

## 发电设备龙头，业绩有望迎拐点

■发电设备龙头，传统行业需求低迷与费用增加拖累业绩。东方电气是全球最大的发电设备供应商和电站工程总包商之一，具有水电、火电、核电、风电、气电的“五电并举”发展格局，发电设备产量居世界首位。由于传统发电设备行业需求下滑，加之内部改革导致计划与费用大幅增加，公司2016年营业收入332.86亿元，同比下降7.59%；净亏损17.84亿元。

■传统业务景气低迷，新能源发电业务表现亮眼。电力需求低增速的新常态下，传统发电行业设备新增需求十分有限，预计未来几年火电新增装机规模将控制在40GW以内。公司的定位是打造世界优秀的发电设备供应商，并着力打造风电、国际业务、太阳能、服务四个百亿产业，形成新的业务增长点和战略支持。当前公司海外市场收入占比11%，在“一带一路”政策推动下未来有望提升至30%。新能源发电业务方面，风电需求稳健，2017年国内风电装机规模有望达23GW以上，同时公司业务整合后风电毛利率有望回升；核电方面，“十三五”期间预计每年装机规模将达6GW以上，公司技术领先，常规岛与核岛市占率分别高达60%/40%，未来有望受益国内装机和核电装备出口。

■收购集团资产，完善产业链布局。公司拟发行股票69亿元收购集团公司资产东方自控、清能科技、智能科技、中央研究院等，延伸和完善发电设备产业链。本次收购将公司业务范围扩展至电力电子与控制、金融、物流、贸易、新能源、工业智能装备等业务，使发电设备产业链得到延伸和完善，核心产业提质增效。同时，置入财务公司和国合公司，使得上市公司在产融结合、国际化经营方面将得到有力提升，并有望通过新增业务培育未来业绩增长点，提升盈利稳定性。

■内部改革降本增效，2017年有望迎来业绩拐点。2016年由于受行业需求下降影响，公司毛利率出现较大幅度的下滑。随着未来传统发电设备毛利企稳，风电盈利能力的提升，以及核电等高毛利业务的占比上升，我们预计公司盈利能力有望得到有效提升。同时，公司积极进行全方位改革，推进降本增效工作，有望通过经营效率的提升，助力实现2017年扭亏为盈的目标。

■投资建议：我们预计公司2017-2019年的收入分别为370/382/405亿元，增速分别为11%、3%、6%；净利润为6.01/12.15/15.69亿元，对应EPS为0.26/0.52/0.67元。传统发电设备行业有望在2017年见底，国际工程与新能源有望成为公司新的业绩增长点，内部改革降本增效，业绩拐点可期。首次覆盖给予公司买入-A评级，给予公司A股目标价14.00元。

■风险提示：行业经营环境持续恶化；海外市场经营风险；盈利能力提升低于预期。

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价：14.00元

股价(2017-05-05) 9.52元

### 交易数据

总市值(百万元)	22,247.29
流通市值(百万元)	19,010.49
总股本(百万股)	2,336.90
流通股本(百万股)	1,996.90
12个月价格区间	9.49/10.79元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.62	-10.18	-14.02
绝对收益	-6.21	-11.77	-7.51

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

邓永康

报告联系人

dengk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人

chenle1@essence.com.cn

### 相关报告

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	36,017.9	33,285.7	37,011.0	38,227.6	40,500.2
净利润	439.1	-1,784.3	600.9	1,215.6	1,569.3
每股收益(元)	0.19	-0.76	0.26	0.52	0.67
每股净资产(元)	9.86	9.05	9.26	9.69	10.29
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	50.7	-12.5	37.0	18.3	14.2
市净率(倍)	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
净利润率	1.2%	-5.4%	1.6%	3.2%	3.9%
净资产收益率	1.9%	-8.4%	2.8%	5.4%	6.5%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.9%	0.8%
ROIC	-1.1%	-60.5%	-1.7%	10.1%	-6.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 发电设备龙头，传统行业需求低迷与费用增加拖累业绩</b>	<b>5</b>
1.1. 五电齐全，龙头企业产品种类丰富	5
1.2. 行业需求低迷与期间费用影响公司近年业绩表现	5
<b>2. 传统业务景气低迷，新能源发电业务表现亮眼</b>	<b>7</b>
2.1. 传统发电设备国内需求下滑，有望受益电站改造和“一带一路”	7
2.2. 新能源发电业务有望快速增长	9
<b>3. 收购集团资产完善产业链布局，内部改革降本增效有望扭亏为盈</b>	<b>11</b>
3.1. 收购母公司资产，产业链布局趋于完善	11
3.2. 降本增效，内部改革有望驱动盈利能力回升	12
3.3. 围绕主业延伸产业链，再造“四个百亿”产业	12
<b>4. 估值与投资建议</b>	<b>12</b>
4.1. 关键假设	12
4.2. 盈利预测	14
4.3. 估值与投资建议	14
<b>5. 风险因素</b>	<b>15</b>
5.1. 行业风险：	15
5.2. 公司风险：	15

## 图表目录

图 1：公司主营业务及产品	5
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司历年营业收入及增速	6
图 4：公司历年归母净利润及增速	6
图 5：公司近年盈利能力情况	6
图 6：公司近年期间费用率情况	6
图 7：公司分产品营业收入占比	6
图 8：公司分产品毛利率情况	6
图 9：公司近年资产及负债率情况	7
图 10：公司经营性现金流及 ROE	7
图 11：火电装机发电利用小时数有所下降	7
图 12：火电年度新增装机量预测（GW）	7
图 13：公司海外业务占比	8
图 14：公司海外新增订单情况（亿美元）	8
图 15：我国核电在运行机组数量（台）	9
图 16：我国未来核电发展规划（GW）	9
图 17：三代核电机组造价构成	10
图 18：东方电气在手核电订单（亿元）	10
图 19：我国燃气发电装机规模（GW）	10
图 20：东方电气近年燃机业务收入及毛利率	10
图 21：我国各季度风电并网装机量情况（GW）	11
图 22：我国风电年度新增装机量预测（GW）	11

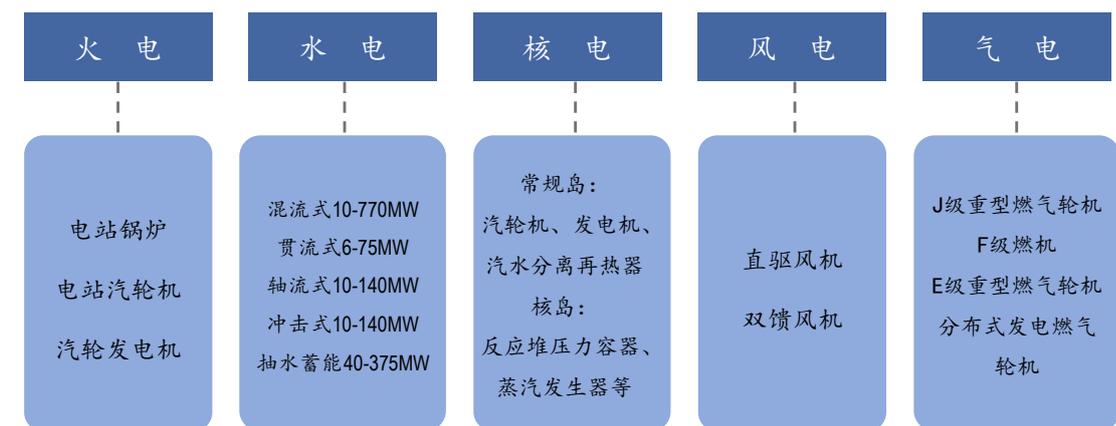
图 24: 公司历年营运水平 .....	12
图 25: 东方电气历史估值水平 (PB) .....	14
表 1: 公司主要海外项目情况 .....	8
表 2: 公司收购标的基本情况 .....	11
表 3: 东方电气经营模型 .....	13
表 4: 东方电气盈利预测 .....	14
表 5: 可比公司估值情况 .....	15

## 1. 发电设备龙头，传统行业需求低迷与费用增加拖累业绩

### 1.1. 五电齐全，龙头企业产品种类丰富

东方电气是全球最大的发电设备供应商和电站工程总包商之一，主要业务包括大型水电、火电、核电、风电、气电及太阳能发电设备的设计制造和电站工程总承包，发电设备产量居世界首位。大型发电设备制造属于资金和技术密集型产业，壁垒较高，公司发电设备研发起步早，并受益于国家支持，经过数十年的经营与发展，技术实力雄厚，生产规模领先，是国内发电设备制造的龙头企业，具有核心竞争实力。

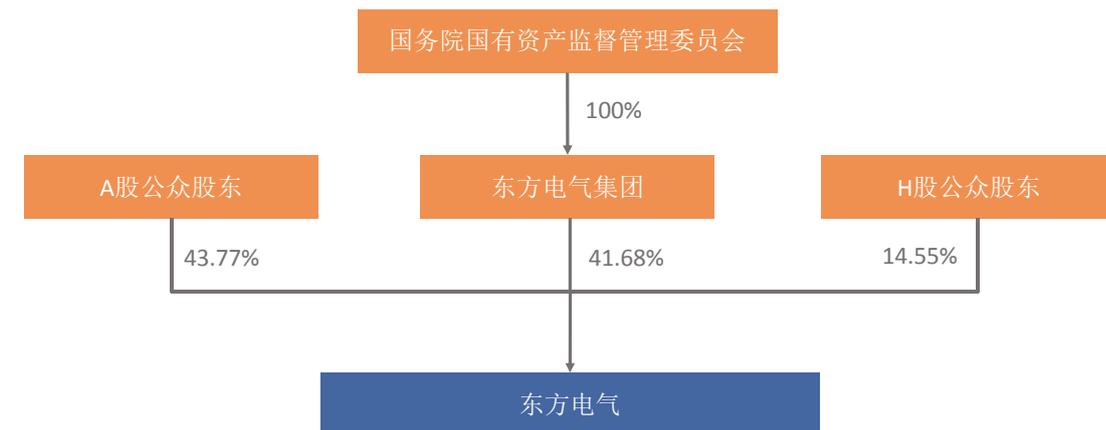
图 1：公司主营业务及产品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司于1994年和1995年分别在港交所（1072.HK）和上交所（600875.SH）上市。东方电气集团持有公司41.68%的股权，为公司第一大股东。东方电气集团隶属国资委直管的副部级央企，与哈电集团、上海电气集团是我国三大发电设备制造基地，并称“三大动力”。

图 2：公司股权结构

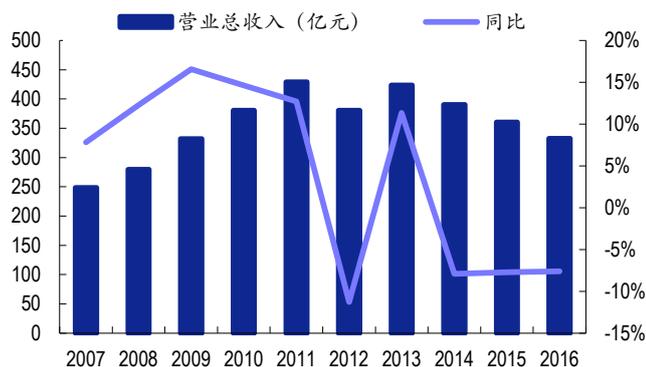


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 1.2. 行业需求低迷与期间费用影响公司近年业绩表现

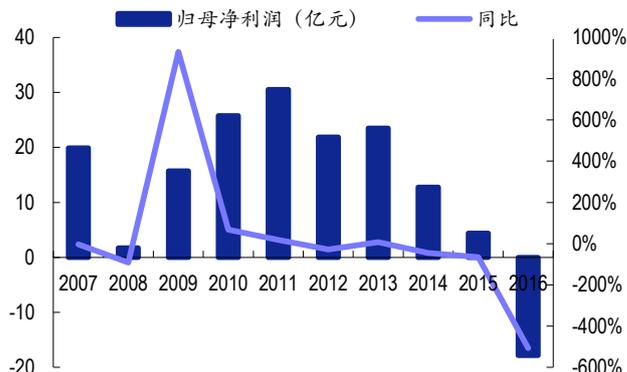
公司2016年实现营业总收入333亿元，同比下降7.59%；归属母公司股东净利润-17.84亿元；主营业务毛利率为11.91%，较上年下降4.80个百分点。业绩亏损的原因为：（1）传统发电设备（煤电和水电）行业需求减少，产品价格及销量均有下降；（2）公司深化内部改革，销售费用与管理费用有所增加；（3）风电产品的质保费用计提比例从原来的3%提高到6%。

图 3：公司历年营业收入及增速



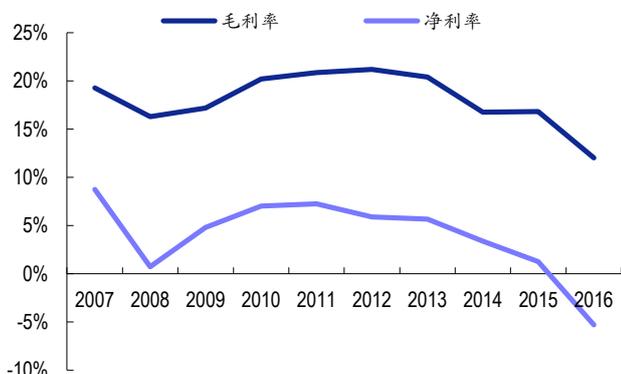
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：公司历年归母净利润及增速



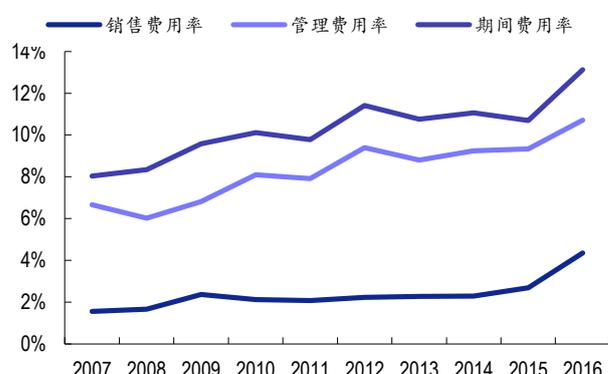
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：公司近年盈利能力情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

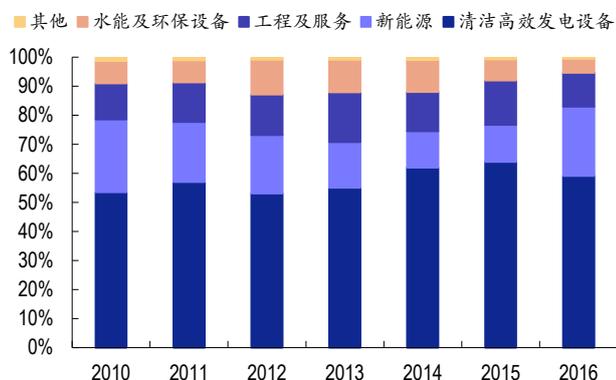
图 6：公司近年期间费用率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

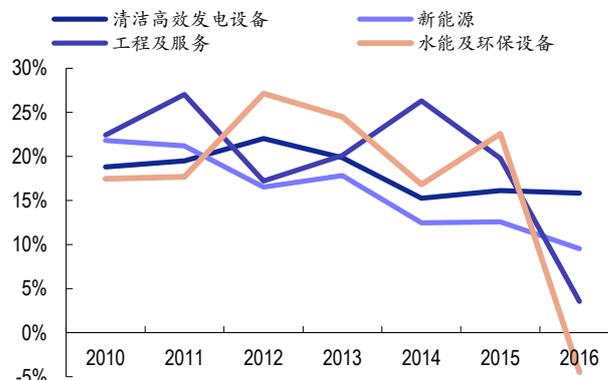
分产品来看，主营业务清洁高效发电设备占比常年保持在 60% 以上，但 2016 年后有所下滑，主要由于火电、燃机和核电常规岛产品销售规模有所下降；新能源业务营收占比逐年增长，但盈利能力较低。

图 7：公司分产品营业收入占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

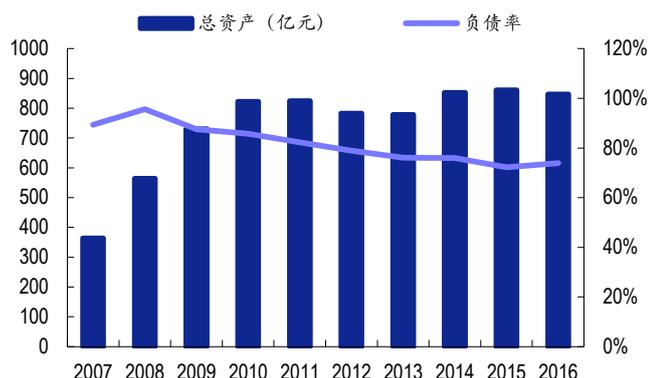
图 8：公司分产品毛利率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

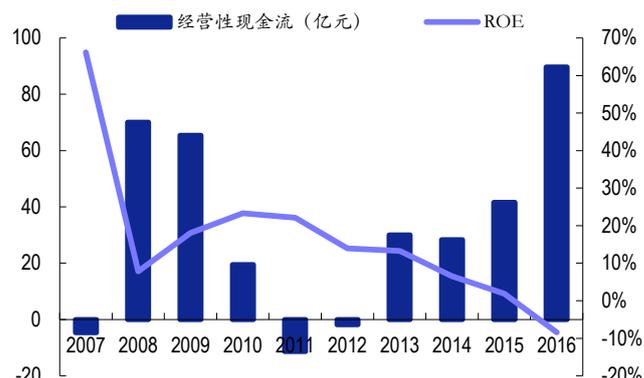
公司资产负债率呈下降趋势，经营性现金流有所回升。2011 年以来，公司总资产规模保持稳定，资产负债率呈下降趋势，但总体来看仍然偏高，2016 年为 74%。公司近年的经营性现金流有所增加，但 ROE 水平持续下降。

图 9：公司近年资产及负债率情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：公司经营性现金流及 ROE



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 传统业务景气低迷，新能源发电业务表现亮眼

### 2.1. 传统发电设备国内需求下滑，有望受益电站改造和“一带一路”

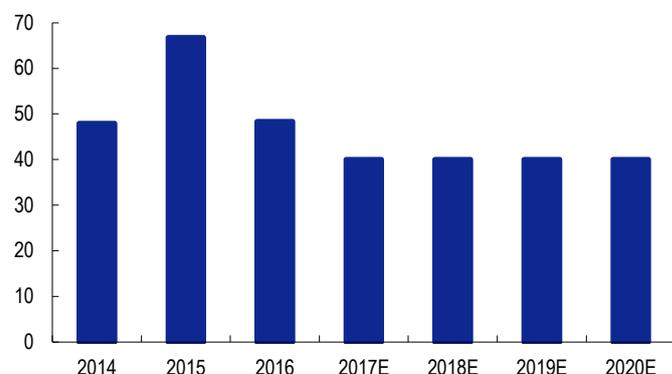
火电投资下滑，传统业务持续承压。电力需求低增速的新常态下，传统发电行业设备新增需求十分有限。火电业务方面，由于受装机过剩影响，近年已投运的火电装机发电利用小时数逐年降低，2016 年我国火电利用小时数仅 4,165 小时，较 2011 年减少 1,129 小时。为化解产能过剩风险，政策上严格控制煤电建设，2016 年来火电新增项目出现断崖式下滑。预计“十三五”期间取消和推迟的煤电建设项目将达 150GW 以上，到 2020 年全国煤电装机规模将控制在 1100GW 以内。

图 11：火电装机发电利用小时数有所下降



资料来源：国家能源局，中电联，安信证券研究中心整理

图 12：火电年度新增装机量预测 (GW)

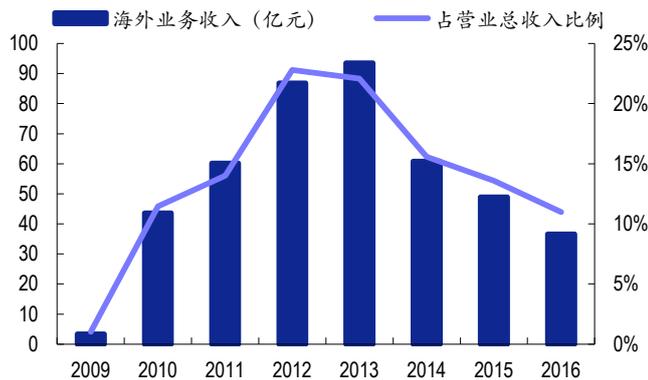


资料来源：中电联，安信证券研究中心预测

预计未来几年火电新增装机规模将控制在 40GW 以内，其中煤电新增装机控制在 20GW 以内。而水电装机方面也呈现下滑态势，根据电力“十三五”规划，全国常规水电新增投产约 40GW，开工 60GW 以上，其中小水电规模 5GW 左右，到 2020 年，常规水电装机达到 340GW。

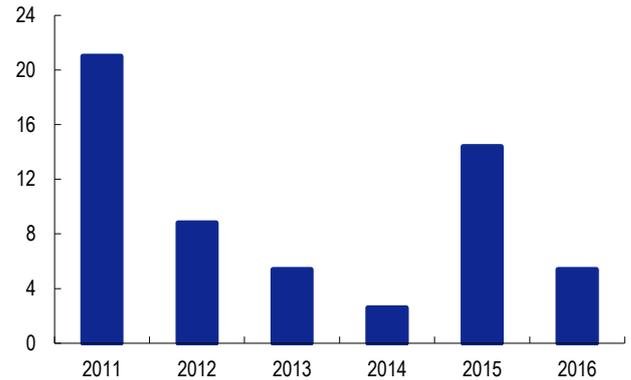
海外市场成为公司重点开拓方向。在“一带一路”和高端装备出口的政策推动下，中国海外电力项目增长较快，主要以火电、水电和输变电为主，目前拥有中国自主知识产权的大容量、高参数火电机组与贯流式水电机组已实现批量出口，百万千瓦火电机组也在境外实现签约。随着“一带一路”战略的持续推进，沿线国家相对落后的电力实施条件，以及不断增长的电力需求，预计未来海外电力项目数量仍将保持较快增长。公司作为发电设备龙头企业，其产品销售及服务遍及全球 63 个国家和地区，涉及 19 个“一带一路”沿线国家，海外拓展基础较好。根据公司发展规划，未来将打造“四个百亿”业务单元，到 2020 年计划海外业务销售收入达到百亿规模。

图 13: 公司海外业务占比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 公司海外新增订单情况 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

目前, 公司在巴基斯坦、印度、印尼等传统市场表现不错, 并在东欧、东亚、南美等市场进行多点布局, 未来海外潜在市场的表现有望持续提升, 海外业务收入占比有望从目前的 11% 大幅提升。2016 年公司国际市场开拓取得新进展, 签订印尼卡尔腾 2×100MW 火电项目, 印尼佳蒂格德 2×56MW 水电项目, 电站工程总承包也成功进入拉美、俄罗斯市场。

表 1: 公司主要海外项目情况

项目名称	规模(MW)	承揽方式	地点
印度撒伽迪燃煤电厂项目	2×300	工程总承包	印度
印度督伽坡燃煤电厂项目	1×300	工程总承包	印度
印度阿玛勘塔燃煤电厂工程	2×300	设备成套供货	印度
印度纳佳道纳火电工程	2×600	设备成套供货	印度
印度巴尔梅尔火电工程 I 期	8×135	设备成套供货	印度
印度安巴拉火电工程	2×600	设备成套供货	印度
印度米特火电工程	1×600	设备成套供货	印度
印度凯莱火电工程	2×600	设备成套供货	印度
印度巴瓦纳火电工程	2×660	设备成套供货	印度
印度阿玛勘塔 3、4#火电工程	2×660	锅炉成套供货	印度
印度巴班迪火电工程	2×660	锅炉成套供货	印度
印度玛哈拉迪火电工程	2×660	锅炉成套供货	印度
印度辛伽塔里火电工程	2×600	设备成套供货	印度
印度科瑞希纳火电工程	2×660	设备成套供货	印度
印度阿必杰-希瑞雅-I	2×660	设备成套供货	印度
印度伊诺火电工程	1×660	设备成套供货	印度
印尼龙湾火电工程	3×315	工程总承包	印尼
印尼巴齐丹火电工程	2×315	工程总承包	印尼
印尼南望火电工程	2×300	设备成套供货	印尼
巴基斯坦真纳水电站	8×12	工程总承包	巴基斯坦
巴基斯坦南迪普燃机项目	425	工程总承包	巴基斯坦
巴基斯坦汉瓦水电站机电工程	2×34+4	机电总承包	巴基斯坦
巴基斯坦阿莱瓦水电站土建工程	2×60.5	土建及金属结构总承包	巴基斯坦
越南海防燃煤电厂工程 (I 期)	2×300	工程总承包	越南
越南海防燃煤电厂工程 (II 期)	2×300	工程总承包	越南
越南沿海火电工程	2×622	工程总承包	越南
越南河静钢铁公司汽电厂	3×150	锅炉成套供货	越南
沙特拉比格燃油电站项目	2×660	工程总承包 (与山东电建三公)	沙特

		司组成联营体)	
智利拉哈水电项目	2x17.2	主机及部分辅机设备成套	智利
波黑斯丹纳瑞火电工程	1x300	工程总承包	波黑
波黑巴诺维奇	1x350	工程总承包	波黑
伊朗大雁水电站	3x70.2	机电设备供货	伊朗
伊朗沙大溪水电站	3x55.6MV A	发电机及励磁系统供货	伊朗
哈萨克斯坦巴尔喀什	2x660	锅炉岛及部分辅机设备供货	哈萨克斯坦
瑞典布莱肯风电工程三期	30x2.5	工程总承包	瑞典
瑞典布莱肯风电工程四期	9x2.5	设备成套供货	瑞典
莫桑比克莫阿蒂泽火电项目	2x155	主机岛供货	莫桑比克
印尼苏苏火电工程	2x220	主机供货	印尼

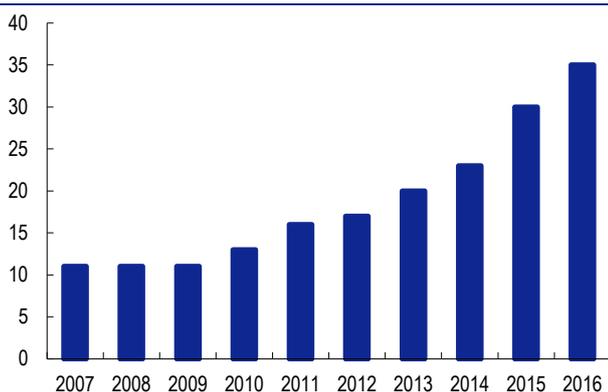
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**高效清洁发电的政策方向下，未来电站改造空间可观。**根据《电力“十三五”规划》，煤电转型升级、燃煤电厂超低排放和节能发行“提速扩围”工程成为电力行业发展的重要方向。根据电力十三五规划，十三五期间全国将实施煤电超低排放改造约 420GW，实施节能改造约 340GW，力争淘汰落后煤电机组 20GW。到 2020 年，全国现役煤电机组平均供电煤耗降至 310 克标准煤/千瓦时。目前，公司在存量火电装机约 300GW，根据装机时间和大小我们预计存在改造空间的电站约 100GW。

## 2.2. 新能源发电业务有望快速增长

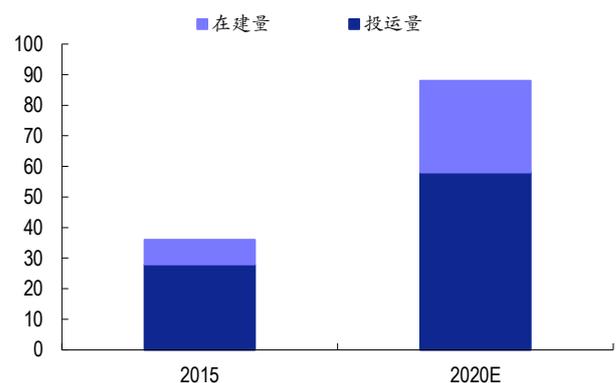
**核电设备未来市场规模较大，公司作为主设备供应商有望借机发力。**根据《电力发展“十三五”规划（2016-2020 年）》，“十三五”期间全国核电投产约 30GW、开工建设 30GW 以上，2020 年累积装机规模将达到 58GW 以上。预计未来每年核电装机规模将达 6GW 以上，对应每年新增 6 台机组。国家能源局公布的《2017 年能源工作指导意见》中指出，2017 年核电新增装机规模 6.4GW，年内计划开工 8 台机组。若按照三代核电百万千瓦机组投资 150 亿元规模测算，至 2020 年核电累计新增投资或超过 4000 亿元。核电设备投资占比约 40% 左右，对应设备市场规模约 1600 亿元，其中核岛主设备相关投资或超过 1200 亿元。

图 155：我国核电在运行机组数量（台）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

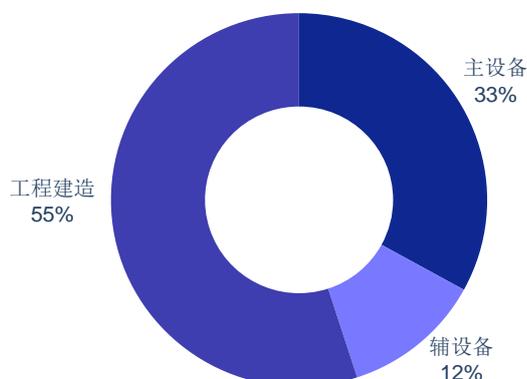
图 166：我国未来核电发展规划（GW）



资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

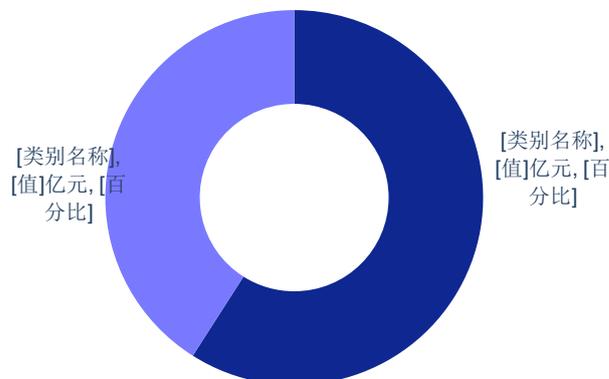
**公司核电技术领先，在手订单充裕。**东方电气覆盖目前国内所有核电技术，是核岛和常规岛设备的核心供应商。2016 年完成了自主三代核电华龙一号蒸汽发生器研制，华龙一号及 CAP1400 常规岛主设备汽轮机和发电机研制也如期推进。公司核电设备市场占有率较高，目前已投运核电机组达 11 台，占全国投运核电机组台数的 27%；汽轮发电机组、稳压器、蒸汽发生器等产品的市场份额均在 10%-40% 之间。公司 2016 年核电常规岛在手订单 193 亿，核岛 134 亿，数量充裕，随着“一带一路”战略下的技术与装备出口，未来有望带来显著业绩贡献。

图 17：三代核电机组造价构成



资料来源：公司 2016 年报交流会资料，安信证券研究中心测算

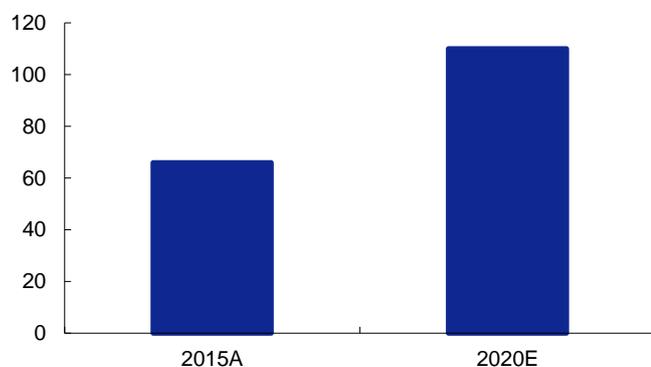
图 18：东方电气在手核电订单（亿元）



资料来源：公司 2016 年报交流会资料，安信证券研究中心

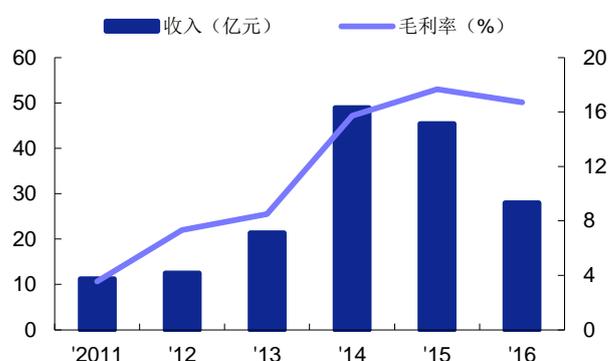
**能源提效战略驱动天然气发电业务增长。**作为能源转型的重要组成，天然气根据《电力发展“十三五”规划（2016-2020 年）》，“十三五”期间全国计划新增天然气装机 50GW，2020 年将达到 110GW 以上，未来燃机市场空间广阔。公司燃气轮机已实现技术突破，2016 年以来自主研发的 5 万千瓦燃机已基本完成原型机设计，国家科技重大专项 30 万千瓦燃气轮机方案设计和可研工作也已经启动，并同时开展 M701F5 及 M701J 型燃机技术引进工作，提高了重型燃机市场竞争力。公司燃机在国内市场占有率领先，未来业绩有望出现快速增长。

图 199：我国燃气发电装机规模（GW）



资料来源：国家能源局，安信证券研究中心

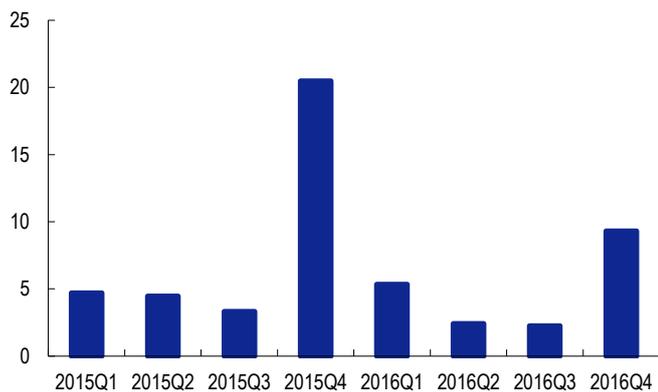
图 200：东方电气近年燃机业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

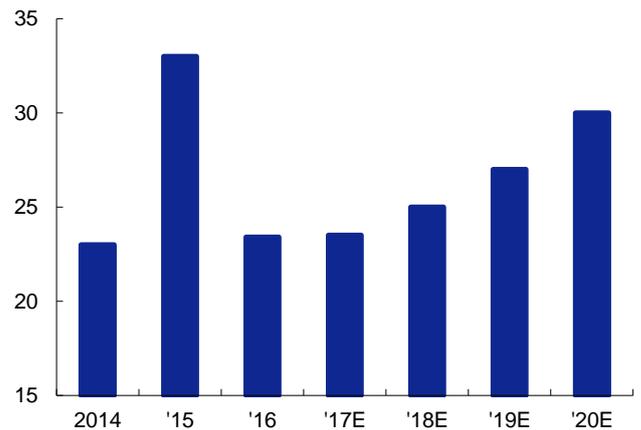
**风电业务需求稳健，盈利能力有望实现回升。**2016 年来，随着限电情况好转与补贴兑现的变化，风电存量方面逐季改善。据中电联数据公布数据，2017 年一季度，全国 6000 千瓦及以上风电厂发电量 703 亿千瓦时，同比增长 25.2%，增速比上年同期提高 4.2 个百分点，全国风电设备平均利用小时 468 小时，同比增加 46 小时。弃风限电改善的逻辑在得到验证，风电行业基本面复苏基本确定。根据此前发改委发布的 2018 年风电上网电价政策，2017 年有望迎来一波“抢核准”，部分项目可能会延后至 2018 年建成。2017/18 年风电装机有望迎来平稳增长，预计 2017 年国内风电装机规模有望达 23GW 以上。公司风电业务毛利率仅为 4%，远低于行业平均水平，提升空间大。由于前期风电业务分散，缺乏统一规划与管理，经营效率较低；2015 年公司成立东方电气风电有限公司，实现集团内风电业务市场、技术、制造与服务的全线整合，风电业务毛利率水平有望回升到 9% 左右。

图 211: 我国各季度风电并网装机量情况 (GW)



资料来源: 国家能源局, 安信证券研究中心

图 22: 我国风电年度新增装机量预测 (GW)



资料来源: 国家能源局, 安信证券研究中心

### 3. 收购集团资产完善产业链布局, 内部改革降本增效有望扭亏为盈

#### 3.1. 收购母公司资产, 产业链布局趋于完善

公司公告拟发行股票 7.67 亿股, 发行规模 69 亿元, 用于收购母公司东方电气集团持有的东方财务、国合公司、物资公司、大件物流、东方自控、清能科技、智能科技 100% 股权, 以及东方日立 41.42% 股权。本次收购将公司业务范围扩展至电力电子与控制、金融、物流、贸易、新能源、工业智能装备等业务, 使发电设备产业链得到延伸和完善, 核心产业提质增效; 同时公司在产融结合、国际化经营方面将得到有力提升, 并有望通过新增业务培育未来业绩增长点, 提升盈利稳定性。

表 2: 公司收购标的基本情况

标的资产	资产总额 (亿元)	资产净额 (亿元)	营业收入 (亿元)	预估值 (亿元)	增值率	预估方法
东方财务 100% 股权	217.02	27.72	2.57	32.53	17.34%	市场法
国合公司 100% 股权	47.58	11.68	15.34	25.82	120.12%	收益法
东方自控 100% 股权	9.58	3.29	6.10	4.96	51.00%	资产基础法
东方日立 41.24% 股权	3.52	1.08	1.52	1.39	28.71%	资产基础法
物资公司 100% 股权	3.75	1.04	3.76	1.14	9.43%	资产基础法
大件物流 100% 股权	1.61	0.65	2.52	1.31	100.29%	资产基础法
清能科技 100% 股权	0.09	0.08	0.01	0.08	0.00%	资产基础法
智能科技 100% 股权	0.12	0.10	0.02	0.10	0.00%	资产基础法
设备类资产及知识产权等无形资产	0.65	0.65	-	2.58	298.40%	重置成本法
合计	283.92	46.74	31.83	69.91	-	-

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

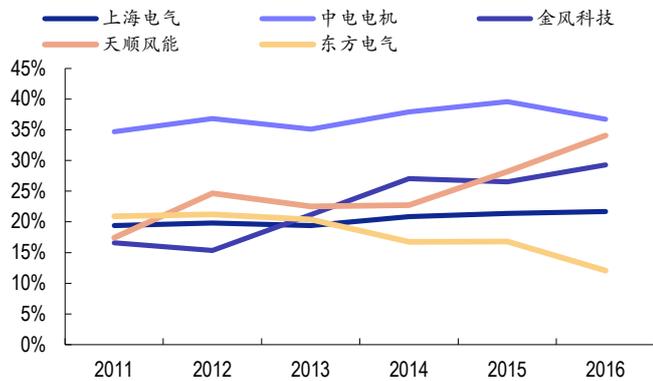
本次收购, 将进一步完善上市公司的产业链布局并提升公司的盈利能力。1) 完善产业链布局, 开拓新的业务增长点。中央研究院、东方自控、智能科技、东方日立等资产注入将为上市公司新境电力与控制、新能源、智能装备等新业务, 使得原有的发电设备产业链更加完善, 核心产业效应得到提升。中央研究院于 2007 年组建, 目前在做项目包括燃料电池、锂电池、新能源车动力总成、机器人、储能等符合新兴产业发展方向未来有望成为新的增长点; 2) 提升国际业务拓展能力, 本次注入的国合公司拥有丰富国际贸易经验, 有望推动公司海外投资、海外贸易、海外发电设备等方面的业务; 3) 财务公司注入一方面可以减少关联交易, 降低上市公司潜在风险; 二是可以发挥产业与金融协同化, 提高财务公司和上市公司的盈利

能力。

### 3.2. 降本增效，内部改革有望驱动盈利能力回升

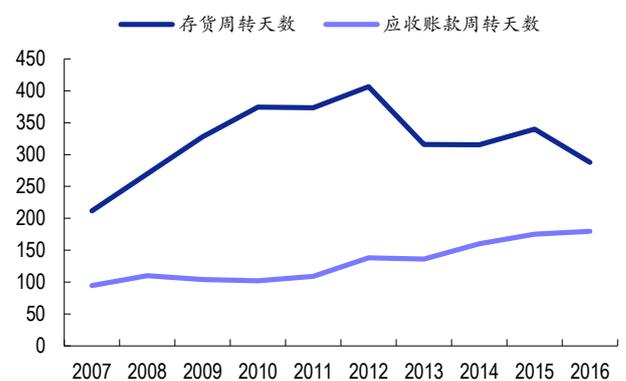
公司近年毛利率低于行业平均水平，改善空间较大。2016 年由于受行业需求下降影响，公司毛利率出现较大幅度的下滑。随着未来传统发电设备毛利企稳，风电盈利能力的提升，以及核电等高毛利业务的占比上升，我们预计公司盈利能力有望得到有效提升。

图 23：公司毛利率相比对标公司始终处于较低水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 23：公司历年营运水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

改革有望提高经营效率，公司 2017 年大概率恢复盈利。公司从年初已开始全方位改革，积极推进降本增效工作，确保实现 2017 年扭亏为盈的目标：(1) 通过各项措施，严控各项成本费用开支；(2) 通过加强资金集中管理提高资金使用效率；(3) 加大贷款催收力度，降低应收风险；(4) 通过采购和外协公开招标有效降低采购成本。

### 3.3. 围绕主业延伸产业链，再造“四个百亿”产业

公司的定位是打造世界优秀的发电设备供应商，公司未来发展方向依然集中在发电设备行业上下游，围绕主业延伸产业链，提升核心产业及公司的综合竞争能力。东方电气集团提出在提升传统发电设备竞争力的同时，着力打造风电、国际业务、太阳能、服务四个百亿产业，补发展短板，形成新的业务增长点和战略支持。公司计划到 2020 年实现国际工程 100 亿，风电 100 亿，太阳能 100 亿，服务 100 亿（电站+金融）的发展目标。

## 4. 估值与投资建议

### 4.1. 关键假设

- 1、传统发电设备（煤电与水电）收入和毛利 2017 年后基本保持平稳。传统发电设备国内市场格局稳定，按照电力发展规划及未来招标量预测，我们假定公司传统发电设备业务在 2017 年后基本保持稳定，毛利率有所回升。
- 2、燃机、电站工程及电站服务业务收入稳步增长，毛利基本保持；国际业务逐步快速增长，毛利率水平基本保持稳定。
- 3、根据国家能源局电力“十三五”规划，核电每年审批 6-8 台，公司当前市场占有率基本保持。同时，由于三代核电技术进入门槛高，竞争相对温和，我们假定公司核电常规岛设备和核岛设备的毛利率水平与 2016 年基本持平。
- 4、风电业务毛利率得到持续改善，同时假定公司该项业务收入跟随行业发展趋势。2016 年公司风电业务毛利率仅 6.2%，远低于行业平均水平。随着公司风电业务整合推进及存货减值计提完成，我们假定公司风电业务毛利率水平逐步回到 9% 左右。
- 5、风电售后费用的计提在 2017 年内完成，公司销售费用率和管理费用率逐年略有下降，未来几年没有大规模的资本性开支。

综上所述，根据目前能源发展规划及行业竞争格局，结合公司经营状况，我们的收入预测假设如下表所示：

表 3：东方电气经营模型

产品/业务	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>一、火电</b>						
营业收入(百万元)	17,636	17,311	15,700	16,485	14,012	11,910
YoY	-7%	-2%	-9%	5%	-15%	-15%
营业成本(百万元)	15,184	15,204	13,558	13,798	11,728	10,005
YoY	-2%	0%	-11%	2%	-15%	-15%
毛利率	16%	14%	16%	16%	16%	16%
<b>二、核电常规岛</b>						
营业收入(百万元)	1,654	1,182	1,000	1,300	2,080	2,912
YoY	-27%	-29%	-15%	30%	60%	40%
营业成本(百万元)	1,586	824	815	1,001	1,602	2,242
YoY	-21%	-48%	-1%	23%	60%	40%
毛利率	4%	43%	23%	23%	23%	23%
<b>三、燃机</b>						
营业收入(百万元)	4,896	4,539	2,800	2,940	3,146	3,460
YoY	129%	-7%	-38%	5%	7%	10%
营业成本(百万元)	4,231	3,858	2,399	2,434	2,605	2,865
YoY	115%	-9%	-38%	1%	7%	10%
毛利率	16%	18%	17%	17%	17%	17%
<b>四、核电核岛</b>						
营业收入(百万元)	1,403	1,371	1,000	1,500	3,000	4,500
YoY	37%	-2%	-27%	50%	100%	50%
营业成本(百万元)	1,087	1,081	758	1,020	2,100	3,150
YoY	44%	-1%	-30%	35%	106%	50%
毛利率	29%	27%	32%	32%	30%	30%
<b>五、风电</b>						
营业收入(百万元)	3,497	3,214	6,900	6,900	7,245	7,970
YoY	-38%	-8%	115%	0%	5%	10%
营业成本(百万元)	3,306	3,017	6,497	6,396	6,694	7,292
YoY	-33%	-9%	115%	-2%	5%	9%
毛利率	6%	7%	6%	7%	8%	9%
<b>六、水电</b>						
营业收入(百万元)	2,344	1,392	700	1,960	2,058	2,161
YoY	-28%	-41%	-50%	180%	5%	5%
营业成本(百万元)	2,102	1,195	1,014	1,470	1,544	1,621
YoY	-18%	-43%	-15%	45%	5%	5%
毛利率	12%	17%	-31%	25%	25%	25%
<b>七、环保设备</b>						
营业收入(百万元)	1,948	1,237	900	1,035	1,190	1,369
YoY	32%	-36%	-27%	15%	15%	15%
营业成本(百万元)	1,582	953	777	818	952	1,109
YoY	29%	-40%	-18%	5%	16%	16%
毛利率	23%	30%	16%	21%	20%	19%
<b>八、电站工程</b>						
营业收入(百万元)	1,205	1,447	2,000	2,300	2,645	3,042
YoY	-79%	20%	38%	15%	15%	15%
营业成本(百万元)	976	1,247	2,500	1,840	2,142	2,494
YoY	-80%	28%	100%	-26%	16%	16%
毛利率	23%	16%	-20%	20%	19%	18%
<b>九、电站服务</b>						
营业收入(百万元)	3,610	3,663	1,300	1,495	1,719	1,977
YoY	219%	1%	-65%	15%	15%	15%
营业成本(百万元)	2,508	2,654	930	1,002	1,152	1,384
YoY	213%	6%	-65%	8%	15%	20%
毛利率	44%	38%	40%	33%	33%	30%

合计							
营业收入(百万元)		38,193	35,356	32,300	35,915	37,096	39,301
YoY		-8%	-7%	-9%	11%	3%	6%
营业成本(百万元)		32,560	30,032	29,248	29,779	30,519	32,162
YoY		-6%	-8%	-3%	2%	2%	5%
毛利率		15%	15%	9%	17%	18%	19%

资料来源：公司公告及公开交流资料，安信证券研究中心整理及预测

## 4.2. 盈利预测

基于以上经营假设，通过模型测算得出东方电气 2017/18/19 年收入为 370/382/405 亿元，增速为 11%/3%/6%；归属母公司所有者净利润为 6.01/12.15/15.69 亿元，EPS 为 0.26/0.52/0.67 元。不考虑增发股份收购集团资产因素，当前公司 A 股股价 9.52 元，对应估值为 37/18/14 倍；H 股股价 6.79 港币，对应估值为 24/12/9 倍。

表 4：东方电气盈利预测

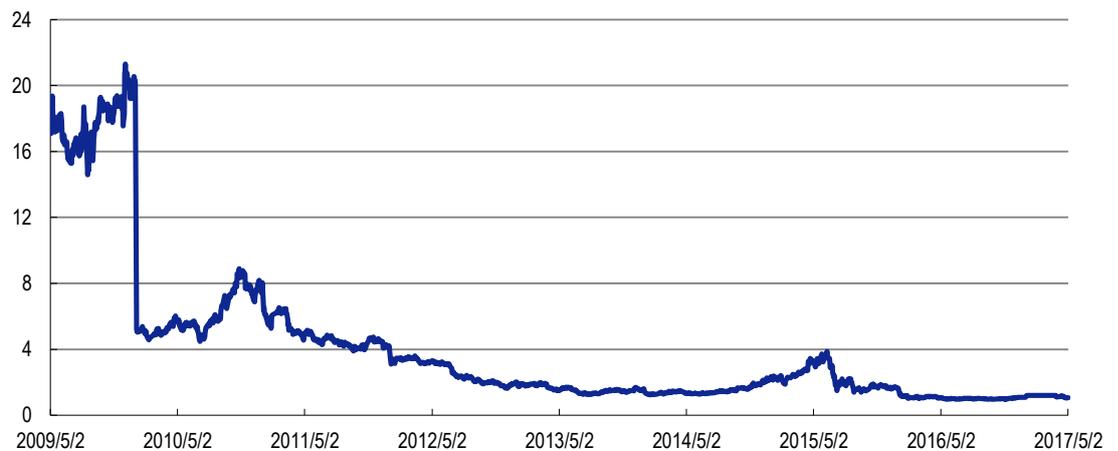
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	36,017.9	33,285.7	37,011.0	38,227.6	40,500.2
净利润	439.1	-1,784.3	600.9	1,215.6	1,569.3
每股收益(元)	0.19	-0.76	0.26	0.52	0.67
每股净资产(元)	9.86	9.05	9.26	9.69	10.29
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	50.7	-12.5	37.0	18.3	14.2
市净率(倍)	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
净利润率	1.2%	-5.4%	1.6%	3.2%	3.9%
净资产收益率	1.9%	-8.4%	2.8%	5.4%	6.5%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.9%	0.8%
ROIC	-1.1%	-60.5%	-1.7%	10.1%	-6.2%

资料来源：wind，安信证券研究中心预测

## 4.3. 估值与投资建议

**P/B 估值：**从 P/B 角度来看，东方电气 2017 年一季报的净资产水平对应 P/B 估值约为 1.05 倍，处于历史估值低位。参照行业及可比公司市净率水平来看，公司 A 股和 H 股的 P/B 均低于可比公司及制造业平均水平。

图 245：东方电气历史估值水平 (PB)



资料来源：wind，安信证券研究中心

**PE 估值：**公司以研发制造销售发电设备为主，与公司业务形态最为接近的是上海电气、哈尔滨电气等传统动力公司。在新能源领域，公司涉及风电、核电、太阳能等业务，金风科技、台海核电及 GE 在一定程度上亦可作为公司的估值参考。考虑到 2017 年是公司业绩拐点盈利能力开始逐步恢复，我们以 2018 年 P/E 做参考，公司 A 股和 H 股均低于可比公司和行业

水平。如若考虑集团资产注入后的业绩增厚，公司估值水平已大幅低于行业及可比公司。

表 5：可比公司估值情况

市场	股票代码	公司名称	币种	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB
						16A	17E	18E	16A	17E	18E	
A 股	601727.SH	上海电气	RMB	8.42	973	0.16	0.15	0.17	54	54	51	2.5
	002202.SZ	金风科技	RMB	14.96	383	1.08	1.33	1.50	14	11	10	2.0
	002366.SZ	台海核电	RMB	46.85	203	0.90	1.86	2.24	52	25	21	10.5
	平均								40	30	27	5
	600875.SH	东方电气	RMB	9.52	211	-0.76	0.25	0.52	-13	37	18	1.0
海外	2727.HK	上海电气	HKD	3.51	1,099	0.15	0.17	0.18	23	21	20	0.9
	1133.HK	哈尔滨电气	HKD	4.49	62	0.30	0.46	0.57	15	10	8	0.4
	2208.HK	金风科技	HKD	11.08	433	1.08	1.33	1.50	9	7	7	1.3
	GE.N	通用电气	USD	29.22	2,537	0.89	1.42	1.59	33	21	18	3.4
	平均								20	15	13	1.7
	1072.HK	东方电气	HKD	6.79	238	-0.76	0.25	0.52	-8	24	12	0.7

资料来源：Wind, Bloomberg, 安信证券研究中心，股价为 2017 年 5 月 5 日收盘价

**投资建议：**东方电气是我国发电设备龙头企业，技术优势与规模化优势保障了公司的核心竞争力。传统发电设备行业有望在 2017 年见底，未来在“一带一路”政策推动下，公司良好的海外基础有助于进一步开拓国际市场；新能源发电业务表现亮眼，能源提效的战略驱动下有望成为公司新的业绩增长点；同时，公司收购资产完善产业链，并积极推进降本增效为核心的内部改革，业绩拐点可期。首次覆盖给予公司买入-A 评级，给予公司 A 股目标价 14.00 元。

## 5. 风险因素

### 5.1. 行业风险：

- 1、行业经营环境持续恶化，使得招标价格下滑，设备制造企业毛利率和盈利能力受到挤压；
- 2、海外市场经营风险等；

### 5.2. 公司风险：

- 1、盈利能力提升低于预期
- 2、公新产品研发进度缓慢或者成本控制不利，毛利率水平未能提升甚至下滑。

行业经营环境持续恶化；海外市场经营风险；盈利能力提升低于预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	36,017.9	33,285.7	37,011.0	38,227.6	40,500.2	成长性					
减:营业成本	29,959.8	29,277.8	30,687.6	31,259.2	32,940.9	营业收入增长率	-7.7%	-7.6%	11.2%	3.3%	5.9%
营业税费	330.1	377.7	407.1	401.5	425.3	营业利润增长率	-71.0%	-619.8%	-127.7%	137.7%	34.5%
销售费用	964.9	1,447.0	1,555.8	1,583.8	1,632.7	净利润增长率	-65.7%	-506.4%	-133.7%	102.3%	29.1%
管理费用	3,361.8	3,562.7	3,738.1	3,841.9	4,050.0	EBITDA 增长率	-55.5%	-247.9%	-180.3%	51.7%	20.3%
财务费用	-477.0	-641.5	-424.4	-540.7	-610.3	EBIT 增长率	-108.1%	2735.3%	-104.8%	503.6%	49.6%
资产减值损失	1,665.4	1,497.6	696.7	586.6	527.0	NOPLAT 增长率	-108.0%	2876.0%	-104.8%	480.3%	46.2%
加:公允价值变动收益	-20.9	-4.9	-13.9	-0.1	4.7	投资资本增长率	-47.4%	-272.6%	-198.0%	-337.0%	-110.1%
投资和汇兑收益	191.8	244.5	216.1	217.5	226.1	净资产增长率	17.1%	-7.9%	2.3%	4.6%	6.0%
营业利润	384.0	-1,995.9	552.2	1,312.6	1,765.5	利润率					
加:营业外净收支	148.9	51.9	125.8	108.9	95.5	毛利率	16.8%	12.0%	17.1%	18.2%	18.7%
利润总额	532.9	-1,944.1	678.1	1,421.5	1,861.0	营业利润率	1.1%	-6.0%	1.5%	3.4%	4.4%
减:所得税	73.4	-184.6	64.4	184.8	279.1	净利润率	1.2%	-5.4%	1.6%	3.2%	3.9%
净利润	439.1	-1,784.3	600.9	1,215.6	1,569.3						

资产负债表						EBITDA/营业收入					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2.9%	-4.7%	3.4%	4.9%	5.6%	
货币资金	21,087.5	28,408.8	15,609.8	38,463.9	22,571.6	EBIT/营业收入	-0.3%	-7.9%	0.3%	2.0%	2.9%
交易性金融资产	36.1	59.7	50.8	48.8	53.1	<b>运营效率</b>					
应收账款	17,656.5	16,199.6	17,676.5	16,369.9	18,366.6	固定资产周转天数	83	85	69	57	44
应收票据	4,341.0	4,917.8	3,639.0	5,316.6	4,722.4	流动营业资本周转天数	-33	-101	-69	-101	-107
预付账款	3,300.0	2,513.9	4,891.8	2,304.0	5,053.9	流动资产周转天数	732	793	711	733	746
存货	26,899.6	19,871.0	31,142.2	19,015.4	34,397.0	应收账款周转天数	178	183	165	160	154
其他流动资产	632.6	666.2	484.3	594.4	581.6	存货周转天数	283	253	248	236	237
可供出售金融资产	3.1	3.1	6.0	4.1	4.4	总资产周转天数	856	924	821	828	827
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	57	-15	-1	-43	-63
长期股权投资	1,066.0	1,447.2	1,447.2	1,447.2	1,447.2	<b>投资回报率</b>					
投资性房地产	70.6	111.9	111.9	111.9	111.9	ROE	1.9%	-8.4%	2.8%	5.4%	6.5%
固定资产	8,099.3	7,617.3	6,560.9	5,504.4	4,447.9	ROA	0.5%	-2.1%	0.7%	1.3%	1.7%
在建工程	447.8	107.6	107.6	107.6	107.6	ROIC	-1.1%	-60.5%	-1.7%	10.1%	-6.2%
无形资产	946.2	911.7	850.9	790.1	729.2	<b>费用率</b>					
其他非流动资产	1,548.3	1,866.6	1,581.8	1,665.0	1,704.0	销售费用率	2.7%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
<b>资产总额</b>	<b>86,134.4</b>	<b>84,702.6</b>	<b>84,160.6</b>	<b>91,743.2</b>	<b>94,298.6</b>	管理费用率	9.3%	10.7%	10.1%	10.1%	10.0%
短期债务	1,642.0	284.5	-	-	-	财务费用率	-1.3%	-1.9%	-1.1%	-1.4%	-1.5%
应付账款	16,954.3	16,346.2	17,693.3	17,744.6	19,372.2	三费/营业收入	10.7%	13.1%	13.2%	12.8%	12.5%
应付票据	4,657.8	5,276.3	4,778.4	5,625.9	5,352.1	<b>偿债能力</b>					
其他流动负债	36,229.4	37,382.9	36,912.5	42,433.9	42,103.0	资产负债率	72.2%	73.9%	73.2%	74.2%	73.4%
长期借款	718.8	536.9	-	-	-	负债权益比	259.2%	283.5%	272.6%	288.3%	276.6%
其他非流动负债	1,954.6	2,789.9	2,188.2	2,310.9	2,429.7	流动比率	1.24	1.23	1.24	1.25	1.28
<b>负债总额</b>	<b>62,156.8</b>	<b>62,616.8</b>	<b>61,572.4</b>	<b>68,115.3</b>	<b>69,257.0</b>	速动比率	0.79	0.89	0.71	0.96	0.77
少数股东权益	926.0	941.5	953.6	974.3	986.5	利息保障倍数	0.20	4.11	-0.30	-1.43	-1.89
股本	2,336.9	2,336.9	2,336.9	2,336.9	2,336.9	<b>分红指标</b>					
留存收益	20,715.6	18,790.8	19,297.7	20,316.7	21,718.1	DPS(元)	0.06	-	0.04	0.08	0.07
<b>股东权益</b>	<b>23,977.6</b>	<b>22,085.8</b>	<b>22,588.2</b>	<b>23,627.9</b>	<b>25,041.6</b>	分红比率	31.9%	0.0%	16.1%	16.0%	10.7%
						股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.9%	0.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	459.5	-1,759.4	600.9	1,215.6	1,569.3	EPS(元)	0.19	-0.76	0.26	0.52	0.67
加:折旧和摊销	1,141.1	1,087.5	1,117.3	1,117.3	1,117.3	BVPS(元)	9.86	9.05	9.26	9.69	10.29
资产减值准备	1,324.6	1,415.0	-	-	-	PE(X)	50.7	-12.5	37.0	18.3	14.2
公允价值变动损失	20.9	4.9	-13.9	-0.1	4.7	PB(X)	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
财务费用	57.8	-118.4	-424.4	-540.7	-610.3	P/FCF	58.6	2.8	-1.7	1.0	-1.4
投资损失	-191.8	-244.5	-216.1	-217.5	-226.1	P/S	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
少数股东损益	20.4	24.9	12.8	21.1	12.5	EV/EBITDA	12.2	1.8	5.9	-8.6	-0.1
营运资金的变动	1,711.3	9,436.3	-14,314.7	21,294.6	-18,582.4	CAGR(%)	39.1%	-196.5%	-22.5%	39.1%	-196.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>4,155.9</b>	<b>8,965.1</b>	<b>-13,238.1</b>	<b>22,890.2</b>	<b>-16,715.0</b>	PEG	1.3	0.1	-1.6	0.5	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-257.6</b>	<b>-443.0</b>	<b>231.0</b>	<b>223.3</b>	<b>217.2</b>	ROIC/WACC	-0.1	-6.0	-0.2	1.0	-0.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-706.2</b>	<b>-1,373.7</b>	<b>208.1</b>	<b>-259.5</b>	<b>605.5</b>	REP	-30.4	-0.1	-6.5	1.0	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034