



中信证券研究部



弓永峰
首席电新分析师
S1010517070002



联系人：林劼

核心观点

东方电气系国内清洁发电设备龙头企业，公司 2018 年完成集团资产注入，盈利能力及协同性进一步提升，恰逢 2019 年核电重启，内外部共同利好，公司业绩有望重回增长快车道。预计公司 2019-2021 年有望实现归母净利润 14.6 亿/17.3 亿/20.4 亿元，三年 CAGR 21%，对应 EPS 为 0.47/0.56/0.66 元，PE 为 23.0x/19.5x/16.5x，首次覆盖给予公司 A+H 股“增持”评级。

■ **注入集团优质资产，2018 年龙头业绩向好。**公司发布 2018 年年报，实现营业收入 307 亿元（较 2017 年回溯口径同比减少 8.15%），实现归母净利润 11.3 亿元（同比+59.07%），公司内部大额减值影响基本出清，同时集团注入的东方财务、清能科技等资产一方面改善其盈利能力、与传统主业形成协同效应，进一步强化公司服务业务优势，另一方面也打开未来发展新赛道。

■ **清洁能源齐发力，核电重启显著利好。**我国能源结构升级是大势所趋，风光平价渐近，装机热情不减，同时稳定发电能源占比亦是重点，核电重启水到渠成。预计截至 2020 年，清洁能源装机占比有望达 45%，核电重启后有望进入密集核准期，乐观预计可完成“十三五”58GW 装机目标，带来超 2000 亿元直接投资，设备采购需求约 1200 亿元，设备行业有望由寒入春。

■ **优势显著拿单强劲，业绩有望持续向好。**公司在火电、水电、核电设备领域技术优势显著，自主化程度高，行业市占率普遍维持在 40%-50% 区间。一方面，我们预计传统业务存在更新改造和蓄能升级的增量市场，叠加公司 864 亿在手订单，可望维持传统主业业绩保持稳定；同时，本轮核电重启预计将利好公司 2019-2022 年业绩，公司核电业务年收入有望增长至 150 亿元，核电稳步推进将为公司业绩长期向好提供稳定支撑。

■ **风险因素：**核电核准进度不及预期；行业市场竞争加剧；海外订单回款风险；公司业务整合进度不及预期。

■ **投资建议：**站在当前时点，公司内部减值包袱已去、优质资产加速整合，外部行业快速回暖，多领域利好公司长期稳健成长。我们看好公司长期增长逻辑的重新确立，预计 2019-2021 年可实现归母净利润分别达 14.6 /17.3 /20.4 亿元，未来三年 CAGR 21%，对应 EPS 为 0.47/0.56/0.66 元，公司 2019 年 A 股合理 PE 区间为 25x-30x，H 股维持较 A 股 5x-10x 的估值折价，首次覆盖给予公司 A+H 股“增持”评级。

东方电气	600875
评级	增持（首次）
当前价	10.89 元
目标价	- 元
总股本	3,091 百万股
流通股本	1,997 百万股
52 周最高/最低价	11.08/6.51 元
近 1 月绝对涨幅	10.90%
近 6 月绝对涨幅	39.97%
近 12 月绝对涨幅	20.46%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,830.23	30,706.15	32,296.45	35,636.98	39,389.26
营业收入增长率	-7%	0%	5%	10%	11%
净利润(百万元)	673.08	1,128.83	1,462.16	1,726.75	2,041.86
净利润增长率	N/A	68%	30%	18%	18%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.29	0.37	0.47	0.56	0.66
毛利率%	18%	23%	22%	22%	22%
净资产收益率 ROE%	3.08%	3.95%	4.92%	5.56%	6.25%
每股净资产（元）	7.06	9.25	9.61	10.05	10.57
PE	37.6	29.4	23.0	19.5	16.5
PB	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 4 月 2 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
全球最大清洁发电设备供应商之一	1
专注发电设备综合供应.....	1
行业分析：能源升级大势所趋，核电复苏氢时代渐近	7
能源结构演变大势所趋，清洁能源、清洁处理抗大旗.....	7
核电建设复苏在即，海外推广空间开启	8
华能资本开支大增，风电望迎抢装潮	11
光伏叠瓦技术组件加速迭代.....	12
氢燃料电池加速导入，短期采购政府主导.....	14
公司分析：清洁发电设备龙头再起航.....	15
技术优势与技术广度，打造品牌优势	15
市场占有率领先，充分受益行业东风	17
注入集团资产，业务协同盈利改善.....	19
在手订单充裕，减负后迎来蜜月期.....	20
财务分析	21
风险因素	24
盈利预测	24
关键假设.....	24
盈利预测.....	24

插图目录

图 1：公司主要产业分布示意图	2
图 2：公司产业示意图	2
图 3：公司股权结构（截至 2018 年 12 月 31 日）	4
图 4：公司 2017 年营收组成（亿元）	5
图 5：公司 2018 年营收组成（亿元）	5
图 6：东方氢能近年主要资产负债指标（万元）	5
图 7：东方氢能近年主要利润指标（万元）	5
图 8：公司近年营业收入情况（亿元）	6
图 9：公司近年归母净利润情况（亿元）	6
图 10：公司近年分业务营收构成（亿元）	6
图 11：公司近年分业务毛利率情况	6
图 12：清洁能源是未来电源装机的主要在增长点（万千瓦）	7
图 13：2018 我国新增发电装机容量（万千瓦）	7
图 14：截至 2018 年我国各类型发电装机容量（万千瓦）	7
图 15：我国核电机组商用情况	8
图 16：核电机组发电上网比率始终维持在较高水平（亿千瓦时）	8
图 17：核电建设将恢复较快增长（万千瓦）	9
图 18：核电技术演进示意图	10
图 19：核电投资构成	11
图 20：风电新增装机增速较高（万千瓦）	11
图 21：风电装机修复	12
图 22：中国光伏新增装机容量及预测	13
图 23：常规组件和叠瓦组件连接方式比较	13
图 24：2011-2030 年燃料电池汽车销量及预测	15
图 25：2018 年全球燃料电池市场规模及市场格局	15
图 26：2030 年全球燃料电池市场规模及市场格局预测	15
图 27：公司“12345”新发展战略	16
图 28：公司规划未来三个发展阶段	16
图 29：燃料电池系统各环节成本构成	16
图 30：火电结构性变化带动利用小时数回升	17
图 31：海上风电装机量	18
图 32：海上风电不同功率装机规模（截至 2017 年）	18
图 33：公司风机容量	18
图 34：核电投资有望持续高速增长	19
图 35：公司不同假设条件下核电收入比较	19
图 36：公司在手订单恢复正增长	20
图 37：公司在手订单结构	20
图 38：公司 2018 年新增订单结构	20
图 39：公司历年发电设备产量	21
图 40：公司 2018 年发电设备生产、销售及库存情况	21
图 41：公司近年营业收入情况(万元)	21
图 42：公司近年归母净利润情况	21

图 43：公司近年分业务营收构成(万元)	22
图 44：公司近年分业务毛利率情况	22
图 45：公司毛净利率情况	22
图 46：公司资产收益率情况	22
图 47：公司期间费用率情况	23
图 48：公司经营活动现金流情况（万元）	23
图 49：公司应收账款周转率及短期偿债能力	24
图 50：公司及可比公司资产负债率（%）	24

表格目录

表 1：可比公司估值情况	1
表 2：公司近年来业务发展历程	3
表 3：目前筹备核电机组进展情况一览	9
表 4：我国氢能和燃料电池产业链相关政策	14
表 5：核电重启对公司收入影响预计	19
表 6：公司 2018 年收购集团资产一览	19
表 7：公司经营预测（亿元）	24
表 8：公司盈利预测（百万元）	25

■ 估值及投资评级

公司为国内清洁发电设备龙头企业，2019 年迎来内外多重利好：减值出清、集团优质资产注入、核电重启、氢燃料电池加速产业化之路，业绩有望迎来向上拐点。预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 323/356/394 亿元，归母净利润分别为 14.6/17.3/20.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.56/0.66 元，三年 CAGR 为 21%。结合行业可比公司估值水平，并考虑核电重启后开始正式核准将为核电设备企业带来的估值提升，我们认为公司 2019 年合理 PE 区间为 25x-30x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)
				18	19E	20E	18	19E	20E	2019E
601727	上海电气	CNY	6.18	0.2	0.14	0.13	30.9	44.1	47.5	1.3
601106	中国一重	CNY	4.09	0.04	0.1	0.16	102.3	40.9	25.6	1.8
002020	金风科技	CNY	11.25	0.88	0.91	1.1	12.8	12.4	10.2	1.9
平均							48.6	32.5	27.8	1.7
600875	东方电气	CNY	10.89	0.37	0.47	0.56	29.4	23.0	19.5	1.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 4 月 2 日收盘价；上海电气、中国一重为 Wind 一致预期

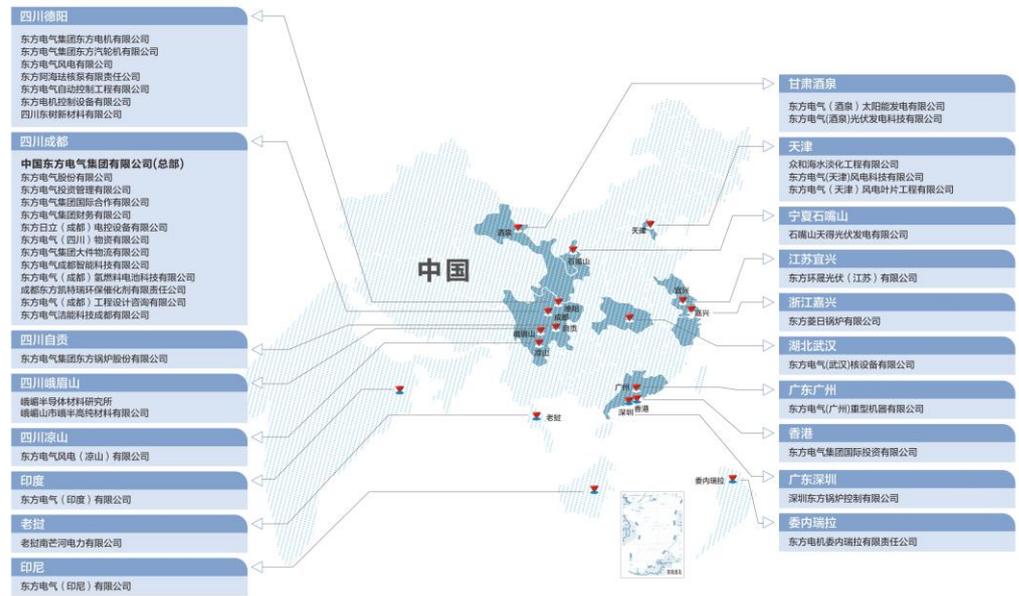
公司为 A+H 股，自核电建设逐渐停滞，A 股与 H 股估值形成较为稳定的估值差，H 股市场相较 A 股更倾向于给予公司 5x-10x 的估值折价。当前时点，我们认为估值差短期不会消减。但是，我们预计随着核电逐步重启，并对公司未来业绩形成切实支撑时，H 股与 A 股估值差异有望消弭。因此若核电持续建设的逻辑得到印证，我们看好公司 H 股股价长期逐渐拟合 A 股估值。首次覆盖给予“增持”评级。

■ 全球最大清洁发电设备供应商之一

专注发电设备综合供应

公司是全球最大的发电设备供应商和电站工程总承包商之一，是中国东方电气集团有限公司的控股企业，于 1993 年底成立，1994 年在香港联交所上市，1995 年在上海主板上市。2007 年在上交所完成主营业务资产整体上市，实现“A+H”资本市场双轮驱动。东方电气作为国际领先的综合发电设备供应商，涉及多能源、多环节的设备生产及研发工作，旗下控股资产较多，核心控股公司有东方电机、东方汽轮机、东方锅炉、东方重机、东方阿海砬、东方武核、东方风电等。

图 1: 公司主要产业分布示意图



资料来源: 公司官网

业务布局涵盖多种能源类型, 蓄势待发。公司经历多年磨砺, 当下已经形成涉及核电、火电、水电、风电、燃机及太阳能等发电设备的开发、设计、制造到销售供应及项目承包的多元化业务平台, 成功跻身全球最大发电设备供应商和电站工程总承包商行列。

图 2: 公司产业示意图



资料来源: 公司社会责任报告

表 2：公司近年来业务发展历程

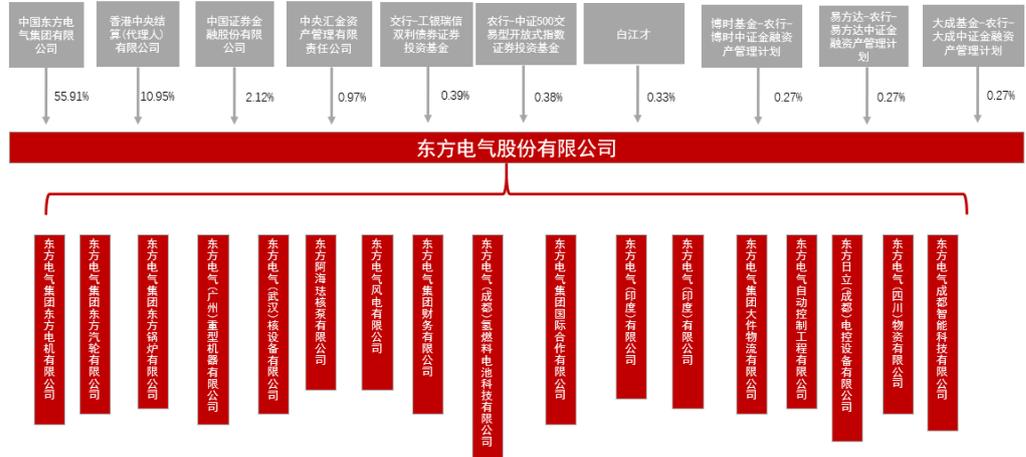
年份	事件
2007 年	主业资产在上交所整体上市
2008 年	东方电气（印度）有限公司成立，是中国发电设备制造企业在印度建立的第一个公司
2009 年	东方电气 30 万千瓦循环流化床锅炉产品被国家科技部正式认定为国家自主创新产品 中国首台国产化百万千瓦级核电站核反应堆压力容器——岭澳二期项目 4#机组核反应堆压力容器正式发运。 签订首个智利 Laja2×17.2MW 水电项目贯流机组设备供货合同。 东方电机首台拥有自主知识产权的 1.5 兆瓦直驱式风力发电机组顺利发运 国内首台百万千瓦核电主泵在四川德阳东方阿海珐核泵有限责任公司发运
2010 年	签订首个欧洲大型总承包电站项目一波黑斯坦纳瑞（STANARI）1×300MW 燃煤电站项目总承包合同 自主设计制造的世界首台 1000MW 超超临界空冷机组在华电宁夏灵武电厂二期工程顺利通过“168”小时试运行。
2011 年	东方电气股份有限公司国际工程分公司正式成立。
2012 年	我国首台 AP1000 核电非能动余热排出热交换器在东方重机生产制造成功并发运 签署代表当前世界最高水平二次再热火电机组华能安源电厂“上大压小”扩建工程 2×660MW 二次再热机组汽轮机和发电机设备供货合同。 签署大型先进压水堆核电站重大专项 CAP1400 示范工程 T/G 包设备研制采购合同。
2013 年	自主研发的世界首台最大容量 600MW 超临界循环流化床锅炉在内江市场白马电厂成功投运。 国产首台三代核电蒸发器在东重成功制造发运 巴西杰瑞贯流式水电项目第一台机组顺利并网。 世界最大单机容量 1750 兆瓦核能发电机成功制造并发运。 中国首套核电主泵轴密封在东方阿海珐成功制造。 首套核电控制棒驱动机构—红沿河 4 号机组控制棒驱动机构成功制造发运。
2015 年	国内首台高效一次再热超净排放 1050MW 超超临界机组重庆神华万州电厂 1 号机组成功投运。 东方电气研制的百万千瓦高效超超临界机组锅炉在神皖安庆电厂顺利投运。 东方电气研制的国内首台超超临界二次再热发电机组在华能安源电厂成功投运。 世界首台 350MW 超临界循环流化床锅炉在山西国金投运。 世界最大单机容量核能发电机研制成功“跻身“中国十大核科技进步”。
2016 年	东方电气股份有限公司签署埃及汉拉维恩 HAMRAWEIN 超超临界清洁燃煤电厂一期 3 台 660MW 机组 EPC 总承包协议。 古巴赫拉杜拉风电二期 50MW 项目合同经古巴政府审批后签字生效。
2017 年	东方电气自主研发的中国首台出口欧洲的核电低压加热器发运。 “华龙一号”国内首台 ZH-65 型蒸汽发生器在东方电气研制成功 全球首台“华龙一号”核能汽轮发电机在东方电气研制成功。
2018 年	装载东方电气自主研发的氢燃料电池动力系统城市客车正式投入商业运行 东方电气提供的全球首台 EPR 三代核电机组、世界最大容量 1750MW 发电机组在台山核电站成功投运。 东方电气签订乌克兰独立以来最大规模电厂改造项目。
2019 年	东方电气研制的全球首台白鹤滩百万机组精品转轮完工 东方电气取得全国首张核蒸汽供应系统设备制造许可证。

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

股权结构稳定，实际控制人持股充分。根据 2018 年度最新持股情况，公司的控股股东及实际控制人为中国东方电气集团有限公司，持股 974,016,763 股，持股 55.91%，东

方电气集团近年从未改变所持股数。其余股东变动很小，对实际控制人地位影响甚微。实际控制人持股稳定，利于公司稳定发展。

图 3: 公司股权结构 (截至 2018 年 12 月 31 日)

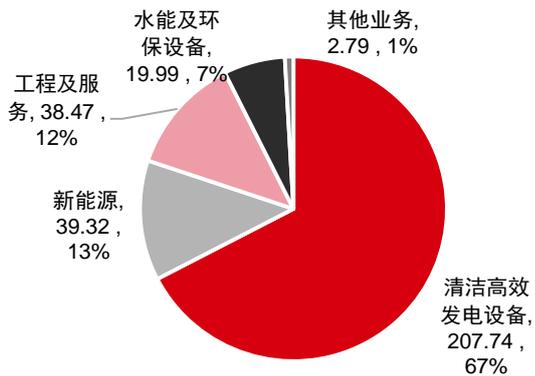


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

多元化平台建设, 以发电设备为公司主要产品, 包括清洁高效发电设备、系能源发电设备、水能及环保设备、工程及服务, 其中以核电、火电为主体业务。近年来, 公司开始涉及氢能源燃料电池研发制造, 2018 年装载东方电气自主研发的氢燃料电池动力系统城市客车正式投入商业运行。公司在产品上专注于提供专业一体化服务, 从前期研发设计、中期生产制造、后期销售服务和电站项目整体承包, 公司均有对应业务。

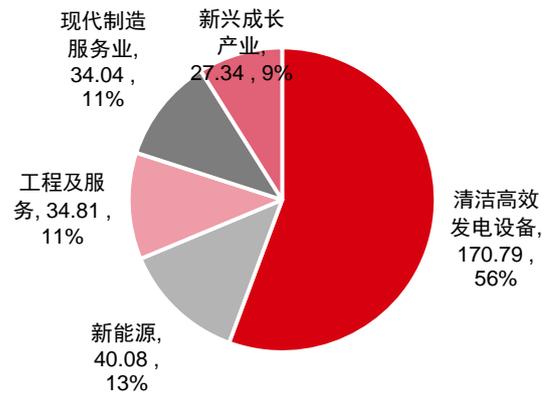
注入集团资产, 盈利能力与业务协同性同获提升。公司在 2018 年内, 通过发行 A 股股票的方式, 向东方电气集团购买其持有的东方财务 95% 股权、国合公司 100% 股权、东方自控 100% 股权、东方日立 41.24% 股权、物资公司 100% 股权、大件物流 100% 股权、清能科技 100% 股权、智能科技 100% 股权和东方电气集团拥有的 833 项设备类资产及 472 项无形资产, 合计金额为 67.93 亿元人民币。2018 年 3 月 31 日, 完成本次交易资产的交割工作; 6 月 12 日, 完成新增股份 7.54 亿股的登记及上市工作。自此, 公司进一步完善了研发、设备供应、服务提供等一体化平台建设, 借由控股股东东方电气集团注入的优质资产, 公司合理化延展业务布局, 拓展外来业务发展外延, 并提升了盈利能力和综合竞争力。

图 4：公司 2017 年营收组成（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：公司 2018 年营收组成（亿元）

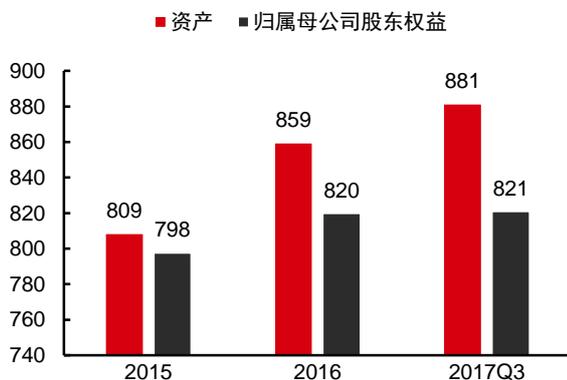


资料来源：公司公告，中信证券研究部

其中，东方氢能（清能科技）助力公司迈向燃料电池时代。东方电气集团近年来开始布局以氢燃料电池研发生产为核心的氢能产业链。东方电气成都清能科技有限公司于 2015 年 8 月成立，成立之初系中国东方电气集团有限公司的全资子公司。公司业务主要面向燃料电池发电系统、钒液电池储能系统等新能源及储能系统及相关产品生产、服务、销售及技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务。2016 年 12 月 8 日，东方电气集团董事会决议将所持有部分资产（涉及清能科技）注入东方电气股份有限公司。2017 年东方电气公告拟发行股份收购东方电气集团所持有部分资产（清能科技 100% 股权），2018 年 6 月 14 日交易完成，变更为东方电气（成都）氢燃料科技有限公司。

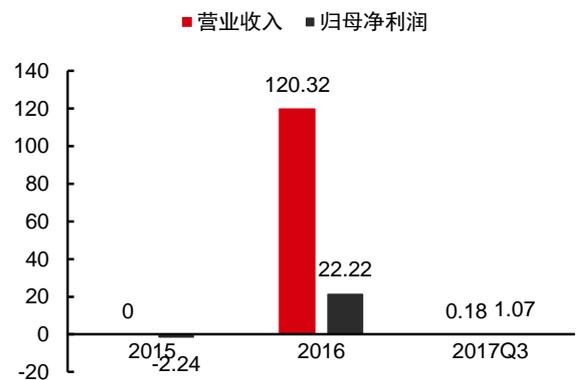
清能科技成立当年未实现盈利，净利润为-2.24 万元。2016 年、2017 年前三季度营业收入分别为 120.32 /0.18 万元；归母公司净利润分别为 22.22 万元/1.07 万元，成功扭亏。2018 年装载东方氢能自主研发的氢燃料电池动力系统城市客车在成都正式投入商业运行。

图 6：东方氢能近年主要资产负债指标（万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：东方氢能近年主要利润指标（万元）

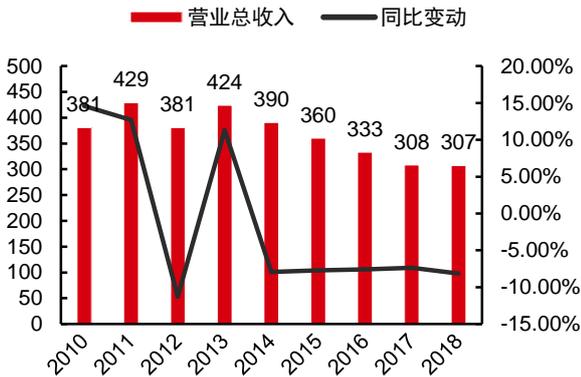


资料来源：Wind，中信证券研究部

业绩回升，注入资产起效。公司以核电、火电为主营业务，但是自 2015 年全国核电“零审批”之后，公司核电相关业务新增订单进入停滞状态，导致其自 2014 年以来营收

逐年下降,同时公司自2014年起计提大额存货跌价准备,导致2014-2016年资产减值损失分别达9.01/16.65/14.98亿元,加之自身业绩承压,最终导致2016年公司归母净利润亏损17.8亿元,同比下降506.38%;2017年随着资产减值损失减少至7.42亿元而实现扭亏,2018年影响进一步缩小至5.24亿元,公司大额存货跌价准备计提逐年降低,对业绩影响逐渐减弱。

图8: 公司近年营业收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

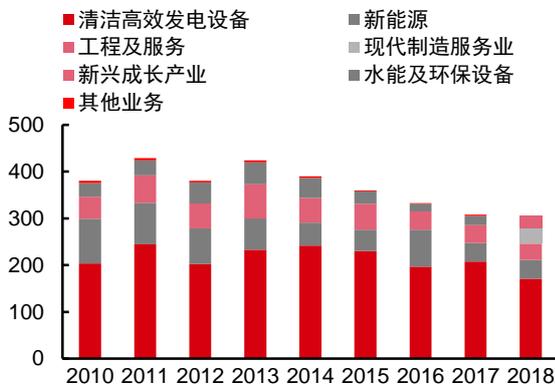
图9: 公司近年归母净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

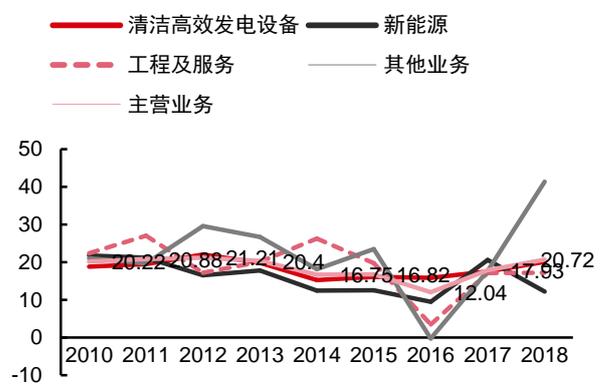
清洁高效发电设备仍贡献主要收入, 新增业务盈利能力较强。分业务看, 公司2018年清洁高效发电设备收入占比仍为第一, 为56%; 受集团资产注入影响, 收入占比同比下滑11pcts, 这一部分业务主要由火电、核电常规岛设备、燃机组成。新能源为第二大主要营收来源, 占比13%, 基本维持去年同期比例, 下滑态势得到稳定, 这一部分业务主要由风电、水电、核电核岛设备组成。工程及服务占比小幅下滑至11%。毛利率来看, 2018年公司整体毛利率受益集团资产注入得到较大提升, 恢复至20.72%, 其中集团注入资产盈利能力较明显的优于传统业务(41.38%), 现代制造服务类业务毛利率达55.45%, 新增业务整体占公司2018年营业收入的约20%, 较好地改善了公司的盈利能力。

图10: 公司近年分业务营收构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图11: 公司近年分业务毛利率情况



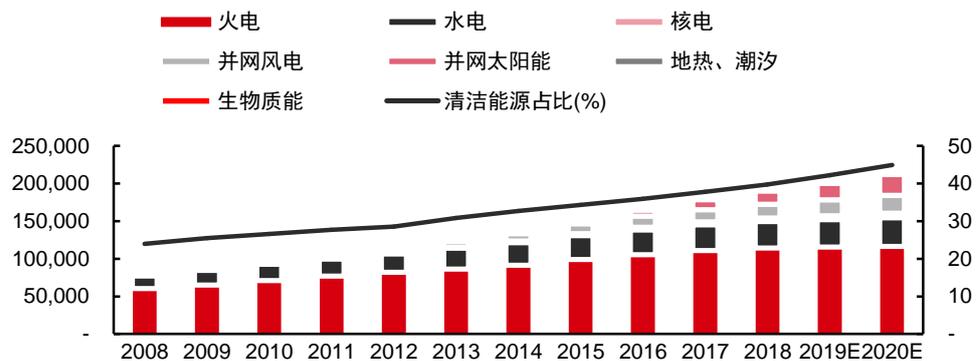
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

■ 行业分析：能源升级大势所趋，核电复苏氢时代渐近

能源结构演变大势所趋，清洁能源、清洁处理抗大旗

能源结构升级大势所趋，清洁能源占比将不断提升。我国能源结构升级已成为我国能源发展的主旋律，能源结构升级可以相对具化为：一方面提升清洁性能源（水、核、风、光、生物质能等）的装机占比，另一方面可加大传统化石能源的集中化清洁处理占比。二者在当前时点共同发力于改善我国能源结构，因为可再生能源普遍具有一定的发电不稳定性和不可控性，出于能源安全的角度，高利用小时数、发电稳定的清洁煤电和核电在现阶段应在电源选择中占据一定比重。而在未来可再生能源占比不断提升的背景下，稳定清洁能源仍将占据一定比重，预计截至“十三五”结束，可再生能源中风、光装机量仍将维持 CAGR 14%/25%，同时核电重启后 2019-2020 年 CAGR 有望达 15%，预计到 2020 年我国清洁能源装机占比有望接近 45%。

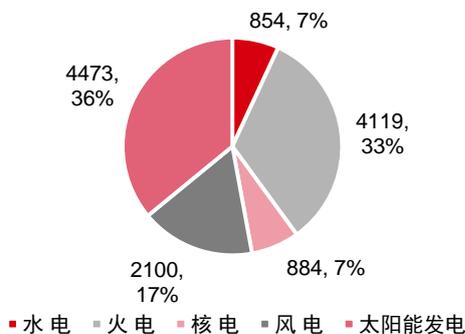
图 12：清洁能源是未来电源装机的主要增长点（万千瓦）



资料来源：国家统计局，中电联，中信证券研究部预测

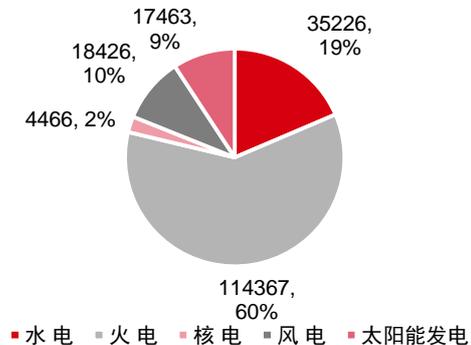
2018 年，新增装机中火电、光伏占比均超 30%，核电继续消化存量核准项目，目前我国可再生能源装机占比为 37.4%，核电仅为 2%，在可再生能源飞速发展的现阶段重启技术形成突破且发电利用小时数高的清洁能源——核电具有较高的必要性。

图 13：2018 我国新增发电装机容量（万千瓦）



资料来源：国家能源局，中信证券研究部

图 14：截至 2018 年我国各类型发电装机容量（万千瓦）



资料来源：Wind，中信证券研究部

核电建设复苏在即，海外推广空间开启

近年来，关于核电重启的呼声一直较高。“福岛事故”后，我国核电建设亦进入核准停滞阶段，行业基本以消化原有项目订单为主。进入2019年后，核电建设复苏在即。

2月22日，漳州市生态环境局发布了《福建漳州核电厂1、2号机组建造阶段环境影响评价信息公告》——本期工程为福建漳州核电厂1、2号机组，核电厂1号机组计划于今年6月30日核岛浇注第一罐混凝土。

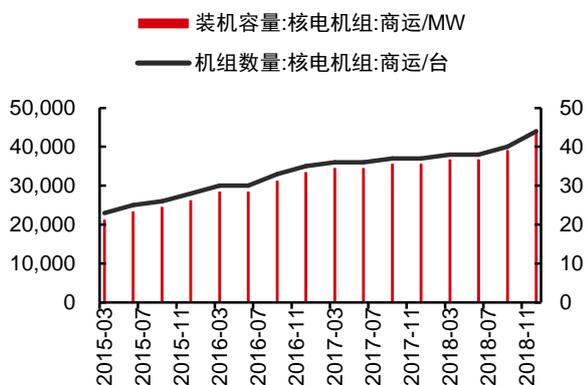
3月18日，生态环境部公示当天受理的《福建漳州核电厂1、2号机组环境影响报告书（建造阶段）》、《中广核广东太平岭核电厂一期工程环境影响报告书（建造阶段）》——漳州核电1号机组和太平岭核电1号机组计划于2019年6月开工。

4月1日，生态环境部副部长、国家核安全局局长刘华在中国核能可持续发展论坛上介绍，2019年内会有核电项目陆续开工建设。

待正式建设批文落地，我国核电建设将迎来复苏。

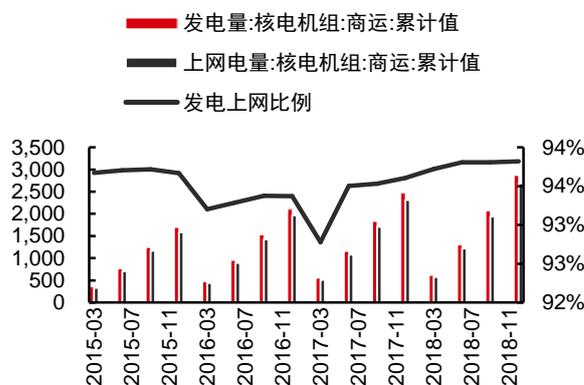
目前我国核电机组运行及在建核电机组56台，截至2018年底核电装机量44.66GW，已在役机组整体运行良好，发电上网比率基本维持在93%-94%区间，十分稳定。

图 15：我国核电机组商用情况



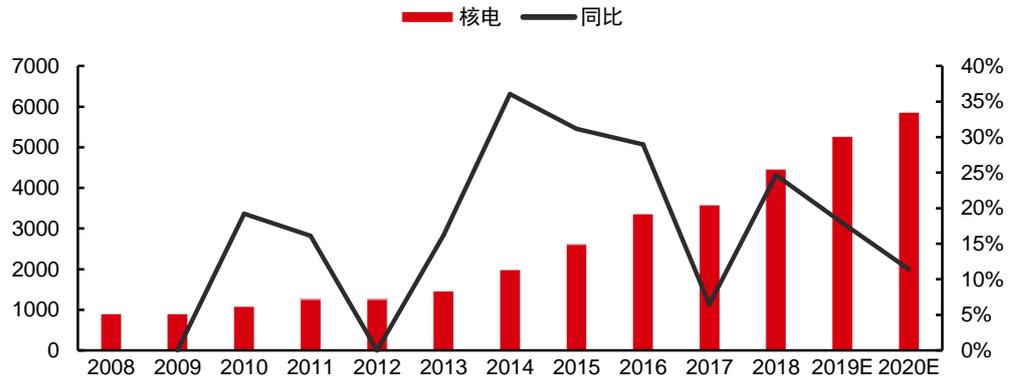
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：核电机组发电上网比率始终维持在较高水平（亿千瓦时）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17: 核电建设将恢复较快增长 (万千瓦)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部预测

我们预计核电复苏后将保持较高增速, “十三五”核电建设规划 58GW 的目标有望如期完成, 未来两年核电装机量 CAGR 有望达到 15%。同时根据目前已有规划的项目信息, 我国自主研发的核电三代技术“华龙一号”和 CAP1000 将成为接下来核电建设的主力, 并将借由国内建设经验加速向海外推广。

表 3: 目前筹备核电机组进展情况一览

省份	核电厂名称	机组号	计划投资额	运营商	反应堆类型	装机容量 (万千瓦)	项目进展
福建	漳州核电厂	1号机组		中核	“华龙一号”自主化三代核电技术	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 2021 年 6 月投入商业运行。
		2号机组		中核	“华龙一号”自主化三代核电技术	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		中广核	“华龙一号”自主化三代核电技术	100	还在前期手续筹备中
		6号机组		中广核	“华龙一号”自主化三代核电技术	100	还在前期手续筹备中
广东	太平岭核电厂	1号机组	800 亿元	中广核	华龙一号核电机组	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		中广核	华龙一号核电机组	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		中广核	AP1000	100	2019 年 3 月 6 日电厂重件码头运维项目招标
		2号机组		中广核	AP1000	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		中核	CAP1000	120	FCD 计划在 2019 年 5 月 15 日
		2号机组		中核	CAP1000	120	FCD 计划在 2020 年 3 月 15 日
		3号机组	合同价值超过 200 亿元	中核	AES-2006(VVER-1200)型反应堆	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		中核	AES-2006(VVER-1200)型反应堆	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, 4 号机组计划于 2028 年 5 月投入商业运行
江苏	田湾核电 7 号机组 厂			中核	AES-2006(VVER-1200)型反 应堆	120	2019 年 3 月 19 日工程常规岛及其 BOP 设计和技术服务项目 1 招标, 计划于 2021 年 5 月份开工建设。
	田湾核电 8 号机组 厂			中核	AES-2006(VVER-1200)型反 应堆	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 1 号机组 电站	423 亿元		国电投	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。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
	石岛湾核 2 号机组 电站			国电投	CAP1400	140	
海南	昌江小堆 示范工程 计划				ACP100 核电机组	125	计划于 2019 年 12 月 31 日开工浇筑第 一罐混凝土, 建设周期为 65 个月, 2025 年 5 月 31 日建成投产, 具体开工时间以 政府相关部门批复为准。

资料来源: 北极星电力网, 中信证券研究部

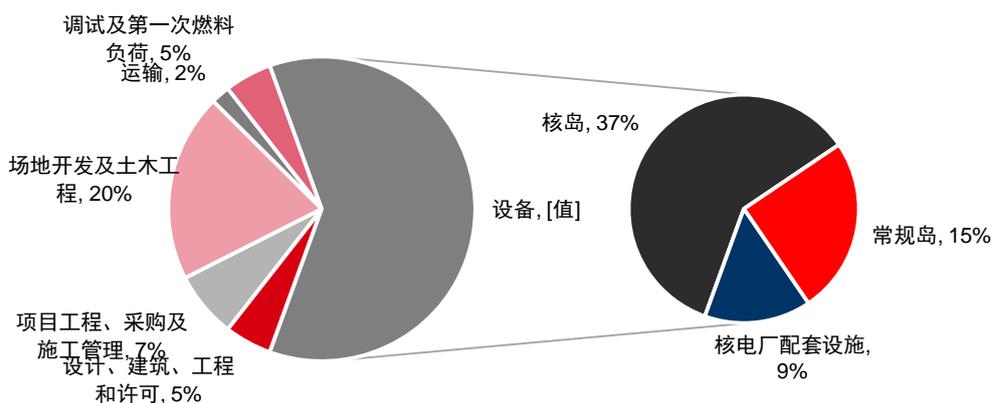
图 18: 核电技术演进示意图



资料来源: 中国核电、中广核电力招股说明书, 中信证券研究部绘制

两千亿市场空间开启, 设备投资占六成。按每兆瓦投资造价约 1.5 亿元人民币测算。2019-2020 年期间落地 14GW-16GW 核准额度, 预计带动直接投资超 2000 亿元, 而设备端投资约占核电总投资的 60%, 且主站设备领域供应商集中且市占率高, 受益明显。同时, 核电设备也存在交付周期较长的特点, 一般预计 2-4 年, 收入如果按百分比入账, 则收入会延摊至后续年份。

图 19：核电投资构成



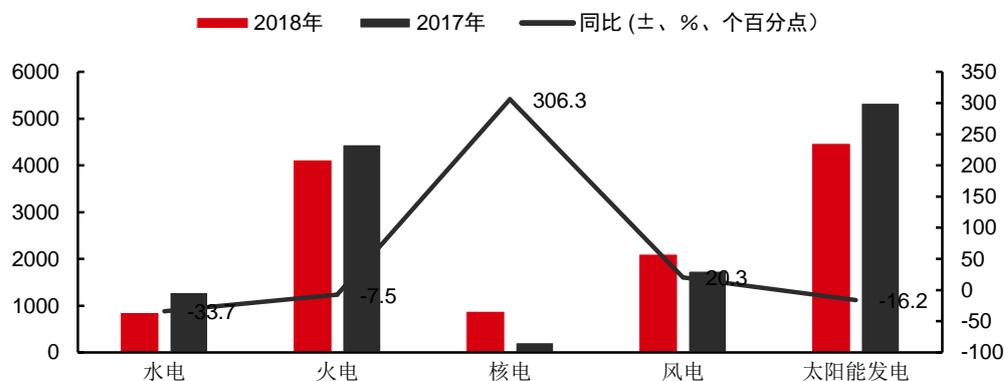
资料来源：IAEA，中信证券研究部

华能资本开支大增，风电望迎抢装潮

进入 2019 年以来，风电行业利好频传，一方面风电政策预期变化可能促使风电迎来一轮抢装潮，直接利好设备端；另一方面央企如华能预计 2019 年资本开支风电支出达 240 亿元（+240%）。

政策预期改善，平价与抢装均有望提前到来。年初，国家发改委、能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，释放增量建设需求。通知规定，对于不需国家补贴，及仅享受地方补贴的风电、光伏项目均为平价上网项目，且到 2020 年底前核准（备案）并开工建设的平价上网项目将不限规模，不占用补贴指标。这意味着，无补贴的平价上网项目将在原指标规模的基础上，为风电、光伏建设提供十分可观的增量市场，行业需求有望加速释放。此外，若是调整方案如市场预计，可能要求 2019 年新核准项目须于 2021 年底前并网方能享受新版补贴电价（目前版本下调约 5 分/度），则在锁定价高收益率的追求下，风电抢装潮有望扩大并提前。叠加风光平价上网政策发布，行业政策面有望持续改善。

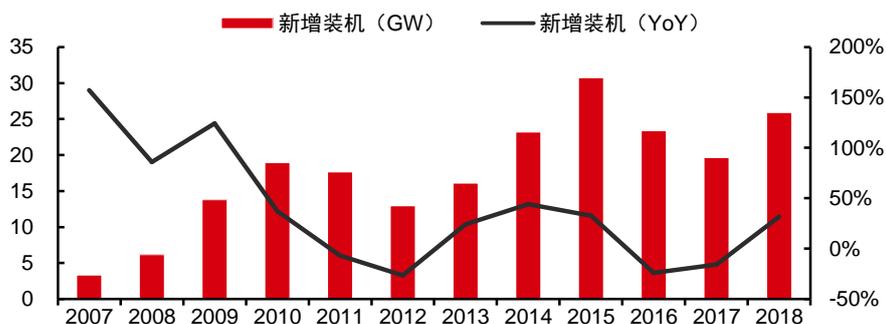
图 20：风电新增装机增速较高（万千瓦）



资料来源：国家能源局，中信证券研究部

装机触底反弹，盈利能力修复。2018 年国内风电新增容量约 21GW（同比+20.3%），装机增长符合预期。在抢装效应下，未来三年装机有望保持高增长，预计 2019-2021 年均装机规模有望达 30GW。风电制造端受需求复苏带动，订单价格触底回升，成本端钢材等主要原材料价格持续回落，风塔、风机等核心零部件利润率稳步回升，预计 2019 年行业有望从供需面改善进入企业实质性利润修复通道。

图 21：风电装机修复



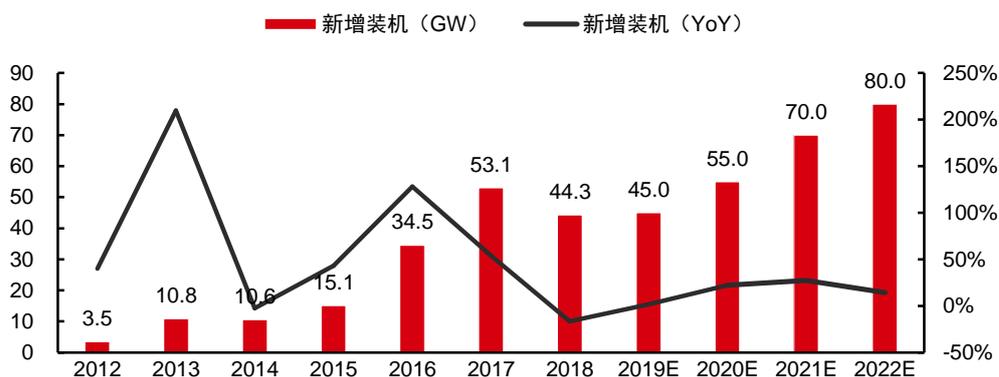
资料来源：CWEA，中信证券研究部

项目集中核准，海上风电为主。自 2018 年年底以来，风电项目核准逐步加速，多个大型风电项目相继核准落地：广东揭阳核准 7 个集中式海上风电项目（总装机 5500MW）、广东阳江核准 9 个分散式风电项目（总装机 230MW）、重庆核准 4 个风电项目（总装机 325MW）、舟山核准浙能嵊泗 2 号海上风电项目（总装机 400MW）、福建核准长乐外海海上风电项目（总装机 300MW）等。

光伏叠瓦技术组件加速迭代

光伏维持较高景气度，预计 2019/2020 年国内光伏装机规模为 45/55GW。在光伏成本快速下降、平价上网节点在即的背景下，2019 年补贴大幅下调已成客观要求和行业共识，预计国内光伏行业增长将迎来由补贴政策拉动向内生竞争力推动的切换，并将开启从周期属性向消费属性的转变。我们预计未来两年国内光伏年装机规模有望达到 45/55GW 以上，且随着平价市场的推广扩大，将有望打开无补贴分布式光伏的万亿市场空间。

图 22：中国光伏新增装机容量及预测

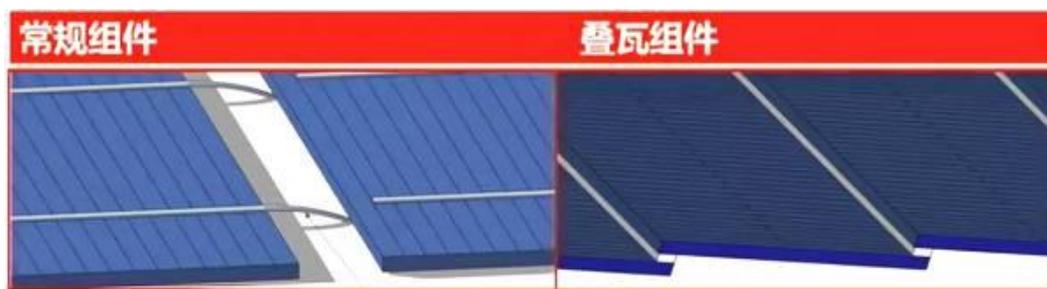


资料来源：国家能源局，中信证券研究部预测

光伏价格下探催化海外装机需求放量。由于“531”新政带来短期需求下滑并叠加恐慌情绪影响，2018 年 6 月初以来光伏产品价格出现短期断崖式下跌，各环节价格降幅多在 25%-40%。其中，光伏组件产品价格下滑幅度达 25%，并考虑逆变器等光伏系统配套设施降价情况，直接带动终端用户装机成本显著下降。对于普遍无电价补贴的海外市场，光伏发电装机成本的大幅下降直接催化装机需求激增。

组件非电池片成本比例提升，叠瓦组件技术有望快速渗透。目前组件环节电池片成本占比已经从近 90%下降至约 50%，非电池片成本下降空间有限，增加组件电池片受光面积成为可行之路。叠瓦指将传统电池片切为 1/5 大小后，使用导电胶将两片电池进行直接连接，将其叠加黏贴在一起，再将电池串连接起来。传统组件的电池片之间一般都保留 2-3mm 的间距，而叠瓦工艺通过交叠小电池片，实现电池片无缝衔接，在同样面积下可放置更多电池片（60 片型常规组件最多可封装 66 片），有效扩大电池片受光面积，提升组件的平均发电密度，并降低电站 BOS 成本。同时，叠瓦技术使用导电胶替代焊带，避免了焊带遮挡，有助于提升组件功率，缩短电子运动距离，有效提升输出功率，还具备内部损耗低、热斑效应小等优势。

图 23：常规组件和叠瓦组件连接方式比较



资料来源：光伏们

叠瓦技术具备长期竞争优势，渗透率有望加速提升。相较于其他组件封装技术，叠瓦组件不仅在功率增益上具备更大优势，同时，随着硅料、电池片等原材料成本持续下降，导电胶等辅料逐步国产化，叠片机等核心设备稳定性提升，以及组件厂商技术工艺稳步成

熟，叠瓦组件单瓦成本保持快速下降，预计叠瓦技术渗透率有望加速提升。目前国内中环股份（东方环晟）、隆基股份、通威股份、赛拉弗等企业正在加快叠瓦组件产能布局。

氢燃料电池加速导入，短期采购政府主导

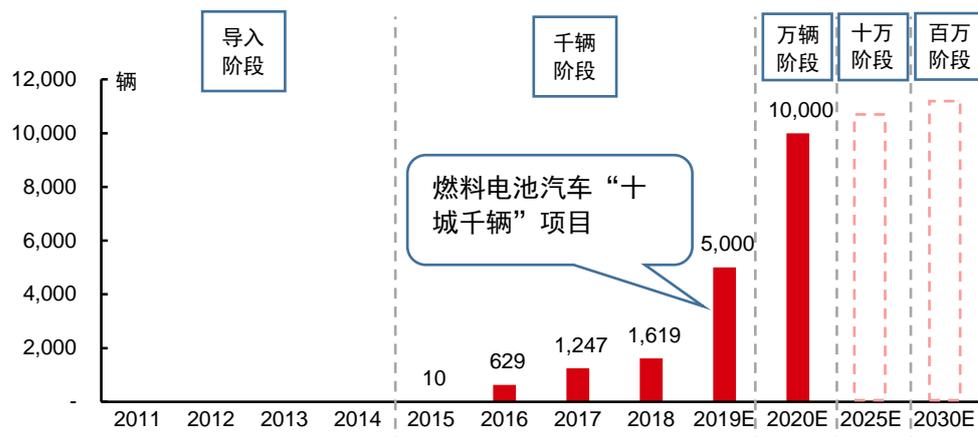
我国燃料电池产业快速发展，政策利好逐步释放。我国氢燃料电池相关政策持续利好产业化发展，如氢燃料电池汽车至 2020 年前补贴不退坡，加氢基础设施建设列入《2019 年政府工作报告》等。未来预计仍有一系列利好政策落地，如燃料电池“十城千辆”项目有望今年内落地实施，行业进入培育快车道。

表 4：我国氢能和燃料电池产业链相关政策

日期	部门	文件	内容
2009	能源局	《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》	对于试点城市零排放纯电动和燃料电池汽车补贴 6-60 万元不等。
2011	工信部、国家税务总局	《中华人民共和国车船税法》	混合动力汽车、燃料电池汽车和插电式混合动力汽车免征车船税。
2012	国务院	《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》	开展燃料电池电堆、发动机及其关键材料核心技术研究。把握世界新能源汽车发展动向，对新能源汽车技术加大研究力度。
2014	工信部、国家税务总局	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	14 年 9 月-17 年 12 月，对购置新能源汽车免征车辆购置税，并发布《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》。
2014	财政部	《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》	对符合国家技术标准且日加氢能力不低于 200 公斤的新建燃料电池汽车加氢站每个站奖励 400 万元。
2014	国务院	能源发展战略行动计划（2014-2020 年）	正式将“氢能与燃料电池”作为能源科技创新战略方向
2015	财政部、科技部、工信部、发改委	《关于 16-20 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	2017—2020 年除燃料电池汽车外其他车型补助标准适当退坡，其中：2017—2018 年补助标准在 2016 年基础上下降 20%，2019-2020 年补助标准在 2016 年基础上下降 40%。
2016	发改委、能源局	《能源技术革命创新行动计划 2016-2030》、《能源技术革命重点创新行动路线图》	发展氢能和燃料电池技术创新、先进储能技术创新等提出在先进燃料电池、燃料电池分布式发电、氢的制取储运及加氢站等方面开展研发。
2017	发改委、能源局	《能源发展“十三五”规划》	集中攻关新型高效电池储能、氢能和燃料电池。发挥我国能源市场空间大、工程实践机会多的优势，加大资金、政策扶持力度，重点在大规模储能、柔性直流输电、制氢等领域，建设一批创新示范工程，推动先进产能建设
2018	发改委、工信部、财政部、科技部	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	燃料电池汽车补贴力度保持不变，燃料电池乘用车按燃料电池系统的额定功率进行补贴，燃料电池客车和专用车采用定额补贴方式。

资料来源：相关部委网站，中信证券研究部

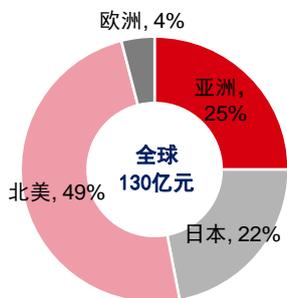
图 24：2011-2030 年燃料电池汽车销量及预测



资料来源：GGII，中信证券研究部预测

预计 2030 年全球燃料电池市场空间达 3100 亿元，中国或成为最大市场，动力领域占主导。根据日本富士经济调查会社预测，2030 年全球燃料电池市场规模将达到约人民币 3000 亿元，比 2018 年增长 22 倍。其中，以中国为首的亚洲燃料电池市场（除日本）规模约人民币 1300 亿元，较 2018 年增长 38 倍，未来成长空间巨大。

图 25：2018 年全球燃料电池市场规模及市场格局



资料来源：日本富士经济调查会社，中信证券研究部

图 26：2030 年全球燃料电池市场规模及市场格局预测



资料来源：日本富士经济调查会社预测，中信证券研究部

■ 公司分析：清洁发电设备龙头再起航

技术优势与技术广度，打造品牌优势

公司在所涉及的各项发电设备领域，多以自主研发为产品开发的核⼼基础，因此在水电机组（5-100 万千瓦）、火电机组（5-100 万千瓦）核电机组（100-175 万千瓦）、风电机组（1.5-10 万千瓦）等主要电源设备领域主打自主知识产权产品，并开发出 F 型重型燃气机组和太阳能光热发电等技术，获得国内最高参数 630℃ 百万超超临界二次再发热机组示范项目，公司在传统火电领域拓展机组改造业务、积极布局海上风电业务、参与研发我

国三代核电技术、参股光伏叠瓦企业、布局氢燃料电池行业、开发抽水蓄能市场，主体业务以面向清洁能源设备为主。

公司在上述领域的厚积薄发目前已迎来了收获期，海上风电加速发展、核电即将迎来以三代技术为核心的建设重启，其他各行业亦相继迎来行业拐点或产业化加速时点，公司在上述领域的技术积累有望加速转换为品牌优势，凭借良好的产品质量所带来的稳定客户关系，快速推进各项业务发展。

图 27：公司“12345”新发展战略



资料来源：公司社会责任报告

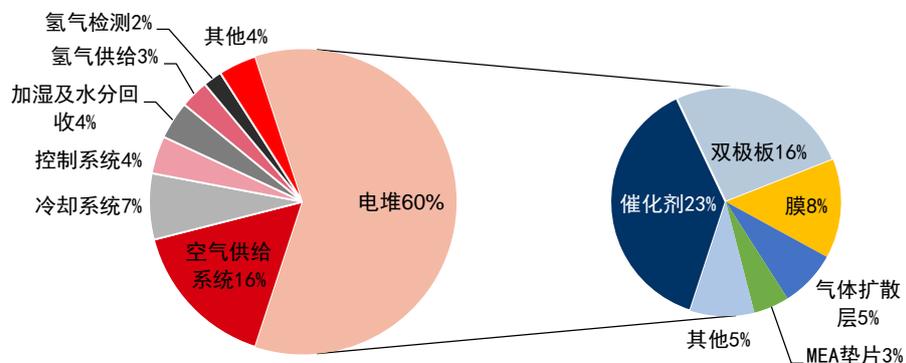
图 28：公司规划未来三个发展阶段



资料来源：公司社会责任报告

新兴产业启动在即，静待公司加速起跑。公司与中环股份、Sunpower 合作设立东方环晟，以叠瓦组件的相对优势逐步获取订单，随着未来叠瓦渗透率的提升，公司相关业务有望迎来更快发展；公司自主研发氢燃料电池动力系统（电堆、电控），并供货成都客运系统载客运行，目前 10 辆氢燃料电池大巴累计行驶里程数约 30 万公里，单车最高行驶里程近 5 万公里，累计载客 40 万人次，未来成都有望成为氢燃料电池在我国西南地区推广的旗手，公司依托区域优势有望快速培育自身氢燃料电池产业链业务快速成长。

图 29：燃料电池系统各环节成本构成



资料来源：DOE，中信证券研究部

市场占有率领先，充分受益行业东风

公司在各细分领域普遍市占率领先。据其披露的信息，公司在主要参与各细分发电设备领域具有较高的市占率水平，并依托自身的技术优势、产品系列优势和业务协同优势，我们看好公司维持较高的市占率水平。

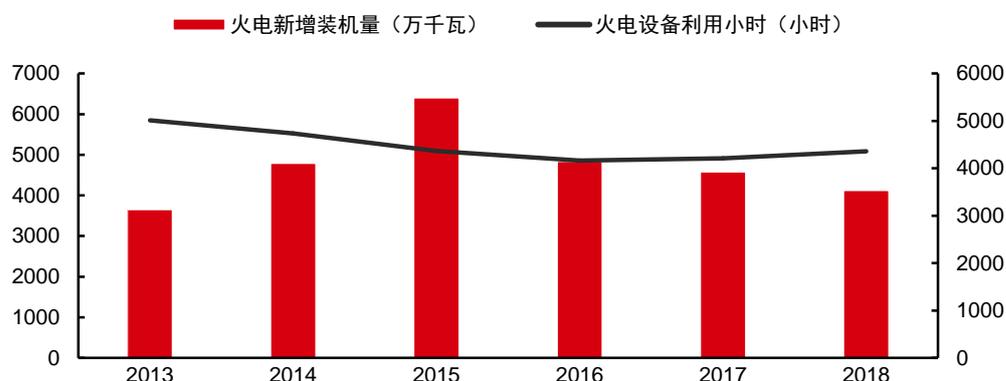
火电方面：行业受政策导向，主要面向两方面发展。

截至 2018 年三季度末，我国煤电机组累计完成超低排放改造 7 亿千瓦以上，提前超额完成 5.8 亿千瓦的总量改造目标，同时考虑新建超低排放煤电机组，则我国达到超低排放限值的煤电机组已达 7.5 亿千瓦以上；节能改造累计完成 6.5 亿千瓦，其中“十三五”期间完成改造 3.5 亿千瓦，提前超额完成“十三五”3.4 亿千瓦改造目标。

2018 年，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》——“大力淘汰关停环保、能耗、安全等不达标的 30 万千瓦以下燃煤机组；重点区域严格控制燃煤机组新增装机规模”。

因此，预计未来我国火电市场，将持续向着大功率和节能改造方向发展，“十三五”剩余期间重点将在于改善指标相对落后区域的指标。

图 30：火电结构性变化带动利用小时数回升



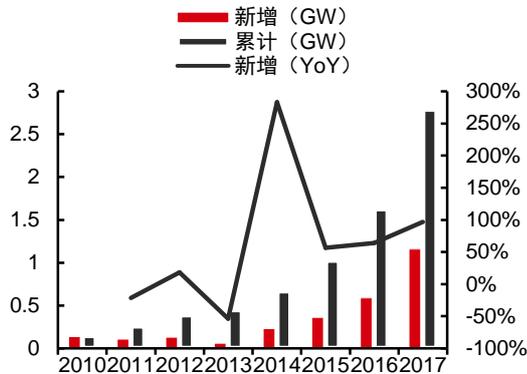
资料来源：中电联，中信证券研究部

截至 2018 年，根据公司披露数据，公司在 200MW 以上火电机组的市占率为 46.3%，且公司积极转向节能改造市场，我们预计公司 2019-2020 年火电等相关业务基本以维持稳定为主。**水电方面：**一方面仍拥有白鹤滩项目的在手订单，另一方面在传统水电项目逐渐减少的背景下，公司在抽水蓄能电站获得较大订单，公司预计自身在水电设备领域的整体市占率约为 47.2%。水电发展动能以逐渐切换为抽水蓄能，预计 2019-2020 年每年市场需求仍维持在百亿以上水平。

风电方面：公司披露 2018 年风电业务新生效订单和新中标订单同比增长，风电类业务实现扭亏；公司目前主要风电产品包含 1.5-10MW 级风电设备，瞄准海上风电市场——已实现 5MW 海上风电机组批量产出，可覆盖 III 类风场-I 类风场；加快推进 7-10MW 海

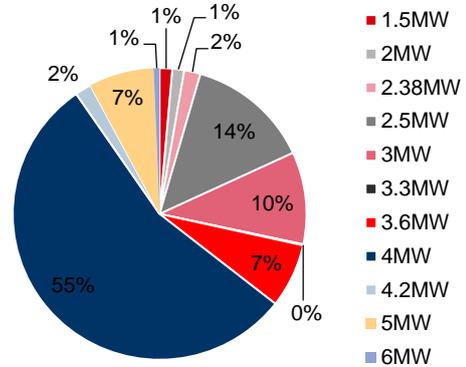
上风电样机的研制, 并获得国内首个 10MW 等级设计认证。

图 31: 海上风电装机量



资料来源: CWEA, 中信证券研究部

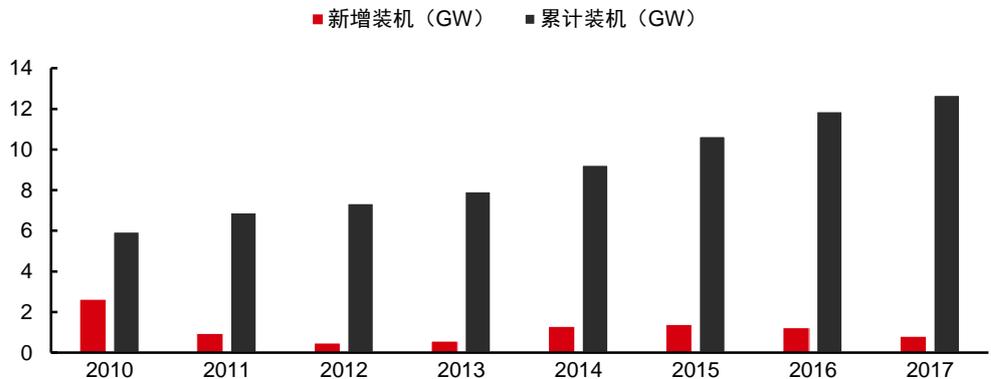
图 32: 海上风电不同功率装机规模 (截至 2017 年)



资料来源: CWEA, 中信证券研究部

海上风电需求渐起, 公司上述业务有望稳步增长, 考虑风电机组单位造价及陆上风电与海上风电造价差, 预计公司风电订单 50-60 亿元, 随着风电可能迎来抢装潮, 公司订单短期可能持续释放。

图 33: 公司风机容量



资料来源: CWEA, 中信证券研究部

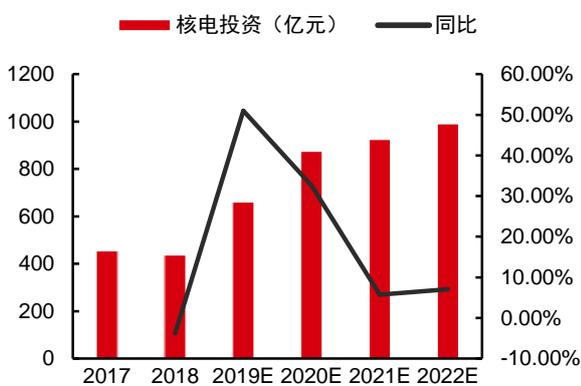
核电方面: 预计随着核电重启, 并考虑核电建设周期, 未来 3-5 年核电投资将逐渐加速, 达到接近千亿量级, 并利好相关设备供应商, 公司作为国内三大核岛及常规岛设备供应商之一, 积极参与研发, 考虑本轮建设将以第三代技术为主, 公司市占率大概率维持历史平均水平并有可能提高。公司披露最近市占率为核岛 66%、常规岛 45%; 历史平均水平为核岛 33%、常规岛 50%, 以两种不同市占率测算公司未来 3-5 年核电收入均有望逐步加速, 提升至年均 150-200 亿元水平。

表 5：核电重启对公司收入影响预计

年份	2019E	2020E	2021E	2022E
核电核准（MW）	800	700	600	600
核电投资（亿元）	660	875	925	990
同比	51%	33%	6%	7%
设备投资（亿元）	396	525	555	594
核岛设备（亿元）	238	315	333	356
常规岛设备（亿元）	59	79	83	89
公司乐观收入（亿元）	183	243	257	275
公司中性收入（亿元）	108	143	152	162

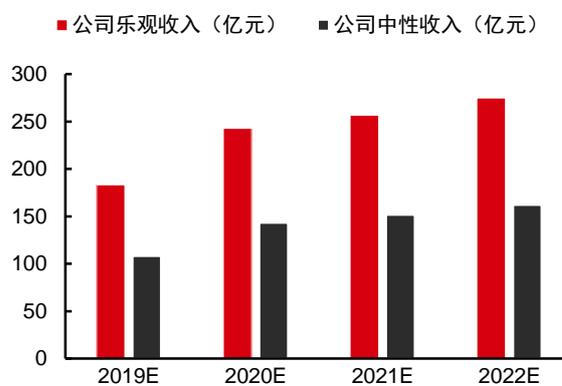
资料来源：中信证券研究部测算

图 34：核电投资有望持续高速增长



资料来源：国家能源局，中信证券研究部预测

图 35：公司不同假设条件下核电收入比较



资料来源：中信证券研究部预测

注入集团资产，业务协同盈利改善

公司 2018 年 3 月以每股 9.01 元的价格发行 7.54 亿股，作价 67.93 亿元收购集团资产，本次重组为公司带来三点直接利好：

其一，资产业务以服务为主，盈利水平较高，可在一定程度上改善公司自身盈利情况；

其二，注入部分新兴产业，如清能科技，公司可借此进入氢燃料电池产业链，于起步阶段便布局未来千亿级蓝海市场；

其三，工程服务类业务可进一步与公司总包类业务合作，提升公司后续服务、保养、检修等能力，进一步绑定和开拓优质海内外客户。

表 6：公司 2018 年收购集团资产一览

收购标的	主营业务	收购比例
东方财务	金融服务	95%
国合公司	国际机电工程承包	100%
东方自控	汽轮机、风电设备控制系统设计制造及服务	100%
东方日立	高压变频器、光伏逆变器等	41.24%
物资公司	大型发电成套设备、工程承包及服务	100%
大件物流	大型发电设备、机电设备、大型化工容器的运输、仓储及吊装等业务	100%

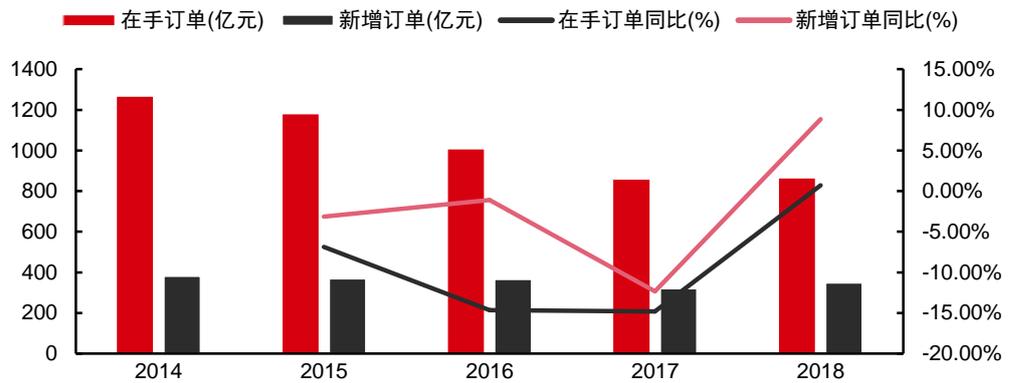
收购标的	主营业务	收购比例
清能科技	燃料电池发电系统、钒液电池储能系统等新能源系统及相关产品销售及技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务	100%
智能科技	智能装备、电力电子、电机与驱动、控制系统等相关产品销售及技术开发、技术转让、技术咨询和技术服务	100%
其他	东方电气集团拥有的 833 项设备类资产及 472 项无形资产	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

在手订单充裕，减负后迎来蜜月期

2018 年，公司在手订单恢复正增长达 864 亿元 (+0.7%)，新增订单达 349.3 亿元 (+8.7%)，公司订单量的提升叠加下游主要需求的回暖，护航收入开启景气向上周期。

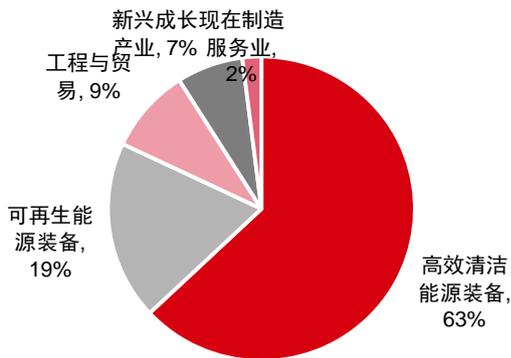
图 36：公司在手订单恢复正增长



资料来源：公司公告，中信证券研究部

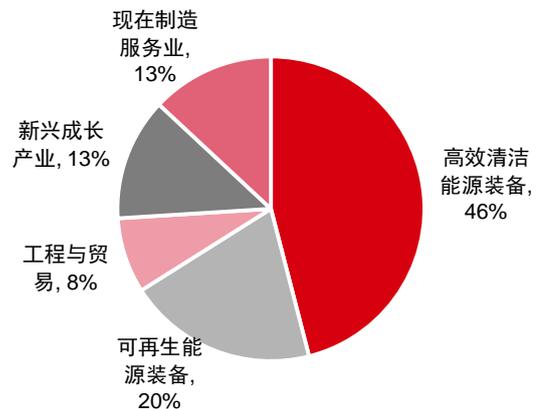
公司订单结构持续优化，高效清洁能源设备占比持续降低至 46%，而新增订单主要来自新并入资产的现代制造服务业和可再生能源装备，预计后续伴随核电重启和公司业务板块划分，高效清洁能源和可再生能源设备的新增订单占比将维持高位水平。

图 37：公司在手订单结构



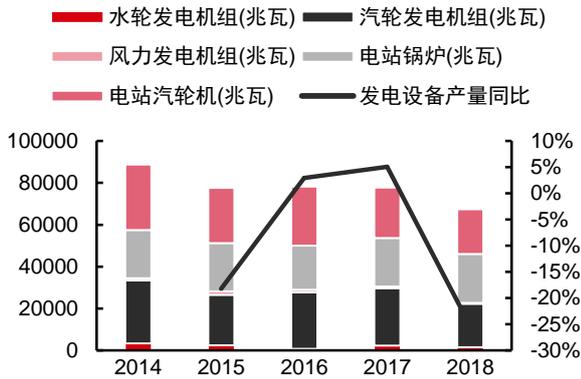
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 38：公司 2018 年新增订单结构



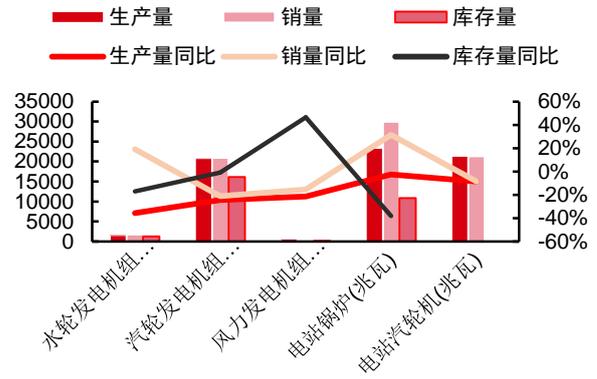
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 39: 公司历年发电设备产量



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 40: 公司 2018 年发电设备生产、销售及库存情况

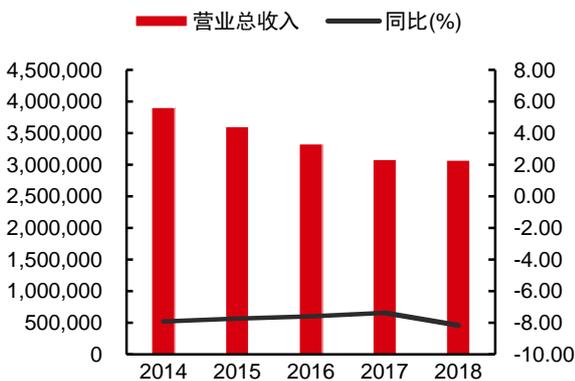


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

财务分析

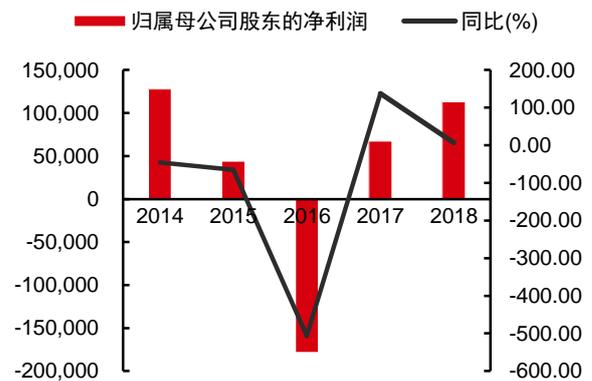
公司业绩回升, 注入资产起效。公司以核电、火电为主营业务, 但是自 2015 年全国核电“零审批”之后, 公司核电相关业务有所停滞, 导致 2014 年以来营收逐年下降。2016 年归母净利润同比下降 506.38%, 主要是公司计提大量存货跌价准备所致, 2017 年扭亏。伴随上市公司主营业务盈利能力增强、优质资产注入、多元化业务平台建设以及 2019 年核电建设重启, 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润 11.29 亿元, 同比增长 6.77%。预计未来公司业绩会持续回暖。

图 41: 公司近年营业收入情况(万元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 42: 公司近年归母净利润情况

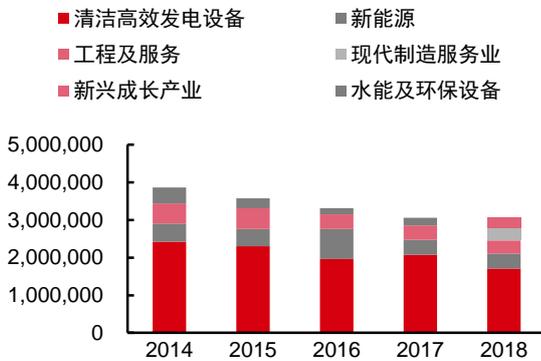


资料来源: Wind, 中信证券研究部

清洁高效发电设备贡献主要收入。分业务来看, 清洁高效发电设备近年收入占比持续增长, 2017 年占营收比例 67.38%, 较 2010 年增加 13.82pcts, 这一部分业务由火电、核电常规岛设备、燃机组成。新能源是第二大主要营收来源, 相比清洁高效发电设备仍有较大差距, 近年来占比逐年下降, 2017 年已经降至 12.75%, 较 2010 年 (25.0%) 下降 12.25pcts, 这一部分业务主要由风电、水电、核电核岛设备组成。工程及服务占比比较稳定, 近五年平均占比 14.06%。毛利率来看, 公司整体毛利率在 20% 左右波动。其中清洁

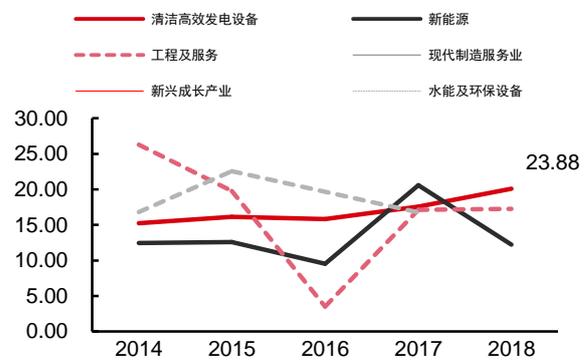
高效发电设备和新能源毛利率与整体毛利率变化基本一致，是造成公司毛利率变化的主要原因。其他业务毛利率波动较大。伴随 2018 年多元资产注入完成，预计环保设备和服务等业务会有较大增长。

图 43: 公司近年分业务营收构成(万元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

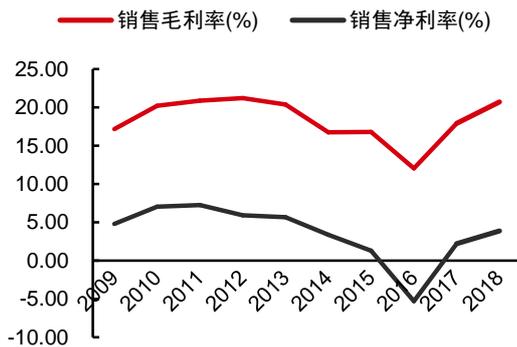
图 44: 公司近年分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

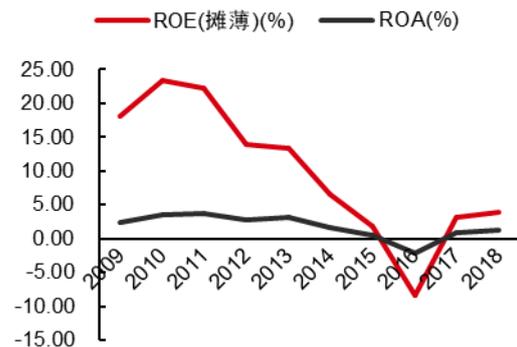
盈利能力回升，渐入佳境。2016 年公司计提大量存货跌价准备，导致资产减值损失较大，造成公司亏损。毛利率大幅走低，同比下降 4.78pcts，净利率跌至-5.29%，同比下降 6.57pcts。2018 年公司发行股份购买控股股东多项优质资产，资产涉及财务、金融、物流、设备类资产和知识产权等无形资产，为后续业绩提升奠基。2018 年公司毛净利率分别为 20.72%/3.90%，同比增长 2.79%/1.68%。资产收益情况与毛净利率趋势一致，ROE 和 ROA 在 2016 年分别降至-8.44%/-2.06%，自 2017 年收益率开始回升。2018 年 ROE/ROA 分别为 3.95%和 1.36%。

图 45: 公司毛净利率情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

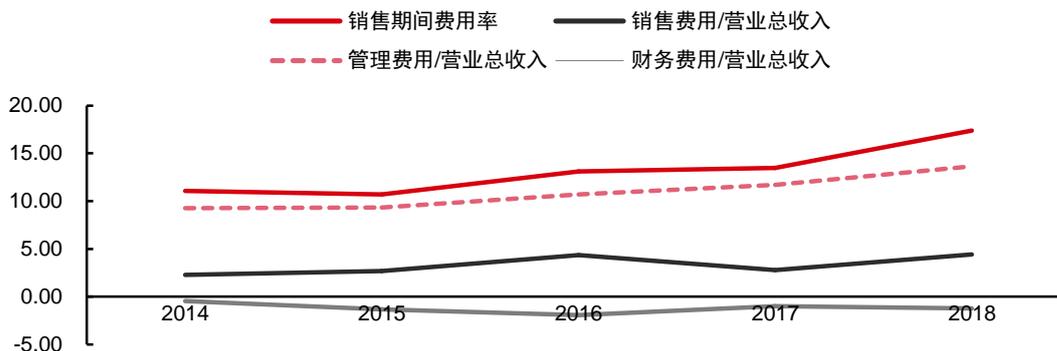
图 46: 公司资产收益率情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

期间费用控制能力强。公司期间费用率一直保持在 20%以内，其中管理费用近年小幅攀升，由 2014 年的 9.33%上升至 2018 年的 13.65%，造成期间费用率有所上升。销售和财务费用占比较小且比较稳定。2018 年销售费用率/财务费用率分别为 4.42%/-1.24%。公司整体经营效率和费用管控能力平稳。

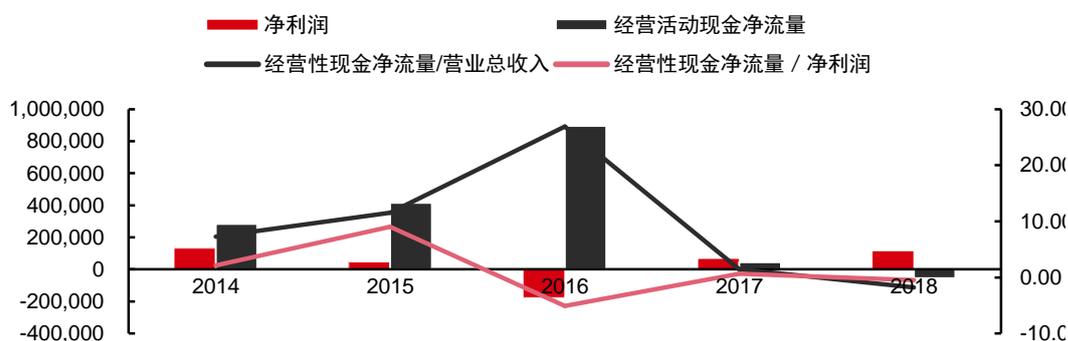
图 47：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

经营现金流情况好转。公司经营现金流净值近年波动较大，2016 年经营活动现金流达 41.56 亿元，同比增加 115.72%。2018 年经营活动现金流大幅缩水，仅为-5.52 亿元。2018 年公司净利润好转，自 2017 扭亏后，开启利润回升之路，2017 年底、2018 年净利润分别为 6.83/11.58 亿元。公司收现比与经营现金流净值波动一致，近几年营收正常，净利润现金比波动较大，2018 年收现比和净利润现金比为-1.80/-0.48。

图 48：公司经营活动现金流情况（万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

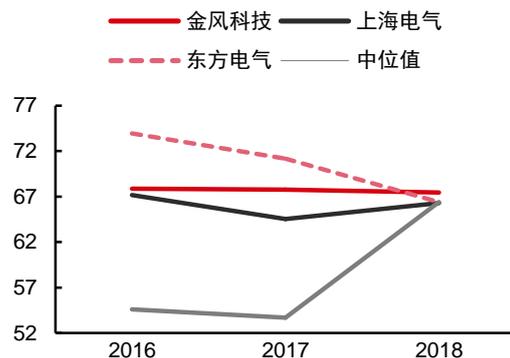
资金周转效平稳，短期偿债能力提升。公司应收账款周转率稳中有升，2018 年为 3.01 倍。近年流动比率、速动比率呈增长态势，偿债能力提升，2018 年分别为 1.40 和 1.13。截至 2018 年公司资产负债率为 66.39%，趋近行业内可比公司水平，整体经营策略较之前更稳健。

图 49：公司应收账款周转率及短期偿债能力



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 50：公司及可比公司资产负债率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

风险因素

1. 核电核准进度不及预期；2. 行业市场竞争加剧；3. 海外订单回款风险；4. 公司业务整合进度不及预期。

盈利预测

关键假设

1. 核电重启节奏如市场预期，“十三五”58GW 装机计划得以完成，公司在以自主知识产权为基础的第三代核电技术建设过程中，维持已有优势，并有所扩大。
2. 风电装机维持高增速，并持续向海上风电转移，公司海上风电业务拓展顺利。
3. 光伏叠瓦组件如预期渗透，并于未来 3-5 年进入高速替代应用期。
4. 氢燃料电池产业持续推进，公司稳步保持西南地区优势地位。

盈利预测

表 7：公司经营预测（亿元）

年份	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
清洁高效发电设备					
收入	170.79	170.79	187.87	206.66	216.99
同比增速	-18%	0%	10%	10%	5%
成本	136.48	140.05	152.17	165.32	180.10
毛利率	20%	18%	19%	20%	17%
毛利	34.31	30.74	35.70	41.33	36.89
可再生能源发电设备					
收入	40.08	48.10	57.72	69.26	83.11
同比增速	2%	20%	20%	20%	20%
成本	35.18	41.84	49.64	58.87	68.15

年份	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
毛利率	12%	13%	14%	15%	18%
毛利	4.9	6.25	8.08	10.39	14.96
工程及服务					
收入	34.81	36.55	38.38	40.30	43.52
同比增速	-10%	5%	5%	5%	8%
成本	28.8	30.24	31.75	33.34	36.01
毛利率	17%	17%	17%	17%	17%
毛利	6.01	6.31	6.63	6.96	7.51
现在制造服务业					
收入	34.04	37.44	39.32	41.28	43.35
同比增速		10%	5%	5%	5%
成本	15.17	18.72	19.66	21.47	23.84
毛利率	55%	50%	50%	48%	45%
毛利	18.87	18.72	19.66	19.82	19.51
新兴成长产业					
收入	27.34	30.07	33.08	36.39	40.03
同比增速		10%	10%	10%	10%
成本	20.81	22.56	24.81	27.29	30.02
毛利率	24%	25%	25%	25%	25%
毛利	6.53	7.52	8.27	9.10	10.01

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

当前时点，公司内部减值包袱已去、优质资产加速整合，外部行业快速回暖，多领域利好其长期稳健成长。我们看好公司长期增长逻辑的重新确立，预计 2019-2021 年可实现归母净利润分别达 14.6/17.3/20.4 亿元，未来三年 CAGR 为 21%，对应 EPS 为 0.47/0.56/0.66 元，公司 2019 年 A 股合理 PE 区间为 25x-30x，H 股维持较 A 股 5x-10x 的估值折价至合理区间 15x-20x，首次覆盖给予公司 A+H 股“增持”评级。

表 8：公司盈利预测（百万元）

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,830.23	30,706.15	32,296.45	35,636.98	39,389.26
营业收入增长率 YoY	-7%	0%	5%	10%	11%
净利润(百万元)	673.08	1,128.83	1,468.10	1,743.22	2,067.18
净利润增长率 YoY	N/A	68%	30%	19%	19%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.29	0.37	0.47	0.56	0.67
毛利率	18%	23%	22%	22%	22%
净资产收益率 ROE	3.08%	3.95%	4.94%	5.61%	6.32%
每股净资产 (元)	7.06	9.25	9.61	10.06	10.59
PE	37.6	29.4	22.9	19.3	16.3
PB	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,830	30,706	32,296	35,637	39,389	货币资金	27,884	29,346	29,551	33,338	37,257
营业成本	25,303	23,568	25,341	27,803	30,629	存货	18,581	13,874	14,917	15,570	16,846
毛利率	17.93%	23.25%	21.54%	21.98%	22.24%	应收账款	17,931	11,665	12,671	13,542	14,574
营业税金及附加	309	335	363	401	443	其他流动资产	3,307	18,671	20,004	22,528	25,705
销售费用	854	1,358	1,475	1,568	1,654	流动资产	67,703	73,556	77,143	84,978	94,381
营业费用率	2.77%	4.42%	4.57%	4.40%	4.20%	固定资产	6,506	5,902	5,573	5,214	4,826
管理费用	3,610	2,501	2,717	2,958	3,190	长期股权投资	1,405	1,517	1,667	1,740	1,852
管理费用率	11.71%	8.15%	8.41%	8.30%	8.10%	无形资产	839	1,681	1,681	1,681	1,681
财务费用	(310)	(381)	(591)	(520)	(426)	其他长期资产	2,469	8,668	10,363	12,566	15,498
财务费用率	-1.00%	-1.24%	-1.83%	-1.46%	-1.08%	非流动资产	11,218	17,768	19,284	21,201	23,857
投资收益	186	246	225	219	230	资产总计	78,921	91,323	96,427	106,179	118,239
营业利润	620	1,239	1,587	1,896	2,250	短期借款	202	246	1,199	5,244	8,963
营业利润率	2.01%	4.03%	4.92%	5.32%	5.71%	应付账款	17,817	15,093	16,228	17,238	18,378
营业外收入	216	163	163	163	163	其他流动负债	34,955	37,358	41,223	46,529	53,070
营业外支出	303	127	127	127	127	流动负债	52,974	52,697	58,650	69,010	80,411
利润总额	533	1,275	1,624	1,933	2,287	长期借款	42	463	463	463	463
所得税	(150)	117	149	178	210	其他长期负债	3,137	7,470	5,486	3,487	2,502
所得税率	-28.05%	9.19%	9.19%	9.19%	9.19%	非流动性负债	3,179	7,933	5,948	3,950	2,964
少数股东损益	10	29	13	28	35	负债合计	56,153	60,629	64,599	72,960	83,375
归属于母公司股东的净利润	673	1,129	1,462	1,727	2,042	股本	2,337	3,091	3,091	3,091	3,091
净利率	2.18%	3.68%	4.53%	4.85%	5.18%	资本公积	8,828	11,252	11,252	11,252	11,252
						归属于母公司所有者权益合计	21,821	28,584	29,706	31,067	32,678
						少数股东权益	947	2,110	2,123	2,151	2,186
						股东权益合计	22,768	30,694	31,829	33,219	34,863
						负债股东权益总计	78,921	91,323	96,427	106,179	118,239

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	533	1,275	1,624	1,933	2,287
所得税支出	150	-117	-149	-178	-210
折旧和摊销	994	987	580	599	618
营运资金的变化	-1,656	-2,577	-952	-497	182
其他经营现金流	430	-120	-896	-815	-730
经营现金流合计	450	-552	206	1,042	2,146
资本支出	-206	-185	-300	-250	-240
投资收益	186	246	225	219	230
其他投资现金流	-24	-486	-1,143	-1,416	-1,937
投资现金流合计	-44	-425	-1,218	-1,447	-1,947
发行股票	0	50	0	0	0
负债变化	1,747	1,267	965	4,038	3,724
股息支出	0	-340	-340	-366	-432
其他融资现金流	-2,565	-2,230	591	520	426
融资现金流合计	-818	-1,254	1,216	4,193	3,718
现金及现金等价物净增加额	-412	-2,230	204	3,787	3,918

主要财务指标					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	-7.38%	-0.40%	5.18%	10.34%	10.53%
营业利润增长率	N/A	99.71%	28.15%	19.45%	18.67%
净利润增长率	N/A	67.71%	29.53%	18.10%	18.25%
毛利率	17.93%	23.25%	21.54%	21.98%	22.24%
EBITDA Margin	3.22%	7.00%	4.96%	5.57%	6.20%
净利率	2.18%	3.68%	4.53%	4.85%	5.18%
净资产收益率	3.08%	3.95%	4.92%	5.56%	6.25%
总资产收益率	0.85%	1.24%	1.52%	1.63%	1.73%
资产负债率	71.15%	66.39%	66.99%	68.71%	70.51%
所得税率	-28.05%	9.19%	9.19%	9.19%	9.19%
股利支付率	0.00%	30.12%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。