

业绩符合预期，风电业绩贡献加快

2009 年年报点评

报告关键点:

- 业绩符合预期，分配方案每10 股转增10 股
- 风电毛利率大幅上升，2010年预计贡献100亿元收入
- 暂时不调整盈利预测，2010-2011年EPS分别为2.24元、2.80元，维持目标价位60元，上调至“买入-A”投资评级

报告摘要:

- 东方电气发布2009年年报，实现收入332亿元，同比增长16.58%；实现归属于母公司净利润15.7亿元，同比增长930.36%；每股收益1.57元/股，符合我们预期。分配方案为每10 股派现金红利1.6 元，以资本公积金每10 股转增10 股。
- 产量超计划：**全年产量2903.38万千瓦，高于年初计划2800万千瓦，4季度产量822.18万千瓦，为年内最高季度。其中水轮发电机组33 台/494.95 万千瓦、汽轮发电机45 台/2228 万千瓦、风电1203 台/180.43 万千瓦、电站锅炉49 台/2215.1 万千瓦、电站汽轮机67 台/2716.75 万千瓦。公司计划2010年完工发电设备产量总计3010 万千瓦。
- 毛利率延续3季度上升的趋势：**火电毛利率19.49%，同比增长1.63个百分点；水电毛利率10.61%，同比增长0.99 个百分点；风电毛利率17.50%，同比上升6.02 个百分点，规模效应得到体现，国产化率提高成本降低；核电毛利率-0.52%，是核电项目尚未达批量化产出，且有些关键部套件依靠进口，采购成本过高，致使核电产品出现亏损。综合毛利率同比上升1.12个百分点。
- 在手订单1300亿元：**全年新增订货568 亿元，其中国际合同约21 亿美元。新增订单中，火电263亿元、核电145亿元、风电83亿元、水电29亿元、其它48亿元。截止2009 年末，公司在手订单达1300 亿元人民币，其中：火电676亿元，水电104亿元，风电91亿元，核电377亿元，其它52亿元；在手订单中，出口项目占15%。
- 未确认收入风机台数进一步增加：**1-12月风机生产1203台，确认收入约768台，三季度确认收入约160台，由于公司风机要挂网运行240小时才能确认收入，已发货但未确认收入风机台数约1053台。我们预计2010年公司风电收入约100亿元，实现大幅度增长。
- 核电收入未来将快速增长：**受益核电发展，2009年核电收入21.34亿元，2010年超30亿元，2011年将达到100亿元。
- 盈利预测与投资评级：**我们暂时不调整公司盈利预测，2010-2011年EPS分别为2.24元、2.80元，维持目标价位60元，上调至“买入-A”投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	24,886.8	27,948.1	32,519.9	34,444.0	39,484.0
Growth(%)	7.8%	12.3%	16.4%	5.9%	14.6%
净利润	1,989.9	176.0	1,536.7	2,242.5	2,804.5
Growth(%)	-3.9%	-91.2%	773.1%	45.9%	25.1%
毛利率(%)	19.3%	16.3%	15.6%	16.5%	17.3%
净利润率(%)	8.0%	0.6%	4.7%	6.5%	7.1%
每股收益(元)	2.26	0.20	1.53	2.24	2.80
每股净资产(元)	4.39	2.76	8.67	10.48	12.75
市盈率	20.6	233.4	30.4	20.8	16.6
市净率	10.6	16.9	5.4	4.4	3.7
净资产收益率(%)	56.3%	8.7%	17.9%	21.6%	22.2%
ROIC(%)	-259.5%	-127.7%	-20.1%	-21.2%	-15.4%
EV/EBITDA	12.4	14.4	11.8	6.2	1.8
股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%

评级:
买入-A

上次评级: 买入-B

目标价格:
60.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 60.00 元

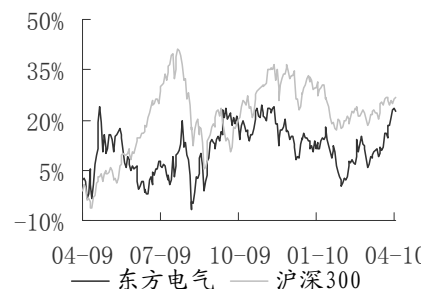
现价: 48.63 元

报告日期:
2010-04-16

市场数据

总市值(百万元)	48,723.86
流通市值(百万元)	23,110.03
总股本(百万股)	1,001.93
流通股本(百万股)	475.22
12 个月最高/最低	36.80/51.10 元
十大流通股股东(%)	65.82%
股东户数	50,488

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.30	10.14	(4.24)
绝对收益	14.53	7.87	22.43

研究员

黄守宏
高级行业分析师

010-66581627

huangsh@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210030003

前期研究成果

东方电气：收购东方重机股权提高核电装备制造能力

2009-11-16

东方电气：三季度产量回归正常，地震善后支出超预期

2009-10-30

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-10-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	24,886.8	27,948.1	32,519.9	34,444.0	39,484.0	成长性					
减: 营业成本	20,088.7	23,389.9	27,431.1	28,753.3	32,655.9	营业收入增长率	7.8%	12.3%	16.4%	5.9%	14.6%
营业税费	58.2	58.6	74.8	79.2	90.8	营业利润增长率	-2.4%	-36.4%	31.0%	27.9%	25.8%
销售费用	385.2	464.4	733.1	829.5	967.6	净利润增长率	-3.9%	-91.2%	773.1%	45.9%	25.1%
管理费用	1,659.1	1,683.6	1,951.2	2,066.6	2,369.0	EBITDA 增长率	5.3%	-23.6%	9.4%	28.6%	19.9%
财务费用	-45.3	182.5	80.5	-43.3	-133.5	EBIT 增长率	1.3%	-27.5%	21.8%	20.9%	22.7%
资产减值损失	293.1	617.9	278.9	174.7	282.3	NOPLAT 增长率	0.4%	-81.6%	312.2%	37.5%	22.0%
加: 公允价值变动收益	0.8	-0.7	-	-	-	投资资本增长率	-62.5%	2513.7%	30.8%	67.9%	57.0%
投资和汇兑收益	-24.0	-8.6	50.0	-	-	净资产增长率	-36.4%	-37.1%	256.9%	20.9%	21.6%
营业利润	2,424.6	1,541.7	2,020.2	2,584.0	3,251.9	利润率					
加: 营业外净收支	65.4	-1,468.5	-210.0	65.0	65.0	毛利率	19.3%	16.3%	15.6%	16.5%	17.3%
利润总额	2,489.9	73.3	1,810.2	2,649.0	3,316.9	营业利润率	9.7%	5.5%	6.2%	7.5%	8.2%
减: 所得税	313.5	-137.3	258.0	383.9	484.0	净利率	8.0%	0.6%	4.7%	6.5%	7.1%
净利润	1,989.9	176.0	1,536.7	2,242.5	2,804.5	EBITDA/营业收入	11.2%	7.6%	7.2%	8.7%	9.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	9.6%	6.2%	6.5%	7.4%	7.9%
货币资金	5,020.3	11,449.4	22,944.7	32,267.4	45,211.8	运营效率					
交易性金融资产	0.9	0.2	-	-	-	固定资产周转天数	34	32	39	64	69
应收帐款	7,951.9	9,444.1	11,291.1	12,028.9	13,803.2	流动营业资本周转天数	-32	-61	-104	-155	-207
应收票据	755.3	143.4	213.8	226.5	259.6	流动资产周转天数	439	539	684	839	908
预付帐款	5,285.6	8,615.7	12,730.4	17,043.4	21,941.7	应收帐款周转天数	102	122	126	134	129
存货	13,525.9	21,498.3	25,296.8	26,382.2	29,962.9	存货周转天数	173	228	262	274	261
其他流动资产	-	13.7	13.7	13.7	13.7	总资产周转天数	490	598	756	929	996
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-8	-54	-103	-147	-207
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	351.5	319.9	338.0	338.0	338.0	ROE	56.3%	8.7%	17.9%	21.6%	22.2%
投资性房地产	35.7	34.0	34.0	34.0	34.0	ROA	6.0%	0.4%	1.9%	2.3%	2.3%
固定资产	2,506.6	2,484.1	4,511.7	7,676.7	7,515.6	ROIC	-259.5%	-127.7%	-20.1%	-21.2%	-15.4%
在建工程	311.9	1,216.6	1,486.5	398.5	419.1	费用率					
无形资产	348.5	518.8	515.6	512.5	509.4	销售费用率	1.5%	1.7%	2.3%	2.4%	2.5%
其他非流动资产	284.5	720.9	729.1	729.1	729.1	管理费用率	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	36,378.4	56,459.2	80,105.4	97,650.8	120,738.1	财务费用率	-0.2%	0.7%	0.2%	-0.1%	-0.3%
短期债务	392.5	204.2	400.0	600.0	800.0	三费/营业收入	8.0%	8.3%	8.5%	8.3%	8.1%
应付帐款	4,773.6	10,396.6	12,024.6	12,604.2	14,314.9	偿债能力					
应付票据	1,591.5	2,227.2	2,630.4	2,757.2	3,131.4	资产负债率	89.4%	95.7%	89.2%	89.2%	89.4%
其他流动负债	22,420.9	35,105.5	48,496.5	62,274.1	78,067.8	负债权益比	840.5%	2220.0%	822.3%	829.8%	845.2%
长期借款	5.8	2.3	2.3	2.3	2.3	流动比率	1.10	1.04	1.13	1.11	1.14
其他非流动负债	2,822.0	4,893.7	7,169.3	8,131.3	10,651.3	速动比率	0.63	0.60	0.73	0.77	0.83
负债总额	32,510.3	54,025.6	71,419.6	87,148.4	107,963.7	利息保障倍数	-52.47	9.45	26.10	-58.66	-23.36
少数股东权益	860.6	188.9	204.4	227.1	255.4	分红指标					
股本	817.0	882.0	1,001.9	1,001.9	1,001.9	DPS(元)	0.10	0.22	0.31	0.45	0.56
留存收益	2,190.5	1,370.2	7,479.5	9,273.5	11,517.1	分红比率	4.5%	111.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	3,868.1	2,433.6	8,685.9	10,502.5	12,774.5	股息收益率	0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2,176.4	210.6	1,536.7	2,242.5	2,804.5	EPS(元)	2.26	0.20	1.53	2.24	2.80
加: 折旧和摊销	461.0	436.2	235.1	464.1	483.7	BVPS(元)	4.39	2.76	8.67	10.48	12.75
资产减值准备	107.9	617.9	278.9	174.7	282.3	PE(X)	20.6	233.4	30.4	20.8	16.6
公允价值变动损失	-0.8	0.7	-	-	-	PB(X)	10.6	16.9	5.4	4.4	3.7
财务费用	2.1	22.3	308.0	80.5	-43.3	P/FCF	19.4	5.0	11.2	4.9	3.6
投资收益	24.0	8.6	-50.0	-	-	P/S	1.7	1.5	1.4	1.4	1.2
少数股东损益	186.5	34.6	15.5	22.7	28.3	EV/EBITDA	12.4	14.4	11.8	6.2	1.8
营运资金的变动	-1,351.1	5,827.8	7,678.5	9,207.1	10,046.3	CAGR(%)	1.3%	137.8%	35.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-461.9	7,002.7	9,775.2	12,067.8	13,511.6	PEG	15.4	1.7	0.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,862.4	-1,975.0	-2,489.8	-2,540.0	-340.0	ROIC/WACC	-26.5	-13.0	-2.1	-2.2	-1.6
融资活动产生现金流量	225.5	1,487.8	4,771.9	-205.2	-227.4	REP	4.3	0.3	1.3	0.5	0.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备与新能源行业高级分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16 年电力行业工作经验。2007 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034