

买入（首次）

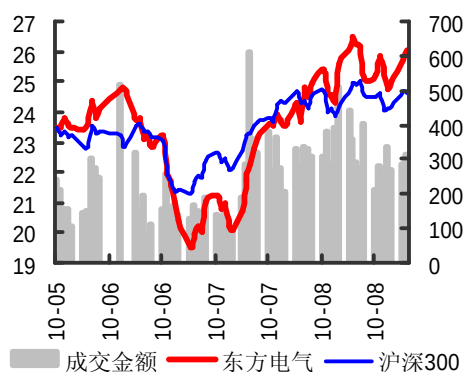
东方电气（600875）

——调研简报

市场数据

现价	25.71
总股本（亿股）	20.04
流通股本（亿股）	12.90
总市值（亿元）	515.2
流通市值（亿元）	331.8
三月涨跌幅（复权）	9.44%
上证综合指数	2.33%
沪深 300 指数	5.11%

相对股价表现



相关研究

电力设备与新能源行业小组

联系人：朱程辉

8621-68761616-8513

Zhuch@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

订单：上半年新增订单 213 亿，同比减少 37.5%，主要原因是火电招标项目同比下降较多，核电项目招标暂时处于空挡期。但是公司在火电项目招标份额占比有所提升，新增订单占上半年招标项目 40% 以上。另外，有部分海外项目订单处在审核过程中，如果加上这部分订单，新增总额与去年基本持平。从在手订单来看，目前产能饱和，排产至 2013 年。

核电：公司已全面参与第二期 AP1000 核电项目，设备和厂房能够满足第三代核电生产需要，具备二代半、AP1000 和 EPR 部分关键设备的制造能力，完成国内首根核电焊接转子的加工制造，标志着焊接转子技术已取得重大突破。上半年核电订单来自阳江 3-6 号机组招标。本期毛利提升得益于外购减少，技术提升和成套生产的规模效益显现。预计今年核电确认收入 40 亿元以上，毛利维持在 17% 左右，明年核电确认收入将达百亿。

风电：风电上半年毛利增加 3.6 个百分点一是因为执行的是早期毛利较高的订单，二是因为量产后成本控制改善，长期毛利将维持在 18%。有自主知识产权的 1.5MW 直驱风机下线，获得几十台订单；联合设计的 2.5MW 双馈风机样机已下线，将作为海上招标机型。目前在手订单 1000 台，预计今年确认收入 60-70 亿，明年确认收入将达 100 亿，净利润保持在 10%。

火电：目前在手订单 600-700 亿，海外项目占比逐渐提升，未来收入平稳，毛利维持在 18%。

水电：预期国家政策变化将迎来新的发展期，公司年设备产量 500-600 千瓦，对应 30 亿收入，毛利维持在 10%。

投资建议：考虑到公司上半年收入略超预期，及未来两年收入确定，预计公司 2010-2012 年实现收入 354、452、474 亿，对应 EPS 为 1.28、1.61 和 1.72 元，对应目前股价 PE 为 20、16、15 倍，价格存在低估，首次给予“买入”评级。

风险因素：风电、核电收入增长低于预期。

利润表					财务分析和估值指标汇总				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	33223.2	35443.3	45190.8	47448.5	收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
减：营业成本	27510.8	29271.4	37404.1	39261.9	毛利率	17.2%	17.4%	17.2%	17.3%
营业税金及附加	74.6	79.6	101.5	106.6	三费/销售收入	9.6%	8.5%	8.4%	8.3%
营业费用	788.1	840.8	1072.0	1125.6	EBIT/销售收入	5.1%	8.0%	7.8%	7.9%
管理费用	2260.9	2412.0	3075.3	3228.9	EBITDA/销售收入	7.1%	11.4%	10.5%	10.4%
财务费用	135.2	-224.1	-329.2	-410.8	销售净利率	4.8%	7.3%	7.3%	7.4%
资产减值损失	826.6	0.0	0.0	0.0	资产获利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
加：投资收益	24.1	0.0	0.0	0.0	ROE	18.0%	25.0%	26.4%	24.1%
公允价值变动损益	1.6	0.0	0.0	0.0	ROA	2.3%	5.0%	3.4%	5.5%
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	-19.0%	-39.9%	88.2%	-30.4%
营业利润	1652.6	3063.6	3867.0	4136.3	增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
加：其他非经营损益	-75.3	0.0	0.0	0.0	销售收入增长率	18.9%	6.7%	27.5%	5.0%
利润总额	1577.4	3063.6	3867.0	4136.3	EBIT 增长率	718.8%	68.8%	24.6%	5.3%
减：所得税	-18.5	459.5	580.1	620.5	EBITDA 增长率	268.4%	70.9%	17.3%	4.0%
净利润	1595.9	2604.0	3287.0	3515.9	净利润增长率	657.7%	63.2%	26.2%	7.0%
减：少数股东损益	24.2	39.5	49.9	53.4	总资产增长率	31.0%	-21.8%	81.0%	-34.6%
归属母公司股东净	1571.7	2564.5	3237.1	3462.5	股东权益增长率	288.0%	18.0%	19.2%	17.2%
					经营营运资本增长率	-38.9%	85.0%	-712.9%	83.9%
资产负债表					资本结构	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
货币资金	15904.2	8227.7	24180.5	15483.9	资产负债率	87.6%	81.4%	87.8%	78.1%
应收和预付款项	19188.7	21107.2	30320.1	23670.0	投资资本/总资产	-8.3%	6.0%	-10.1%	0.7%
存货	28579.4	19517.5	41942.5	22570.1	带息债务/总负债	0.7%	1.3%	0.7%	1.2%
其他流动资产	4.7	4.7	4.7	4.7	流动比率	105.5%	114.3%	110.7%	125.9%
长期股权投资	237.7	237.7	237.7	237.7	速动比率	58.1%	68.6%	62.6%	79.9%
投资性房地产	32.4	28.2	24.1	19.9	股利支付率	1.1%	39.0%	39.0%	39.0%
固定资产和在建工	8478.6	7402.4	6326.3	5250.2	收益留存率	98.9%	61.0%	61.0%	61.0%
无形资产和开发支	901.1	780.1	659.1	538.0	资产管理效率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	0.3	0.1	0.0	0.0	总资产周转率	0.5	0.6	0.4	0.7
资产总计	73327.1	57305.7	103694.8	67774.5	固定资产周转率	5.6	4.8	7.1	9.0
短期借款	451.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	3.1	3.1	2.7	3.7
应付和预收款项	59905.5	42734.5	87099.7	49014.6	存货周转率	1.0	1.5	0.9	1.7
长期借款	615.0	615.0	615.0	615.0					
其他负债	3286.3	3283.4	3283.4	3283.4	业绩和估值指标				
负债合计	64257.8	46633.0	90998.2	52913.0	EBIT	1681.8	2839.5	3537.9	3725.5
股本	1001.9	1001.9	1001.9	1001.9	EBITDA	2363.9	4040.9	4739.3	4926.9
资本公积	6104.6	6104.6	6104.6	6104.6	NOPLAT	1747.1	2413.6	3007.2	3166.7
留存收益	1602.2	3166.1	5140.1	7251.6	净利润	1571.7	2564.5	3237.1	3462.5
归属母公司股东权	8708.7	10272.6	12246.6	14358.1	EPS	0.8	1.3	1.6	1.7
少数股东权益	360.6	400.1	450.1	503.4	BPS	4.3	5.1	6.1	7.2
股东权益合计	9069.3	10672.8	12696.7	14861.6	PE	32.8	20.1	15.9	14.9
负债和股东权益合	73327.1	57305.7	103694.8	67774.5	PEG	1.1	N/A	N/A	N/A
					PB	5.9	5.0	4.2	3.6
					PS	1.6	1.5	1.1	1.1
					PCF	7.8	-8.0	3.1	-6.6
					EV/EBIT	6.5	6.7	0.9	3.2
					EV/EBITDA	4.7	4.7	0.7	2.4
					EV/NOPLAT	6.3	7.8	1.0	3.7
					EV/IC	-1.8	5.5	-0.3	25.7
					ROIC-WACC	-0.2	-0.4	0.8	0.9
					股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表									
经营性现金净流量	6575.3	-6446.1	16886.6	-7756.4					
投资性现金净流量	-3813.8	-2.9	0.0	0.0					
筹资性现金净流量	309.0	-1227.5	-933.9	-940.2					
现金流量净额	3068.1	-7676.5	15952.7	-8696.6					

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。