

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）11 半年报点评****——期待不确定因素消除，维持“审慎推荐”****事件要点：**

8 月 24 日，公司发布 2010 年报，实现收入 197.59 亿元，同比增长 16.8%。实现净利润 15.38 亿元，同比增长 53.4%，每股收益为 0.77 元。另外，不进行利润分配和转增。

点评：**1、收入增长符合预期，毛利率提升超出预期****核电和工程业务成为收入增长亮点**

收入数据看，公司总体仍延续稳定增长态势。其中，清洁能源和工程业务的增长分别为 17.1%和 86.7%，而新能源和水电基本持平。

清洁能源主要包括火电和常规岛，收入比例达到 60%，17.1%的增长属于近年来比较好的水平。由于没有明细数据，我们只能进行反推。2011 年的核电业务是增长最确定的业务，常规岛预计从 5 亿增长到 40 亿。因此，预计火电增速为 10%左右。我们结合当期结算的汽轮发电机，上半年的 1774 万千瓦比上年的 1317 万千瓦增幅超过 30%，显著超越 17.1%的上半年收入增幅，预计有 200 万千瓦为常规岛。

在新能源业务中，包含了风电和核岛部分。依据上面的核电业务推测出的风电应是下降的，基本反映了行业数据。另外，风电上半年的产量为 587 台（90.6 万千瓦），较上年的 750 台（112.6 万千瓦）也有明显下降，与上面的分析结论一致。

工程及服务业务的增长达到 86.7%，是表现最好的业务。结合 2010 年数据和公司定单情况分析，表现也符合情理。2010 年实现收入 47.3 亿，增长 380%，毛利率为 22.4%，也达到比较好的水平，2010 年底的定单规模为 154 亿，为 2011 年中期的表现奠定了基础。在上半年的新增定单中，工程业务占比为 45%，规模达到 100 亿。预计工程业务将持续向好，成为公司价值的另外亮点。

毛利率仍是业绩超预期的因素

上半年，公司净利润增长 53.4%，显著超越收入的 16.8%增幅，核心原因仍来自于毛利率的提升。公司上半年的综合毛利率为 20.9%，较上年提高了 3 个百分点。由于公司的销售净利率不足 10%，因此，3 个百



分点的毛利率贡献了 25%以上的净利润增长。

在毛利率结构中，清洁能源发电设备提高 1.9 个百分点，仍然是我们坚持的公司核心价值要点。另外，工程及服务提高 21.9 个百分点，绝对水平达到 26.6%，在各项业务中最高，有些超出我们的预期。工程业务的 2010 年全年的毛利率为 22.4%，也高于公司业务综合毛利率。后续如果能维持这么高的毛利率，工程业务对公司的利润贡献比例还会提高。

图表 1 公司 2011 上半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	11570	17.1%	19.7%	提高 1.9 个百分点
新能源	4241	1.6%	19.4%	下降 2.9 个百分点
水能及环保	1280	1.9%	18.3%	提高 6.6 个百分点
工程及服务	2431	86.7%	26.6%	提高 21.9 个百分点

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

2、核电的不确定性消除仍需要时间

上半年，公司新增定单 236 亿，超过 2010 年上半年的 213 亿。新增订单中，高效清洁能源占 42.7%、新能源占 7%、水能及环保占 5.6%、工程及服务占 44.7%。简单的数据分析，我们不难发现核电的不确定性影响仍未完全消除。

一方面，定单数据处于高峰期。上半年新增定单 236 亿，如果扣除税收因素后，与上半年实现收入 198 亿基本持平，这与核电行业的放缓有密切关系，反映定单的增长已经处于高峰状态。

另一方面，工程业务的比重在加大。上半年定单的亮点在于工程及服务业务，44.7%的规模超过 100 亿。截止 2011 年 6 月 30 日，工程及服务业务总量接近 300 亿，比重接近 20%。另外，在手订单中，出口项目占 22.8%，主要反映的是工程业务。而新能源上半年新增定单只有 7%，在风电周期向下的背景下，核电的不确定性因素更加剧了总体的负面影响。

3、盈利预测及投资建议

我们暂维持原来的盈利预测，预计 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 1.77 元、2.46 元和 2.94 元。目前的 23.43 元对应的 PE 分别为 13.2 倍、9.5 倍和 8.0 倍，估值已经很便宜，存在一定的修复基础。由于核电的不确定因素仍未消除，预计市场难以给予高的估值，我们维持“审慎推荐”。



图表 2 公司 2010 年主营收入和毛利率变化一览表

	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、火电				
收入(百万)	20250	21065	20385	20045
毛利(百万)	4261	4720	4757	4790
锅炉				
收入(百万)	10968	10710	10500	10500
数量(百万 kw)	20.5	21	21	21
单价(万元/万 KW)	535	510	500	500
毛利(万元)	1755	1821	1890	1995
毛利率	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%
汽轮机				
收入(百万元)	6794	7520	7050	6815
数量(百万 kw)	29.8	32	30	29
单价(万元/万 KW)	228	235	235	235
毛利(百万)	1834	2106	2045	1976
毛利率	27.0%	28.0%	29.0%	29.0%
发电机				
收入(百万)	2489	2835	2835	2730
数量(百万 kw)	23.7	27	27	26
单价(万元/万 KW)	105	105	105	105
毛利(百万)	672	794	822	819
毛利率	27.0%	28.0%	29.0%	30.0%
二、水电				
收入(百万)	2970	3300	3575	3850
数量(百万 kw)	5.4	6	6.5	7
单价(万元/万 KW)	550	550	550	550
毛利(百万)	475	528	536	578
毛利率	16.0%	16.0%	15.0%	15.0%
三、风电				
收入(百万元)	7840	8450	8400	9000
数量(台)	1120	1300	1400	1500
单价(百万元/台)	7	6.5	6	6
毛利(万元)	1544	1521	1512	1620
毛利率	19.7%	18.0%	18.0%	18.0%
四、核电				
合计收入(百万)	2632	8000	10000	12000
毛利(百万)	650	1600	2500	3000
核岛收入(百万)	2132	4000	5000	6000
毛利(百万)	640	1000	1250	1500
毛利率	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
常规收入(百万)	500	4000	5000	6000
毛利(百万)	10	600	1250	1500
毛利率	2.0%	15.0%	25.0%	25.0%



五、工程及其他				
收入(百万)	4500	5850	7898	11057
增长率	350.0%	30.0%	35.0%	40.0%
毛利(百万)	810	878	1580	2211
毛利率	18.0%	15.0%	20.0%	20.0%
六、合计				
收入(百万)	38192	46665	50258	55952
增长率	15.1%	22.2%	7.7%	11.3%
毛利(百万)	7740	9247	10884	12199
毛利率	20.3%	19.8%	21.7%	21.8%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 3 盈利预测表

	2010 年	2011E	2012E	2013E
一、营业利润				
营业收入	38080	46665	50258	55952
减：营业成本	30379	37418	39373	43752
减：营业税金及附加	227	278	300	334
减：营业费用	807	847	890	934
减：管理费用	3082	3390	3560	3738
减：财务费用	-41	-33	-26	-21
减：资产减值损失	987	790	632	505
加：投资收益	118	142	170	204
营业利润	2757	4116	5700	6913
二、利润总额				
加：营业外收支	89	98	108	118
利润总额	2846	4214	5808	7032
三、净利润				
减：所得税	169	421	581	703
净利润	2677	3792	5227	6329
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	99	248	297	446
归属母公司净利润	2578	3545	4930	5883
总股本				20386
EPS(元)	1.29	1.77	2.46	2.94

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

5、风险提示

- (1)、毛利率波动的风险。
- (2)、行业波动的不确定性。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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目标价格不能达成的风险。

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。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

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±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