

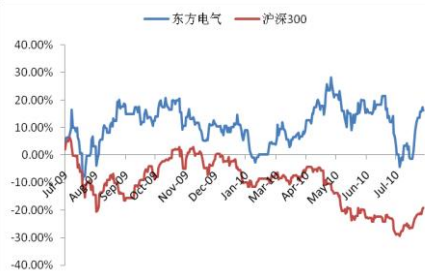
东方电气 (600875) 研究报告

核电业务将出现大幅增长

绿色能源主题

调高评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
东方电气	7.8	-4.5	16.3
沪深 300	11.0	-6.2	-19.1

市场数据 2010-7-29

当前价格 (元)	23.69
52 周价格区间 (元)	19.01-53.52
总市值 (百万)	47471.44
流通市值 (百万)	22516.01
总股本 (万股)	200386.00
流通股 (万股)	95044.35
日均成交额 (百万)	277.40
近一月换手 (%)	23.54

联系人

张晓霞

执业编号: S0350207120532

孙林

电话: 0755-83716909

邮件: sunl@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接

- 发电设备的龙头,火,水,风,核,气电五电并举。目前估值处于行业较低水平,我们保守按 25 倍 P/E 对公司 11 年业绩估值为 34 元,强烈看好。
- 核电是下半年业绩增长点。核电在手订单 400 亿,预计今年实现销售 50 亿,11 年有望达到 100 亿。2010 年将完成常规岛设备 2 台套,1 台压力容器,6 台蒸汽发生器、8 台汽水分离器。海外业务发展迅速,出口业务未来占比达到 15%,由于东方电气在出口业务时间较早,积累了很多出口方面的经验和良好的声誉,未来在越南、印度、沙特等东南亚国家将有一番影响和拓展。
- 风电产能继续增长,销售收入将超过 95 亿元。2009 年公司共生产 1.5 兆瓦风电整机 1203 台,当年确认收入 753 台,实现销售收入 62.7 亿元。2010 年公司将生产风电整机 1800 台左右,预计确认收入 1250 台,可实现销售收入 95.6 亿元,风机毛利率有望保持在 16% 左右。在风机研发方面,公司的 2.5 兆瓦风电样机已经挂网试运行,3 兆瓦风机正处于研制阶段。
- 未来增长可期。公司订单 1300 亿元: 全年新增订货 568 亿元,其中国际合同约 21 亿美元。截止 2009 年末,公司在手订单: 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; 出口项目占 15%,公司首次进入巴西、沙特等国家电力市场。
- 7 月 20 号,国家能源局出台 5 万亿新能源规划正上报国务院审批。新增 5 万亿元用于核电、风电、智能电网、清洁能源与新能源的投入。有风电和核电业务的电力设备龙头东方电气毫无疑问是受益较大的公司。

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	33223	38817	48748	60653
营业利润 (百万元)	1653	2244	3124	4885
净利润 (百万元)	1596	2110	2783	4297
摊薄每股收益 (元)	0.78	1.03	1.37	2.11
摊薄每股净资产 (元)	8.69	10.61	12.94	16.75
加权平均 ROE (%)	18.0%	19.5%	21.1%	25.1%

盈利预测及投资建议

(一) 盈利假设:

1. 火电和水电的增速将出现平稳增长, 核电将在 11-12 年进入建设的快速增长期, 给予 100% 的增速, 风电根据行业的发展给予 30% 的增长。
2. 毛利率按保守的预测逐年下降。
3. 根据盈利假设, 预测 2010-2011 年东方电气的 EPS 为 1.03, 1.37, 2.11 元。

表 1 盈利假设

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入				
火电产品(元)	20,795,119,065.59	21,834,875,018.87	24,018,362,520.76	26,420,198,772.83
风电产品(元)	6,278,951,924.77	8,162,637,502.20	10,611,428,752.86	13,794,857,378.72
水电产品(元)	3,015,992,796.45	3,317,592,076.10	3,649,351,283.70	4,014,286,412.07
核电产品(元)	2,133,808,243.00	4,907,758,958.90	9,815,517,917.80	15,704,828,668.48
其它(元)	530,260,463.76	593,891,719.41	653,280,891.35	718,608,980.49
营收合计	32,754,132,493.57	38,816,755,275.48	48,747,941,366.47	60,652,780,212.59
增长率假设				
火电产品		5%	10%	10%
风电产品		30%	30%	30%
水电产品		10%	10%	10%
核电产品		130%	100%	60%
其它		12%	10%	10%
毛利率假设				
火电产品(%)	19.49	19.5	19	18.5
风电产品(%)	17.5	17.3	17.1	17
水电产品(%)	10.61	11	11.3	11.5
核电产品(%)	-0.52	5	7	11
其它(%)	14.68	14.68	14.68	14.68
营业成本				
火电产品(元)	16,741,804,953.34	17,577,074,390.19	19,454,873,641.81	21,532,461,999.86
风电产品(元)	5,180,336,794.43	6,750,501,214.32	8,796,874,436.12	11,449,731,624.34
水电产品(元)	2,696,033,109.02	2,952,656,947.72	3,236,974,588.65	3,552,643,474.69
核电产品(元)	2,144,889,459.70	4,662,371,010.96	9,128,431,663.55	13,977,297,514.95
其它(元)	452,440,411.57	506,708,415.00	557,379,256.50	613,117,182.15
成本合计	27,215,504,728.06	32,449,311,978.19	41,174,533,586.64	51,125,251,795.98
综合毛利率	16.91%	16.40%	15.54%	15.71%

资料来源: wind 国海证券研究所

(二) 绝对值估值

由 DCF 模型显示，在假定永续增长率为 1%时，公司的合理估值为 40.98 元。

表 2 估值假设

Beta 值	1.20
目标负债率	2.23%
无风险利率	3.60%
资本风险溢价	9.00%
债务成本 (Kd)	7.13%
股权资本成本 (Ke)	10.08%
加权平均资本成本 (WACC)	10.01%
有效所得税率	15.00%
永续增长率	1.00%
合理估值 (元)	40.98

资料来源：国海证券研究所

表 3 敏感性分析

初始股价= 40.98		Growth				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	7.01%	47.43	49.90	52.78	56.19	60.27
	8.01%	43.67	45.56	47.73	50.22	53.13
	9.01%	40.75	42.25	43.93	45.84	48.03
	10.01%	38.41	39.63	40.98	42.50	44.20
	11.01%	36.50	37.51	38.62	39.85	41.22
	12.01%	34.90	35.76	36.69	37.71	38.83
	13.01%	33.55	34.28	35.08	35.94	36.88
	14.01%	32.39	33.03	33.71	34.45	35.25

资料来源：公司公告 国海证券研究所

(三) 投资建议

公司属于电气设备行业，按 PE/G=1 对公司进行估值，给予 P/E25 倍。对于 11 年业绩为 34 元，而绝对值模型估值区间为 36.5~45.8 元，综合考虑，东方电气合理股价为 34 元，给予“买入”的投资建议。

财务报表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	51165	62745	68339	89263	112354
现金	11449	14925	14838	20505	26447
应收账款	9297	9897	11698	14845	18638
其他应收款	147	404	336	424	532
预付账款	8616	7901	10197	12567	15758
存货	21498	28579	30430	39870	49588
其他流动资产	157	1038	839	1051	1392
非流动资产	5294	10286	11633	12125	12379
长期投资	320	238	272	263	265
固定资产	2484	5952	9404	9437	9246
无形资产	519	901	1331	1670	2009
其他非流动资产	1972	3196	626	756	859
资产总计	56459	73031	79972	101388	124733
流动负债	49130	60058	64849	83816	103247
短期借款	204	451	0	252	260
应付账款	7481	10851	10781	14449	17993
其他流动负债	41444	48756	54068	69115	84994
非流动负债	4896	3904	3508	3559	3572
长期借款	2	615	615	615	615
其他非流动负债	4894	3289	2893	2944	2957
负债合计	54026	63961	68357	87374	106819
少数股东权益	189	361	397	448	525
股本	882	1002	2004	2004	2004
资本公积	1232	6105	5103	5103	5103
留存收益	138	1607	3533	5880	9702
归属母公司股东权益	2245	8709	10640	12989	16811
负债和股东权益	56459	73031	79395	100811	124156

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	7003	4663	2265	7938	8329
净利润	211	1596	2122	2799	4300
折旧摊销	436	682	914	1211	1334
财务费用	182	135	537	497	432
投资损失	9	-24	-25	-25	-25
营运资金变动	4067	3479	-2172	3304	2050
其他经营现金流	2098	-1204	888	153	238
投资活动现金流	-1975	-5136	-2200	-1648	-1560
资本支出	1988	4778	1900	1300	1200
长期投资	0	-81	-6	-9	3
其他投资现金流	13	-439	-306	-357	-357
筹资活动现金流	1488	4526	-729	-624	-827
短期借款	-188	247	-451	252	8
长期借款	-4	613	0	0	0
普通股增加	65	120	1002	0	0
资本公积增加	1232	4872	-1002	0	0
其他筹资现金流	382	-1326	-278	-876	-835
现金净增加额	6487	4053	-664	5666	5942

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27948	33223	38817	48748	60653
营业成本	23390	27511	32449	41175	51125
营业税金及附加	59	75	86	107	134
营业费用	464	788	776	1007	1270
管理费用	1684	2261	2068	2133	2111
财务费用	182	135	537	497	432
资产减值损失	618	827	668	713	717
公允价值变动收益	-1	2	1	1	1
投资净收益	-9	24	25	25	25
营业利润	1542	1653	2258	3143	4889
营业外收入	518	222	200	200	200
营业外支出	1986	297	100	50	30
利润总额	73	1577	2358	3293	5059
所得税	-137	-19	236	494	759
净利润	211	1596	2122	2799	4300
少数股东损益	35	24	36	51	78
归属母公司净利润	176	1572	2086	2748	4222
EBITDA	2160	2470	3709	4850	6655
EPS (元)	0.20	1.57	1.04	1.37	2.11

主要财务比率

会计年度	2008-12-31	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	12.3%	18.9%	16.8%	25.6%	24.4%
营业利润	-36.4%	7.2%	36.6%	39.2%	55.6%
归属于母公司净利润	-91.2%	793.0%	32.7%	31.8%	53.6%
获利能力					
毛利率(%)	16.3%	17.2%	16.4%	15.5%	15.7%
净利率(%)	0.6%	4.7%	5.4%	5.6%	7.0%
ROE(%)	7.8%	18.0%	19.6%	21.2%	25.1%
ROIC(%)	-62.9%	-36.9%	-121.3%	-61.0%	-63.6%
偿债能力					
资产负债率(%)	95.7%	87.6%	86.1%	86.7%	86.0%
净负债比率(%)	2.30%	1.69%	1.45%	1.45%	1.20%
流动比率	1.04	1.04	1.05	1.06	1.09
速动比率	0.60	0.57	0.58	0.59	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.51	0.51	0.54	0.54
应收账款周转率	3	3	3	3	3
应付账款周转率	4.29	3.00	3.00	3.26	3.15
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	1.57	1.04	1.37	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	6.99	4.65	2.26	7.92	8.31
每股净资产(最新摊薄)	2.24	8.69	10.62	12.96	16.78
估值比率					
P/E	118.72	15.10	22.76	17.27	11.24
P/B	9.31	2.73	4.46	3.65	2.82
EV/EBITDA	16	14	9	7	5

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。