

评级：审慎推荐（维持）

电力设备及新能源

公司研究报告

 第一创业研究所
 何本虎 S1080210110002

电话：0755-25832648

 邮件：hebenhu@fcsc.cn

东方电气（600202）10 年报点评暨业绩说明会纪要

——2011 年高增长仍确定，维持“审慎推荐”

事件要点：

3 月 31 日，公司发布 2010 年报，实现收入 308.8 亿元，同比增长 14.6%。实现净利润 25.78 亿元，同比增长 67.9%，每股收益为 1.29 元。另外，拟进行 10 派 1.3 元的利润分配。

4 月 1 日，公司在上海举行了 2010 年业绩说明会，我们将会议的主要要点、2010 年报的主要看点以及我们第一创业证券对相关问题的主要看法整理如下。

点评：

Q1、公司主导产品2010年的收入和毛利率总体情况怎样？

A：2010 年，公司收入维持稳健增长态势，增长幅度为 14.6%。另外，公司对业务进行了重新分类。其中，清洁发电设备包括火电和核电的常规岛、新能源包括风电和核岛部分、水能及环保是水电和环保的汇总、还有工程及服务。

分项业务看，新能源和工程服务的收入有比较大的增长，而清洁发电设备和水能及环保有一定幅度下降。毛利率看，除了工程及服务外，其他三项业务的毛利率都有所提高。综合毛利率为 20.2%，较上年提高了 3 个百分点。

图表 1 公司 2010 年主营收入和毛利率变化一览表

	收入（百万）	收入变化	毛利率	毛利率变化
清洁发电设备	20394	-2.7%	18.8%	提高 1.6 个百分点
新能源	9518	25.6%	21.8%	提高 4.0 个百分点
水能及环保	2958	-8.9%	17.5%	提高 5.9 个百分点
工程及服务	4734	379.5%	22.4%	下降 1.0 个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



一创观点: 2010 年的收入情况与我们之前的 15% 的增长预测基本一致, 总体误差不大。我们将公司 2010 年数据按照以往年度进行还原, 基本呈现火电、水电平稳增长, 而风电、核电和工程业务快速增长态势。在火电业务中, 锅炉、汽轮机和发电机的收入大致为 110 亿、70 亿和 25 亿。

其中, 规模最大的火电业务虽然生产规模有所提高, 但收入不会大幅增长。正如我们在 2 月 9 日的专题报告《三大龙头, 谁主沉浮》中分析到, 火电业务的核心价值在于材料国产化背景下的毛利率提升。

图表 2 公司 2010 年主营收入和毛利率变化一览表 (还原为以往分类)

	收入 (百万)	收入变化	毛利率	毛利率变化
火电	20250	-2.5%	21.1%	提高 2.0 个百分点
水电	2970	-1.0%	16.0%	提高 5.0 个百分点
风电	7840	25.1%	19.7%	提高 2.2 个百分点
核电	2632	23.3%	24.7%	提高 16.4 个百分点

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

Q2、水电行业的发展前景对公司业务的影响?

A: 我国水电资源丰富, 未来仍有很大的发展潜力。另外, 水电业务大多分布在云南、贵州、四川等西南地区, 公司具备区域优势。

抽水蓄能作为调峰用的一种能源利用方式, 对未来风电的发展有很大帮助, 但由于风能大多分布在北方地区, 缺水的条件限制了抽水蓄能的发展。

一创观点: 水电作为公司传统能源的重要组成部分, 随着公司业务基数的扩大, 水电的利润贡献比例在下降。截止 2009 年, 水电装机达到 19141 万千瓦, 比重为 22%, 预计 2010 年达到 21000 万千瓦, “十一五” 期间新增总量为 8300 万千瓦。

按照国家规划, 水电初步确定到 2015 年实现常规水电装机达到 2.7 亿千瓦, 对应的 “十二五” 新增为 6000 万千瓦。另外, 实现抽水蓄能装机达到 3000 万千瓦。 “十二五” 的新增总量达到 9000 万千瓦, 总体保持平稳增长, 难以出现大的行业性机会。

我们认为, 公司的抽水蓄能虽然具备很强的竞争力, 但难以作为公司业务快速发展的核心推动力, 预计 “十二五” 总体维持平稳增长。



Q3、日本核电事件对公司业务的影响怎样？

A: 日本核电事件之后，我国加大了核电按审查力度，也暂停了新的核电项目审批。对于公司的影响，短期和中期有所不同。

公司会根据事件影响程度适度调整生产进度，预计 2011 年的核电交货会正常进行，2012 年可能有一定影响，2013 年存在的不确定性要看国家政策的变化。

一创观点：我们总体认为，公司未来 3 年业绩高速增长的核心推动力来自于核电。如果没有日本核电事件的发生，公司是大股票中业绩增长路径最为清晰的公司，要好与特变电工和中国西电，也好与金风科技和华锐风电。

预计 2011 年业绩仍有望保持比较好的增长速度，EPS 为 1.70~1.80 元区间，而 2012 年的业绩存在一定的不确定性，我们原先预测的 EPS 为 2.40~2.50 元的业绩预测可能会调整。同时，在核电事件后，我们将公司评级调整为“审慎推荐”，目前仍维持。

Q4、火电毛利率提升还有多大的空间？

A: 公司近年的业绩增长中，火电仍做了巨大的正贡献，2010 年的火电毛利率提高了 2 个百分点左右，预计仍有提升空间。

一创观点：正如我们在前面分析到的，火电目前的规模已经达到很高的水平，希望规模再度大幅提高是不现实的，但毛利率仍有提升空间。依照历史水平，公司火电毛利率有望逐步提高到 25%~28%。

Q5、公司定单情况怎样？

A: 截止 2010 年，公司在手定单 1400 亿左右，其中，清洁能源占比 63%，接近 900 亿。新能源 16%、水能及环保 10%、工程及服务 11%。在 1400 亿的定单总量中，出口占比为 16%。

其中，2010 年新增定单为 500 亿左右，出口占 22%。按照产品划分，清洁能源占比 43%、新能源 25%、水能及环保 4%、工程及服务 28%。

一创观点：综合新增定单和总量看，2010 年的新增规模 500 亿显著大于公司当年的收入的 380 亿左右规模，显示公司后续业务能力强劲。

另外，海外业务、工程业务和新能源当年新增所占比例逐步提高，也显著高于定单总量的比例，这是公司业务结构调整的重要方向。



Q6、公司风电业务发展情况怎样？

A: 由于国内竞争有所加剧，公司最近在国内风电的进度有所放缓，截止 2010 年，公司在手风电定单 50 亿左右。

2010 年财务数据看，风电设备实现收入增长 30%左右，而且毛利率有 2 个百分点以上的提高。由于公司的风电业务结算采取较为保守策略，预计未来仍有一定幅度的增长。另外，公司 1.5MW 直驱风机已经进入批量生产阶段，将进一步提高竞争力。

一创观点：客观地说，公司目前的风电业务有所滞后，由于风场挂网等原因，新产品的推出进度要落后于金风和华锐，在有些领域要落后于湘电股份。

我们认为，可能与公司最近积极发展核电有关。从公司综合竞争力看，仍然是一流企业，预计未来会有所加快。

Q7、关于管理费用提高，所得税偏低和应收帐款的问题？

A: 管理费用提高主要与加大研发投入，引进人才有关。所得税 2008~2009 年为负数，主要与抵扣有关，另外，2010 年有东方电机和东方汽轮机的地震地区税收减免。

应收帐款偏高主要与公司业务发展有关，按照付款条件，大多有 10%左右的质量保证金，有的 2 年，有的 5 年，使得收入确认后货款形成应收帐款。

一创观点：对于地震地区所得税优惠到期的问题，我们在 2011 年的业绩预测中有体现，将综合所得税调到 10%。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120