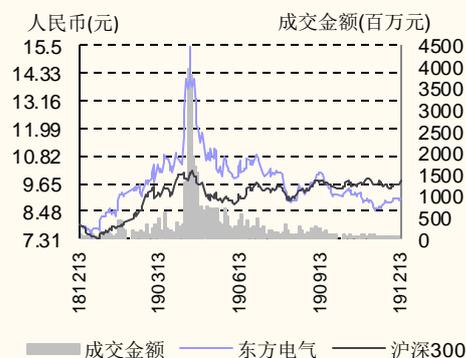


市场价格 (人民币): 9.24 元
 目标价格 (人民币): 9.90-9.90 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	30.91
已上市流通 A 股(亿股)	19.97
流通港股(亿股)	3.40
总市值(亿元)	285.59
年内股价最高最低(元)	9.24/8.61
沪深 300 指数	4042
上证指数	3022



服务、风电提振业绩，燃料电池未来可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,830	30,698	29,693	30,833	32,760
营业收入增长率	-7.38%	-0.43%	-3.27%	3.84%	6.25%
归母净利润(百万元)	673	1,129	1,316	1,382	1,452
归母净利润增长率	-137.72%	67.71%	16.56%	5.02%	5.07%
摊薄每股收益(元)	0.288	0.365	0.426	0.447	0.470
每股经营性现金流净额	0.19	-0.54	-0.56	0.25	-0.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.08%	3.95%	4.49%	4.59%	4.68%
P/E	38.99	21.60	21.14	20.13	19.16
P/B	1.20	0.85	0.95	0.92	0.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电站服务: 资源倾斜+战略支持下赢得快速增长。** 1) 国内三大电气集团均有布局电站服务业务, 2016 年以前东方电气的电站工程服务业务营收规模、营收占比远低于上海电气、哈尔滨电气。2) 2016 年 5 月原哈尔滨电气董事长邹磊先生上任东方电气董事长, 2017 年公司制定“做大现代服务业”的发展战略, 电站服务业务获得更多支持, 营收、订单快速增长, 2018 年、2019 年 H1 公司电站服务新增订单 42 亿元、26 亿元, 同增 30%、60%。
- **金融服务: 集团优质资产注入, 提振公司业绩。** 1) 公司的金融业务的运营主体为旗下子公司东方财务, 是集团于 2018 年向上市公司注入的优质资产。2) 2018 年、2019 年 H1 公司金融服务营收为 10 亿元、5 亿元, 同比 49%、20%。金融业务营收稳健增长且盈利能力超群(毛利率超 90%, 净利率超 30%), 为公司增长注入新动力。
- **风电设备: 抢装推升行业景气度, 未来两年高增确定性强。** 1) 历史上风电行业周期性较强, 补贴政策调整带动抢装需求。2019 年 5 月, 国家发改委发布新补贴政策, 2018 年底前核准的项目 2020 年底前未并网的国家不再补贴, 新一轮抢装潮启动, 行业量价齐升。2) 2018 年公司新增订单同增 68%, 2019 年 H1 公司新增订单达 80 亿元(订单营收比达 5 倍), 奠定未来两年风电业务高增基调。
- **核电设备: 审批停滞 3 年后重启, 核电龙头订单有望复苏。** 2016 年开始国内核电项目审核停止, 行业目前以消化存量项目为主。2019 年初国内核电项目审核重启, 公司作为核电设备龙头, 订单有望复苏。
- 公司是西南燃料电池行业龙头, 兼具资源优势(四川央企)、技术优势(国内为数不多的实现膜电极、电堆、系统全产业链覆盖的自主研发型企业), 未来有望受益行业爆发增长。

投资建议: 预计公司 2019~2021 年归母业绩为 13.2、13.8、14.5 亿元, 同增 17%、5%、5%。我们综合 PE 估值、PB 估值两种方法, 给予公司目标价 9.9 元, 对应 2020 年 PE 估值为 21 倍, 首次覆盖给予“增持评级”。

风险: 火电业务下行超预期、海外项目风险。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

彭聪 分析师 SAC 执业编号: S1130518070001
pengcong@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人
liuyanxue@gjzq.com.cn

张伟鑫 联系人
zhangweixin@gjzq.com.cn

内容目录

综述：发电设备龙头，风电高增、核电复苏提振业绩，燃料电池未来可期	5
一、发电设备制造商龙头，盈利能力持续改善	9
二、发电设备：火电设备继续承压，风电、核电设备高增可期	11
1.发电设备装机容量增速持续下滑，能源清洁化大势所趋	11
2.风电设备：抢装需求推升行业景气度，未来两年风电业务高增确定性强	12
3.核电设备：3 年零审核打破行业有望复苏，预计公司 2021 年核电业务回升	13
4.火电设备：行业景气度持续下行，公司盈利能力逆势改善	15
5.燃机设备：行业稳健增长，预计公司未来燃机业务稳健增长	16
6.水电设备：行业有所回暖，预计公司未来水电业务保持稳定	17
三、现代制造服务快速增长，燃料电池未来可期	19
1.现代制造服务：营收快速增长+盈利能力超群，为公司注入新动能	19
2.燃料电池：远期规模超万亿，公司兼具资源+技术优势未来可期	20
四、盈利预测与投资建议	23
1.盈利预测：预计 2019~2021 年业绩增速为 17%、5%、5%	23
2.投资建议及估值：给予公司增持评级，目标价 9.9 元	24
五、风险提示	25

图表目录

图表 1：公司营收构成	5
图表 2：公司毛利构成	5
图表 3：风电设备公开招标容量快速增长	6
图表 4：风电设备公开招标价格回暖	6
图表 5：拟建核电项目	6
图表 6：公司“三大攻坚战”战略	7
图表 7：东方电气电站工程服务营收最低	7
图表 8：可比公司估值	8
图表 9：公司营收结构，以火电业务为主	9
图表 10：公司毛利结构，以火电、服务业为主	9
图表 11：2015~2018 年公司营收持续下滑	9
图表 12：2017 年公司业绩扭亏	9
图表 13：2016 年以来公司盈利能力持续回升	10
图表 14：2016 年以来公司资产减值损失持续下降	10
图表 15：全社会用电量及增速持续回暖	11
图表 16：发电设备容量及增速持续下降	11
图表 17：2018 年发电装机容量结构	11

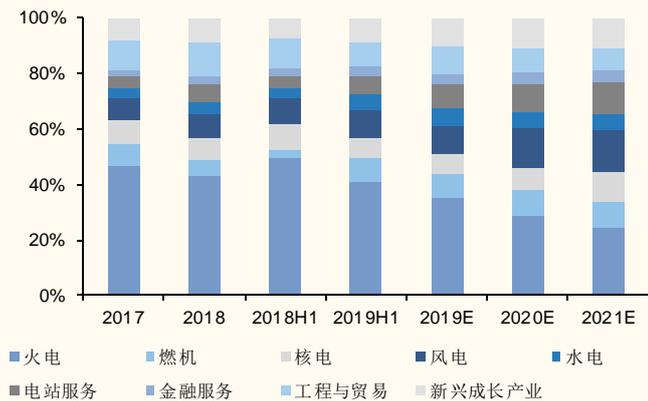
图表 18: 清洁能源占比持续提升.....	11
图表 19: 公司发电设备业务营收、毛利.....	12
图表 20: 公司发电设备毛利率持续回升.....	12
图表 21: 历年风电投资周期性较强.....	12
图表 22: 2019 年风电投资高增.....	12
图表 23: 风电补贴政策.....	12
图表 24: 风电设备公开招标容量快速增长.....	13
图表 25: 风电设备公开招标价格回暖.....	13
图表 26: 公司风电业务营收及毛利.....	13
图表 27: 公司风电业务毛利率维持稳定.....	13
图表 28: 近年核电投资低迷.....	14
图表 29: 2019 年核电投资低迷.....	14
图表 30: 在建核电项目.....	14
图表 31: 拟建核电项目.....	15
图表 32: 公司核电业务营收及毛利.....	15
图表 33: 公司核电业务毛利率较为稳定.....	15
图表 34: 近年火电投资低迷.....	16
图表 35: 2019 年火电投资低迷.....	16
图表 36: 公司火电业务营收及毛利.....	16
图表 37: 公司火电业务毛利率略有回升.....	16
图表 38: 燃气发电装机容量稳健增长.....	17
图表 39: 燃气发电新增设备容量稳健增长.....	17
图表 40: 公司燃机业务营收及毛利.....	17
图表 41: 公司燃机业务毛利率略有提升.....	17
图表 42: 2018 年以来水电投资回暖.....	18
图表 43: 2019 年水电投资稳健增长.....	18
图表 44: 公司水电业务营收及毛利.....	18
图表 45: 公司水电业务毛利率略有提升.....	18
图表 46: 公司电站服务业务营收、毛利快速增长.....	19
图表 47: 公司电站服务业务毛利率有所下滑.....	19
图表 48: 公司“三大攻坚战”战略.....	20
图表 49: 东方电气电站工程服务营收最低.....	20
图表 50: 公司金融服务业务营收及毛利稳健增长.....	20
图表 51: 公司金融服务业务毛利率较为稳定.....	20
图表 52: 各国积极发展氢能源.....	21
图表 53: 中国燃料电池车快速增长.....	21
图表 54: 预计公司 2019~2021 年营收为 297 亿元、308 亿元、328 亿元.....	23
图表 55: 预计公司 2019~2021 年归母业绩为 13.2 亿元、13.8 亿元、14.5 亿元.....	24

图表 56: 可比公司估值.....24

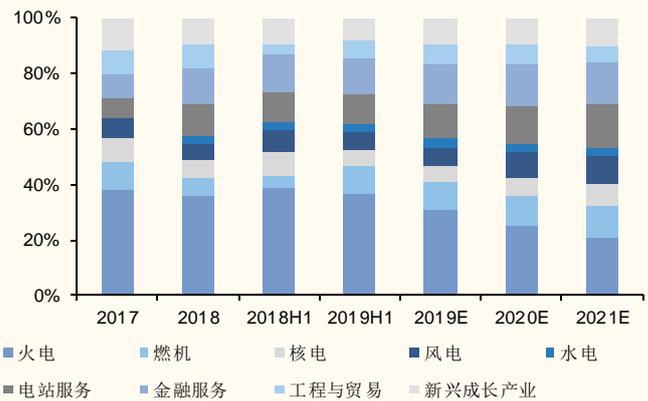
综述：发电设备龙头，风电高增、核电复苏提振业绩，燃料电池未来可期

- 公司是全球最大的发电设备制造商和电站工程承包商。公司主营业务涵盖各类发电设备（包括火电、核电、风电、水电、燃机设备）、现代制造服务业（电站服务、金融业）、工程与贸易、新兴成长业（电力控制、环保）。受发电设备市场需求减少的影响，2014~2016 年公司营收、业绩持续下滑；预计未来受益风电、核电、电站服务、金融服务业务高增长，公司业绩稳健增长。

图表 1：公司营收构成



图表 2：公司毛利构成

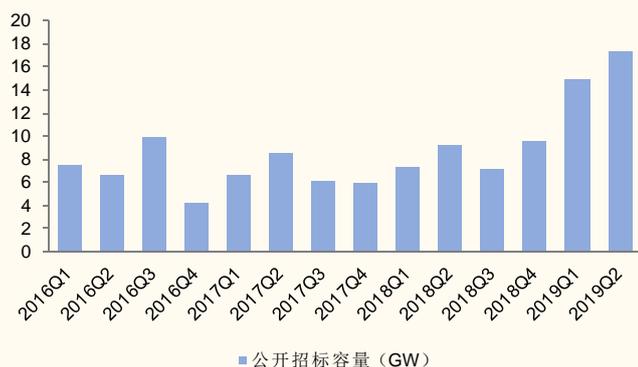


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

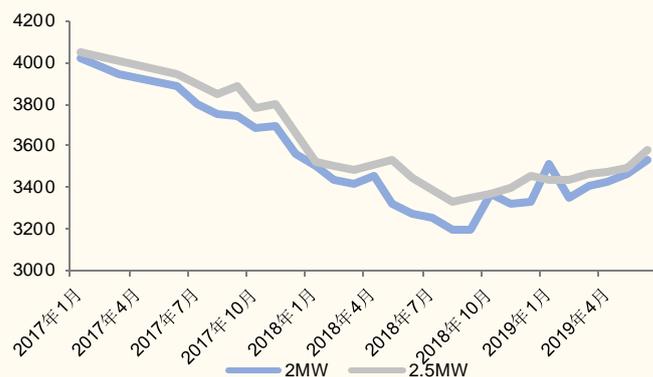
- 2018 年公司控股股东及实际控制人东方电气集团向公司注入优质资产，集团注入的优质资产 2017 年实现净利润达 3.96 亿元，占东方电气调整前的净利润（6.83 亿元）的 58%，优质资产 2016 年净利率达 9%，远高于公司盈利能力，优质资产注入提振公司业绩、提升公司盈利能力。
- 展望未来：1) 火电行业产能过剩、景气度下行影响，预计火电业务持续下行。2) 考虑目前国内水电开发程度较高，尚未开发的水电多集中于开发条件较差、难度较大的区域，预计未来水电投资趋于平稳，公司水电业务维持稳定；3) 燃机业务、金融业务、新兴成长产业稳健增长；4) **最大的亮点在于风电业务、核电业务、电站服务。**
- 风电抢装推升行业景气度，未来两年风电业务高增确定性强。1) 历史上风电行业周期性较强，补贴政策调整会带动抢装需求。2019 年 5 月，国家发改委发布通知，对于 2018 年底前核准、2020 年底前未并网和 2019~2020 年底前核准、2021 年底未并网的项目，国家不再补贴。考虑 2018 年底前核准未并网的风电项目规模超 8000 万 kW，抢装需求助力行业景气度回升。2019 年 1-9 月风电投资额同增 73%，2019 年 H1 风电招标规模同增 93%，2018 年 9 月风机招标价格触底反弹，行业景气度明显回升。2) 2018 年、2019 年 H1 风电业务营收为 25、16 亿元，同比-10%、0%，营收增速较低但新增订单快速增长，2018 年公司风电业务新增订单同增 68%，2019 年 H1 公司风电业务新增订单达 80 亿元，奠定未来两年风电业务高增基调。

图表 3：风电设备公开招标容量快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：风电设备公开招标价格回暖



来源：公司公告，国金证券研究所

- 核电审批停滞 3 年后重启，行业及相关设备订单有望复苏。1) 2016 年开始国内核电项目审核停止，2018 年国产三代核电机组陆续投产，技术可靠性逐步验证，2019 年年初中国核电福建漳州核电项目、中广核广东太平岭核电项目获得核准建设，打破了 3 年零核准的状态，核电复苏可期。2) 目前国内在建核电项目共 11 个，装机容量为 1211 万 kW，拟建核电项目共 15 个，装机容量为 1211 万 kW，预计未来三年核电投资有望复苏。3) 假设 100 万 kW 机组总投资 200 亿元，设备投资占比 50%，未来 3 年开工 10 台机组，对应设备需求达 1000 亿元。4) 2018 年公司核岛市场市占率达 66%，常规岛市场市占率达 44.9%，将深度受益核电复苏。5) 2018 年、2019 年 H1 公司核电业务营收为 24、11 亿元，同比-11%、-23%，目前公司以消化存量项目为主，未来伴随核电项目的开工建设，预计 2021 年核电业务将回升。

图表 5：拟建核电项目

省份	核电厂名称	机组号	装机容量 (万 kW)	项目进展
福建	漳州核电厂	1 号机组	100	计划于 2019 年 6 月 30 日浇筑第一罐混凝土，实际开工时间以政府批复后为准，预计 2024 年 6 月投入商业运行。
		2 号机组	100	计划 2020 年 4 月浇筑第一罐混凝土，预计将在 2025 年 4 月投入商业运行。
	宁德核电厂	5 号机组	100	还在前期手续筹备中
		6 号机组	100	还在前期手续筹备中
广东	太平岭核电厂	1 号机组	100	计划于 2019 年 6 月实现核岛主体工程开工，2 号机组与 1 号机组开工间隔 10 个月。
		2 号机组	100	2 号机组将在 2020 年 4 月实现核岛主体工程开工。
	陆丰核电厂	1 号机组	100	2019 年 3 月 6 日电厂重件码头运维项目招标
		2 号机组	100	2019 年 3 月 6 日电厂重件码头运维项目招标
辽宁	徐大堡核电厂	1 号机组	120	FCD 计划在 2019 年 5 月 15 日
		2 号机组	120	FCD 计划在 2020 年 3 月 15 日
		3 号机组	120	2019 年 3 月 19 日，工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目招标。暂定于 2021 年 10 月浇筑第一罐混凝土，单台机组工期为 69 个月，3 号机组计划于 2027 年 7 月投入商业运行。
		4 号机组	120	2019 年 3 月 19 日，工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目招标。暂定于 2022 年 8 月浇筑第一罐混凝土，单台机组工期为 69 个月，4 号机组计划于 2028 年 5 月投入商业运行。
江苏	田湾核电厂	7 号机组	120	2019 年 3 月 19 日 工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目招标，计划于 2021 年 5 月份开工建设。
		8 号机组	120	2019 年 3 月 19 日 工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目招标，计划于 2022 年 3 月份开工建设。
山东	石岛湾核电站	CAP1400	140	2019 年 3 月 18 日，海工工程设计文件第三方审查项目询价公告。2019 年 3 月 18 日，CAP1400 高温高压水润滑轴承试验台设计及建造研究（设计部

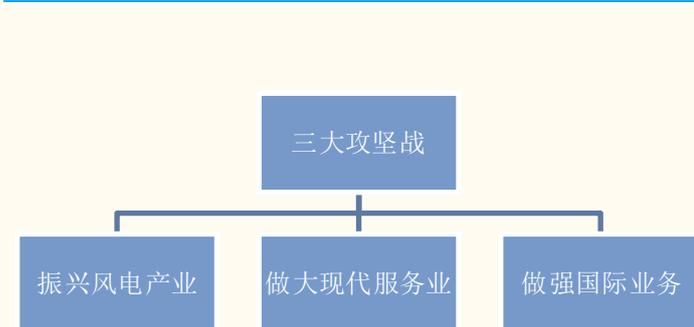
分) 招标结果公告。

来源: BHI, 国金证券研究所

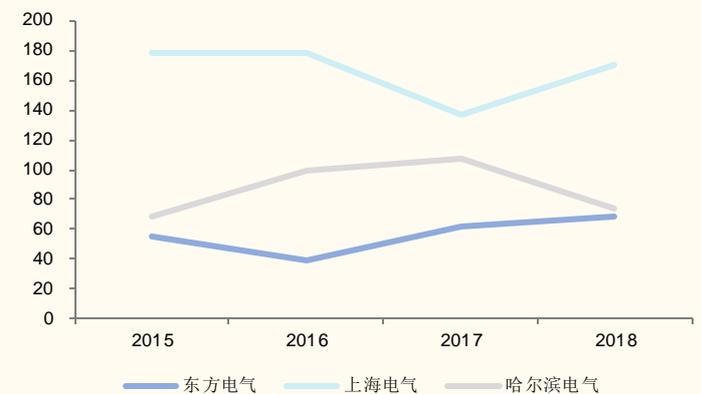
- 电站服务: 营收、订单快速增长。1) 电站服务主要为客户提供机组运营维护到性能升级的一揽子解决方案。国内三大电气集团均有布局电站服务业务, 2016 年以前东方电气的电站工程服务业务规模远低于上海电气、哈尔滨电气, 2016 年东方电气、上海电气、哈尔滨电气电站工程服务业务营收占总营收的比例为 12%、23%、32%。2) 2016 年 5 月原哈尔滨电气董事长邹磊先生上任东方电气董事长, 2017 年公司制定“振兴风电产业、做大现代服务业、做强国际业务”的发展战略, 在新任领导的带领下公司电站服务业务快速增长, 2018 年、2019 年 H1 公司电站服务营收为 18 亿元、10 亿元, 同比 29%、56%; 毛利为 8.3 亿元、4 亿元, 同比 72%、26%; 新增订单 42 亿元、26 亿元, 同增 30%、60%。

图表 6: 公司“三大攻坚战”战略

图表 7: 东方电气电站工程服务营收最低



来源: wind, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所

备注: 电站工程服务业务包含电站工程、电站服务、金融服务、贸易业务。

- 金融服务: 营收稳健增长, 盈利能力超群。1) 公司的金融业务的运营主体为旗下子公司东方财务, 是集团于 2018 年向上市公司注入的优质资产。2) 2018 年、2019 年 H1 公司金融服务营收为 10 亿、5 亿, 同比 49%、20%, 毛利为 9 亿、4.9 亿, 同比 56%、21%。金融业务营收稳健增长且盈利能力超群 (毛利率超 90%, 净利率超 30%), 为公司增长注入新动力。
- 公司兼具资源+技术优势, 未来有望实现爆发式增长。1) 我们看好燃料电池长期发展趋势。四川省电力资源丰富, 富余水电可制备氢气达 2.5 亿吨, 是燃料电池发展的重要区域。2019 年 8 月成都市印发《成都市氢能产业发展规划 (2019-2023 年)》, 规划到 2023 年全市推广应用燃料电池汽车 2000 辆以上。2) 公司自 2011 年开始启动燃料电池的研发工作, 2018 年四川省首批搭载东方电气燃料电池系统的客车正式运行, 2019 年 4 月东方电气 1000 套燃料电池自动化产线投产, 是国内燃料电池行业内国内为数不多的实现膜电极、电堆、系统全产业链覆盖的企业, 且是自主研发型企业, 具备技术优势。3) 考虑燃料电池发展早期以政府采购为主, 公司作为四川央企, 具备资源优势, 有望受益四川燃料电池发展, 实现爆发式增长。假设公司燃料电池售价为 100 万/套, 销量为 1000 套时, 可贡献营收额达 10 亿元。
- 预计公司 2019~2021 年归母业绩为 13.2 亿元、13.8 亿元、14.5 亿元, 同增 17%、5%、5%。我们综合 PE 估值、PB 估值两种方法计算均值目标价, 给予公司目标价 9.9 元。

图表 8：可比公司估值

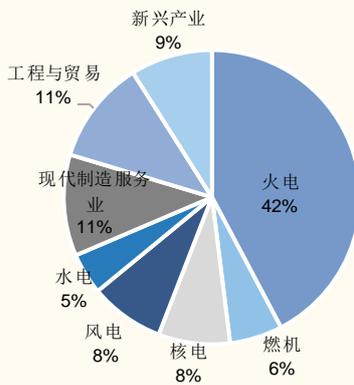
证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
600875.SH	东方电气	9.00	278	0.37	0.43	0.47	24.6	21.1	19.1	0.95
601727.SH	上海电气	4.75	720	0.20	0.18	0.19	23.2	26.0	24.6	1.17

来源：wind，国金证券研究所

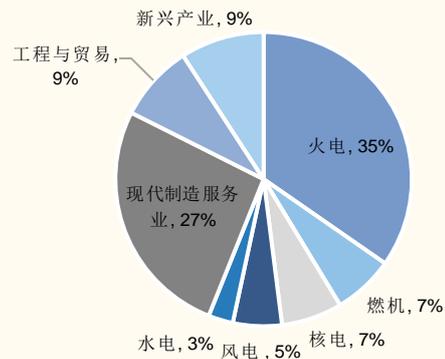
一、发电设备制造商龙头，盈利能力持续改善

- 公司是全球最大的发电设备制造商和电站工程承包商。公司主营业务涵盖各类发电设备（包括火电、核电、风电、水电、燃机设备）、现代制造服务业（电站服务、金融业）、工程与贸易、新兴成长业（电力控制、环保）。2018 年公司发电设备业务营收占比为 68%，毛利占比为 57%，现代制造服务业、工程与贸易业、新兴产业营收占比为 11%、11%、9%，毛利占比为 27%、9%、9%。

图表 9：公司营收结构，以火电业务为主



图表 10：公司毛利结构，以火电、服务业为主

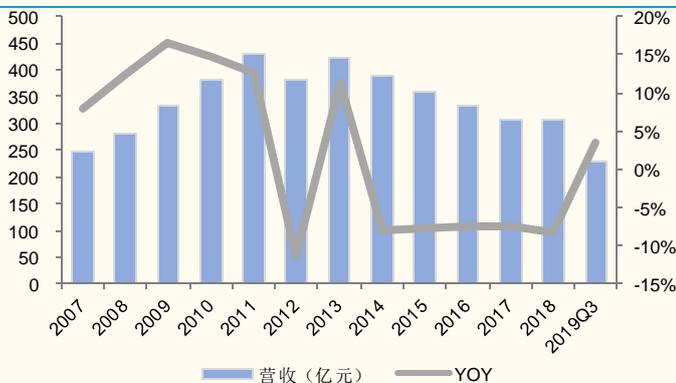


来源：wind，国金证券研究所

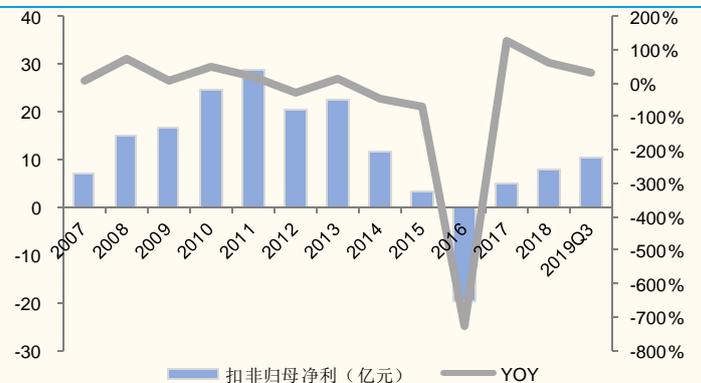
来源：wind，国金证券研究所

- 近年营收持续下滑，甩开历史包袱、集团优质资产注入，盈利能力持续改善。1) 公司自 2007 年完成主营业务资产整体上市以来，2007~2011 年公司营收、扣非归母业绩稳健增长，2014~2016 年由于发电设备市场需求减少，公司营收、扣非归母业绩持续下滑。2) 2017 年公司营收持续下滑，但业绩扭亏为盈，主要得益于公司毛利率提升（公司实施“成本领先工程”）和资产减值损失大幅下降（加大应收账款催收力度）。3) 2018 年公司通过发行股份的方式向控股股东及实际控制人东方电气集团收购了东方财务 95% 股权（主营金融服务）、国合公司 100% 股权（主营设备供应及出口贸易）、东方自控 100% 股权（主营电力控制）等资产。自此东方电气集团优质资产注入上市公司体内，集团注入的优质资产 2017 年实现净利润达 3.96 亿元，占东方电气调整前的净利润（6.83 亿元）的 58%，优质资产 2016 年净利率达 9%，优质资产注入提振公司业绩、提升公司盈利能力。得益于优质资产注入，2018 年公司营收达 307 亿元，同减 8%，归母净利润为 11.29 亿元，同增 6.8%（同口径）；2019 年前三季度公司营收达 230 亿元，同增 3.5%，归母净利润为 11.1 亿元，同增 13.54%。

图表 11：2015~2018 年公司营收持续下滑



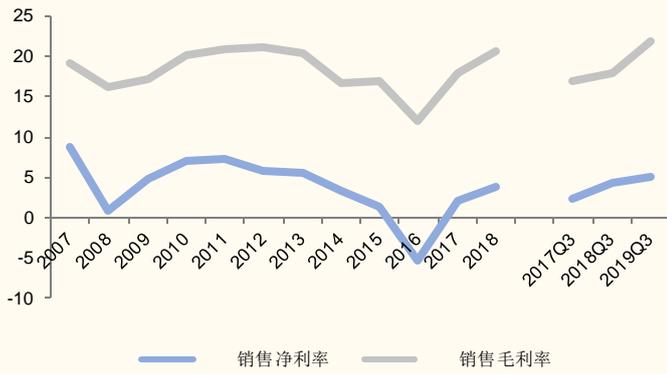
图表 12：2017 年公司业绩扭亏



来源：wind，国金证券研究所

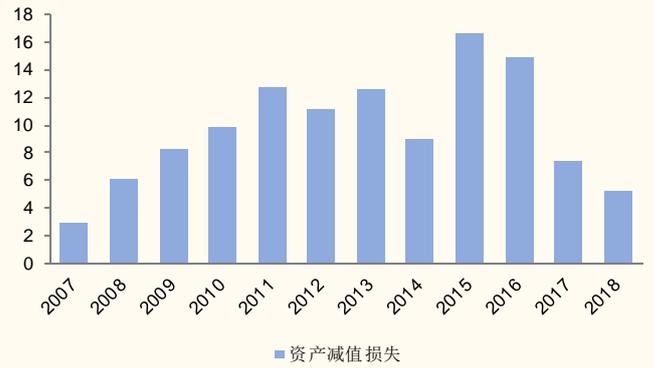
来源：wind，国金证券研究所

图表 13: 2016 年以来公司盈利能力持续回升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 2016 年以来公司资产减值损失持续下降



来源: wind, 国金证券研究所

二、发电设备：火电设备继续承压，风电、核电设备高增可期

1. 发电设备装机容量增速持续下滑，能源清洁化大势所趋

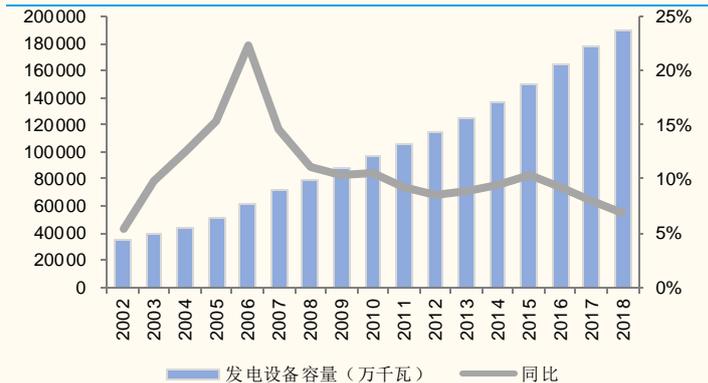
- 发电设备容量增速持续下降，可再生能源占比持续提升。1) 受益工业企业利润回暖，2016 年以来全社会用电量持续回暖，但发电设备装机容量增速持续下滑。2018 年全社会用电量总计达 6.8 万亿 kWh，同增 8.5%；发电设备容量为 18 亿 kW，同增 6.9%。2) 从发电装机容量结构来看，2018 年火电占比为 60%、水电占比为 19%，占比持续下滑，核电、风电、太阳能占比持续提升。

图表 15：全社会用电量及增速持续回暖



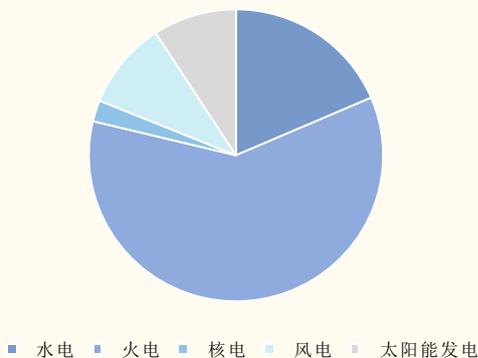
来源：wind，国金证券研究所

图表 16：发电设备容量及增速持续下降



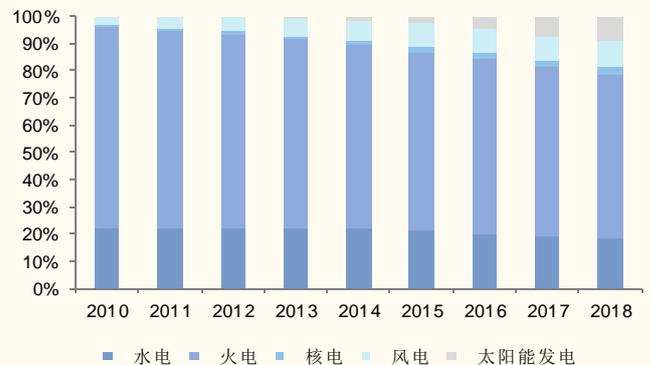
来源：wind，国金证券研究所

图表 17：2018 年发电装机容量结构



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：清洁能源占比持续提升



来源：wind，国金证券研究所

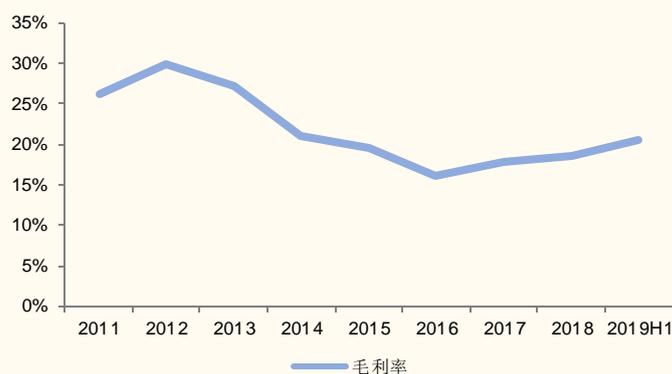
- 公司发电设备业务营收持续下滑，毛利率持续改善。1) 2018 年公司发电设备业务（包括火电、核电、风电、水电、燃机业务）营收占比为 68%，毛利占比为 57%。贡献了公司主要的营收、业绩。2) 2018 年公司发电设备业务营收为 210 亿元，同减 15%；毛利为 40 亿元，同减 9%；2019 年 H1 公司发电设备业务营收为 112 亿元，同减 8%；毛利为 23 亿元，同增 27%，2018 年、2019 年 H1 发电设备业务毛利率分别为 18.6%、20.6%，较去年同期提升 0.7pct、5.7pct；提升主要系火电、燃机业务毛利率提升所致。

图表 19: 公司发电设备业务营收、毛利



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 公司发电设备毛利率持续回升

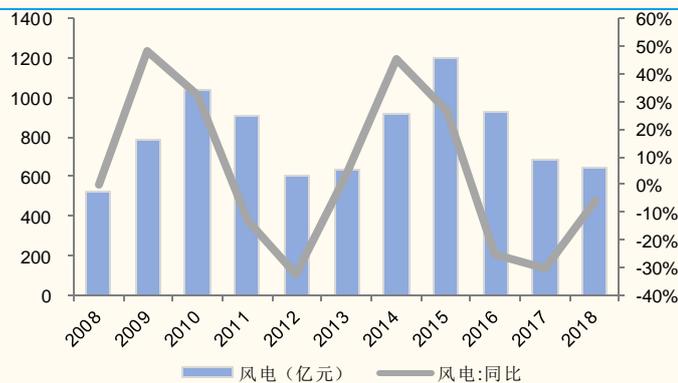


来源: wind, 国金证券研究所

2. 风电设备: 抢装需求推升行业景气度, 未来两年风电业务高增确定性强

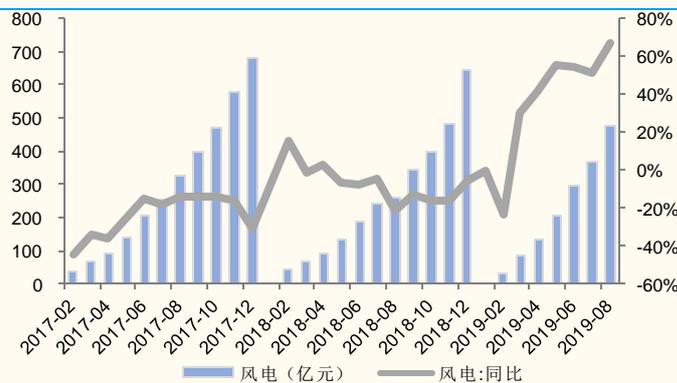
- 历史上风电行业周期性较强, 补贴政策调整带动抢装需求。2014 年 12 月发改委发布通知, 要求在 2015 年前核准、但未于 2015 年底并网的项目补贴退坡, 带动了 2014~2015 年风电装机量、投资额高增。受抢装回调、弃风限电严重的影响, 2016~2017 年风电装机量、投资额持续下滑。
- 补贴政策调整带动抢装需求, 2019 年风电投资回暖明显。2019 年 5 月, 国家发改委发布通知, 对于 2018 年底前核准、2020 年底前未并网的和 2019~2020 年底前核准、2021 年底未并网的, 国家不再补贴; 2021 年后新核准的陆上风电项目全面实现平价上网, 国家不再补贴。考虑 2018 年底前核准未并网的风电项目规模超 8000 万 kW, 抢装需求助力行业景气度回升。从投资额来看, 2019 年 1-8 月风电投资完额为 476 亿元, 同增 67%, 较去年同期提升 88pct。行业回暖迹象明显。从招标规模来看, 2018 年风电招标规模达 33.5GW, 2019 年 H1 风电招标规模达 32.3GW, 同增 93%, 创历史新高。从招标价格来看, 2018 年 9 月风机价格触底反弹, 目前已恢复至 2017 年的水平。
- 风电业务订单高增长。1) 2018 年公司风电设备营收占比为 8%, 毛利占比为 5%。2) 2018 年、2019 年 H1 风电业务营收为 25 亿、16 亿, 同比-10%、0%, 毛利为 3.8 亿元、2.5 亿元, 同比-23%、5%。营收增速较低但新增订单快速增长, 2018 年公司风电业务新增订单同增 68%, 2019 年 H1 公司风电业务新增订单达 80 亿元, 奠定未来两年风电业务高增基调。

图表 21: 历年风电投资周期性较强



来源: wind, 国金证券研究所

图表 22: 2019 年风电投资高增



来源: wind, 国金证券研究所

图表 23: 风电补贴政策

政策	项目	资源地区
----	----	------

出台时间	名称	核准时间	开工时间	并网时间	I类	II类	III类	IV类
2009.07.20	发改价格 [2009]1906号	2009年8月后	-	2015年底前并网	0.51	0.54	0.58	0.61
2014.12.31	发改价格 [2014]3008号	2015年前核准	-	2016年后并网	0.49	0.52	0.56	0.61
		2015年核准	2017年底前开工	-				
2015.12.22	发改价格 [2015]3044号	2016年前核准	2018年后开工	-	0.47	0.5	0.54	0.6
		2016年核准	2017年底前开工	-				
2016.12.26	发改价格 [2016]2729号	2018年前核准	2020年后开工	-	0.4	0.45	0.49	0.57
		2018年核准	2019年底前开工	-				
2019.05.24	发改价格 [2019]882号	2019年核准	-	2021年底前并网	0.34	0.39	0.43	0.52
		2020年核准	-	2021年底前并网	0.29	0.34	0.38	0.47
		2019年前核准	-	2021年后并网				
		2019年后核准	-	2022年后并网				不再补贴
		2021年后核准	-	-				

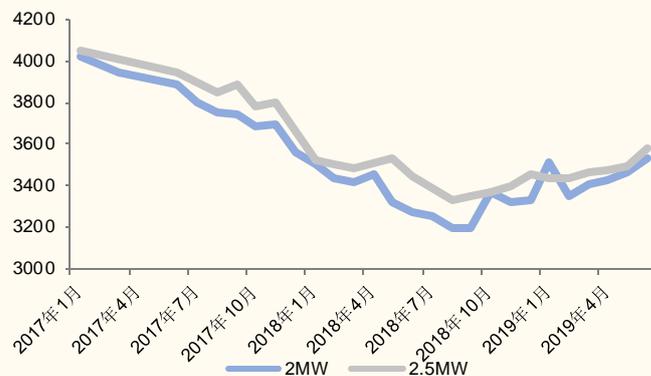
来源：发改委，国金证券研究所

图表 24：风电设备公开招标容量快速增长



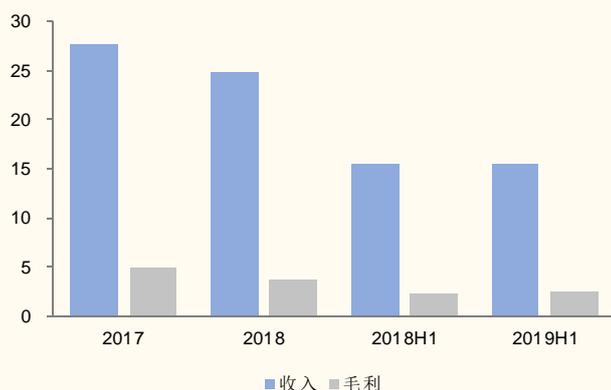
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：风电设备公开招标价格回暖



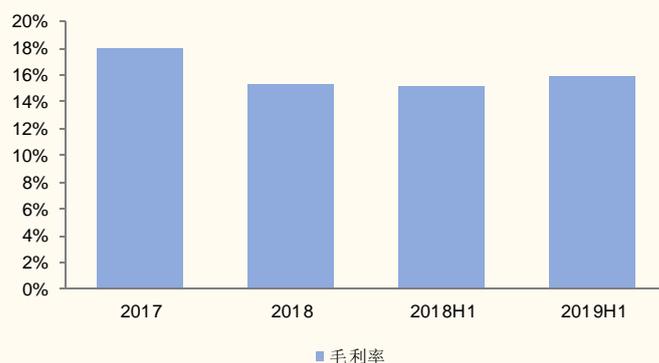
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：公司风电业务营收及毛利



来源：wind，国金证券研究所

图表 27：公司风电业务毛利率维持稳定



来源：wind，国金证券研究所

3.核电设备：3年零审核打破行业有望复苏，预计公司2021年核电业务回升

- 核电投资低迷，目前距离2020年目标尚有1300kW缺口。1) 现状：根据中电联，2018年底核电装机容量为4466万kW，同增24.7%；2018年核电投资完成额为437亿元，同减4%，2019年1-8月核电投资完额为191

亿元，同减 31%。2) 规划：根据《电力发展“十三五”规划》，到 2020 年全国核电装机规模控制达 5800 万 kW，目前距离 2020 年目标尚有 1334 万 kW 缺口。

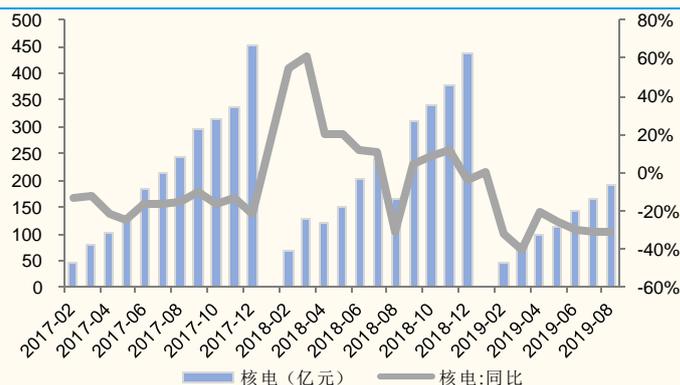
- 3 年零审核打破，未来行业有望复苏。1) 2016 年开始国内核电项目审核停止，2018 年国产三代核电机组陆续投产，技术可靠性逐步验证，2019 年年初中国核电福建漳州核电项目、中广核广东太平岭核电项目获得核准建设，打破了 3 年零核准的状态，核电复苏可期。2) 目前国内在建核电项目共 11 个，装机容量为 1211 万 kW，拟建核电项目共 15 个，装机容量为 1211 万 kW，预计未来三年核电投资有望复苏。3) 假设 100 万 kW 机组总投资 200 亿元，设备投资占比 50%，未来 3 年开工 10 台机组，对应设备需求达 1000 亿元。
- 公司目前以消化存量项目为主，预计 2021 年核电营收将回升。1) 2018 年公司核电设备营收占比为 8%，毛利占比为 7%。2) 公司具备百万千瓦等级各类核电机组常规岛、核岛主设备自主研制和批量制造能力。**2018 年公司核岛市场市占率达 66%，常规岛市场市占率达 44.9%**。公司第三代核电机组注射泵完成研制，第四代核电设备研发加快推进。3) 2018 年、2019 年 H1 公司核电业务营收为 24 亿元、11 亿元，同比-11%、-23%，毛利为 4.7 亿元、2.2 亿元，同比-24%、-10%。核电业务持续下滑主要系 2016 年开始国内核电项目审核停止，公司以消化存量项目为主。未来伴随核电项目的开工建设，考虑核电订单结转周期较长，预计 2021 年核电营收将回升。

图表 28：近年核电投资低迷



来源：wind，国金证券研究所

图表 29：2019 年核电投资低迷



来源：wind，国金证券研究所

图表 30：在建核电项目

省份	核电厂名称	机组号	装机容量 (万 kW)	项目进展
辽宁	红沿河核电厂	5 号机组	111.9	2019 年 1 月 18 日，核岛主设备安装完成，核岛安装总体完成 60%。
		6 号机组	111.9	2019 年 1 月 18 日，反应堆压力容器和 2 台蒸汽发生器就位，核岛安装总体完成 30%。
福建	福清核电厂	5 号机组	115	2019 年 3 月 20 日 5、6 号机组热水器采购项目招标
		6 号机组	115	2019 年 1 月 30 日，第二台蒸汽发生器吊装工作圆满完成。
广东	台山核电厂	2 号机组	175	计划 2019 年 10 月投入商运。
	阳江核电厂	6 号机组	108.9	计划 2019 年并网发电
江苏	田湾核电厂	5 号机组	111.8	2019 年 3 月 14 日，已完成主管道焊接，三期工程“四大控制”总体受控，计划 2021 年底前投入商业运行。
		6 号机组	111.8	2019 年 3 月 14 日，6 号机组反应堆压力容器顺利吊装就位，标志着该机组全面进入了设备安装阶段，计划 2021 年 6 月份投入商业运行。
广西	防城港核电厂	3 号机组	115	预计 2021 年 12 月投入商运
		4 号机组	115	预计 2022 年 10 月投入商运
山东	石岛湾核电站		20	计划 2019 年并网发电。

来源：BHI，国金证券研究所

图表 31：拟建核电项目

省份	核电厂名称	机组号	装机容量 (万 kW)	项目进展
福建	漳州核电厂	1 号机组	100	计划于 2019 年 6 月 30 日浇注第一罐混凝土，实际开工时间以政府批复后为准，预计 2024 年 6 月投入商业运行。
		2 号机组	100	计划 2020 年 4 月浇注第一罐混凝土，预计将在 2025 年 4 月投入商业运行。
	宁德核电厂	5 号机组	100	还在前期手续筹备中
		6 号机组	100	还在前期手续筹备中
广东	太平岭核电厂	1 号机组	100	计划于 2019 年 6 月实现核岛主体工程开工，2 号机组与 1 号机组开工间隔 10 个月。
		2 号机组	100	2 号机组将在 2020 年 4 月实现核岛主体工程开工。
	陆丰核电厂	1 号机组	100	2019 年 3 月 6 日电厂重件码头运维项目招标
		2 号机组	100	2019 年 3 月 6 日电厂重件码头运维项目招标
辽宁	徐大堡核电厂	1 号机组	120	FCD 计划在 2019 年 5 月 15 日
		2 号机组	120	FCD 计划在 2020 年 3 月 15 日
		3 号机组	120	2019 年 3 月 19 日，工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目招标。暂定于 2021 年 10 月浇灌第一罐混凝土，单台机组工期为 69 个月，3 号机组计划于 2027 年 7 月投入商业运行。
		4 号机组	120	2019 年 3 月 19 日，工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目招标。暂定于 2022 年 8 月浇灌第一罐混凝土，单台机组工期为 69 个月，4 号机组计划于 2028 年 5 月投入商业运行。
江苏	田湾核电厂	7 号机组	120	2019 年 3 月 19 日 工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目招标，计划于 2021 年 5 月份开工建设。
		8 号机组	120	2019 年 3 月 19 日 工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目招标，计划于 2022 年 3 月份开工建设。
山东	石岛湾核电站	CAP1400	140	2019 年 3 月 18 日，海工工程设计文件第三方审查项目询价公告。2019 年 3 月 18 日，CAP1400 高温高压水润滑轴承试验台设计及建造研究（设计部分）招标结果公告。

来源：BHI，国金证券研究所

图表 32：公司核电业务营收及毛利



来源：wind，国金证券研究所

图表 33：公司核电业务毛利率较为稳定



来源：wind，国金证券研究所

4.火电设备：行业景气度持续下行，公司盈利能力逆势改善

- 能源结构清洁化大势所趋，预计火电新增装机量持续下滑。1) 现状：根据中电联，2018 年底火电装机容量为 11.4 亿 kW，同增 3%，增速创新低；2018 年火电新增设备容量为 4119 万 kW，新增容量创历史新低，同减 10%；2018 年火电投资完成额为 777 亿元，投资额创历史新低，同减 9%，2019 年 1-8 月火电投资完额为 334 亿元，同减 26%，较去年同期降低

32pct。2) 规划: 根据《电力发展“十三五”规划》, 到 2020 年全国煤电装机规模控制在 11 亿 kW, 淘汰火电落后产能 2000 万 kW 以上。3) 考虑国内火电产能过剩, 电源结构走向清洁化, 我们预计未来火电新增装机量、投资完成额逐年下滑。

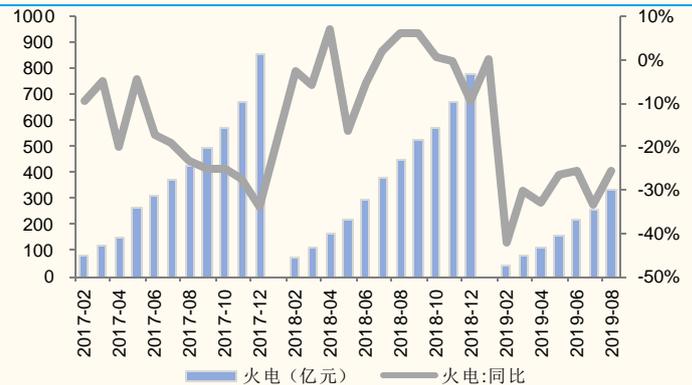
- 公司火电业务营收持续下滑, 毛利率逆势改善。1) 火电设备是公司的主要业务, 2018 年公司火电设备营收占比 42%, 毛利占比 35%。2) 公司火电设备已实现完备产品系列, 覆盖中压、高压、超高压等, 单机功率最大达 1000MW。2018 年公司 200MW 及以上等级火电机组市占率达 46.3%。3) 2018 年、2019 年 H1 公司火电设备营收为 129 亿元、63 亿元, 同减 15%、21%, 毛利为 24.8 亿元、13.8 亿元, 同比-5%、21%。营收持续下滑, 但毛利率有所改善。4) 考虑火电行业投资持续收缩, 预计公司未来火电业务营收持续下滑, 毛利率维持稳健。

图表 34: 近年火电投资低迷



来源: wind, 国金证券研究所

图表 35: 2019 年火电投资低迷



来源: wind, 国金证券研究所

图表 36: 公司火电业务营收及毛利



来源: wind, 国金证券研究所

图表 37: 公司火电业务毛利率略有回升



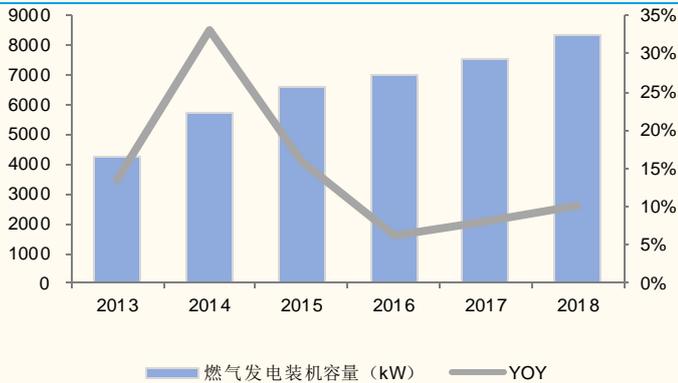
来源: wind, 国金证券研究所

5. 燃机设备: 行业稳健增长, 预计公司未来燃机业务稳健增长

- 燃气发电装机规模稳健增长。1) 现状: 根据中电联, 2018 年燃气发电装机容量为 8330 万 kW, 同增 10%。燃气发电设备投资 142 亿元, 与上年基本持平。2) 规划: 根据《电力发展“十三五”规划》, 到 2020 年全国水电装机规模控制达 1.1 亿 kW, 目前距离目标尚有 2670 万 kW 的缺口。3) 全球燃气发电量占比达 20% 以上, 而中国燃气发电占比不足 5%, 燃气发电具备高效清洁的优点, 预计未来在政策推动下燃气发电市场稳健增长。
- 预计未来燃机业务稳健增长。1) 2018 年公司燃机设备营收占比为 6%, 毛利占比为 7%。2) 公司气电市场市占率超 40%, 累计投运重型燃气轮机超 35 台。3) 2018 年、2019 年 H1 公司水电设备营收为 18 亿元、13 亿元, 同比-37%、150%, 毛利为 4.8 亿元、3.6 亿元, 同比-29%、191%。

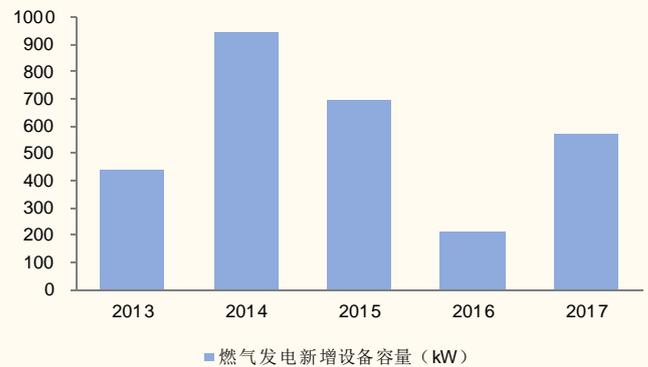
近两年毛利率大幅提升。4) 预计在燃气发电市场稳健增长的背景下, 公司未来燃机设备营收、毛利稳健增长。

图表 38: 燃气发电装机容量稳健增长



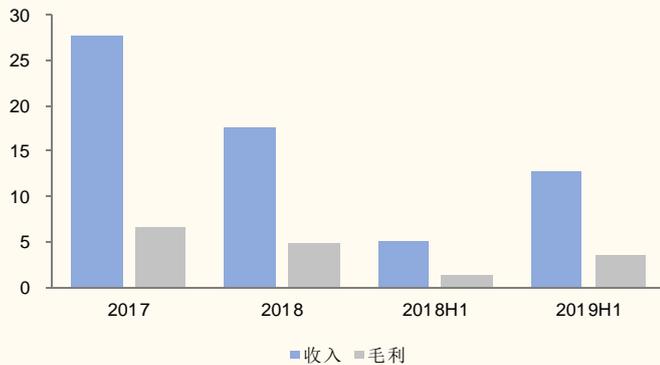
来源: wind, 国金证券研究所

图表 39: 燃气发电新增设备容量稳健增长



来源: wind, 国金证券研究所

图表 40: 公司燃机业务营收及毛利



来源: wind, 国金证券研究所

图表 41: 公司燃机业务毛利率略有提升

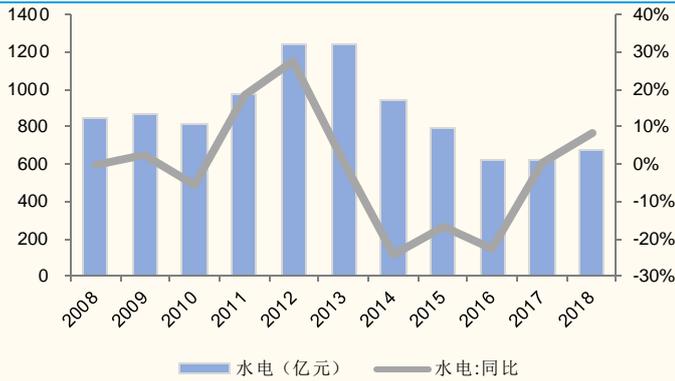


来源: wind, 国金证券研究所

6. 水电设备: 行业有所回暖, 预计公司未来水电业务保持稳定

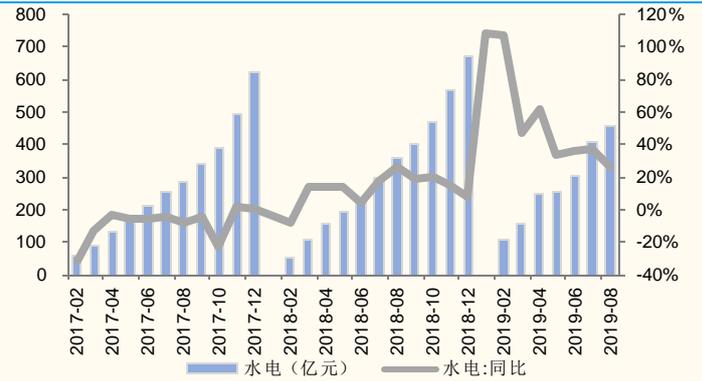
- 为解决弃水问题近两年水电投资有所回暖, 预计未来趋于平稳。1) 现状: 根据中电联, 2018 年底水电装机容量为 3.5 亿 kW, 同增 2.5%, 增速创新低; 2018 年水电新增设备容量为 854 万 kW, 新增容量创历史新低, 同减 34%; 2018 年水电投资完成额为 674 亿元, 同增 8%, 2019 年 1-8 月水电投资完额为 456 亿元, 同增 27%, 较去年同期提升 1pct。近两年水电投资规模回升主要为解决弃水问题。2) 规划: 根据《电力发展“十三五”规划》, 到 2020 年全国水电装机规模控制达 3.4 亿 kW。3) 考虑目前国内水电开发程度较高, 尚未开发的水电多集中于开发条件较差、难度较大的区域, 预计未来水电投资趋于平稳。
- 水电业务市占率快速回升, 盈利能力稳定。1) 2018 年公司水电设备营收占比为 5%, 毛利占比为 3%。2) 公司水电设备技术领先, 具备 1000MW 等级大容量水电机组研制能力。2018 年公司水电市场市占率达 47.2%, 在市场稳健的情况下, 市占率快速回升。3) 2018 年、2019 年 H1 公司水电设备营收为 14 亿元、10 亿元, 同比 28%、59%, 得益于市场回暖, 2018 年毛利为 1.9, 较 2017 年快速回升 (0.01 亿元)。4) 考虑目前水电业务市占率较高, 我们预计公司未来水电业务保持稳定。

图表 42: 2018 年以来水电投资回暖



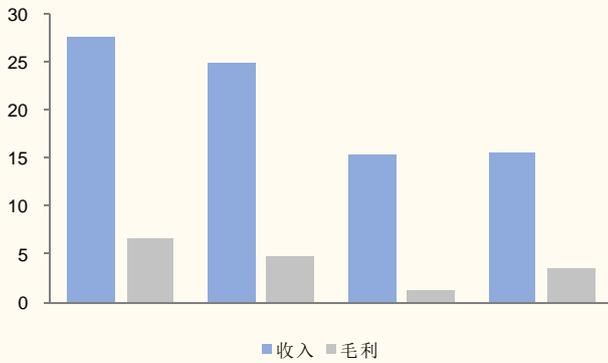
来源: wind, 国金证券研究所

图表 43: 2019 年水电投资稳健增长



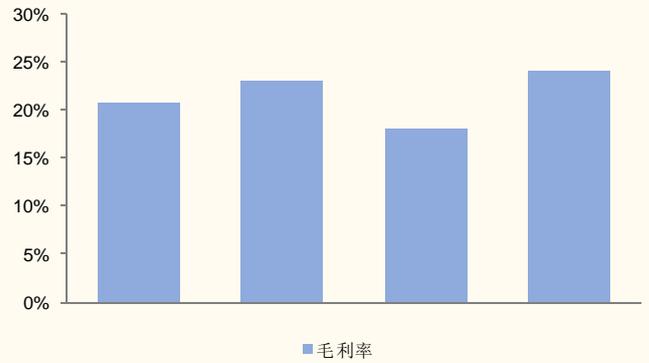
来源: wind, 国金证券研究所

图表 44: 公司水电业务营收及毛利



来源: wind, 国金证券研究所

图表 45: 公司水电业务毛利率略有提升



来源: wind, 国金证券研究所

三、现代制造服务快速增长，燃料电池未来可期

1.现代制造服务：营收快速增长+盈利能力超群，为公司注入新动能

- **现代制造服务业：高毛利率、营收快速增长。**2018年公司现代制造服务业营收占比为11%，毛利占比为27%。现代制造服务业主要包括电站服务和金融服务。近年来呈现快速增长，2018年、2019年H1现代制造服务业营收为34亿元、19亿元，同增37%、37%，毛利为18.9亿元、9.4亿元，同增64%、15%，毛利率达55%、50%，远高于公司整体毛利率（23%、24%）
- **电站服务：新任董事长带领下，营收、订单快速增长。**
 - 电站服务主要为客户提供机组运营维护到性能升级的一揽子解决方案，包括电站改造工程总承包，电站设备升级改造、电站检修等业务，旨在为客户提高经济性、减少污染物排放。
 - 国内三大电气集团均有布局电站服务业务，从营收统计口径来看，三大电气公司略有不同。上海电气的电站服务业务并入“现代服务业（包括电站工程、电站服务、金融业务、国际贸易业务）”统计，哈尔滨电气的电站服务业务并入“电站工程服务业（包括电站工程、电站服务、金融业务、国际贸易业务）”统计，东方电气的电站服务业务并入“现代制造服务业（包括电站工程、电站服务）”统计。统一口径来看，2016年以前东方电气的电站工程服务业务远低于上海电气、哈尔滨电气，2016年东方电气、上海电气、哈尔滨电气电站工程服务业营收分别为39、178、99亿元，占总营收的比例为12%、23%、32%。
 - 2016年5月原哈尔滨电气董事长邹磊先生上任东方电气董事长，2017年公司制定“振兴风电产业、做大现代服务业、做强国际业务”的发展战略，在新任领导的带领下公司电站服务业务快速增长，2018年、2019年H1公司电站服务营收为18亿元、10亿元，同比29%、56%；毛利为8.3亿元、4亿元，同比72%、26%；新增订单42亿元、26亿元，同增30%、60%。

图表 46：公司电站服务业务营收、毛利快速增长



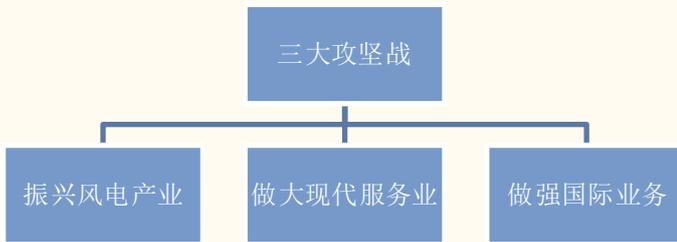
来源：wind，国金证券研究所

图表 47：公司电站服务业务毛利率有所下滑



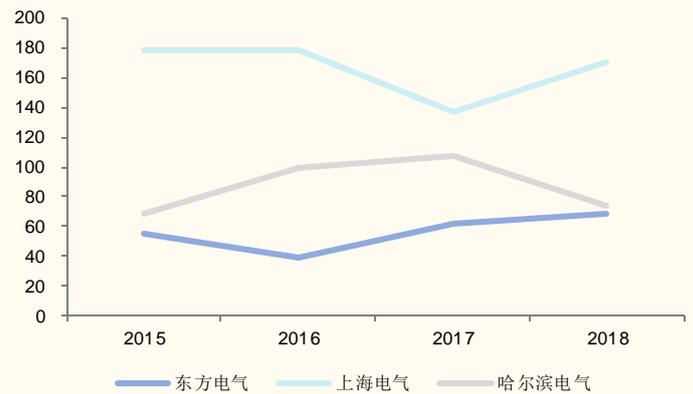
来源：wind，国金证券研究所

图表 48：公司“三大攻坚战”战略



来源：wind，国金证券研究所

图表 49：东方电气电站工程服务营收最低

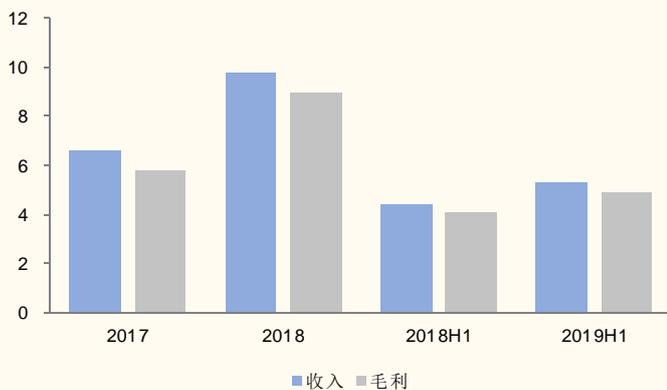


来源：wind，国金证券研究所

备注：电站工程服务业务包含电站工程、电站服务、金融服务、贸易业务。

- 金融服务：营收稳健增长，盈利能力超群。1) 2018 年公司金融服务业务营收占比为 3%，毛利占比为 13%。2) 公司的金融业务的运营主体为旗下子公司东方财务，是集团于 2018 年向公司注入的优质资产，东方财务主营业务为向东方电气集团的成员单位提供金融服务，主要包括：结算业务、信贷业务、票据业务、投资业务、财务顾问业务、外汇业务、同业业务七个大类。3) 截止 2018 年集团财务公司达 253 家，资产总额达 9.5 万亿元，同增 9.3%，营收为 1413 亿元，同增 15.79%，净利润为 790.34 亿元，同增 4.92%。东方财务是国内第一批成立的财务公司之一，在 2016 年在全国财务公司中资产总额排名为 48。4) 2018 年、2019 年 H1 公司金融服务营收为 10 亿、5 亿，同比 49%、20%，毛利为 9 亿、4.9 亿，同比 56%、21%。金融业务营收稳健增长且盈利能力超群（毛利率超 90%，净利率超 30%），为公司增长注入新动力。

图表 50：公司金融服务业务营收及毛利稳健增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 51：公司金融服务业务毛利率较为稳定



来源：wind，国金证券研究所

2. 燃料电池：远期规模超万亿，公司兼具资源+技术优势未来可期

- 各国积极发展氢能源，远期规模超万亿。1) 目前一次能源需求以石油、天然气、煤炭为主，占比超 85%，2017 年全球已探明石油储量可供 50.2 年产量，天然气储量可供 52.6 年产量，煤炭储量可供 134 年产量，全球能源需求逐年增长的背景下，传统不可再生资源日渐枯竭，各国积极发展可再生能源。2) 温室效应的背景下，2016 年 175 个国家签署《巴黎协定》，主要目标是将本世纪平均气温上升幅度控制在 2 摄氏度，考虑全球二氧化碳排放以能源系统为主，各国积极发展清洁能源。3) 氢能作为清洁的二次能源，具备来源广、能量密度高、可储存、可再生、0 噪音、0 污染的优势，是唯一可同时用于交通、储能（可用氢来储存风能、太阳能）、发电等领域

的新能源。4) 氢能对各国意义重大，多国从顶层设计推动氢能源。其中中国将氢能写入政府工作报告，日本将发展氢能视为国策，韩国将氢能源定位为三大战略投资领域之一。各国均积极发展氢能源并制定了相应的路线图。根据国际氢能委员会的预测，到 2050 年全球氢能源消费占总能源需求的 18%，氢能源及应用年均市场规模超 2.5 万亿美元（考虑相关产品如燃料电池车市场规模超 4 万亿美元）。

图表 52：各国积极发展氢能源

	燃料电池车规划（万辆）						加氢站规划（座）					
	2018	2020	2022	2025	2030	2040	2018	2020	2022	2025	2030	2040
中国	0.34	0.5		5	100		20	100		300	1000	
日本	0.29	4		20	81		100	160		320	900	
韩国	0.09		6.7			290	14		310			1200
美国	0.59				100		63				1000	
欧洲	0.1				424.5		152			750	3700	15000
德国	0.05						69	100		400	1000	

来源：各国氢能路线图，国金证券研究所

- 顶层政策推行下中国燃料电池车快速增长。1) 2019 年 3 月 15 日，氢能源首次写入《政府工作报告》，国家政策、地方政府和产业均高度重视，未来有望获更多政策倾斜。2) 受益顶层政策推动，2019 年 1-9 月我国燃料电池汽车产销分别完成 1315 辆和 1251 辆，比上年同期分别增长 7.7 倍和 14.6 倍。1-6 月，燃料电池汽车产销分别完成 1170 辆和 1102 辆，比上年同期分别增长 7.2 倍和 7.8 倍。

图表 53：中国燃料电池车快速增长



来源：wind，国金证券研究所

- 四川省电力资源丰富，成都计划 2023 年推广燃料电池车 2000 辆。1) 四川省电力资源丰富，其中水电装机近 8000 万 kW，占全省发电设备装机量的 80%，富余水电可制备氢气达 2.5 亿吨。2) 2019 年 8 月成都市印发《成都市氢能产业发展规划（2019-2023 年）》，规划到 2023 年，全市在客车、物流车、环卫车、出租车、公务车、共享汽车等领域推广应用燃料电池汽车 2000 辆以上。
- 公司兼具资源+技术优势，未来有望深度受益燃料电池行业爆发式增长。公司燃料电池业务的运营主体是东方电气全资子公司——东方电气（成都）氢燃料电池科技有限公司，主营燃料电池的研发和制造。公司自 2011 年启动燃料电池的研发，2018 年四川省首批搭载东方电气燃料电池系统的客车正式运行，2019 年 4 月东方电气 1000 套燃料电池自动化产线投产，产品从膜电极、电堆到发动机系统均由公司自主开发研制，是国内燃料电池行业内为数不多的自主研发型企业。

- **携手潞安集团，未来有望打开山西市场。**1) 根据山西省工信厅发布的《山西省新能源汽车产业 2019 年行动计划》，山西计划 2019~2020 年形成 700 台燃料电池车运营规模，2021~2022 年形成 3000 台燃料电池车运营规模，2023~2024 年形成 7500 台燃料电池车运营规模。2) 2019 年 7 月 23 日，东方电气与山西潞安矿业集团签署框架协议，未来双方将在氢能领域进行深入合作。
- 2019 年 11 月 15 日，东方电气（成都）氢燃料电池科技有限公司在北交所挂牌，拟向不超过 3 个投资者融资，我们认为战略投资者的引入有望为公司带来更多资源。

四、盈利预测与投资建议

1.盈利预测：预计 2019~2021 年业绩增速为 17%、5%、5%

- 预计公司 2019~2021 年营收为 297 亿元、308 亿元、328 亿元。1) 火电行业产能过剩、景气度下行影响，预计火电业务营收持续下行，毛利率维持高位。2) 燃机行业稳健发展，预计燃机业务营收稳健增长，毛利率维持高位。3) 核电打破 3 年零审核，行业有望复苏，预计 2021 年营收实现高增，毛利率维持稳定。4) 抢装需求推动下，预计风电行业景气度回升，公司近两年订单持续高增，预计未来 3 年营收维持高增，毛利率持续提升。5) 考虑目前国内水电开发程度较高，尚未开发的水电多集中于开发条件较差、难度较大的区域，预计未来水电投资趋于平稳，公司水电业务营收、毛利率维持稳定。6) 受益订单高增长，预计公司未来电站服务业务快速增长，毛利率维持稳定。7) 预计金融业务、新兴成长产业稳健增长，工程与贸易业务未来保持平稳发展。

图表 54：预计公司 2019~2021 年营收为 297 亿元、308 亿元、328 亿元

	2017	2018	2018H1	2019H1	2019E	2020E	2021E
高效清洁发电设备-火电							
收入	152.89	129.31	80.44	63.28	103.45	87.93	79.14
YOY		-15%		-21%	-20%	-15%	-10%
毛利率	17.1%	19.2%	14.2%	21.8%	22.0%	22.0%	22.0%
毛利占比	38.1%	35.5%	39.1%	36.9%	30.5%	24.8%	20.7%
高效清洁发电设备-燃机							
收入	27.73	17.58	5.10	12.74	26.37	29.00	31.90
YOY		-37%		150%	50%	10%	10%
毛利率	24.2%	27.1%	24.4%	28.4%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利占比	9.8%	6.8%	4.3%	9.7%	10.6%	11.1%	11.4%
高效清洁发电设备-核电							
收入	26.96	23.90	14.42	11.08	21.51	23.66	35.49
YOY		-11%		-23%	-10%	10%	50%
毛利率	23.1%	19.9%	17.2%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利占比	9.1%	6.8%	8.5%	6.0%	5.8%	6.1%	8.4%
新能源-风电							
收入	27.61	24.89	15.44	15.51	29.87	44.80	49.28
YOY		-10%		0%	20%	50%	10%
毛利率	16.0%	16.5%	15.1%	15.9%	16.0%	16.5%	17.0%
毛利占比	7.2%	5.5%	8.0%	6.6%	6.4%	9.5%	10.0%
新能源-水电							
收入	10.83	13.88	5.98	9.50	18.05	18.05	18.05
YOY		28%		59%	30%	0%	0%
毛利率	0.1%	13.9%	11.5%	10.7%	13.0%	13.0%	13.0%
毛利占比	0.0%	2.8%	2.3%	2.7%	3.1%	3.0%	2.8%
现代制造服务业-电站服务							
收入	14.20	18.34	6.69	10.42	25.68	30.82	36.98
YOY		29%		56%	40%	20%	20%
毛利率	33.8%	45.0%	47.3%	38.2%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利占比	7.0%	11.8%	10.8%	10.6%	12.1%	13.8%	15.4%
现代制造服务业-金融服务							
收入	6.58	9.76	4.43	5.31	11.72	12.89	14.18
YOY		49%		20%	20%	10%	10%
毛利率	87.7%	92.2%	91.6%	92.2%	92.0%	92.0%	92.0%

毛利占比	8.4%	12.9%	13.8%	13.1%	14.5%	15.2%	15.5%
工程与贸易							
收入	36.78	34.81	18.07	13.14	30.21	28.09	26.18
YOY		-5%		-27%	-13%	-7%	-7%
毛利率	16.8%	17.3%	6.0%	18.6%	19.0%	18.9%	18.7%
毛利占比	9.0%	8.6%	3.7%	6.5%	7.7%	6.8%	5.8%
新兴成长产业							
收入	26.60	27.34	12.08	13.58	30.08	33.08	36.39
YOY		3%		12%	10%	10%	10%
毛利率	29.5%	23.9%	23.2%	22.1%	23.0%	23.0%	23.0%
毛利占比	11.4%	9.3%	9.6%	8.0%	9.3%	9.7%	10.0%
总计							
收入	334.30	307.06	165.77	158.41	296.93	308.33	327.60
YOY	-7%	-8%	-4%	-4%	-3%	4%	6%
毛利	69.62	71.38	30.13	38.06	74.51	78.07	84.07
毛利率	21%	23%	18%	24%	25%	25%	26%

来源: wind, 国金证券研究所

- 预计公司 2019~2021 年归母业绩为 13.2 亿元、13.8 亿元、14.5 亿元，同增 17%、5%、5%。

图表 55: 预计公司 2019~2021 年归母业绩为 13.2 亿元、13.8 亿元、14.5 亿元

	2017	2018	2018H1	2019H1	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	334.30	307.06	165.77	158.41	296.93	308.33	327.60
毛利	70.42	71.38	30.50	38.47	74.51	78.07	84.07
营业税金及附加	3.44	3.35	1.77	1.33	2.52	2.62	2.78
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	9.17	13.58	4.52	4.61	13.66	14.80	16.38
%销售收入	2.7%	4.4%	2.7%	2.9%	4.6%	4.8%	5.0%
管理费用	26.20	25.01	11.58	11.45	24.64	25.59	27.19
%销售收入	7.8%	8.1%	7.0%	7.2%	8.3%	8.3%	8.3%
研发费用	14.35	16.89	4.32	7.86	19.30	20.04	21.29
%销售收入	4.3%	5.5%	2.6%	5.0%	6.5%	6.5%	6.5%
财务费用	1.60	-3.81	-1.55	-0.30	-2.35	-2.71	-2.61
%销售收入	0.5%	-1.2%	-0.9%	-0.2%	-1%	-1%	-1%
净利润	10.80	11.58	5.54	7.86	13.46	14.12	14.82
少数股东损益	0.22	0.29	0.20	0.56	0.30	0.30	0.30
归属于母公司的净利润	10.57	11.29	5.35	7.30	13.16	13.82	14.52

来源: wind, 国金证券研究所

2. 投资建议及估值: 给予公司增持评级, 目标价 9.9 元

- 我们综合 PE 估值、PB 估值两种方法计算均值目标价, 给予公司目标价 9.9 元。1) PE 估值法: 我们选取上海电气作为公司的可比公司, 给予公司 2020 年 22 倍 PE 估值, PE 估值法对应目标价为 9.84 元。2) PB 估值法: 上海电气 PB 估值为 1.2 倍, 公司过去三年平均 PB 估值为 1.05 倍, 我们保守给予公司 1.1 倍 PB 估值, PB 估值法对应目标价 9.95 元。

图表 56: 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
600875.SH	东方电气	9.00	278	0.37	0.43	0.47	24.6	21.1	19.1	0.95
601727.SH	上海电气	4.75	720	0.20	0.18	0.19	23.2	26.0	24.6	1.17

来源：wind，国金证券研究所

五、风险提示

- 火电业务下行超预期：伴随我国经济发展步入新常态，新增发电设备需求减少，叠加清洁化设备占比提升，未来新增火电设备下行幅度可能超预期。
- 海外项目风险：2018年公司海外业务营收达112亿元，占总营收的比例为11%，海外业务主要为工程与贸易，海外工程项目存在回款风险和汇率波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	33,286	30,830	30,698	29,693	30,833	32,760	货币资金	28,409	27,884	29,346	25,911	25,395	23,856
增长率		-7.4%	-0.4%	-3.3%	3.8%	6.2%	应收账款	21,491	18,596	12,200	12,900	13,548	14,571
主营业务成本	-29,278	-25,303	-23,644	-22,241	-23,025	-24,353	存货	19,871	18,581	13,874	14,320	14,951	15,346
%销售收入	88.0%	82.1%	77.0%	74.9%	74.7%	74.3%	其他流动资产	2,867	2,642	18,566	20,900	21,802	23,110
毛利	4,008	5,527	7,054	7,451	7,807	8,407	流动资产	72,637	67,703	73,986	74,030	75,695	76,882
%销售收入	12.0%	17.9%	23.0%	25.1%	25.3%	25.7%	%总资产	85.8%	85.8%	81.0%	80.7%	80.8%	80.7%
营业税金及附加	-378	-309	-335	-252	-262	-278	长期投资	1,562	1,542	6,612	6,612	6,612	6,612
%销售收入	1.1%	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	7,725	6,712	6,091	6,119	6,129	6,156
销售费用	-1,447	-854	-1,358	-1,366	-1,480	-1,638	%总资产	9.1%	8.5%	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%
%销售收入	4.3%	2.8%	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%	无形资产	913	839	1,733	1,740	1,746	1,753
管理费用	-3,563	-3,610	-2,501	-2,464	-2,559	-2,719	非流动资产	12,066	11,218	17,337	17,657	17,993	18,377
%销售收入	10.7%	11.7%	8.1%	8.3%	8.3%	8.3%	%总资产	14.2%	14.2%	19.0%	19.3%	19.2%	19.3%
研发费用	0	0	-1,689	-1,930	-2,004	-2,129	资产总计	84,703	78,921	91,323	91,688	93,688	95,258
%销售收入	0.0%	0.0%	5.5%	6.5%	6.5%	6.5%	短期借款	1,016	730	262	303	359	342
息税前利润 (EBIT)	-1,379	754	1,171	1,439	1,502	1,642	应付款项	57,193	51,363	16,843	17,369	17,987	19,030
%销售收入	n.a	2.4%	3.8%	4.8%	4.9%	5.0%	其他流动负债	1,082	881	35,592	34,636	34,758	33,873
财务费用	641	310	381	235	271	261	流动负债	59,290	52,974	52,697	52,308	53,104	53,245
%销售收入	-1.9%	-1.0%	-1.2%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	长期贷款	537	42	463	463	463	463
资产减值损失	-1,498	-742	-524	-417	-440	-490	其他长期负债	2,790	3,137	7,470	7,482	7,828	8,357
公允价值变动收益	-5	-6	84	0	0	0	负债	62,617	56,153	60,629	60,254	61,395	62,064
投资收益	245	186	246	250	250	250	普通股股东权益	21,144	21,821	28,584	29,294	30,123	30,994
%税前利润	-12.6%	34.8%	19.3%	16.2%	15.4%	14.7%	其中：股本	2,337	2,337	3,091	3,091	3,091	3,091
营业利润	-1,996	620	1,239	1,507	1,583	1,663	未分配利润	9,193	9,861	13,324	14,114	14,943	15,814
营业利润率	n.a	2.0%	4.0%	5.1%	5.1%	5.1%	少数股东权益	941	947	2,110	2,140	2,170	2,200
营业外收支	52	-87	37	40	40	40	负债股东权益合计	84,703	78,921	91,323	91,688	93,688	95,258
税前利润	-1,944	533	1,275	1,547	1,623	1,703							
利润率	n.a	1.7%	4.2%	5.2%	5.3%	5.2%	比率分析						
所得税	185	150	-117	-201	-211	-221		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	n.a	-28.1%	9.2%	13.0%	13.0%	13.0%	每股指标						
净利润	-1,759	683	1,158	1,346	1,412	1,482	每股收益	-0.764	0.288	0.365	0.426	0.447	0.470
少数股东损益	25	10	29	30	30	30	每股净资产	9.048	9.338	9.248	9.478	9.746	10.028
归属于母公司的净利润	-1,784	673	1,129	1,316	1,382	1,452	每股经营现金净流	3.872	0.193	-0.545	-0.556	0.249	0.000
净利率	n.a	2.2%	3.7%	4.4%	4.5%	4.4%	每股股利	0.000	0.000	0.110	0.170	0.179	0.188
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-8.44%	3.08%	3.95%	4.49%	4.59%	4.68%
净利润	-1,759	683	1,158	1,346	1,412	1,482	总资产收益率	-2.11%	0.85%	1.24%	1.44%	1.47%	1.52%
少数股东损益	25	10	29	30	30	30	投入资本收益率	-5.28%	4.10%	3.38%	3.88%	3.94%	4.20%
非现金支出	2,585	1,736	635	1,308	1,448	1,632	增长率						
非经营收益	-678	-312	-901	-527	-552	-582	主营业务收入增长率	-7.59%	-7.38%	-0.43%	-3.27%	3.84%	6.25%
营运资金变动	8,900	-1,656	-2,576	-3,846	-1,538	-2,532	EBIT增长率	N/A	-154.69%	55.17%	22.90%	4.41%	9.32%
经营活动现金净流	9,048	450	-1,684	-1,719	770	-1	净利润增长率	-506.38%	-137.72%	67.71%	16.56%	5.02%	5.07%
资本开支	-266	-174	-161	-881	-985	-1,135	总资产增长率	-1.66%	-6.83%	15.72%	0.40%	2.18%	1.68%
投资	-189	22	-419	0	0	0	资产管理能力						
其他	13	107	155	250	250	250	应收账款周转天数	182.3	172.5	117.3	90.0	95.0	100.0
投资活动现金净流	-443	-44	-425	-631	-735	-885	存货周转天数	291.5	277.3	250.5	235.0	237.0	230.0
股权募资	0	0	50	0	0	0	应付账款周转天数	184.3	206.4	199.0	210.0	210.0	210.0
其他	-34	-154	-693	-656	-607	-636	固定资产周转天数	83.5	77.0	70.2	72.9	70.3	66.5
筹资活动现金净流	-1,194	-929	-971	-1,085	-551	-653	偿债能力						
现金净流量	7,410	-523	-3,081	-3,436	-516	-1,539	净负债/股东权益	-121.87%	-119.23%	-103.42%	-89.93%	-85.76%	-78.85%
							EBIT利息保障倍数	2.2	-2.4	-3.1	-6.1	-5.5	-6.3
							资产负债率	73.93%	71.15%	66.39%	65.72%	65.53%	65.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	6	7	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	1.85

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH