

东方电气 (600875) 电力设备新能源行业

评级：买入

公司深度研究报告

市价 (元) 27.82

目标 (元) 32~40

市场数据

52 周最高/最低(元)	35.68
市净率	5.95
总股本(百万)	2,003.86
流通 A 股(百万)	1,883.93
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-
总市值 (百万元)	60,516.5720
流通 A 股市值 (百万元)	56,894.69

相对股价表现



相关研究

东方电气 (600875) 深度报告

——日本核事故错杀出来的机会

核心观点：1、市场对日本核泄漏事故反应过度，股价超跌
2、市场预期处于过度悲观状态，为未来预期转好提供空间

投资要点：

- **后福岛核泄漏时代——依然看好核电中长期发展。**三里岛核事故后，美国将核电封存三十年，但是今年来美国又重新大举建设核电站。从美国的例子中，我们可以得出，一次核事故不至于让人类放弃核电，核电诸多的优越性决定了它拥有强大的生命力，三十年后美国又向全世界宣布美国需要核电。对比中国的情况，我们认为，当今中国的核电技术的安全性是之前老旧机组所无法相比的，我们不需要三十年的时间去考虑再得出一个同样需要核电的答案。根据中国的国情，我们预计用不了太长时间我国的核电计划必然会重启。
- **即使没有核电，公司风电、水电和火电板块亦可占领大部分核电腾挪出来的装机容量。**在这种极端的情况下，由于受到一些硬性指标的限制（2020年全国单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降40-45%，以及到2020年使非化石能源占一次能源消费的比重达到15%），再不发展核电的情况下必然政府要找一种其它形式的新能源来替代核电，那么水电、风电、太阳能和超大容量火电等低碳电源就会成为可供选择的方向。公司风电、水电和火电业务无疑都是市场龙头，水电更是世界领先，有理由相信东电可以抢占大部分市场份额。
- **盈利预测：**我们预计公司2011、2012和2013年的EPS分别为1.61元、1.88和2.25元，对应动态PE分别为17倍、14倍和12倍，对应同行业可比公司估值水平，公司存在低估现象，我们认为公司对应11年20~25倍PE比较合理，合理股价区间在32元~40元，给予公司“买入”评级
- **风险提示：**1、原材料价格波动，2、国家政策风险、3、宏观经济风险等

电力设备新能源研究小组

联系人
韩守晖
8621-68761616-8511
hansh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	33,223.25	38080.11	45209.74	53050.66	61771.61
增速	18.87%		18.72%	17.34%	16.44%
主营业务利润	5,637.77	2755.90	3894.12	4550.48	5459.03
增速	25.30%		41.30%	16.86%	19.97%
净利润	1,595.90	2676.01	3310.00	3867.91	4640.18
增速	657.70%		23.69%	16.86%	19.97%
稀释每股收益(元)	1.76	1.29	1.61	1.88	2.25
增速	738.10%	-26.70%	24.81%	16.77%	19.68%
ROE(%)	28.70	22.71%	22.31%	21.05%	20.49%

请务必阅读正文后的免责条款部分

正文目录

1、公司概况	3
2、后福岛核泄漏时代——依然看好核电中长期发展	4
3、最坏的情况——没有核电，东电还有风电、水电和火电	8
4、股价催化剂	9
5、风险提示	9
6、盈利预测和估值	9

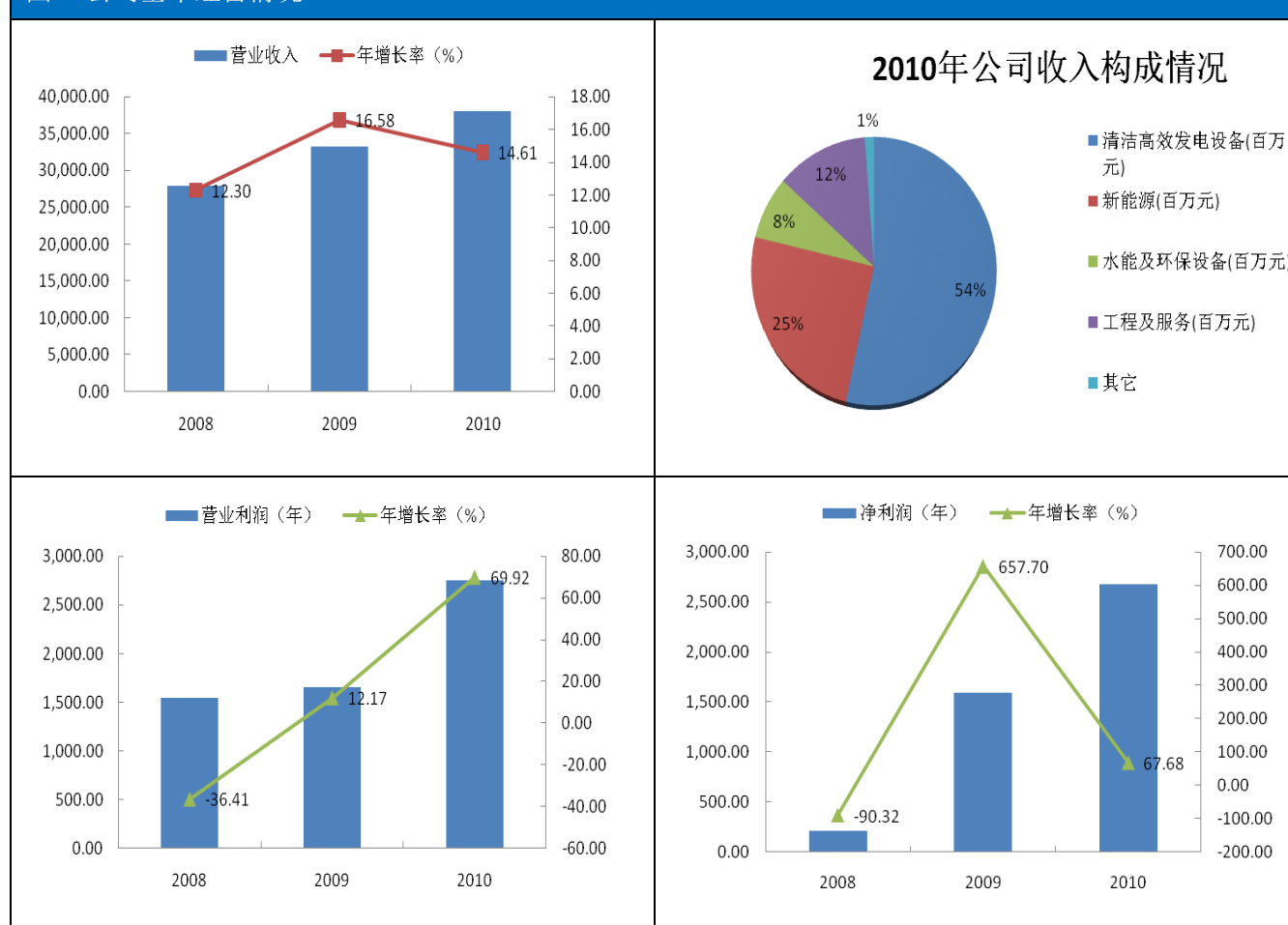
图表目录

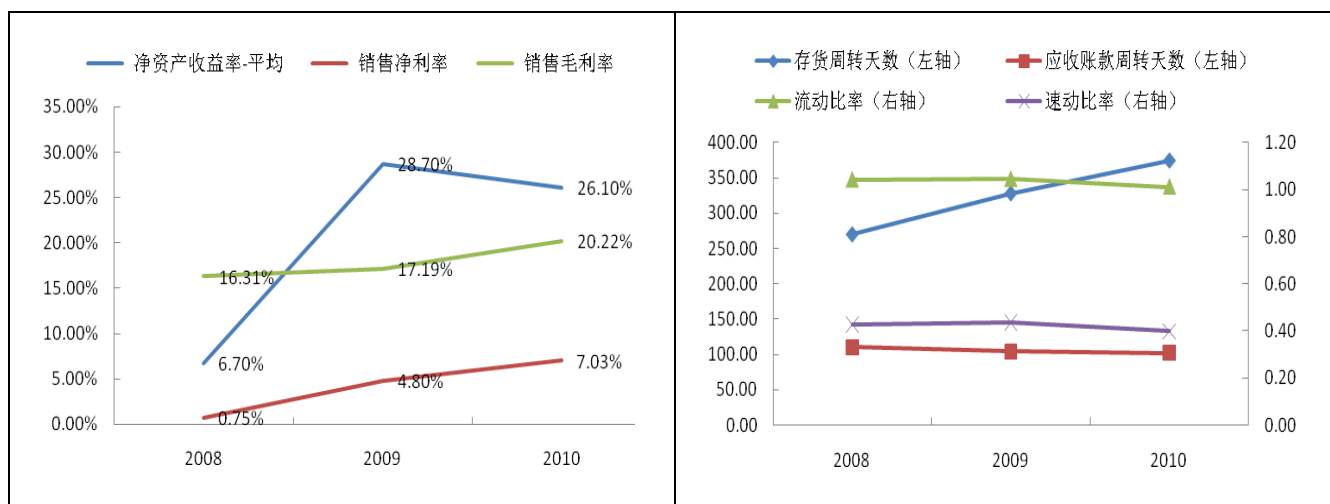
表格 1 截止 2010 年底我国核电站运行机组情况	7
表格 2 截止 2010 年底我国核电站在建项目及规划情况	7
表格 3 利润表预测	9
表格 4 相对价值比较	10
图 1 公司基本经营情况	3
图 2 全球核电装机情况变化	5
图 3 2007 年-2035 年全球发电量结构预测及占比情况预测	6
图 4 中国装机容量占比	7
图 5 中国发电量占比	7

1、公司概况

公司的实际控制人为东方电气集团，隶属于国务院国资委。近年来公司加快核心业务发展，大力推进产业结构调整，形成了高效清洁能源（包括火电成套设备、核电常规岛设备及燃机）、新能源（包括风电、核电核岛设备）、水能及环保（包括水电成套设备、环保）、工程及服务业（包括工程项目及电站改造项目等）四大核心业务板块。发电设备产量从 2005 年的 2028 万千瓦增至 2010 年的 3441 万千瓦，年均增长率 12.6%；营业收入从 2005 年的 163 亿元高速增长至 2010 年的 380.8 亿元，年均增长率 19.0%，公司盈利能力不断增强。

图 1 公司基本经营情况





资料来源：德邦证券研究所

2、后福岛核泄漏时代——依然看好核电中长期发展

此次日本的福岛核泄露事故后，反对核电建设的声音响彻全球。完全可以理解反对核电发展的人们的想法，但是我们仍然坚持看好我国核电未来的发展。

核事故短期对核电建设造成冲击，但中长期影响有限

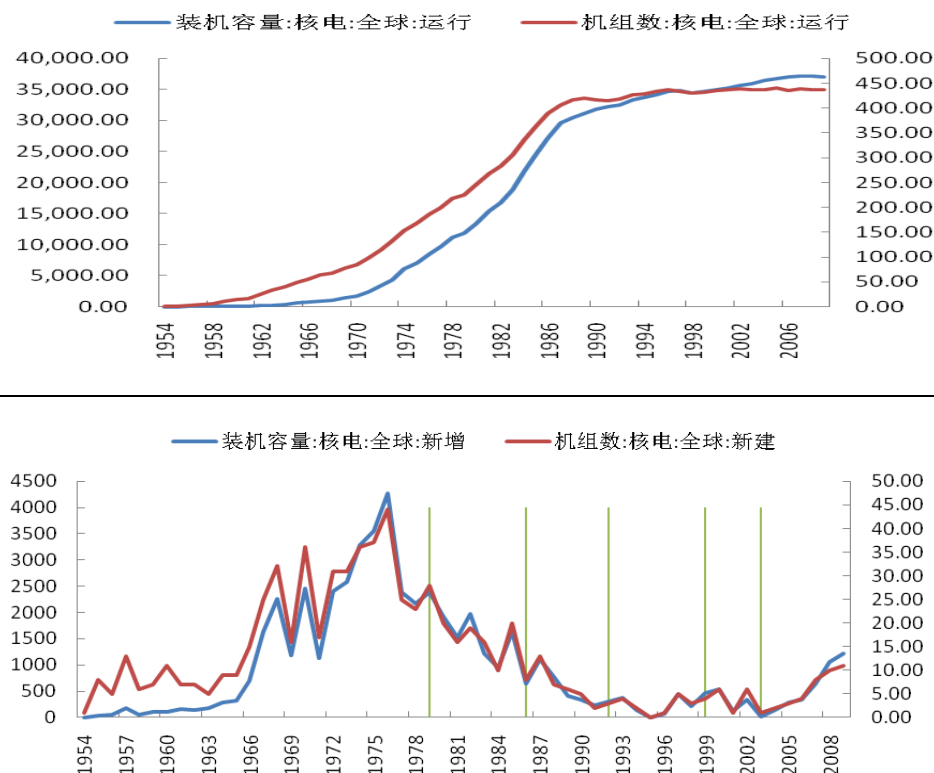
世界重大核电站安全事故盘点：

- 1979 年 3 月 28 日：美国三里岛核电站核泄漏。
- 1986 年 4 月 26 日，切尔诺贝利核电站 4 号核反应堆发生爆炸。当场死亡两人。在过去 20 年间，全世界共有 200 万人遭到了此次核泄漏的威胁，其中 27 万人因此致癌，致癌的人中有 9.3 万人病情危急。
- 1988 年 1 月 6 日，美国俄克拉何马州的一座核电站，由于对核材料筒加热不当引起爆炸，造成 1 名工人死亡，100 人受伤。
- 1992 年 11 月，法国发生严重的核事故：三名工作人员未穿防护服进入一座核粒子加速器后受到污染。
- 1999 年，东京附近的一座核反应堆曾发生辐射泄漏，造成 2 名工人死亡。
- 1998 年到 2002 年：印度在四年间核电站共发生了 6 次核泄漏事故。
- 2003 年 12 月 29 日：韩国荣光核电厂 5 号机组发生核泄漏事故。
- 2004 年 8 月 9 日，正值日本长崎市民纪念第五十九个“原子弹被爆日”

时，日本中部福井县美滨核电站再次发生蒸汽泄漏事故，导致 4 人死亡，7 人受伤。

➤ 2005 年 5 月，英国最大核电站、位于英格兰北部的塞拉菲尔德核电站的热氧再处理电厂因发生放射性液体泄漏事件被迫关闭。

图 2 全球核电装机情况变化



备注：竖线为我们标注的历史上发生核电事故的时点

资料来源：德邦证券研究所

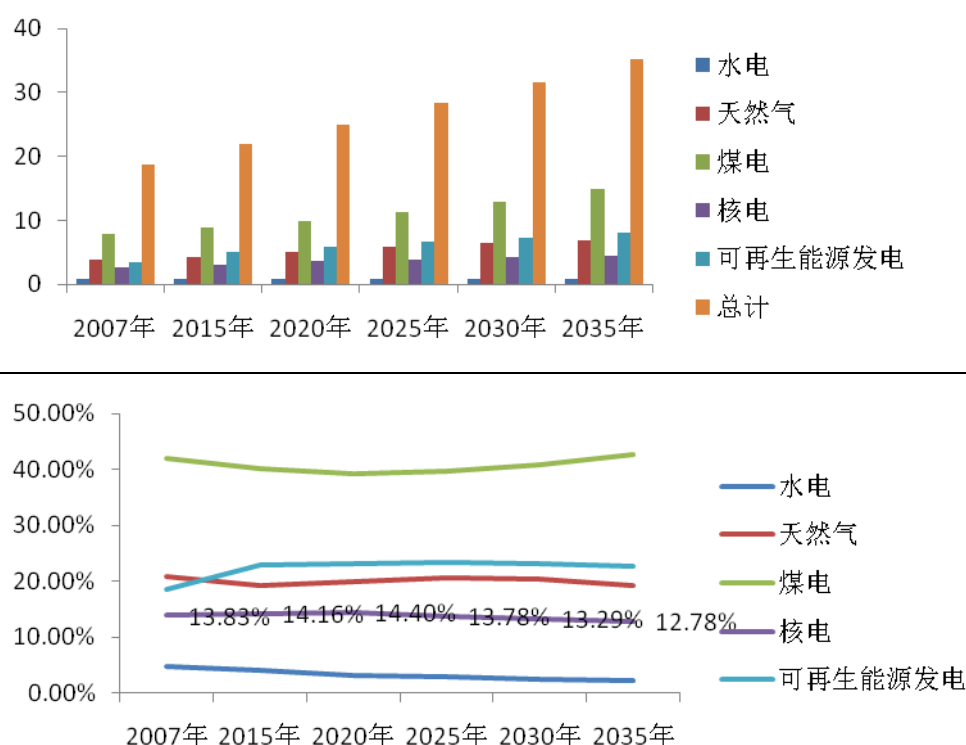
从以上两幅图中我们可以看到，全球的核电装机容量在 1990 年之前保持了较快的增长速度，此后装机量增速较为平稳，在 2002 年之后又出现了加速上升的态势。

美国核电尘封三十年，核电复兴计划再启动：1979 年美国三哩岛核电站核泄漏事故之后很长时间内，美国政府再没有批准过任何新核电站建造项目，直到最近几年还是如此。但是，这两年美国重启了“核电复兴”计划。2007 年美国国会曾拨款 185 亿美元用于发展核电，如今这笔资金还剩下 102 亿美元。今年，奥巴马又在 2012 年的财政预算中拨出 360 亿用于新建数个核电站，拨款力度之大可见美国政府发展核电的决心。在日本福岛核危机事件发生之后，奥巴马在面临巨大

压力的情况了，多次表示支持核电的发展。单从美国的这一举动我们可以看出，一次核事故不至于让人类放弃核电，核电诸多的优越性决定了它拥有强大的生命力，三十年后美国又向全世界宣布美国需要核电。对比中国的情况，我们认为，当今中国的核电技术的安全性是之前老旧机组所无法相比的，我们不需要三十年的时间去考虑再得出一个同样需要核电的答案。根据中国的国情，我们认为很快我国的核电计划必然会重启。

目前我国核电占比远低于国际平均水平，发展空间巨大：相比世界平均水平我国的核电占比还非常低。目前，全球核电发电量占整个发电量的比例大约在 14% 左右，而我国 2010 年核电的发电量占比才刚过 1%，差距十分明显。

图 3 2007 年-2035 年全球发电量结构预测及占比情况预测



数据来源：国际能源署 德邦研究所

图 4 中国装机容量占比

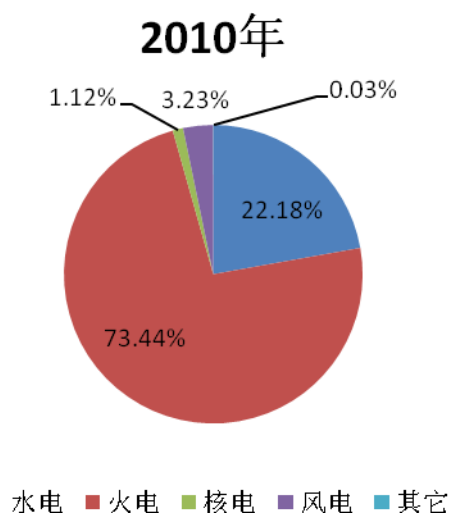
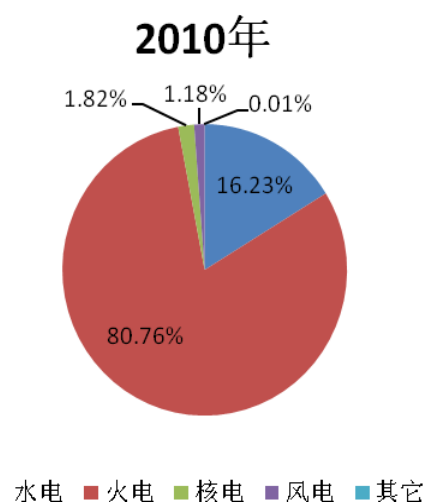


图 5 中国发电量占比



数据来源：德邦研究所

表格 1 截止 2010 年底我国核电站运行机组情况

序号	核电站名称	机组额定功率（万千瓦）	机组数量（台）	技术类别	业主
1	秦山一期 30	30	1	CNP300	中核 12
2	大亚湾 98.4	98.4	2	M310	中广核
3	秦山二期 65	65	2	CNP650	中核
4	岭澳一期 99	99	2	CPR1000	中广核
5	秦山三期 72	72	2	CANDU6	中核
6	田湾 106	106	2	AES-91	中核
7	岭澳二期 1#机组 108	108	1	CPR1000	中广核
8	秦山二期扩建 3#	65	1	CNP650	中核
	合计	1083.8			

数据来源：德邦研究

表格 2 截止 2010 年底我国核电站在建项目及规划情况

序号	核电站名称	机组功率级别（万千瓦，一期）	机组数量（台，一期/总规划）	技术类别	开工日期
1	红沿河核电站	100	4/6	CPR1000	2007
2	宁德核电站	100	2/6	CPR1000	2008
3	阳江核电站	100	6/8	CPR1000	2008
4	广西防城港核电站	108	2/6	CPR1000	2010
5	台山核电站	175	2	EPR	2009
6	福清核电站	100	2/6	CNP1000	2008
7	方家山核电站	100	2	CNP1000	2008
8	浙江三门核电站	125	2/6	AP1000	2009

9	海南昌江核电站	65	2/4	CNP650	2010
10	田湾核电站 5/6 号机组	100	2	CNP1000	2010
11	山东海阳核电站	125	2/6	AP1000	2009
12	石岛湾核电站*	20	1	高温气冷堆 2010	2010
13	岭澳二期 2#机组	108	1	CPR1000	2007
14	秦山二期扩建 4#机组	65	1	CNP650	2008

数据来源：德邦研究

核电的经济性目前远超其它形式的新兴能源

我们知道新能源大发展的核心逻辑就是一个成本问题。目前，太阳能、风能等新兴能源的发展均建立在政府补贴的基础之上。倘若政府的补贴政策有所变化，那么就会出现在西班牙那样太阳能装机量急速跳水的状况。按国内近期核准的同类机组的造价水平测算，预计一次建设 2 台二代加改进型核电机组的总投资约 260~275 亿元。按此造价水平测算的单位发电成本约 0.24~0.25 元/度。各项成本构。相对于核电而言，太阳能和风电又有着各自的一些问题，比如太阳能发电的成本到目前为止仍然在 1 元/度以上，而风电由于存在上网难的问题，大力发展目前依然存在瓶颈。因此、一定时期内我们认为核电的经济性仍然是它的独特优势。

我国对世界的碳减排承诺是刚性指标

中国政府向全世界郑重承诺到 2020 年全国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40-45%，以及到 2020 年使非化石能源占一次能源消费的比重达到 15% 左右。我们认为中国要实现大规模的减排目标是可行的但也是需要付出巨大努力的，如果没有核电的贡献恐怕这一目标很难实现

3、最坏的情况——没有核电，东电还有风电、水电和火电

我们假设一种极端的情况：**中国从此停止发展核电站**

在这种极端的情况下，由于受到一些硬性指标的限制（2020 年全国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40-45%，以及到 2020 年使非化石能源占一次能源消费的比重达到 15%），再不发展核电的情况下必然政府要找一种其它形式的新

兴能源来替代核电，那么水电、风电、太阳能和超大容量火电等低碳电源就会成为可供选择的方向。目前，东电的水电业务可以说已经是全球领先，唯一的竞争对手就只剩下阿尔斯通；风电业务在全国也已经杀入前三甲，超大容量火电机组更加无疑是业内龙头，太阳能发电板块公司目前也有部署。

我们认为在这样的情况下，即使我国核电发展一段时间内停滞，东电依靠其他业务板块在行业内的强势地位，在核电腾出的电源市场份额中，也必然会获得超过市场平均水平订单。因此、短期内市场对东电的恐慌性抛售已属于一种非理性行为。

4、股价催化剂

核安全规划批准，重启核电审批计划

5、风险提示

公司主要材料价格上涨风险

自然灾害风险，如地震等

宏观经济波动，造成电源建设放缓的风险等

6、盈利预测和估值

表格 3 利润表预测

	2010	2011E	2012E	2013E
清洁高效发电设备(百万元)	20,394.23	22433.65	24677.02	27144.72
增速	-2.70%	10%	10%	10%
毛利率	18.81%	20%	20%	20%
新能源(百万元)	9,518.15	11897.69	14277.23	17132.67
增速	25.55%	25%	20%	20%
毛利率	21.83%	22%	22%	22%
水能及环保设备(百万元)	2,957.64	3253.40	3578.74	3936.62
增速	-8.87%	10%	10%	10%

毛利率	17.48%	18%	18%	18%
工程及服务(百万元)	4,733.81	7100.72	9941.00	12923.30
增速	379.54%	50%	40%	30%
毛利率	22.43%	23%	23%	23%
其它	476.28	523.91	576.30	633.93
增速		10%	10%	10%
毛利率	20%	20%	20%	20%
营业收入总计 (百万元)	38080.11	45209.74	53050.66	61771.61
增速	14.61%	18.72%	17.34%	16.44%
综合毛利率	19.93%	20.85%	20.97%	21.05%

资料来源：德邦研究

我们预计公司 2011、2012 和 2013 年的 EPS 分别为 1.61 元、1.88 和 2.25 元，对应动态 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍，对应同行业可比公司估值水平，公司存在低估现象，我们认为公司对应 11 年 20~25 倍 PE 比较合理，合理股价区间在 32 元~40 元，给予公司“买入”评级

表格 4 相对价值比较

代码	简称	股价	EPS			PE	
			09 年	10E	11E	10E	11E
600875	东方电气	27.820	1.76	1.23	1.58	23	17
601727	上海电气	7.870	0.20	0.24	0.29	33	27
601558	华锐风电	74.140	2.06	2.81	3.63	26	20
002202	金风科技	20.650	1.25	0.94	1.17	22	18
600290	华仪电气	24.230	0.31	0.39	0.59	62	41
002255	海陆重工	34.800	0.94	1.11	1.32	31	26

资料来源：德邦研究

财务报表预测

资产负债表				利润表			
单位:百万元				单位:百万元			
会计年度	2011E	2012E	2013E	会计年度	2011E	2012E	2013E
流动资产	3920.12	7905.64	12619.49	营业收入	45209.74	53050.66	61771.61
现金	3920.12	7905.64	12619.49	营业成本	35783.51	41925.94	48768.69
应收账款	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	184.80	234.02	281.91
其它应收款	0.00	0.00	0.00	营业费用	962.63	1150.89	1326.64
预付账款	0.00	0.00	0.00	管理费用	3658.47	4292.97	4998.69
存货	0.00	0.00	0.00	财务费用	-177.98	-164.64	-298.78
其他	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	904.19	1061.01	1235.43
非流动资产	11189.57	10693.43	10188.22	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
长期投资	325.46	325.46	325.46	投资净收益	0.00	0.00	0.00
固定资产	8741.42	8533.00	8267.74	营业利润	3894.12	4550.48	5459.03
无形资产	926.82	878.04	829.26	营业外收入	0.00	0.00	0.00
其他	1195.86	956.93	765.76	营业外支出	0.00	0.00	0.00
资产总计	15109.69	18599.07	22807.71	利润总额	3894.12	4550.48	5459.03
流动负债	55.16	55.16	55.16	所得税	584.12	682.57	818.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	净利润	3310.00	3867.91	4640.18
应付账款	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	76.39	104.13	126.78
其他	55.16	55.16	55.16	归属母公司净利润	3233.62	3763.77	4513.40
非流动负债	220.65	165.49	110.32	EBITDA	4200.93	4881.97	5665.46
长期借款	220.65	165.49	110.32	EPS (摊薄)	1.61	1.88	2.25
其他	0.00	0.00	0.00	主要财务比率			
负债合计	275.81	220.65	165.49	会计年度	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	822.01	926.15	1052.93	成长能力			
归属母公司股东权益	14011.87	17452.28	21589.30	营业收入	18.72%	17.34%	16.44%
负债和股东权益	15109.69	18599.07	22807.71	营业利润	41.30%	16.86%	19.97%
现金流量表	单位:百万元			归属于母公司净利润	25.48%	16.40%	19.92%
会计年度	2011E	2012E	2013E	净利润			
经营活动现金流	-6290.79	4199.40	4846.61	获利能力			
净利润	3310.00	3867.91	4640.18	毛利率	20.85%	20.97%	21.05%
折旧摊销	484.79	496.13	505.21	净利率	7.32%	7.29%	7.51%
财务费用	-177.98	-164.64	-298.78	ROE	22.31%	21.05%	20.49%
投资损失	0.00	0.00	0.00	ROIC	22.11%	21.09%	20.16%
营运资金变动	-10599.60	0.00	0.00	偿债能力			
其它	692.01	0.00	0.00	资产负债率	1.83%	1.19%	0.73%
投资活动现金流	468.40	0.00	0.00	净负债比率	1.86%	1.20%	0.73%
				流动比率	71.07	143.32	228.77

资本支出	1088.50	-496.13	-505.21	速动比率	71.07	143.32	228.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	营运能力			
其他	1556.91	-496.13	-505.21	总资产周转率	0.93	3.15	2.98
筹资活动现金流	-4011.79	-213.88	-132.76	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00
短期借款	-2335.00	0.00	0.00	应付账款周转率	0.00	0.00	0.00
长期借款	-55.16	-55.16	-55.16	每股指标（元）			
其他	-1621.63	-158.72	-77.60	每股收益(最新摊薄)	1.61	1.88	2.25
现金净增加额	-9834.17	3985.52	4713.85	每股经营现金流(最新摊薄)	-3.14	2.10	2.42

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
 增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
 中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
 减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。