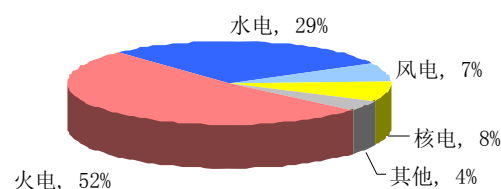
(数据来源: 公司公告 爱建证券)

在期间费用方面，公司表现良好，三项费用率为 9.58%，同比上升了 1.24 个百分点，其中销售费用同比增长 68.9%，主要是由于风电销售计提的三包损失增加。管理费用同比增长 29%，主要是地震后重建的修理费用和运输费用增加，而财务费用同比下降 40.7%，主要由于非公开增发募集资金到位。

2.核电新增订单位居第二，未来增长引擎可期

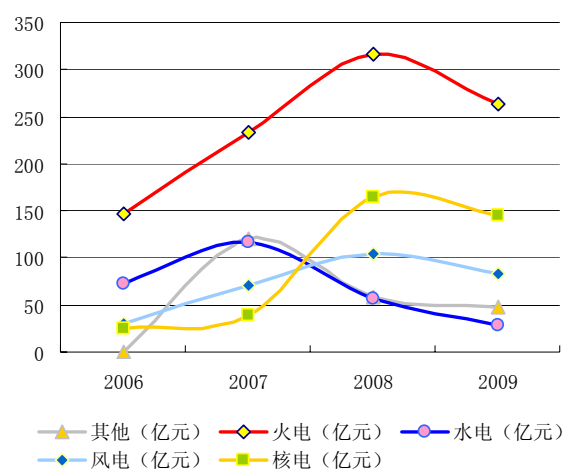
公司在手订单 1300 亿元：全年新增订货 568 亿元，其中国际合同约 21 亿美元。新增订单中，火电 263 亿元、核电 145 亿元、风电 83 亿元、水电 29 亿元、其它 48 亿元。截止 2009 年末，公司在手订单达 1300 亿元，其中：火电 676 亿元，水电 104 亿元，风电 91 亿元，核电 377 亿元，其它 52 亿元；在手订单中，出口项目占 15%，公司首次进入巴西、沙特和博茨瓦纳等国家电力市场。

图 5: 2009 年在手订单结构(%)



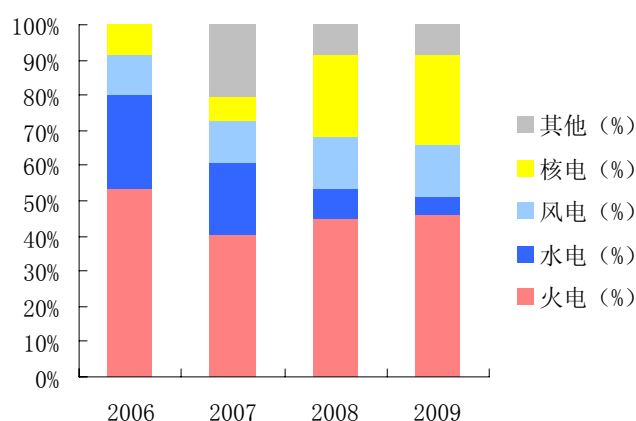
(数据来源: 公司公告 爱建证券)

图 6: 新增订单变化情况(亿元)



(数据来源: 公司公告 爱建证券)

图 7: 2006-2009 年在手订单结构变化情况(%)



(数据来源: 公司公告 爱建证券)

二、10 年公司风电、核电两架马车将并驾齐驱

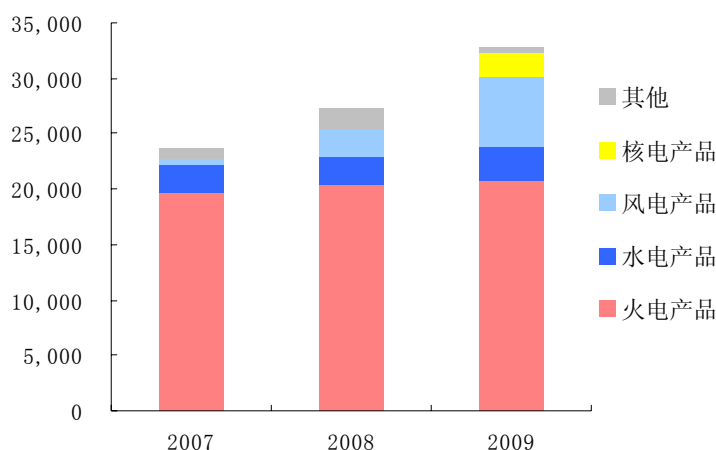
1. 火电—收入将小幅下滑，公司积极开拓国外市场

预计今年该公司火电订单将会减少，会对今年公司新增订单带来影响，但今后核电等订单有望增加，有可能弥补火电订单下滑的影响。公司的策略是凭借产品综合性价比继续深挖印度、越南、伊朗等传统市场，同时东方电气的水电、火电项目还积极开拓巴西、沙特等其他市场，并逐步向火电中高端市场挺进，由于公司 09 年出口比例仅为 1%，而出口订单占 15%，其中绝大部分为火电设备，我们认为出口业务的增长可部分抵消国内业务的下滑，预计 2010 年公司火电业务收入小幅下滑 5% 左右。

2. 水电—未来增长相对平稳

水电业务增长相对平稳，略好于火电，但新增订单不明显。2009 年，公司水电业务收入同比增长 16.14%，新增水电设备订单 29 亿元，总在手订单 104 亿元。公司全部新增的水电设备订单主要来自于上半年巴西的 4.1 亿美元大型贯流式水轮发电机组供货合同。传统的水电开发已经面临困难，公司表示未来几年国内水电市场以大型项目为主，抽水蓄能机组与核电站配合使用将给水电市场提供增长空间。目前公司已经具备 30 万千瓦抽水蓄能机组的设计制造能力，预计 2010 年销售收入与去年持平。

图 8:2007-2009 各业务收入增长情况(百万元)



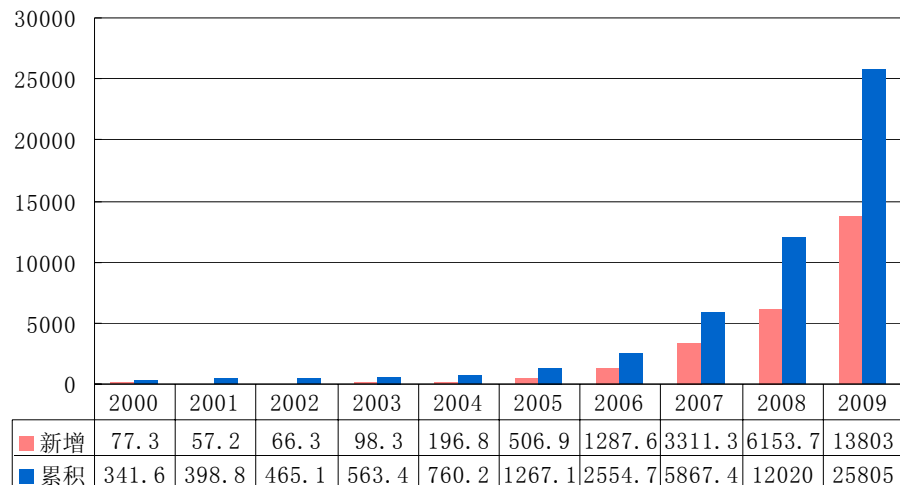
(数据来源：公司公告 爱建证券)

3. 风电—行业竞争激烈，公司收入增长稳健

公司风电产量 07 年为 260 台，08 年 800 台，09 年产量 1203 台，同比增长 50%，实现收入 62.8 亿元，2010 年公司风电在手订单充足，且天津、杭州基地投产后，可新增产能 1000 台以上，至 2009 年年末，东方电气在手风电订单 90 亿元左右，2010 年风电的销售收入将超过 2009 年。预计公司 2010 年出货 1500 台，公司主流产品为 1.5MW，目前风机单位千瓦报价在 5000 元左右，按此预计公司 2010 年将实现收入 110 亿元，风电业务将继续大幅增长，未来 3 年将与核电业务并驾齐驱，成为公司主要盈利增长点。

公司表示期望风电业务出现如过去的“疯狂”增长是不现实的，预计未来内地风电会平稳发展。由于当前内地有几十家风电厂家，竞争激烈，今年其毛利率面临下滑趋势。由于要面对原材料价格上涨，今年风电业务整体毛利率不太明朗，但未来其高毛利率产品的比重会增加。

图 9: 2000-2009 年中国风电装机容量 (MW)



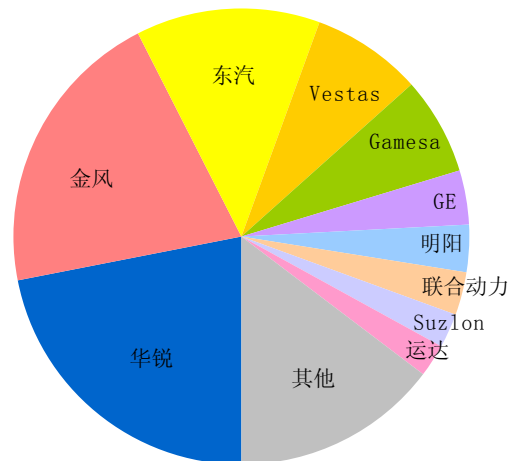
(数据来源: 爱建证券)

近日国家能源局、国家海洋局联合下发《海上风电开发建设管理暂行办法》，规范海上风电建设，以促进海域空间资源合理利用。我们预计我国海上风电发展有望提速，目前东电继续保持市场前三甲的位置。公司目前已经完成 1MW 直驱、2.5MW 双馈风电机组的开发设计，同时正在开发设计 1.5MW 自驱、3MW 功率等级的半直驱的风机设计。东方电气将致力于全系列风电机组的开发设计和制造。东方电气在海上风电上已经有对应的机型准备，目前积极推进相关工作。

表 1: 风电企业 2009 年累积装机容量 10 强

企业名称	装机容量(MW)	市场份额
华锐	5652	21.89%
金风	5343.85	20.69%
东汽	3328.5	12.89%
Vestas	2011.5	7.79%
Gamesa	1828.75	7.08%
GE	957	3.71%
明阳	895.5	3.47%
联合动力	792	3.07%
Suzlon	605.25	2.34%
运达	594	2.30%
其他	3814.45	14.77%
合计	25822.8	100.00%

(数据来源: 爱建证券)



4. 核电—10 年扭亏，业绩将超 40 亿元

虽去年东方电气核电业务录得分部业绩亏损 3,334 万元，但公司去年核电设备的销售收入已达 20 多亿元。核电目前在手订单接近 400 亿，市场份额第一。另外公司三代技术方面，公司一举获得桃花江 AP1000 项目、台山 EPR 核电项目部分核岛主设备分包合同，使东方电气成为首家同时承担 CPR1000、ERP 和 AP1000 核岛和常规岛设备的制造企业。

表 2:国内在建核电站

核电站	装机容量 (万千瓦)	技术	开工时间	预计投运时间	国产化率	投资额
岭澳二期	2*100	CPR1000	2005 年	2010-2011 年	70%	260
辽宁红沿河一期	4*100	CPR1000	2007-2008 年	2012-2013 年	60%	486
福建宁德一期	4*100	CPR1000	2008 年	2012-2013 年	75%	490
福建德清一期	2*100	CPR1000	2008-2009 年	2013-2014 年	75%	267.6
浙江方家山	2*110	CPR1000	2008 年	2013-2014 年	80%	268.7
广东阳江一期	6*100	CPR1000	2008-2009 年	2013-2015 年	83%	742
广东台山一期	2*175	EPR	2009 年	2013-2014 年	50%	237
浙江三门一期	2*125	AP1000	2009 年	2013-2014 年	70%	250
山东海阳一期	2*125	AP1000	2009 年	2014-2015 年	60%	400
海南昌江一期	2*65	CNP650	2010 年 4 月	2014-2015 年	70%	190
合 计	3000					3591.3

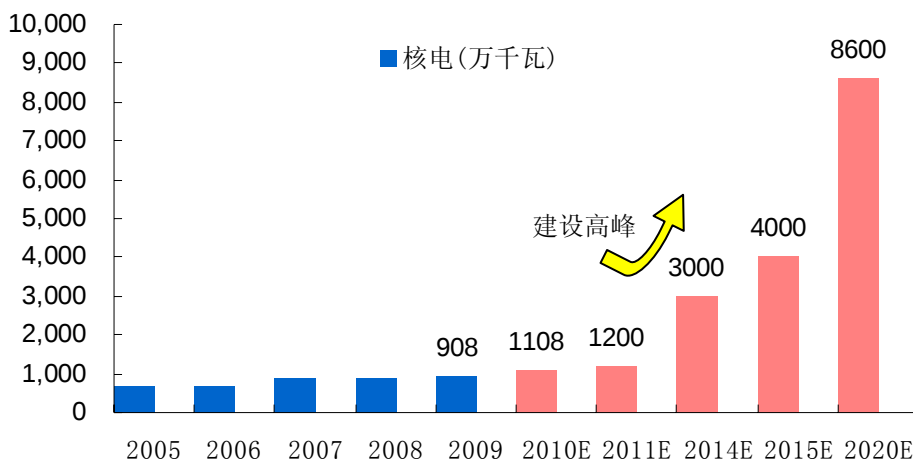
(数据来源: 爱建证券)

公司于前年完成收购广州东方重机, 协议规定今年保证盈利 1.6 亿元。广州东方重机主要从事核电关键设备核岛的生产, 而当前东方电气持有该公司 57.3% 股权。预计公司 2010 年能够完成交货常规岛 2 套, 核岛可以实现 1 套压力容器、6 台蒸汽发生器、8 台汽水分离器的交货。

2009 年公司核电业务毛利率为-0.52%, 核电设备的生产、检验、运输和安装都有着相当高的技术要求, 其毛利率水平理当高于一般发电设备。目前公司常规岛业务毛利率高于传统火电, 随着核心技术的引进和消化吸收、核电产品零部件国产化率的提高以及规模化生产, 未来核电设备的盈利能力有很大提升空间, 预计将先达到 15% 左右的毛利率水平。

公司预计 2010 年核电业务收入可达 40 亿元, 2011 年收入则超过 90 亿元。根据国家的规划, 到 2020 年要建成 8,000 万千瓦的核电站, 在建核电机组总计 3000 万千瓦, 意味着平均每年国家会推出 6 至 8 个核电机组招标, 看好公司相关业务的发展前景。

图 9: 中国核电装机容量发展及规划假设情况



(数据来源: 爱建证券)

表 3:核电中游设备介绍

设备	成本占比	主要设备	国内主要供应商	国外供应商
核岛设备	50%	反应堆堆芯、堆内构件、控制棒驱动机构、蒸汽发生器、主泵、安注箱、硼注箱和稳压器等	上海电气、东方电气、哈动力、一重、西安核设备、沈鼓	阿海珐、斗山、ENSA、三菱重工、NCMD、KSB
常规岛设备	30%	括汽轮机、发电机、除氧器、凝汽器、汽轮机及发电机和循环水泵等	上海电气、东方电气、哈动力	三菱重工、阿尔斯通
辅助设备	20%	安全系统设备、空冷系统、电气系统、阀门、各种泵、管线等其他设备	哈空调、海陆重工、奥特迅、自仪股份	阿海珐、三菱重工

(数据来源: 爱建证券)

三、投资策略

2010 年公司预期发电设备产量将在 2009 年 2903 万千瓦基础上有所提升, 目标为 3010 万千瓦。业务分布来看, 火电依旧占大头, 占 60%-70%左右, 水电在 400 万-500 万千瓦, 保持平稳, 风电在去年 180 万千瓦的基础上有所增加, 营收增速在 75%左右。核电业务增长较快, 10 年收入可达 40 亿元, 增速为 87%左右, 2011 年收入则超过 90 亿元。

表 4:公司分部收入预测

单位(百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E
火电产品	19617	20314	20795	19000	16500
同比		3.6%	2.4%	-8.6%	-13.2%
水电产品	2648.36	2597	3016	3000	2900
同比		-1.9%	16.1%	0.0%	0.0%
风电产品	551.67	2617	6279	11000	15000
同比		374.4%	139.9%	75.2%	36.4%
核电产品	-	-	2134	4000	9000
同比				87.4%	125.0%
其他	744.35	1643	530	500	500
总计			32754	37500	43900

(数据来源: 爱建证券)

我们预计 2010 年、2011 年公司实现营业收入 375 亿元、439 亿元, 实现归属于母公司净利润 20.4 亿元、27.6 亿元, 同比增长 30%、35%, EPS 分别为 2.03 元和 2.7 元, 最新收盘价对应 10、11 年 P/E 分别为 25 倍和 19 倍, 给予“强烈推荐”的投资建议, 目标价格 56.8 元。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。