

会议摘要  
电气设备

未评级

东方电气 (1072. HK)

## 前期低价订单致毛利率大幅下降

## 市场数据

报告日期	2015. 05. 05
收盘价(港元)	17.48
流通H股(亿股)	3.40
总股本(亿股)	23.37
流通H市值(亿港元)	59.43
总市值(亿港元)	408.51
股东净资产(亿元)	238.51
总资产(亿元)	843.14
每股净资产(元)	10.21

数据来源: Wind

## 相关报告

业绩点评\_20140314  
业绩点评\_20140904

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
(SFC: AZF126)

(755) 2382-6005  
(852) 3509-5999  
luhj@xyzq.com.hk

## 事件:

我们于 2015 年 4 月 30 日参加了东方电气(1072. HK) 一季度业绩电话会议, 就公司管理层就公司近期经营状况与投资者做了沟通交流。

## 我们的观点:

东方电气 (1072. HK) 是我国最大的发电设备制造企业之一, 主要从事水力发电机组、燃煤发电机、燃气发电机、核电汽轮发电机和交直流电机及控制装置的生产及销售。

2015 年 1 季度, 公司营收下降 7%, 净利润大幅下降 73%, 综合毛利率同比下降 7 个百分点。综合毛利率下降主要是高效清洁板块的毛利率大幅下降, 因当前生产的订单都是 2012 年底和 2013 年签订的合同, 当时火电等产品订单价格比较低。尽管今年一季度生产量完成 1,089 万千瓦, 较去年同期为 910 万千瓦有所增加, 但增量不增收。公司认为 2015-2016 年都是东方电气比较困难的时期, 2017 年开始会逐渐好转。

国家实施的“一带一路”战略, 有望对公司带来正面的推动作用; 公司的核电产品具有较强的竞争优势, 亦有望随着国内核电重启而受益, 但在业绩上能有体现所需的周期较长; 风电产品是公司的增长亮点, 但板块的收入规模与总收入比太小。

## 公司最新公告

**2015 年 1 季度业绩:** 东方电气 (1072. HK) 4 月 29 日发布公告, 2015 年 1 季度, 公司实现营业收入 76.86 亿元, 同比下降 6.95%; 综合毛利率从去年 15.72% 下降到 11.5%, 下降幅度较大, 主要是高效清洁能源产品前两年承接订单价格最低; 归属股东净利润 1.08 亿元, 同比下降 72.86%, 主要是受毛利率大幅度下降所致; 每股收益为 0.05 元, 同比下降 76.19%。

**会议要点如下:**

**1、今年一季度板块营收情况？**

一季度营业收入，清洁高效板块 51.24 亿，新能源板块是 4.96 亿，水能及环保是 6.45 亿，工程及服务是 13.63 亿。

**2、今年一季度产品毛利率下降的原因？**

按照板块的划分，清洁高效板块今年一季度的毛利率是 9.46%，新能源板块的毛利率是 16.95%，水能及环保是 18.64%，工程及服务是 13.84%。今年一季度毛利率下降比较多，主要是高效清洁能源板块下降较多，其他板块产差不多，有的还有提升。

下降比较多的火电业务毛利率下降 7%，主要原因是价格的问题，今年一季度生产的是价格最低时接的订单，如锅炉价格下降 40%多，汽机和电机下降 20-30%。今年是比较困难的时期，火电如果全年的毛利率在 9%多一点是不正常的，但是想达到之前综合毛利率达到 20%以上，压力也很大。

常规岛毛利率下降了 7.83 个百分点，主要是收入的问题。去年同期常规岛收入 4.58 亿，今年只有 0.99 亿，固定成本不变，收入减少则毛利率下降。

今年燃机毛利率下降是因为去年一季度收入高，燃气轮机去年有特殊情况，37%的毛利率是不正常的，像到火电 15-20%之间算比较正常的。

**3、2015 年一季度的新增订单情况？**

今年 1 季度签订生效订单 110 亿元，同比略有下降，其中高效清洁 40%，新能源 7%，水能及环保 30%，工程服务 21%，在手总订单为 1,240 亿。

110 亿订单金额中，其中火电设备 44 亿，核电常规岛和燃机没有招标，风电设备是 6.7 亿，核电核岛 1 亿，水电设备 32 亿多，环保设备一个亿，电站工程 5 亿，电站服务 7 亿，其他配套等有 10 个亿，其中海外项目 39 亿。

一季度新增总订单相对平稳，略有下滑。水电和出口突然增加了一大块，由于去年年底至今年初，有一个出口海外的委内瑞拉的项目在一季度生效订单金额比较大，所以水电和出口项目中显得突出。从订单的形势看，市场竞争依然严峻。火电订单仍然是平稳的发展趋势。有一些水电订单在逐渐的落实当中，在一季度订单中还没有体现出来，签署生效后体现。

#### 4、预期 2015-2016 年收入变动趋势？

2015、2016 年的收入估计会下降，但是不会下降很多。2015、2016 年是比较困难的时期，2015 年是“十二五”的收官之年，2016 年是“十三五”的开局之年，收官和开局对我们的压力都很大，因为这两年产品订单是市场竞争最激烈时候承接的订单，从 2017 年公司会进入良好发展时期。

#### 5、海外“一带一路”对公司的发展机遇？

关于“一带一路”，公司产品过往在海外市场销售非常好，在印度、印尼、巴基斯坦这些国家，我们的设备超过其基本装机容量的 10%。这几年以印度为例，印度的需求大幅度下滑，新上的项目不是很多，印尼也是。所以过去两三年中，我们加大了新市场的开发力度。由于历史的原因，我们过去所做的项目，除了南美市场，全在“一带一路”区域，我们加大了中亚、东欧、非洲包括南美的开发力度，这一块有往上走的趋势。估计今年下半年形势会有比较大的改变，现在开始往上面走，这是整体的情况。

#### 6、一季度拿到的订单，在水能和环保有增长快的趋势，出口比较也比较快原因？

一季度新增总订单相对平稳，有所下滑，水电和出口突然增加比较多，主要是因为去年年底和今年年初，有一个出口海外的委内瑞拉的项目，一季度分销订单金额比较大，所以在水电和出口项目中显得突出。

从总订单的形式看，竞争依然严峻，以火电为例，发展趋势仍然比较平稳，还有我们一些项目在跟踪，同时，有一些水电在逐渐的落实当中，在一季度订单中还没有体现出来，在以后签署生效后会体现。

#### 7、核岛主设备国内三家厂商的市场占有率？

按主要设备分，中低压容器东方电气占 17%，上海占 18%，哈尔滨站 65%；蒸汽发生器我们在手订单有 60 个，东方电气的市场份额是 44%，上海占 40.5%，哈尔滨占 15.5%；主控设备东方电气市场份额是 43%，上海电气 4%，哈尔滨电气占 53%，哈尔滨电气的主要是三代的，但产品还没有出来。

#### 8、核电重启后，公司在核电产品的市场订单情况？

三月份国务院重启了核电审批，先在红沿河 5、6 号机组，很快也会把华龙 1 号重启，华龙 1 号是我国具有自主知识产权的核电机组，华龙 1 号首先在福清 5、6 号用，接着会在防城港的 3、4 号上启用。福清 5、6 号的汽轮发动机组是东方电气承担的，具有自主知识产权的，蒸汽发生器全是东方电气提供的，我们的市场占一半。第二个是防城港的 3、4 号蒸汽发生器是东方电气承担的，即华龙 1 号

的两个项目的蒸汽发生器都是东方电气承担的，防城港 3-4 号的主控是东方电气下属子公司承担的。

已经启动的有红沿河 5、6 号，福清 5、6 号，防城港的还没有启动，接着还可能会启动田湾 5、6 号，甚至宁德 5、6 号。宁德 5、6 号的机型很有可能是华龙 1 号，估计今年实现招标。当前正在招标的福建漳州的 AP1000 机组，河北沧州的机组也有可能在今年招标，国务院启动核电是个好消息。

在三代核电机组市场上，公司与哈尔滨电气、上海电气竞争，公司能占到三分之一的市场份额。关于装机容量，今年有八台新增机组运行，大部分是东方电气的订单，除了阳江 2 号和昌江 1 号外，都是我们东方电气提供的核电产品。目前为止已经投运了三个，一个是一个是阳江 2 号、宁德 3 号，红沿河 3 号，加上上半年还投了红沿河的 4 号，防城港的 1 号，方家山 2 号，福清的 2 号，昌江 1 号，总共 8 个，除了阳江 2 号和昌江 1 号外，其他全是我们提供的。在已经运营的有 13 个二代+的机组中，其中也有 11 台机组是我们东方电气的核岛和常规岛设备，所有设备都达到了设计要求，质量非常好。

#### 9、按照排产计划，今明两年核岛、常规岛的产品收入情况？

去年核电常规岛收入 10 亿元，核岛 14 亿，2015 年常规岛的收入估计有所下降，核岛会有所上升，加起来持平，大约 30 亿左右，明年收入将会上升。

#### 10、巴基斯坦 5 个核电机组项目进展情况？

五个核电机组是这样的，K1、K2 已经开始在做了，K2、K3 卡拉奇的机组主要是上海和哈尔滨在做，另外三个 Z5，M1，M2 最近签订的。中核集团领导更换后，希望东方电气参巴基斯坦核电站更多的工作，估计在今年年底 Z5 项目进入招标期，我们会在里面拿到相当的分额。同时中核集团在阿根廷签了三个合同，我们已经跟中核集团签订排他性协议。

#### 11、火电产品订单价格趋势？

关于火电价格，今年产品价格是比较低的，火电的生产周期是一年半到两年是正常的，今年生产的就是去年前年订单，13 年和 12 年底的，整体的价格比较低。今年一季度火电设备价格回升的比较好。但生产要完成以前的订单，所以销售收入 15、16 都是比较低谷的时期。

#### 12、在新签订火电订单的时候，付款条件有没有变化？

火电付款情况没有什么变化，大体是 1: 8: 1 的，应收账款中更多的是后面的 8 和 1，前面的 10%收到后才算订单，后面的启动款和投料款问题也都不大，更多是

30%的完工款和10%的质保金比较麻烦，资金紧张的时候会出现拖延，回款比较慢，国内的项目都是国家企业，欠钱不赖账，有钱付就快些，没钱付就慢些。

### 13、海外市场的付款方式与之前相比有什么区别？

海外市场付款方式采用通用的办法，付款方式上没有变化。海外竞争激烈，也有公司采取报低价的办法，通过几年的实践以后，原来进入海外市场的公司这几年也受到了些损失，因此现在公司越来越抵制低价拿单了，价格是市场竞争的结果。

### 14、第三代核电技术，AP1000 和华能一号，公司参与度会不会有所不同？

AP1000 主要是西欧引进的技术，在 AP1000 开始的时候，东方电气参与度不是很高，在 AP1000 后续项目上，我们的份额逐步增加，已经和哈尔滨、上海占的比例差不多。华龙一号，东方的参与度很高，比 AP1000 的参与度高很多，这是我们国家自主知识产权，华龙一号的汽轮机是东方电气自主研发的，主控是我们东方电气提供的，蒸汽发生器无论是广核用的还是中核用的都是我们提供的，只有我们一家公司，在自主知识产权方面在国内走在前面。AP1400 汽轮发动机组全是我们东方电气提供的，蒸汽发生器则提供了一半。



## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。