

王鹏
 0755-25310483
 wpeng@cmschina.com.cn

2009年4月9日

东方电气(600875.SH)/35.10元

产量再创新高，抢占新能源市场

工业·电力设备

目标估值：35-43元

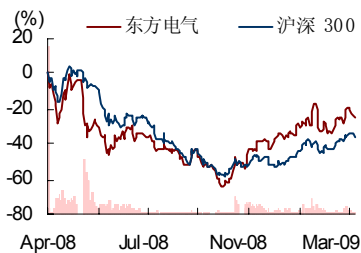
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2347
总股本(万股)	88200
已上市流通股(万股)	31642
总市值(亿元)	310
流通市值(亿元)	111
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	131.2
资产负债率	96.9%
主要股东	中国东方电气集团
主要股东持股比例	50.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	43	-19
相对表现	-8	21	14



相关报告

- 1、《东方电气(600875) - 地震损失小于市场预期，订单充足有助于快速恢复》
7/18/2008
- 2、《东方电气(600875) - 订单增长和政府扶持保障公司度过困难时期》
8/25/2008
- 3、《东方电气(600875) - 在手订单充足，毛利率略有回升》
10/31/2008
- 4、《东方电气(600875) - 公司产能快速恢复，订单结构更加均衡》
2/13/2009

2008年东方电气克服“五.一二”大地震对公司的严重影响，实现营业收入279亿元，比上年增长12.30%；计提地震损失后，实现归属母公司净利润1.76亿元，比上年同期下降96.16%。2008年公司每股收益为0.21元。我们预计2009年公司业绩迅速回升，到2010年公司盈利能力将恢复到震前水平。

- **产量再创历史新高：**08年公司发电设备产量达到3403.5万千瓦，其中水轮发电机组38台/660.5万千瓦、汽轮发电机54台/2623万千瓦、风电800台/120万千瓦、电站锅炉68台/2643.7万千瓦、电站汽轮机54台/2200万千瓦。
- **公司订单充足，产品结构更加均衡：**截至2008年底，公司在手订单达1200亿元。2008年新增订单超过700亿元，其中国际合同13亿美元。在2008年新签合同中，火电占45.1%，核电占23.5%，风电占14.8%，水电8.2%，燃机占7.9%，其他0.5%。从订单结构来看，核电订单比例增加显著，火电、风电、水电等比例更加均衡。公司抵御行业周期影响的能力进一步提高。
- **抢占新能源市场份额，保障长期稳定发展：**2009年公司计划抓紧核电市场开拓，加快核电站设备生产线的安装调试，为核电生产创造条件，力争有更大突破；加快天津、杭州、德阳风电生产能力建设，保证公司在风电行业的领先地位。此外继续提高水电及环保产品的市场占有率。公司将依靠水电、风电、核电等可再生能源的订单增长来弥补火电订单的减少，力争2009年市场订单总量稳中有升。
- **毛利率仍有小幅下降趋势。**公司主营业务综合毛利率由19.12%减少到16.01%，主要原因为目前大功率高参数的超临界火电机组、巨型水电机组、百万等级核电站设备以及风电机组已经成为东方电气的主导产品，这些产品的毛利率比公司原有的60万千瓦火电机组产品低，导致公司综合毛利率下降。未来随着上述产品销售占比的增大，公司毛利率仍有小幅下降的可能。
- **投资评级：**预计2009、2010、2011年每股收益为1.97、2.15和2.36元。按09年20倍市盈率计算，估值区间为35-43元，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	24887	27948	29336	31596	35068
同比增长	8%	12%	5%	8%	11%
营业利润(百万元)	2425	1542	2179	2411	2737
同比增长	-2%	-36%	41%	11%	14%
净利润(百万元)	1990	176	1737	1901	2082
同比增长	-4%	-91%	887%	9%	10%
每股收益(元)	2.44	0.20	1.97	2.15	2.36
PE	14.4	175.9	17.8	16.3	14.9
PB	9.5	13.8	7.9	5.4	4.0

资料来源：招商证券

表 1: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	24098.9	27948.1	29335.5	31595.9	35067.9
水轮发电机	2648.3	2597.0	2524.4	2524.4	2549.7
汽轮发电机	2595.5	2623.0	2491.9	2442.0	2197.8
电站锅炉	10690.4	12124.0	11517.8	11172.3	10055.0
环保设备	538.1	591.9	621.5	652.5	685.2
电站汽轮机	6330.6	5567.0	5187.6	5083.8	4575.5
风电机组	551.7	2617.0	5072.8	7609.2	12682.0
其他	744.3	1828.2	1919.6	2111.6	2322.7
收入增长率	413%	16%	5%	8%	11%
水轮发电机	30.2%	-1.9%	-2.8%	0.0%	1.0%
汽轮发电机	14.7%	1.1%	-5.0%	-2.0%	-10.0%
电站锅炉	-	13.4%	-5.0%	-3.0%	-10.0%
环保设备	-	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
电站汽轮机	-	-12.1%	-6.8%	-2.0%	-10.0%
风电机组	-	374.4%	93.8%	50.0%	66.7%
其他	107.9%	145.6%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	19.1%	16.3%	16.1%	16.2%	15.9%
水轮发电机	9.1%	9.6%	9.6%	9.7%	9.7%
汽轮发电机	38.0%	20.0%	19.0%	19.0%	19.0%
电站锅炉	16.4%	16.0%	15.8%	16.1%	16.1%
环保设备	-6.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
电站汽轮机	24.5%	20.9%	20.5%	20.0%	20.0%
风电机组	8.2%	11.5%	14.0%	15.0%	15.0%
其他	9.8%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%

数据来源: 招商证券

表 2: 季度财务数据回顾

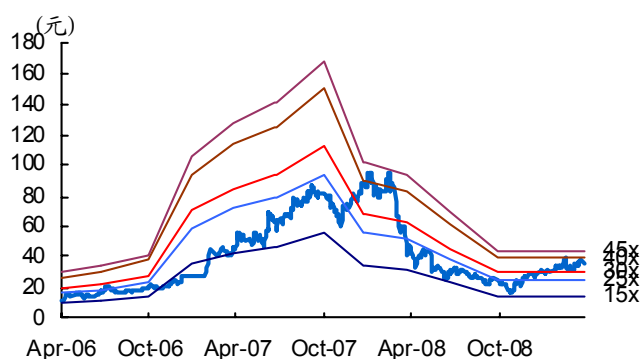
(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	1300	1424	1757	20406	5958	6112	7053	8825
营业毛利	332	358	521	3587	1011	873	1192	1482
营业费用	7	26	10	343	73	127	141	124
管理费用	79	85	110	1385	303	312	464	604
财务费用	(11)	(3)	(15)	(17)	29	66	61	26
投资收益	0	2	(6)	(20)	(3)	(5)	(7)	6
营业利润	239	247	375	1564	491	334	316	401
归属母公司净利润	213	224	328	1225	425	18	317	(584)
EPS (元)	0.26	0.27	0.40	1.50	0.48	0.02	0.36	(0.66)
主要比率								
毛利率	25.5%	25.1%	29.6%	17.6%	17.0%	14.3%	16.9%	16.8%
营业费用率	6.1%	6.0%	6.3%	6.8%	5.1%	5.1%	6.6%	6.8%
管理费用率	6.1%	6.0%	6.3%	6.8%	5.1%	5.1%	6.6%	6.8%
营业利润率	18.4%	17.4%	21.4%	7.7%	8.2%	5.5%	4.5%	4.5%
有效税率	14.2%	12.3%	14.7%	11.9%	15.4%	53.9%	3.2%	30.9%
净利率	16.4%	15.7%	18.7%	6.0%	7.1%	0.3%	4.5%	-6.6%
YoY								
收入	55%	18%	34%	4%	358%	329%	301%	-57%
归属母公司净利润	70%	-12%	39%	-14%	99%	-92%	-4%	-148%

数据来源: 招商证券

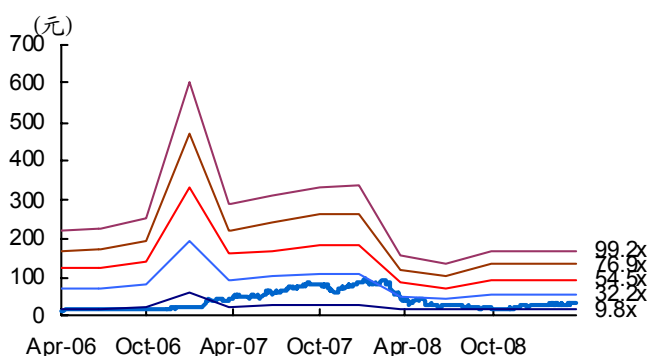
表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	24887	27948	29336	31596	35068
营业成本	20089	23390	24626	26490	29483
营业税金及附加	58	59	59	63	70
营业费用	385	464	488	512	538
管理费用	1659	1684	1818	1964	2121
财务费用	(45)	183	164	156	119
资产减值损失	293	618	0	0	0
公允价值变动收益	1	(1)	0	0	0
投资收益	(24)	(9)	(2)	0	1
营业利润	2425	1542	2179	2411	2737
营业外收入	89	518	100	80	50
营业外支出	23	1986	20	20	20
利润总额	2490	73	2259	2471	2767
所得税	314	(137)	181	198	277
净利润	2176	211	2078	2273	2491
少数股东损益	187	35	341	373	408
归属于母公司净利润	1990	176	1737	1901	2082
EPS (元)	2.44	0.20	1.97	2.15	2.36

资料来源: 招商证券

图 1: 东方电气历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 东方电气历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《东方电机 - 整合集团业务, 打造中国 GE》 9/17/2007
- 2、《东方电机 - 海外市场与风电业务迅速崛起》 10/25/2007
- 3、《东方电机-在手订单超预期增长, 风电、核电优势明显》 11/27/2007
- 4、《东方电气 (600875) - 地震损失小于市场预期, 订单充足有助于快速恢复》 7/18/2008
- 5、《东方电气 (600875) - 订单增长和政府扶持保障公司度过困难时期》 8/25/2008
- 6、《东方电气 (600875) - 在手订单充足, 毛利率略有回升》 10/31/2008
- 7、《东方电气 (600875) - 公司产能快速恢复, 订单结构更加均衡》 2/13/2009

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	32540	51165	50039	53567	62948
现金	5020	11449	11736	13163	18939
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	755	143	117	126	123
应收款项	7776	9297	8732	9120	10122
其它应收款	176	147	147	158	140
存货	13526	21498	21919	23317	25368
其他	5286	8629	7388	7682	8255
非流动资产	3839	5294	5458	5705	6014
长期股权投资	351	320	320	320	320
固定资产	2507	2484	2951	3255	3606
无形资产	348	519	467	420	378
其他	632	1972	1720	1710	1710
资产总计	36378	56459	55497	59272	68962
流动负债	29682	49130	47397	49875	57994
短期借款	393	204	280	280	280
应付账款	3426	7481	7141	7152	7961
预收账款	21700	34829	33491	35497	41277
其他	4164	6616	6484	6946	8477
长期负债	2828	4896	3658	2757	1920
长期借款	6	2	1	(0)	(1)
其他	2822	4894	3657	2757	1922
负债合计	32510	54026	51055	52632	59915
股本	817	882	882	882	882
资本公积金	0	1232	1232	1232	1232
留存收益	2191	130	1798	3623	5622
少数股东权益	861	189	530	903	1311
母公司所有者权益	3008	2245	3913	5737	7736
负债及权益合计	36378	56459	55497	59271	68962

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(462)	7003	3608	3360	7714
净利润		176	1737	1901	2082
折旧摊销		0	487	543	591
财务费用		0	164	156	119
投资收益		0	2	0	(1)
营运资金变动		0	723	321	4382
其它		8027	495	441	540
投资活动现金流	(1862)	(3175)	(900)	(800)	(900)
资本支出		0	(900)	(800)	(900)
其他投资		(3175)	(0)	0	0
筹资活动现金流	226	1488	(2422)	(1133)	(1038)
借款变动		0	(960)	(1)	(1)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(69)	(76)	(83)
其他		1488	(1392)	(1056)	(954)
现金净增加额	(2099)	5315	286	1427	5776

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	24887	27948	29336	31596	35068
营业成本	20089	23390	24626	26490	29483
营业税金及附加	58	59	59	63	70
营业费用	385	464	488	512	538
管理费用	1659	1684	1818	1964	2121
财务费用	(45)	183	164	156	119
资产减值损失	293	618	0	0	0
公允价值变动收益	1	(1)	0	0	0
投资收益	(24)	(9)	(2)	0	1
营业利润	2425	1542	2179	2411	2737
营业外收入	89	518	100	80	50
营业外支出	23	1986	20	20	20
利润总额	2490	73	2259	2471	2767
所得税	314	(137)	181	198	277
净利润	2176	211	2078	2273	2491
少数股东损益	187	35	341	373	408
母公司所有者净利润	1990	176	1737	1901	2082
EPS (元)	2.44	0.20	1.97	2.15	2.36

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	8%	12%	5%	8%	11%
营业利润	-2%	-36%	41%	11%	14%
净利润	-4%	-91%	887%	9%	10%
获利能力					
毛利率	19.3%	16.3%	16.1%	16.2%	15.9%
净利率	8.0%	0.6%	5.9%	6.0%	5.9%
ROE	66.2%	7.8%	44.4%	33.1%	26.9%
ROIC	48.7%	134.8%	45.6%	34.1%	27.6%
偿债能力					
资产负债率	89.4%	95.7%	92.0%	88.8%	86.9%
净负债比率	1.1%	2.2%	0.5%	0.5%	0.4%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.7	1.3	1.1	1.2	1.2
应收帐款周转率	3.8	3.3	3.3	3.5	3.6
应付帐款周转率	6.4	4.3	3.4	3.7	3.9
每股资料(元)					
每股收益	2.44	0.20	1.97	2.15	2.36
每股经营现金	-0.57	7.94	4.09	3.81	8.75
每股净资产	3.68	2.54	4.44	6.50	8.77
每股股利	0.24	0.02	0.08	0.09	0.09
估值比率					
PE	14.4	175.9	17.8	16.3	14.9
PB	9.5	13.8	7.9	5.4	4.0
EV/EBITDA	11.7	15.3	11.5	10.5	9.4

分析师简介

王鹏：工学学士，MBA，6 年证券从业经验，现为招商证券电力设备行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。