



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 28 日

电气设备

研究部

陈华, CFA

分析员

chenhua@cicc.com.cn

李捷

联系人

lijie@cicc.com.cn

推荐

东方电气(600875.CH)

业绩符合预期, 继续结构调整

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	24,887	27,948	31,099	33,764	36,026
(+/-)	8%	12%	11%	9%	7%
主营业务利润	4,740	4,499	4,704	5,417	6,086
(+/-)	7%	-5%	5%	15%	12%
净利润	1,990	176	1,613	2,267	2,708
(+/-)	-12%	-91%	816%	41%	19%
每股盈利 (元)	2.26	0.20	1.83	2.57	3.07
(+/-)	-12%	-91%	816%	41%	19%
市盈率	19.4	219.0	23.9	17.0	14.2
市净率	12.8	17.2	10.0	6.3	4.4
净资产收益率	66.2%	7.8%	41.8%	37.0%	30.7%
每股经营现金流	(0.52)	7.94	(2.56)	(1.55)	1.57

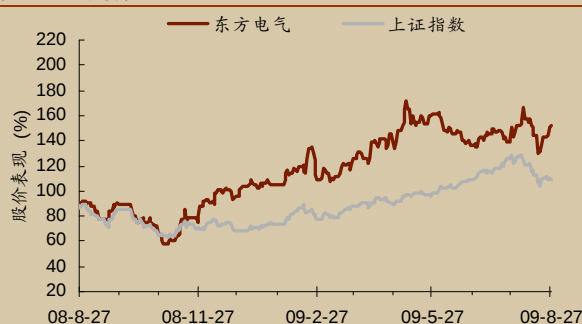
股票信息

H股		A股
1072.HK	股票代码	600875.CH
港币39.8	当前股价	人民币43.7
港币46.6	目标价	人民币63.3
2.3	日成交量(百万股)	7.7
港币45/9.97	52周最高/最低价	人民币49.69/16.438
港币6766	市值(百万元)	人民币31114
170	发行股数(百万股)	712
170	其中:流通股(百万股)	475
东方电气集团(50.12%)	主要股东(持股比例)	东方电气集团(50.12%)

最近估值走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[600875.CH]	+11.62	+7.48	-5.68	+46.60
[SHASHR Index]	+1.18	-14.26	+11.89	+61.74
[Sector Index]	+11.25	-3.92	-5.01	+57.18

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

10/2009 09 年三季度业绩

上半年每股收益 0.78 元, 符合预期:

每股收益同比增长 55%。剔除去年同期地震计提营业外支出的影响, 营业利润同比增长 4%。由传统能源向新能源设备制造商的结构调整继续进行, 这是中报最大看点。

正面:

- 从订单看结构调整: 上半年新增订单中核电风电合计份额由去年全年的 39% 上升至上半年的 61%。
- 从收入看结构调整: 风电收入占比由去年全年的 9% 上升至上半年的 21%。确认风电收入和台数 (406 台) 已接近金风兆瓦机型的水平。
- 毛利率环比提升: 受益于去年钢价的回落, 火电设备毛利率由 1 季度的 15.5% 上升至上半年的 17.5%。风电设备毛利率略有提升, 由 1 季度的 13.8% 上升至上半年的 14.2%, 相比金风兆瓦机型的 22.8% 仍有大幅提升的潜力。

负面:

- 核电核岛主设备盈利能力仍未改善。参股公司东方广重报告期仍确认亏损, 与去年同期相当。

发展趋势:

随着用电量增速攀升, 7 月火电设备利用小时数同比首次持平, 预计火电设备交货情况继续改善, 下半年火电设备收入不会低于上半年。去年下半年钢价回落效果继续显现, 但由于外包比例和大功率机组比例上升, 下半年火电设备毛利率环比轻微下降。下半年风机交货台数很可能超预期, 毛利率继续上升。

盈利预测调整:

维持当前预期, 预计公司 2009-11 年 EPS 分别为 1.83、2.57 和 3.07 元。

估值与建议:

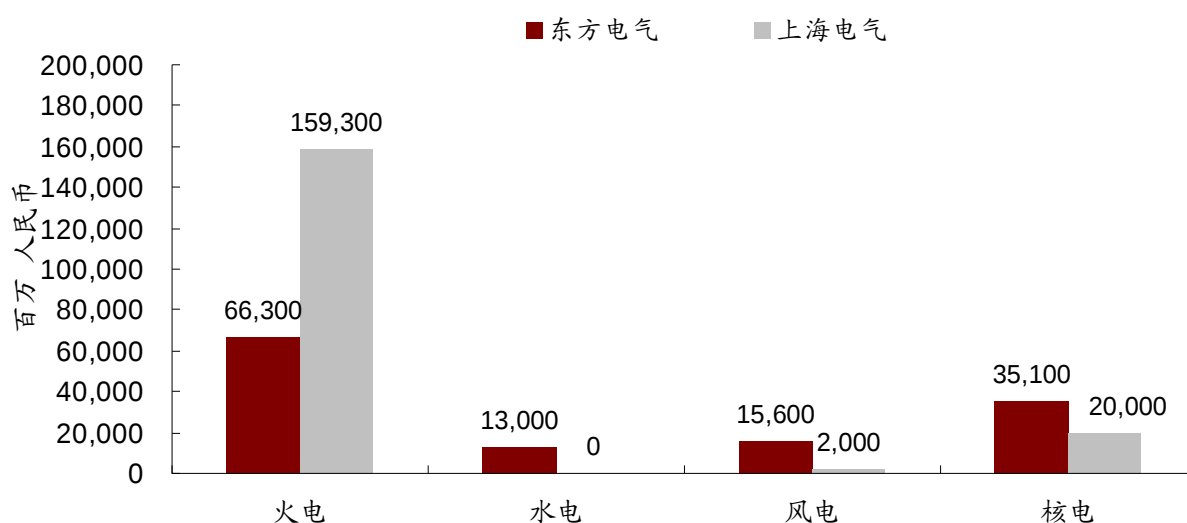
短期看好宏观经济转暖对公司火电设备业务的提振, 中长期看好东方作为三大动力中新能源转型力度最大的领先者角色。我们依然将东方电气作为电力设备板块的首选品种之一, 维持 A 股推荐和 H 股审慎推荐的投资评级。

图表 1：上半年业绩比较

(人民币 百万元)	季度数据					半年度数据			中金点评
	1Q08	2Q08	1Q09	2Q09	YoY	1H08	1H09	YoY	
主营业务收入	5,958	6,112	7,219	7,955	30%	12,070	15,174	26%	风电收入同比增长133%
其中：火电设备						9,042	9,621	6%	
水电设备						1,128	1,281	13%	
风电设备						1,397	3,260	133%	
主营业务成本	-4,947	-5,239	-6,142	-6,703	28%	-10,185	-12,845	26%	
主营业务税金及附加	-10	-13	-5	-10	-28%	-23	-15	-35%	
主营业务利润	1,002	860	1,072	1,243	45%	1,862	2,314	24%	
营业费用	-73	-127	-154	-195	54%	-200	-348	74%	风电质保金计提增加
管理费用	-303	-312	-354	-448	43%	-616	-802	30%	
财务费用	-29	-66	-62	-22	-67%	-95	-84	-11%	对控股股东的长期应付款减少
资产减值损失	-103	-15	-97	-138	790%	-118	-234	99%	存货减值准备和坏帐准备增加
期间费用小计	-508	-521	-667	-802	54%	-1,029	-1,469	43%	
营业利润	491	334	394	460	38%	825	854	4%	
投资收益	-3	-5	-11	19	509%	-8	8	208%	
营业外收入	15	30	12	14	-52%	45	27	-41%	
营业外支出	-1	-319	-31	-35	-89%	-320	-65	-80%	去年同期地震损失
利润总额	505	45	376	439	885%	549	815	48%	
所得税	-78	-24	-54	-69	187%	-102	-123	21%	
少数股东损益	-2		-4	-2	n.a	-5	-6	16%	
净利润	425	21	319	368	1692%	443	687	55%	
每股收益	0.48	0.02	0.36	0.42	1692%	0.50	0.78	55%	
财务指标									
毛利率	17.0%	14.3%	14.9%	15.7%	1.5%	15.6%	15.3%	-0.3%	2季度火电风电毛利率环比提升
其中：火电设备						16.5%	17.5%	0.9%	
水电设备						11.2%	11.0%	-0.2%	
风电设备						14.7%	14.2%	-0.5%	
期间费用率	8.5%	8.5%	9.2%	10.1%	1.6%	8.5%	9.7%	1.2%	
营业利润率	8.2%	5.5%	5.5%	5.8%	0.3%	6.8%	5.6%	-1.2%	
有效税率	15.4%	53.9%	14.3%	15.7%	-38.2%	18.5%	15.0%	-3.5%	
净利润率	7.1%	0.3%	4.4%	4.6%	4.3%	3.7%	4.5%	0.9%	
总资产负债率	96.3%	97.2%	95.3%	95.1%	-2.1%				
净资产负债率	16.6%	-331.8%	-227.8%	-277.6%	54.2%				

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：东方电气领先新能源转型（1H09 在手订单比较）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及其主要假设

(人民币 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入					
火电	19,620	20,314	18,283	16,454	14,809
水电	2,648	2,597	2,337	2,104	1,998
风电	552	2,617	6,979	10,206	12,719
核电	-	-	1,500	3,000	4,500
其他	2,066	2,420	2,000	2,000	2,000
合计	24,887	27,948	31,099	33,764	36,026
主营业务收入增长率					
火电	6%	4%	-10%	-10%	-10%
水电	22%	-2%	-10%	-10%	-5%
风电		374%	167%	46%	25%
核电				100%	50%
其他	-12%	17%	-17%	0%	0%
合计	8%	12%	11%	9%	7%
产量(兆瓦)					
火电	25,955	26,230	23,607	21,246	19,122
水电	5,191	6,605	5,945	5,350	5,083
风电产量		1,200			
风电产量(台)		800			
风电销量		450	1,200	1,950	2,700
风电销量(台)		300	800	1,300	1,800
核电(台)			1	2	3
合计	31,146	33,285	30,752	28,546	26,904
综合毛利率					
火电	21.9%	17.9%	16.9%	18.5%	20.3%
水电	9.1%	9.6%	12.0%	12.0%	12.0%
风电	8.2%	11.5%	15.0%	16.0%	16.0%
核电			10.0%	12.0%	15.0%
其他	10.9%	15.7%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	19.3%	16.3%	15.3%	16.3%	17.1%
主营业务利润					
火电	4,287	3,627	3,092	3,043	3,011
水电	241	250	280	252	240
风电	45	300	1,047	1,633	2,035
核电			150	360	675
其他	224	381	200	200	200
合计	4,798	4,558	4,769	5,488	6,161
主营业务利润增长					
火电	13%	-15%	-15%	-2%	-1%
水电	-32%	4%	12%	-10%	-5%
风电		566%	249%	56%	25%
核电				140%	88%
其他	-28%	70%	-48%	0%	0%
合计	8%	-5%	5%	15%	12%
收入占比					
火电	79%	73%	59%	49%	41%
水电	11%	9%	8%	6%	6%
风电	2%	9%	22%	30%	35%
核电	0%	0%	5%	9%	12%
其他	8%	9%	6%	6%	6%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
主营业务利润占比					
火电	89%	80%	65%	55%	49%
水电	5%	5%	6%	5%	4%
风电	1%	7%	22%	30%	33%
核电	0%	0%	3%	7%	11%
其他	5%	8%	4%	4%	3%
合计	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 4：历史和预测财务指标

损益表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入净额	24,887	27,948	31,099	33,764	36,026
主营业务利润	4,740	4,499	4,704	5,417	6,086
营业费用	385	464	622	675	721
管理费用	1,659	1,684	1,835	1,688	1,801
财务费用	-45	182	50	87	78
营业利润	2,425	1,542	1,897	2,667	3,186
税前利润	2,490	73	1,897	2,667	3,186
所得税	314	-137	285	400	478
净利润	1,990	176	1,613	2,267	2,708
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	-462	7,003	-2,257	-1,368	1,380
投资活动现金流净额	-1,862	-1,975	-2,218	-2,015	-1,000
融资活动现金流净额	226	1,488	-1,049	-1,086	-1,076
货币资金增加额	-2,099	6,487	-5,524	-4,468	-696
资产负债表（百万元）					
货币资金	5,020	11,449	5,926	1,457	762
应收款项	8,531	9,441	10,771	11,695	12,478
存货	13,526	21,498	24,200	25,989	27,450
流动资产	32,540	51,165	50,773	49,748	51,893
长期投资	387	354	354	354	354
固定资产	2,819	3,701	5,361	7,009	7,645
无形资产和其他资产	348	519	519	519	519
短期借款	393	204	204	204	204
应付款项	5,018	9,708	10,929	11,736	12,396
预收帐款	21,700	34,829	34,081	32,377	32,571
一年内到期的长期负债	483	1,036	1,036	1,036	1,036
流动负债	29,682	49,130	50,003	49,373	50,444
长期负债	2,783	4,866	3,663	2,663	1,665
少数股东权益	861	189	189	189	190
股东权益	3,008	2,245	3,857	6,125	8,833
总资产	36,378	56,459	57,728	58,350	61,131
财务指标					
主营业务利润率	19.3%	16.3%	15.3%	16.3%	17.1%
营业利润率	9.7%	5.5%	6.1%	7.9%	8.8%
净利润率	8.0%	0.6%	5.2%	6.7%	7.5%
净资产收益率	66.2%	7.8%	41.8%	37.0%	30.7%
总资产收益率	5.5%	0.3%	2.8%	3.9%	4.4%
总资产负债率	89.4%	95.7%	93.0%	89.2%	85.2%
净资产负债率	-76.2%	-293.2%	-53.3%	23.1%	12.6%
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转期	114.0	121.4	121.4	121.4	121.4
存货周转期	245.8	335.5	335.5	335.5	335.5

资料来源：公司数据、中金公司研究部

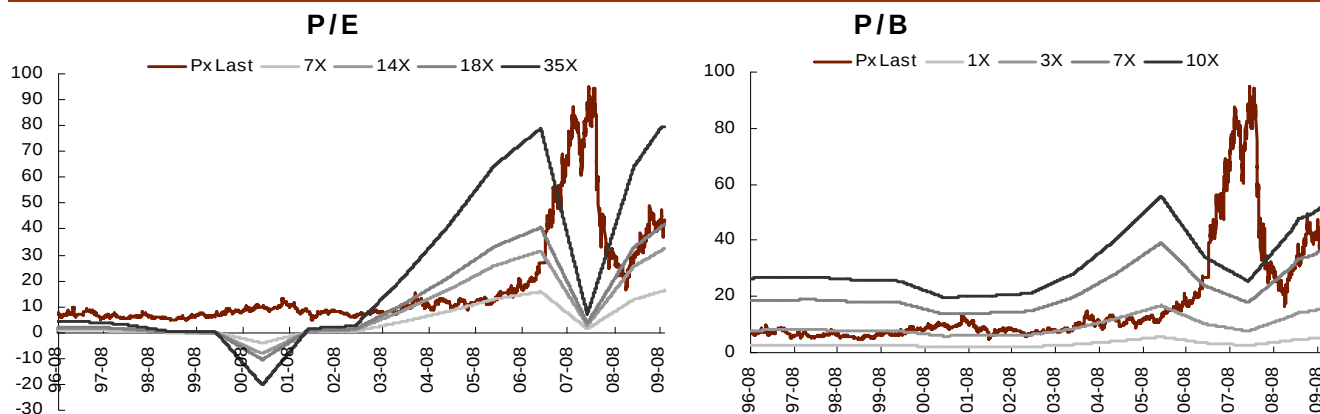
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 5: 可比公司估值

公司	代码	评级	货币	股价	总市值	每股盈利			PE			PB		
					百万人民币	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
火电设备														
A股														
东方电气	600875.CH	推荐	CNY	43.70	31,114	0.20	1.83	2.57	219.0	23.9	17.0	17.2	10.0	6.3
上海电气	601727.CH	中性	CNY	9.66	92,106	0.21	0.20	0.23	46.1	47.6	42.8	5.7	5.1	4.5
H股														
东方电气	1072.HK	审慎推荐	HKD	39.80	5,964	0.20	1.83	2.57	175.8	19.2	13.6	13.8	8.0	5.1
上海电气	2727.HK	中性	HKD	3.76	9,853	0.21	0.20	0.23	15.8	16.3	14.7	1.9	1.7	1.6
哈动力	1133.HK	中性	HKD	8.06	9,781	0.76	0.63	0.67	9.4	11.3	10.7	1.2	1.1	1.0
欧洲														
阿尔斯通	ALO.FP	无评级	EUR	49.33	138,680	37.67	41.66	37.67	12.7	11.5	12.7	5.0	13.9	5.0
西门子	SIE.GR	无评级	EUR	60.36	537,161	62.40	47.26	62.40	9.4	12.4	9.4	2.1	11.2	2.0
美国														
通用电气	GE.N	无评级	USD	14.11	1,024,407	11.75	6.65	11.75	8.2	14.5	8.2	1.4	11.7	1.3
日本														
三菱	7011.T	无评级	JPY	392.00	96,412	0.53	0.26	0.53	54.3	112.1	54.3	1.1	29.5	1.1
中值									15.8	16.3	13.6	2.1	10.0	2.0
输配电设备														
A股														
置信电气	600517.CH	推荐	CNY	17.07	10,561	0.34	0.56	0.86	49.9	30.4	19.8	11.2	8.9	6.6
特变电工	600089.CH	推荐	CNY	20.04	36,019	0.54	0.85	0.99	37.4	23.6	20.2	6.9	5.6	4.6
平高电气	600312.CH	审慎推荐	CNY	17.01	10,436	0.34	0.46	0.56	50.3	37.0	30.2	7.0	6.0	5.0
国电南瑞	600406.CH	中性	CNY	34.56	8,815	0.49	0.60	0.68	70.3	57.9	50.5	9.0	8.0	7.1
宝胜股份	600973.CH	中性	CNY	16.60	2,590	0.03	0.50	0.56	506.3	33.1	29.8	3.5	3.1	2.9
思源电气	002028.CH	无评级	CNY	21.22	9,330	0.79	0.92	1.14	26.9	23.0	18.6	4.3	2.9	2.5
许继电气	000400.CH	无评级	CNY	21.56	8,156	0.10	0.48	0.63	213.5	45.0	34.5	3.8	3.4	3.1
欧洲														
ABB	ABB.N.VX	无评级	CHF	20.52	304,594	9.29	7.64	9.29	14.1	17.2	14.1	4.0	16.9	3.4
施奈德	SU.FP	无评级	EUR	64.90	165,482	68.34	38.85	68.34	9.2	16.3	9.2	1.4	11.5	1.5
耐克森	NEX.FP	无评级	EUR	51.72	14,065	30.76	18.91	30.76	16.4	26.6	16.4	0.9	12.4	0.9
中值									43.7	28.5	20.0	4.2	7.0	3.3

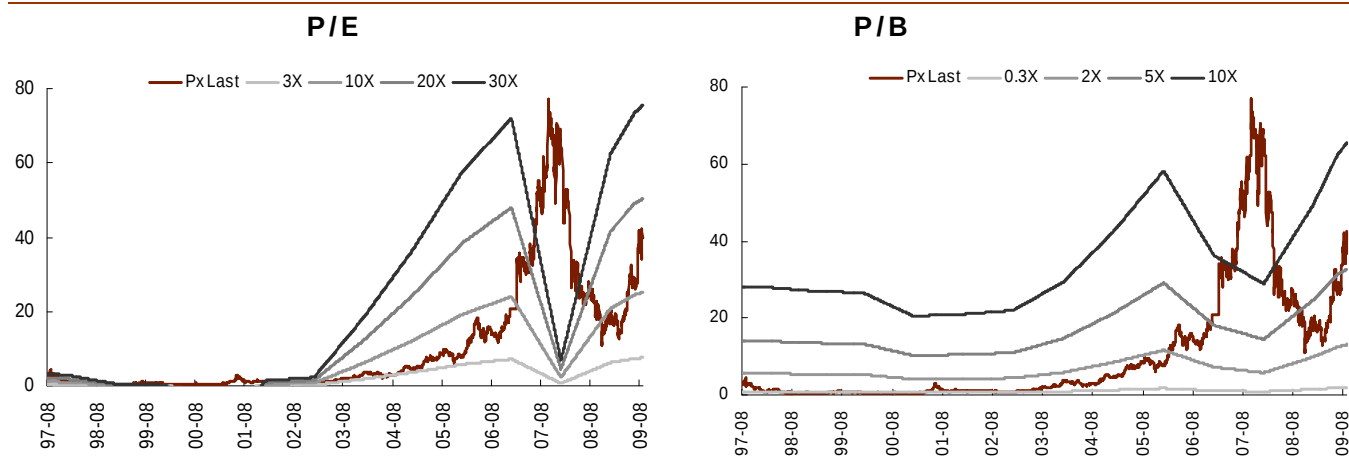
资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: A 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 7: H 股历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。