

2009-02-03

重型电气设备

东方电气 600875.SH

首次

中性

当前价格	30.31 元
目标价格	31.00 元
目标期限	3 个月

分析师:

王海生

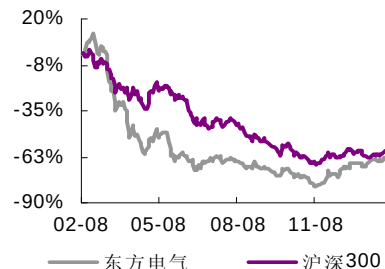
021-22169165

haisheng.wang@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	882
总市值(百万元)	26,733
流通比例(%)	35.88%
12 个月最高/最低(元)	96.50/16.60
近 3 月日均成交量(百万股)	4.87
主要股东	中国东方电气集团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.55	61.64	-5.98
绝对收益	4.62	85.29	-60.99

相关报告:

新能源增长不能弥补火电下滑

◇ 调研地点: 成都

◇ 拜访对象: 东方电气股份有限公司证券事务代表黄勇

◆火电: 在手订单延后, 新增订单减少,

08 年下半年火电招标项目数量快速下降, 主要原因是: 电力需求下滑, 发电集团对未来的电力市场预期调低; 发电集团效益下滑, 投资热情降低; 火电发电小时数下降, 装机已能满足需求。需求的下滑不仅造成新项目的减少, 同时, 我们前期预计的在手订单项目延迟的情况预计将会在 09 年发生, 公司为此已经大幅下调了 09 年生产计划, 预计 2009、2010 年火电销售收入将会同比下降 5% 和 9%。然而外包需求将由总销售额的 20% 降低至 15%, 提高火电设备毛利率 2 个百分点。

◆新能源: 风电龙头基本面良好

2008 年生产 1.5MW 风机 800 台, 估计确认销售收入 450 台。预计 09 年能够生产 1200 台, 确认销售收入 800 台。我们维持对风电整机设备看好的观点, 并认为 2010 年 2000 万 kW 装机具有很高的确定性。公司自有知识产权双馈机型 1MW, 2.5MW 已出样机; 直驱 1.5MW, 半直驱 2.5MW 机型将在 2009 年出样机。零部件方面, 公司目前自产化率 40%, 主要包括叶片、电机、电控相关部分。高自产率配合强大的研发、制造能力, 进一步增强了公司在成本和质量控制方面的竞争优势。风电设备企业的长期竞争力源于研发能力、质量控制能力和盈利能力。东方电气在研发和质量控制方面均居市场前茅。预计未来公司将会成为风电市场销量方面不具争议的龙头企业, 占有 25% 的市场份额, 1.5MW 风机毛利率达到 18%。

◆成本继续上升, 但盈利能力略有改善

原材料成本 09 年进一步上升; 火电占比下降, 水电风电占比上升, 后者毛利率低; 中期主要原材料下降有限, 因为上游供货商居于行业垄断地位。但由于代工比例下降带来较大的正面影响, 毛利率仍能从 08 年的 16.2% 上升到 09 年的 17.3% 和 2010 年的 18.9%。

◆总结: 新能源短期抵消火电下滑, 长期增速堪忧

目前的火电新增订单较少, 2011 年可能出现火电收入的低谷, 而我们认为火电装机增速正处长周期顶点, 预计未来 3 年装机容量增长将会持续低迷, 风电带来的高成长不能完全抵消火电订单推迟带来的收入下滑。公司 08 到 10 年 EPS 为 0.12 元, 2.00 元, 2.65 元, 目前股价反映公司价值, 给予公司中性评级。

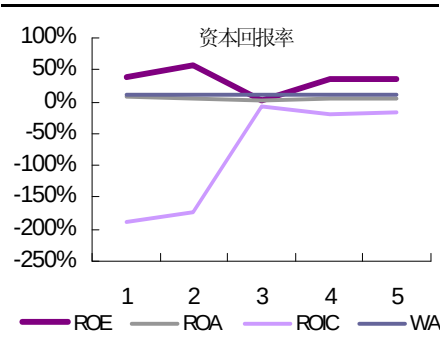
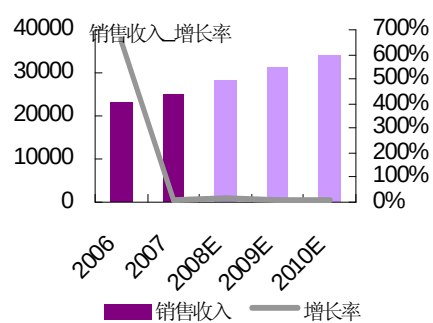
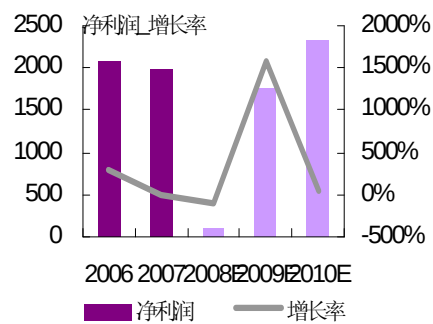
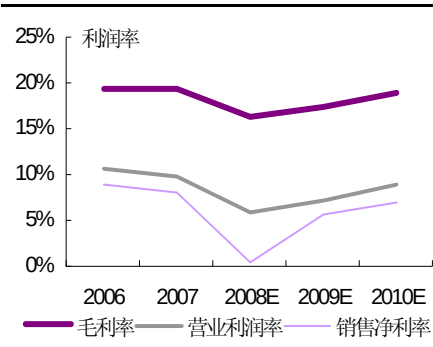
业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	23,077	24,887	28,384	31,357	33,867
营业收入增长率	657.16%	7.84%	14.05%	10.48%	8.01%
净利润(百万元)	2,071	1,990	105	1,762	2,333
净利润增长率	292.10%	-3.90%	-94.72%	N/A	32.41%
EPS(元)	4.60	2.44	0.12	2.00	2.65
ROE	37.14%	56.26%	2.85%	34.52%	34.62%
P/E	7	12	254	15	11
P/B	2	6	7	5	4
EV/EBITDA	3	8	53	5	2

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	23,077	24,887	28,384	31,357	33,867
营业成本	18,615	20,089	23,782	25,919	27,481
EBITDA	2,409	2,445	342	2,505	3,253
折旧和摊销	27	38	51	65	80
销售费用	284	385	439	485	524
管理费用	1,244	1,659	1,892	2,090	2,258
财务费用	-136	-45	200	200	200
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	6	-24	0	0	0
营业利润	2,483	2,425	1,685	2,268	3,003
利润总额	2,071	1,990	115	2,268	3,003
少数股东损益	188	187	10	165	219
归属母公司净利润	2,070.51	1,989.86	105.15	1,762.24	2,333.42

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	31,430	36,378	40,709	46,617	52,844
流动资产	28,122	32,540	37,068	42,813	48,791
货币资金	7,098	5,020	9,013	14,700	21,529
交易型金融资产	0	1	1	1	1
应收帐款	5,312	7,776	8,869	9,798	10,582
应收票据	455	755	861	952	1,028
其他应收款	211	176	176	176	176
存货	10,078	13,526	11,891	10,368	8,244
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	209	351	351	351	351
固定资产	2,258	2,507	2,695	2,899	3,161
无形资产	303	348	331	314	296
总负债	25,348	32,510	36,667	41,033	45,473
无息负债	25,110	31,629	35,884	40,174	44,565
有息负债	238	881	783	858	908
股东权益	6,082	3,868	4,042	5,584	7,371
股本	450	817	882	882	882
公积金	3,137	423	712	1,095	1,513
未分配利润	1,714	1,785	1,867	2,955	4,140
少数股东权益	667	861	870	1,036	1,254

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	-4,409	-462	4,646	6,697	8,345
净利润	2,071	1,990	105	1,762	2,333
折旧摊销	27	38	51	65	80
净营运资金增加	2,567	-913	376	1,400	3,007
其他	-9,073	-1,576	4,113	3,469	2,925
投资活动产生现金流	-534	-1,862	-150	-200	-300
净资本支出	3,092	2,364	144	240	350
长期投资变化	209	351	0	0	0
其他资产变化	-3,835	-4,577	-294	-440	-650
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	367	65	0	0
债务净变化	228	643	-98	76	50
其它长期负债变化	24,124	6,519	4,255	4,290	4,390
净现金流	-5,237	-2,099	3,993	5,687	6,830

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	657.16%	7.84%	14.05%	10.48%	8.01%
净利润增长率	292.10%	-3.90%	-94.72%	1575.89%	32.41%
EBITDA 增长率	314.90%	1.46%	-86.00%	632.08%	29.85%
EBIT 增长率	315.45%	1.46%	-87.11%	683.33%	29.78%
EPS 增长率	292.10%	-47.07%	-95.11%	1575.89%	32.41%
估值指标					
PE	7	12	254	15	11
PB	2	6	7	5	4
EV/EBITDA	3	8	53	5	2
EV/EBIT	3	8	57	5	2
EV/NAPLAT	3	9	57	6	2
EV/Sales	0	1	1	0	0
EV/IC	-7	-18	-4	-1	0
盈利能力 (%)					
毛利率	0.00%	19.28%	16.21%	17.34%	18.86%
EBITDA 率	10.44%	9.82%	1.21%	7.99%	9.61%
EBIT 率	10.44%	9.82%	1.11%	7.87%	9.46%
税前净利润率	11.03%	10.00%	0.41%	7.23%	8.87%
税后净利润率	8.97%	8.00%	0.37%	5.62%	6.89%
ROA	7.19%	5.98%	0.28%	4.13%	4.83%
ROE	37.14%	56.26%	2.85%	34.52%	34.62%
ROIC	-212.55%	-196.97%	-6.27%	-23.07%	-19.33%
偿债能力					
净负债 / 权益	-1.13	-1.19	-2.16	-2.57	-2.86
资产负债率	80.65%	89.37%	90.07%	88.02%	86.05%
流动比率	1.15	1.10	1.10	1.12	1.15
速动比率	0.74	0.64	0.74	0.85	0.95
每股指标					
EPS	4.60	2.44	0.12	2.00	2.65
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.44	0.87
每股经营现金流	-	-0.57	5.27	7.59	9.46
每股净资产	13.51	4.73	4.58	6.33	8.36
每股销售收入	51.28	30.46	32.18	35.55	38.40
每股 EBITDA	5.35	2.99	0.39	2.84	3.69

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王海生，电力设备行业分析师，清华大学自动化系学士，硕士。

6 年电气设备行业跨国公司工作经验。2008.7 加盟光大证券研究所。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。