



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 6 月 18 日

电力设备

研究部

陈华, CFA

分析员

chenhua@cicc.com.cn

沈超

联系人

shenc@cicc.com.cn

火电复苏停滞, 水电遭遇环保门

行业近况:

- 5 月份火电设备利用小时同比下滑 12.8%, 虽然较 4 月份降幅收窄 1.5 个百分点, 但仍比 3 月份降幅扩大 1.1 个百分点。
- 环保部在金沙江中游水电项目完成环境影响补充论证之前, 暂停审批金沙江中游水电项目。在华能龙开口水电站和华电鲁地拉水电站完成环境影响补充论证之前, 暂停审批所有华能和华电的新建项目 (除新能源和污染防治项目)。

评论:

火电需求复苏势头未能延续。从 08 年 12 月起火电出现了连续 3 个月利用小时同比降幅收窄的复苏势头, 但在总体发电量疲弱和水电来势迅猛的打压下, 4 月和 5 月复苏势头出现反复和停滞现象。我们认为这不利于发改委放松新建火电项目的审批, 亦不利于火电设备生产企业的交货。虽然 4 月和 5 月单月新增火电装机同比出现正增长, 但上半年处于装机淡季, 还不能代表全年趋势。

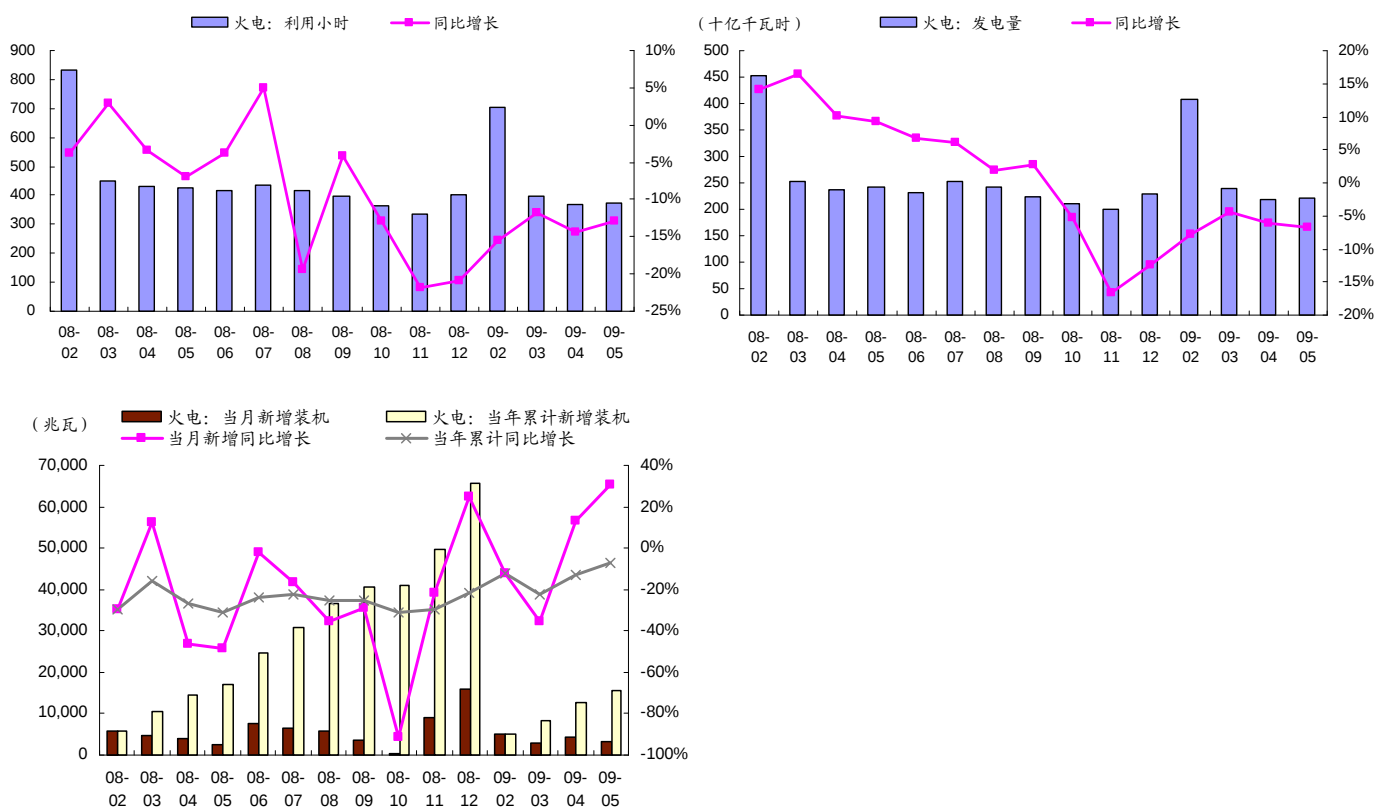
水电“环保门”事件带来短期和长期的不利影响。短期来看, 受违规上马水电站的影响, 华能和华电所有新建项目被叫停, 我们估计来自这两大发电集团的火电水电订单占到发电设备企业手持订单的约 20%, 对后者收入确认带来短期的负面冲击。从以往环保禁令的执行情况来看, 这些被暂停的项目很可能最终仍会被放行。但是中长期来看, 水电带来的生态、人文甚至潜在自然灾害的一系列环境问题逐步暴露, 水电难以出现超预期的增长前景。根据我国中长期规划, 2020 年水电总装机 3 亿千瓦, 对应水电开发程度已达到 55%, 在如此高的开发比例目标下, 未来 12 年平均新增水电装机也仅为 1100 万千瓦, 相比 08 年 2000 万千瓦的新增装机而言难有增长。

三大动力业绩增长要看风电和核电。我们预计到 2020 年底中国风电与核电新增装机容量分别为 2 亿千瓦和 7000 万千瓦, 年均复合增速分别为 13% 和 16%。不过中期内三大动力业绩主要仍靠火电设备, 转型期内风电和核电利润上升难以弥补火电的下滑, 投资者需要忍耐利润的增长真空期。

估值与建议:

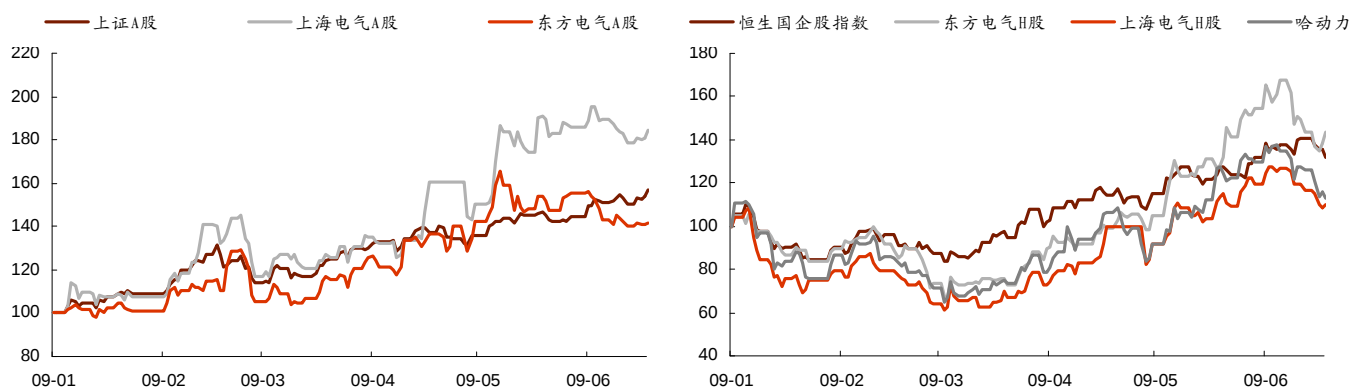
火电复苏停滞对三大动力均构成利空, 水电环保担忧上升对东方电气和哈动力带来负面影响。从业务向风电核电转型的速度来看, 东方电气走在了最前列, 是我们 A 股和 H 股的首选品种, 估值相对另外两家应有溢价。我们维持对东方电气 A/H、上海电气 A/H 与哈动力 H 股的中性评级。维持东方电气 H 股目标价 30.0 港元, 对应 2009 年市盈率 17 倍; 上海电气 H 股目标价 3.1 港元, 对应 2009 年市盈率 16 倍; 哈动力 H 股目标价 7.9 港元, 对应 2009 年市盈率 11 倍。

图表 1：火电复苏停滞



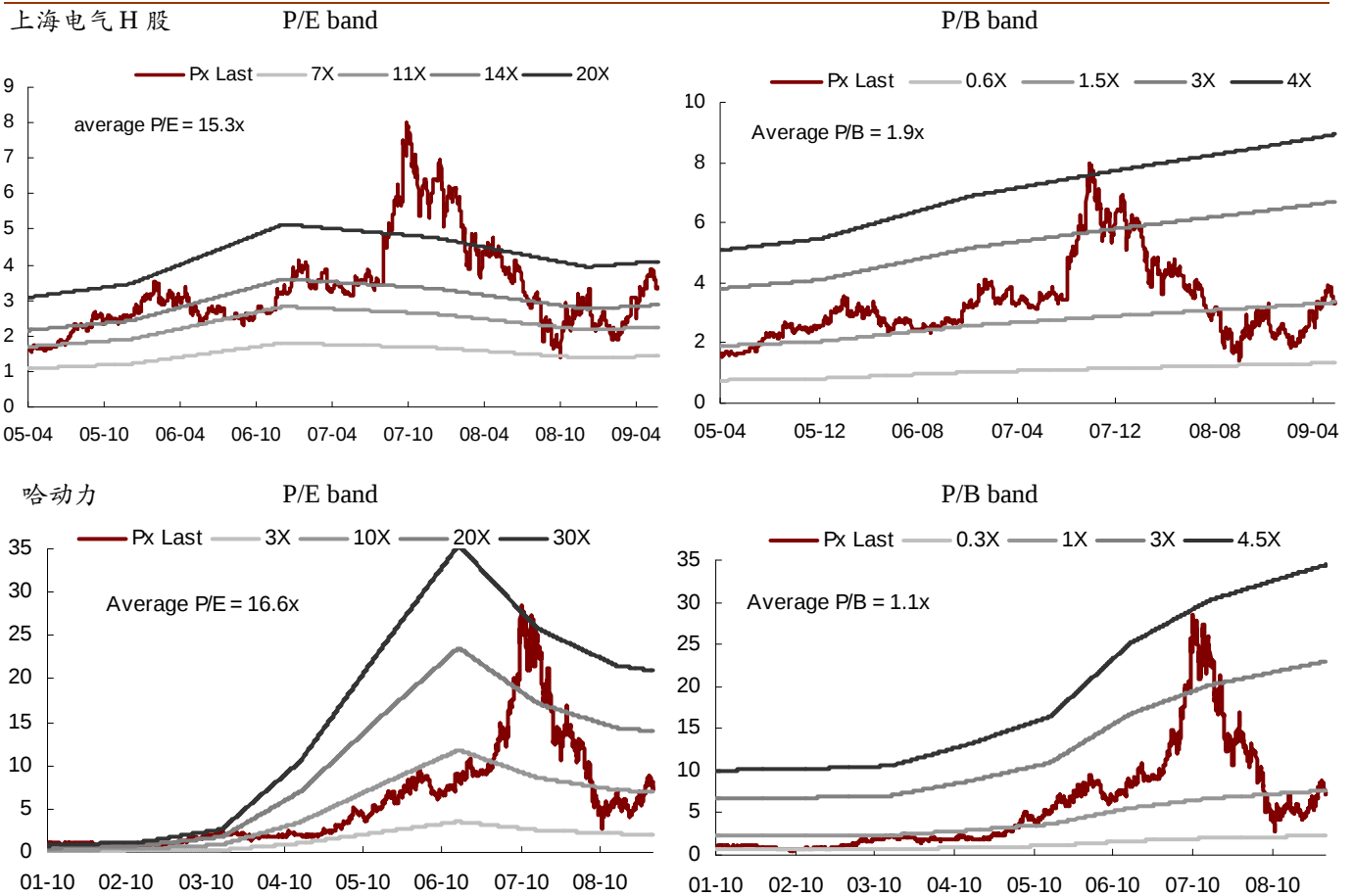
资料来源：CEIC，中国电力新闻网

图表 2：发电设备板块相对大盘表现 (A/H)



资料来源：彭博资讯

图表 3: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部.

图表 4：可比公司估值

公司	代码	评级	货币	股价	总市值	每股盈利			PE			PB		
					百万人民币	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
火电设备														
A股														
东方电气	600875.CH	中性	CNY	42.20	30,046	0.20	1.53	2.10	211.5	27.5	20.1	16.6	10.3	6.8
上海电气	601727.CH	中性	CNY	10.65	101,545	0.21	0.17	0.19	50.8	61.5	56.5	6.2	5.7	5.2
H股														
东方电气	1072.HK	中性	HKD	27.85	4,175	0.20	1.53	2.10	123.1	16.0	11.7	9.7	6.0	4.0
上海电气	2727.HK	中性	HKD	3.36	8,809	0.21	0.17	0.19	14.1	17.1	15.7	1.7	1.6	1.4
哈动力	1133.HK	中性	HKD	7.23	8,779	0.76	0.63	0.60	8.4	10.1	10.7	1.1	1.0	0.9
欧洲														
阿尔斯通	ALO.FP	无评级	EUR	41.46	114,183	37.12	41.16	36.24	10.6	9.6	10.9	4.8	3.1	2.6
西门子	SIE.GR	无评级	EUR	51.03	444,511	61.08	44.00	43.84	8.0	11.1	11.1	1.7	1.6	1.4
美国														
通用电气	GE.N	无评级	USD	12.25	886,678	11.76	6.79	6.37	7.1	12.3	13.1	1.2	1.3	1.2
日本														
三菱	7011.T	无评级	JPY	398.00	95,912	0.24	0.34	0.99	118.1	84.7	28.8	1.1	1.1	1.0
中值														
									14.1	16.0	13.1	1.7	1.6	1.4
输配电设备														
A股														
置信电气	600517.CH	推荐	CNY	17.16	10,617	0.34	0.56	0.86	50.2	30.5	20.0	11.3	9.0	6.7
特变电工	600089.CH	推荐	CNY	18.60	33,431	0.54	0.85	0.99	34.7	21.9	18.7	6.4	5.2	4.3
平高电气	600312.CH	审慎推荐	CNY	13.83	8,485	0.34	0.46	0.56	40.9	30.1	24.5	5.7	4.9	4.1
国电南瑞	600406.CH	中性	CNY	35.93	9,164	0.49	0.88	1.03	73.1	40.9	35.0	9.4	7.6	6.3
宝胜股份	600973.CH	中性	CNY	17.30	2,699	0.03	0.50	0.56	527.7	34.5	31.0	3.6	3.3	3.0
欧洲														
ABB	ABBN.VX	无评级	CHF	16.81	247,550	9.30	7.51	6.59	11.5	14.2	16.2	3.2	2.9	2.6
施奈德	SU.FP	无评级	EUR	51.30	120,824	66.89	39.36	42.92	7.3	12.4	11.4	1.1	1.1	1.1
耐克森	NEX.FP	无评级	EUR	36.41	9,692	30.11	29.62	30.33	11.5	11.7	11.4	0.6	0.7	0.6
中值														
									37.8	26.0	19.4	4.7	4.1	3.5

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。