



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

观点聚焦
证券研究报告

2011年1月27日

电气设备

研究部

陈华, CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207110066
chenhua@cicc.com.cn

推荐

东方电气 (600875.CH)

火电、核电齐头并进, 前景看好

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	28,497	33,223	39,222	44,706	49,081
(+/-)	15%	17%	18%	14%	10%
主营业务利润	4,526	5,638	6,948	7,945	9,428
(+/-)	-5%	25%	23%	14%	19%
净利润	153	1,572	2,764	3,470	4,477
(+/-)	-92%	930%	76%	26%	29%
每股盈利 (元)	0.08	0.78	1.38	1.73	2.23
(+/-)	-92%	930%	76%	26%	29%
市盈率	398.1	38.6	22.0	17.5	13.6
市净率	26.3	7.0	5.3	4.1	3.1
净资产收益率	6.6%	18.0%	24.1%	23.2%	23.1%
每股经营现金流	3.58	3.27	1.91	2.56	3.03

股票信息

H股	A股
1072.HK	股票代码 600875.CH
港币32.35	当前股价 人民币30.31
港币42.5	目标价 人民币40.1
5.5	日成交量(百万股) 19.3
港币43.8/16.8	52周最高价/最低价 人民币39.2/19.01
港币10999	市值(百万元) 人民币50432
340	发行股数(百万股) 1664
340	其中:流通股(百万股) 1544
东方电气集团(49.73%)	主要股东(持股比例) 东方电气集团(49.73%)

最近估值走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[600875.CH]	-3.44	-9.47	-21.54	-13.15
[上证A股指数]	-1.79	-4.48	-11.01	-3.54

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

3/31/2011 2010年4季度业绩报告

投资提示:

我们维持东方电气推荐评级, 上调目标价至 40.1 元, 对应 18 倍 2012 年市盈率。我们将公司 2010~2011 年净利润上调 21%至 27% 并首次给出 2012 年预测。更新后的三年每股盈利分别为 1.38、1.73 和 2.23 元, 高于市场一致预测 18%~29%。

理由:

我们将东方电气 2010~2011 年火电设备交付量分别上调 12%和 37%, 理由如下: 1) 去年 1~11 月份, 全国火电机组利用小时数提高了 5%, 2) 同期全国火电设备产量并未像我们预期的那样出现下滑, 反而增加了 2%, 3) 海外订单, 尤其是印度订单大幅攀升, 占公司截至去年年底火电在手订单的 30%, 及 4) 从在手订单看, 公司 2011 年的交付计划将创历史新高。

我们将东方电气 2010~2011 年核电设备毛利率上调 5 个百分点, 理由如下: 1) 去年前三个季度的核电毛利率已超出我们的预期, 快速提升至 14%, 及 2) 设备国产化趋势日益明显, 越来越多的原进口备件开始由国内企业生产, 如控制系统、锻压设备, U 型管, 电源, 阀, 泵等。

我们预计公司去年的新接订单达 500 亿元, 截至去年年底的在手订单总计 1400 亿元, 创历史新高, 其中核电订单逾 400 亿, 占比 28%。

估值与建议:

公司目前 2012 年市盈率仅 13.6 倍, 远低于上海电气的 25.7 倍。鉴于东方电气的核电业务占比远高于上海电气 (从订单占比看, 东方电气为 28%, 上海电气仅 10%), 我们认为东方电气不应享有估值折价。

2012 年东方电气核电业务将贡献 0.89 元, 给予 30 倍目标市盈率, 非核电业务贡献 1.34, 给予 10 倍目标市盈率, 目标价上调至 40.1 元。

风险:

宏观经济硬着陆将给火电业务的未来发展造成冲击。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

对几个市场关心的问题解答

1. 问题：如果新增核电需求仅能够抵消 2011~2012 年火电需求的下降，公司增长会不会受到影响？

解答：从公司的在手订单看，2011 年火电和核电销量（按吉瓦计）均将比上年有所增加。2012 年，火电销量将减少 10%，即 2.6 吉瓦，而核电销量将增加 2 吉瓦。从表面上看，公司 2012 年的销量（按吉瓦计）将略有下降。但值得注意的是，公司核电业务每千瓦的毛利润为 600 元，而火电仅 200 元。因此，我们对公司未来两年的增长很有信心。

2. 问题：印度第十二个五年计划（2013~17）已有 76% 的订单已签约，而国内的核电订单也有 45% 已签约。这是否意味着公司未来几年的新增订单将呈下降趋势？

解答：火电和核电业务的订单都必须提前 3~6 年或更长时间签订。因此国内和印度有很大一部分投资计划已签约很正常。在手订单是判断公司未来三年盈利表现的关键。公司截至去年年底的在手订单总计 1400 亿元，已接近公司 2010~2013 年收入的总和。400 亿元的核电订单亦足以支撑三年的增长。

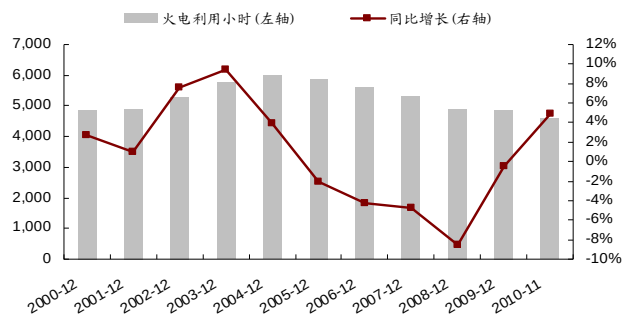
3. 问题：2013 年以后核电将仅占公司收入的 10%，是否属实？

解答：按照我国的核电发展规划，2020 年我国的核电装机容量将达到 85 吉瓦，需要新建 30 吉瓦的核电机组。这意味着 2011~2020 年平均每年需要 11 套设备。公司很轻松能够占到国内 50% 的市场份额，也就是平均每年将交付 5~6 套设备。按此计算，这十年里平均每年的核电收入为 150~180 亿元，占总收入的比重达 30%-36%。

4. 问题：我们比较担心公司的风电业务。你们对此持何观点？

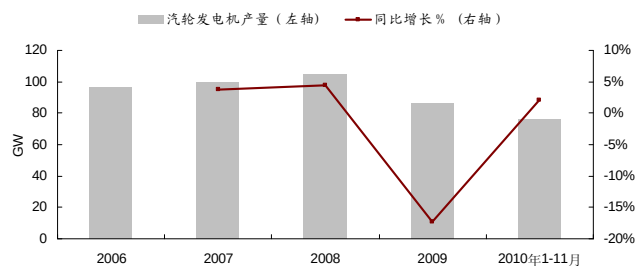
解答：考虑到风机市场的价格竞争，我们假设公司风电业务的平均售价每年下滑 12%，毛利率每年下降 1~2 个百分点。实际上，我们估计公司有超过 1000 台高毛利风机因采用保守的会计政策尚未计入收入。

图表 1：全国火电机组利用小时数呈上升趋势



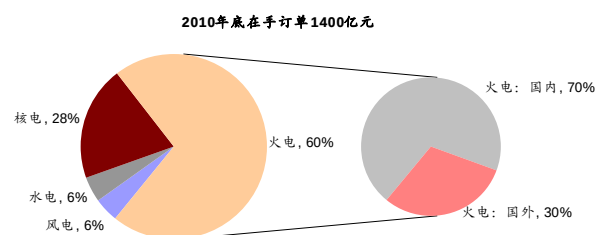
资料来源：CEIC

图表 2：全国汽轮发电机产量回升



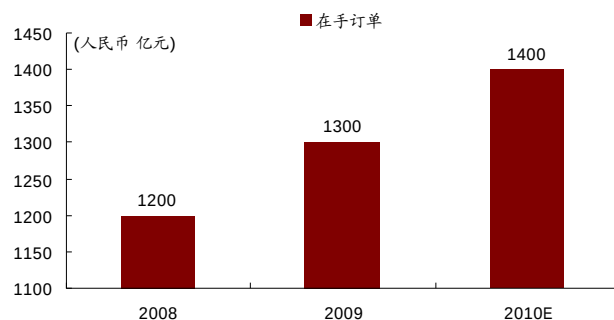
资料来源：CEIC

图表 3：东方电气在手订单分类



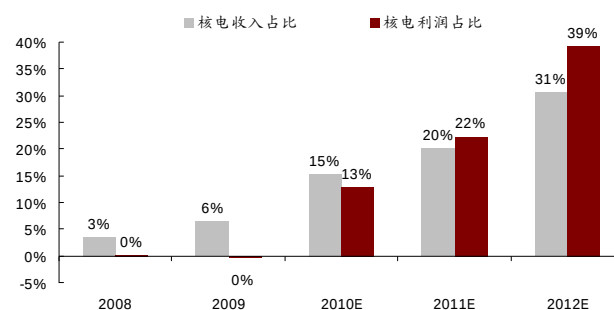
资料来源：中金公司研究部

图表 4：东方电气在手订单创历史新高



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：东方电气核电业务收入利润占比上升



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 盈利预测调整

(人民币 百万元)	2010E			2011E		
	调整前	调整后	%	调整前	调整后	%
火电产量(兆瓦)	21,246	23,900	12%	19,122	26,290	37%
火电收入	19,015	21,390	12%	17,114	23,529	37%
核电毛利率	10%	15%	5%	15%	20%	5%
总收入	36,847	39,222	6%	39,748	44,706	12%
毛利润	6,167	6,948	13%	6,669	7,945	19%
净利润	2,285	2,764	21%	2,737	3,470	27%
每股收益 (元)	1.14	1.38	21%	1.37	1.73	27%

资料来源：中金公司研究部

图表 7: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	24,887	28,497	33,223	39,222	44,706	49,081
主营业务利润	4,740	4,526	5,638	6,948	7,945	9,428
营业费用	385	467	788	784	805	883
管理费用	1,659	1,751	2,261	2,478	2,716	2,982
财务费用	-45	228	135	-102	-160	-226
营业利润	2,425	1,473	1,653	3,337	4,185	5,389
税前利润	2,490	11	1,577	3,337	4,185	5,389
所得税	314	-140	-19	501	628	808
净利润	1,990	153	1,572	2,764	3,470	4,477
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	-462	7,177	6,545	3,817	5,125	6,064
投资活动现金流净额	-1,862	-2,254	-3,814	-2,509	-1,509	-1,217
融资活动现金流净额	226	2,024	309	113	160	226
货币资金增加额	-2,099	6,917	3,040	1,422	3,777	5,073
资产负债表 (百万元)						
货币资金	5,020	11,929	14,968	16,390	20,167	25,240
应收款项	8,531	9,440	10,884	13,432	16,535	19,632
存货	13,526	21,861	28,579	35,279	40,184	43,343
流动资产	32,540	51,915	62,745	74,733	87,869	100,080
长期投资	387	246	270	270	270	270
固定资产	2,819	4,839	8,479	9,827	10,037	9,616
无形资产和其他资产	348	587	901	901	901	901
短期借款	393	704	451	2,451	2,451	2,451
应付款项	5,018	10,145	13,926	16,295	18,561	20,020
预收帐款	21,700	34,832	43,992	51,935	59,196	64,989
一年内到期的长期负债	483	1,036	16	16	16	16
流动负债	29,682	50,068	60,058	72,653	82,450	89,877
长期负债	2,783	5,594	3,882	1,893	1,893	1,680
少数股东权益	861	317	361	433	519	623
股东权益	3,008	2,308	8,709	11,473	14,943	19,420
总资产	36,378	58,318	73,031	86,465	99,810	111,601
财务指标						
主营业务利润率	19.3%	16.1%	17.2%	17.9%	18.0%	19.4%
营业利润率	9.7%	5.2%	5.0%	8.5%	9.4%	11.0%
净利润率	8.0%	0.5%	4.7%	7.0%	7.8%	9.1%
净资产收益率	66.2%	6.6%	18.0%	24.1%	23.2%	23.1%
总资产收益率	5.5%	0.3%	2.2%	3.2%	3.5%	4.0%
总资产负债率	89.4%	95.5%	87.6%	86.2%	84.5%	82.0%
净资产负债率	-76.2%	-253.0%	-140.7%	-118.2%	-116.1%	-115.4%
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转期	114.0	119.1	108.7	120.0	130.0	140.0
存货周转期	245.8	333.7	379.2	400.0	400.0	400.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 盈利预测及其主要假设

(人民币 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入						
火电	19,620	20,314	20,795	21,390	23,529	21,176
水电	2,648	2,597	3,016	2,103	2,314	2,545
风电	552	2,617	6,279	8,730	8,864	9,360
核电	-	983	2,134	6,000	9,000	15,000
其他	2,066	1,986	999	999	999	999
合计	24,887	28,497	33,223	39,222	44,706	49,081
主营业务收入增长率						
火电	6%	4%	2%	3%	10%	-10%
水电	22%	-2%	16%	-30%	10%	10%
风电		374%	140%	39%	2%	6%
核电			117%	181%	50%	67%
其他	-12%	-4%	-50%	0%	0%	0%
合计	8%	15%	17%	18%	14%	10%
产量(兆瓦)						
火电	25,955	26,230	22,280	23,900	26,290	23,661
水电	5,191	6,605	4,950	5,350	5,885	6,474
风电销量		450	1,805	1,950	2,250	2,700
风电销量(台)		300	1,203	1,300	1,500	1,800
核电(台)			1	2	3	5
合计	31,146	33,285	30,034	33,200	37,425	37,835
综合毛利率						
火电	21.9%	17.9%	19.5%	20.5%	19.6%	19.6%
水电	9.1%	9.6%	10.6%	12.0%	12.0%	12.0%
风电	8.2%	11.5%	17.5%	16.0%	14.0%	13.0%
核电		1.1%	-0.5%	15.0%	20.0%	25.0%
其他	10.9%	20.1%	25.2%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	19.3%	16.1%	17.2%	17.9%	18.0%	19.4%
主营业务利润						
火电	4,287	3,627	4,053	4,381	4,620	4,158
水电	241	250	320	252	278	305
风电	45	300	1,099	1,397	1,241	1,217
核电		11	-11	900	1,800	3,750
其他	224	399	251	100	100	100
合计	4,798	4,586	5,712	7,030	8,039	9,530
主营业务利润增长						
火电	13%	-15%	12%	8%	5%	-10%
水电	-32%	4%	28%	-21%	10%	10%
风电		567%	266%	27%	-11%	-2%
核电			n.a.	n.a.	100%	108%
其他	-28%	78%	-37%	-60%	0%	0%
合计	8%	-4%	25%	23%	14%	19%
收入占比						
火电	79%	71%	63%	55%	53%	43%
水电	11%	9%	9%	5%	5%	5%
风电	2%	9%	19%	22%	20%	19%
核电	0%	3%	6%	15%	20%	31%
其他	8%	7%	3%	3%	2%	2%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%
主营业务利润占比						
火电	89%	79%	71%	62%	57%	44%
水电	5%	5%	6%	4%	3%	3%
风电	1%	7%	19%	20%	15%	13%
核电	0%	0%	0%	13%	22%	39%
其他	5%	9%	4%	1%	1%	1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

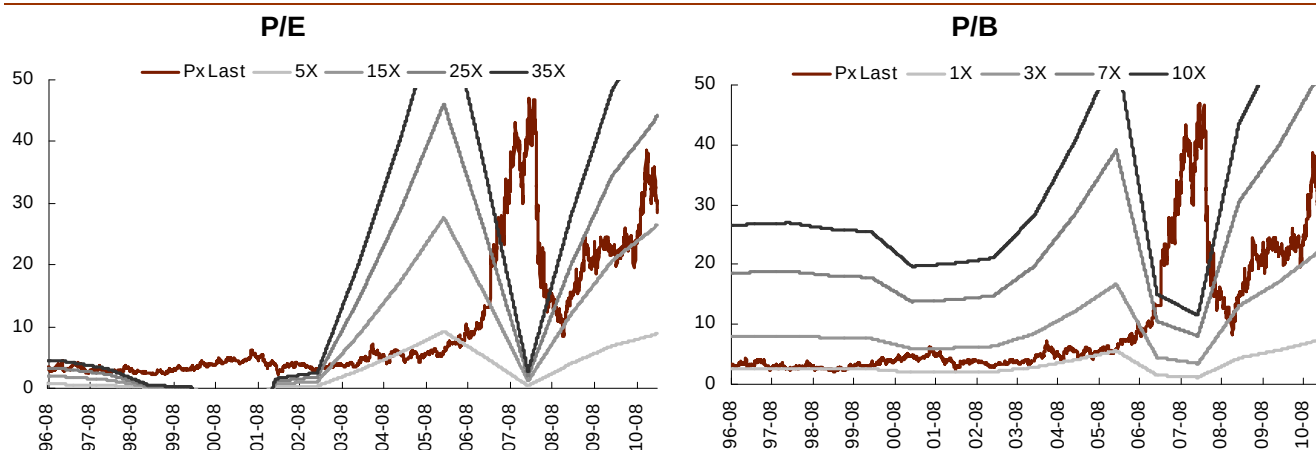
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 9: 可比公司估值

公司	代码	股价	总市值	每股盈利（元）			市盈率			市净率		
			百万人民币	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
A股												
东方电气	600875.CH	30.31	50,432	1.38	1.73	2.23	22.0	17.5	13.6	5.3	4.1	3.1
上海电气	601727.CH	8.31	81,859	0.24	0.29	0.32	34.3	28.9	25.7	3.8	3.6	3.3
H股												
东方电气	1072.HK	32.35	9,299	1.38	1.73	2.23	19.8	15.8	12.2	4.8	3.7	2.8
上海电气	2727.HK	4.70	11,813	0.22	0.25	0.27	18.0	16.2	14.5	1.9	1.7	1.6
哈动力	1133.HK	9.72	11,314	0.62	0.66	0.72	13.2	12.4	11.4	1.2	1.1	1.0
中值							19.8	16.2	13.6	3.8	3.6	2.8
平均值							21.5	18.2	15.5	3.4	2.8	2.4

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 10: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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