

东方电气 (600875.SH) 风能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

业绩超预期了

事件

- 公司发布公告: 预计截至 2010 年 12 月 31 日止年度的按中国企业会计准则编制的归属于母公司股东的净利润与上年同期相比增长 60% 以上;

评论

- **业绩超预期源于收入和毛利率双双提升:** 公司 2010 年业绩预增在 60% 以上, 超越我们之前预期的 50% 预增。公司在 2010 年主要业绩提升来自于销售收入和毛利率的双双上升。我们认为公司在风电上的确认谨慎性原则给销售收入的确认提供了较大的冗余空间。同时全年钢价水平保持平稳为毛利率提升创造了良好的外部环境;
- **经营展望:** 未来两年 25% 以上的复合增长仍然可以期待;
 - **火电和核电将是 2011 年主要业绩推动力, 规模效应将使得收入和毛利率双双提升:** 根据我们测算, 公司目前在手订单约为近 1500 亿, 其中大数上核电约为 400 亿、风电 90 亿、火电 700 亿、水电 200 亿。根据我们对东方核电订单和交付进程的测算, 预计公司 2011 年核电总销售收入将达到 100 亿左右。同时火电也将达到交付高峰期。我们预计至少火电排产要达到 2700 万千瓦。在核电和火电规模效应以及产量进一步放大的情况下, 预计公司整体毛利率水平将有近 1% 的提升可能;
 - **风电发展面临考验只是暂时情况, 公司已有充分估计:** 对于公司暂时在风电上遇到的困难造成下半年订单下滑的情况, 我们认为这是暂时的。公司在风电整机上采取的谨慎性原则正是对此的一个充分估计, 同时较大比例的坏账准备将使风险影响程度降到最低。需要注意的是公司正在积极通过各种途径寻求技术和市场开拓上解决方案, 比如公司在 2010 年底承接印度直驱整机 2 亿美金订单是寻求多角度市场开拓的例证。我们认为公司的优势便是公司行业内首屈一指的战略地位, 这也将会为风电业务提供强有力的保障, 相信经过一段时间的改良和产品结构调整, 风电业务将会重回增长;
 - **出口市场是重要补充:** 我们不认为出口市场可以完全对冲国内火电装机的下滑, 但是随着印度、东南亚等市场近两年开始的大规模电源建设, 出口需求在未来 2-3 年内仍然将是重要补充领域。同时出口的装机结构也不仅仅局限于火电, 风电和具有自主知识产权的核电制造也有望获得一定比例出口市场;
- **长期战略地位不可动摇:** 我们认为大型电源设备制造是中国的传统的优势领域。从大逻辑上的来看, 公司作为我国电源装备制造的行业标杆性企业拥有其他整机企业所不具备的国内 (和五大发电集团在火电核电上的合作) 和国外 (和印度、东南亚等国外电力公司出口合作项目) 下游客户资源, 并在政策上受到全方位的支持。所以我们认为从国家高端装备制造的战略角度出发, 公司是值得长期跟踪和关注的;

投资建议

- 基于对公司各个子业务的判断, 我们上调了公司火电、水电的盈利预测。我们预计公司 2010-2012 年净利润为 26, 34 和 40 亿, 对应 EPS 为 1.30, 1.70 和 2.04 元;
- 我们认为公司在目前 2010 年 20 倍和 2011 年 16 倍估值的情况下是相对较为安全的品种。我们给予公司 2011 年 22 倍估值, 对应目标价为 37.5 元。

图表1：三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	24,887	27,948	33,223	39,026	45,752	51,526
增长率		12.3%	18.9%	17.5%	17.2%	12.6%
主营业务成本	-20,089	-23,390	-27,511	-32,307	-37,601	-41,898
% 销售收入	80.7%	83.7%	82.8%	82.8%	82.2%	81.3%
毛利	4,798	4,558	5,712	6,719	8,151	9,628
% 销售收入	19.3%	16.3%	17.2%	17.2%	17.8%	18.7%
营业税金及附加	-58	-59	-75	-90	-105	-119
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-385	-464	-788	-859	-1,052	-1,185
% 销售收入	1.5%	1.7%	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%
管理费用	-1,659	-1,684	-2,261	-2,615	-3,065	-3,401
% 销售收入	6.7%	6.0%	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	2,695	2,351	2,589	3,156	3,928	4,924
% 销售收入	10.8%	8.4%	7.8%	8.1%	8.6%	9.6%
财务费用	45	-182	-135	187	256	296
% 销售收入	-0.2%	0.7%	0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-293	-618	-827	-227	-105	-42
公允价值变动收益	1	-1	2	0	0	0
投资收益	-24	-9	24	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,425	1,542	1,653	3,116	4,079	5,178
营业利润率	9.7%	5.5%	5.0%	8.0%	8.9%	10.0%
营业外收支	65	-1,468	-75	0	0	0
税前利润	2,490	73	1,577	3,116	4,079	5,178
利润率	10.0%	0.3%	4.7%	8.0%	8.9%	10.0%
所得税	-314	137	19	-467	-612	-1,036
所得税率	12.6%	-187.4%	-1.2%	15.0%	15.0%	20.0%
净利润	2,176	211	1,596	2,649	3,467	4,142
少数股东损益	187	35	24	40	53	63
归属于母公司的净利润	1,990	176	1,572	2,609	3,414	4,079
净利率	8.0%	0.6%	4.7%	6.7%	7.5%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2,176	211	1,596	2,649	3,467	4,142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	569	1,054	1,509	1,275	1,360	1,441
非经营收益	4	120	104	695	44	44
营运资金变动	-3,176	4,067	3,345	3,227	3,806	3,813
经营活动现金净流	-426	5,451	6,553	7,846	8,678	9,440
资本开支	-687	-1,983	-3,679	-1,911	-2,410	-1,910
投资	-1,175	1	-143	-1	0	0
其他	0	7	8	0	0	0
投资活动现金净流	-1,862	-1,975	-3,814	-1,912	-2,410	-1,910
股权募资	10	1,739	5,024	0	0	0
债权募资	393	85	-3,894	-454	0	1
其他	-177	-365	-824	-57	-4,052	-4,052
筹资活动现金净流	225	1,459	307	-511	-4,052	-4,051
现金净流量	-2,063	4,935	3,046	5,423	2,216	3,479

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	5,020	11,449	14,925	20,348	22,564	26,043
应收账款	8,707	9,587	11,288	12,812	14,954	16,841
存货	13,526	21,498	28,579	29,209	32,965	35,585
其他流动资产	5,286	8,630	7,952	9,699	11,287	12,576
流动资产	32,540	51,165	62,745	72,069	81,770	91,046
% 总资产	89.5%	88.9%	86.0%	87.3%	87.5%	88.2%
长期投资	351	212	238	239	239	239
固定资产	2,819	4,839	8,479	9,475	10,743	11,350
% 总资产	7.8%	8.4%	11.6%	11.5%	11.5%	11.0%
无形资产	348	587	901	766	653	558
非流动资产	3,803	6,368	10,254	10,481	11,637	12,148
% 总资产	10.5%	11.1%	14.0%	12.7%	12.5%	11.8%
资产总计	36,343	57,533	72,998	82,550	93,407	103,194
短期借款	875	1,240	467	16	16	16
应付账款	28,065	47,452	59,905	67,235	78,687	88,389
其他流动负债	743	437	-315	3,712	3,657	3,606
流动负债	29,682	49,130	60,058	70,963	82,360	92,011
长期贷款	6	2	615	615	615	616
其他长期负债	2,639	4,591	2,652	2,652	2,652	2,652
负债	32,327	53,723	63,325	74,230	85,627	95,279
普通股股东权益	3,008	2,245	8,709	8,317	7,724	7,795
少数股东权益	861	189	361	401	453	516
负债股东权益合计	36,343	57,533	72,998	82,550	93,407	103,194

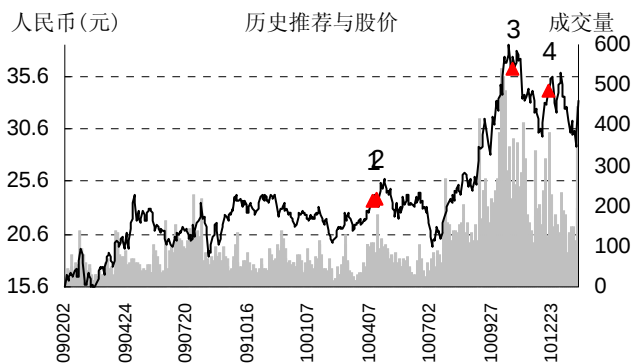
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	2.436	0.200	1.569	1.302	1.704	2.036
每股净资产	3.681	2.545	8.692	4.150	3.854	3.890
每股经营现金净流	-0.522	6.180	7.347	3.916	4.330	4.711
每股股利	0.240	0.020	0.160	2.000	2.000	2.000
回报率						
净资产收益率	66.16%	7.84%	18.05%	31.37%	44.21%	52.33%
总资产收益率	5.50%	0.31%	2.17%	3.14%	3.64%	3.94%
投入资本收益率	48.69%	180.88%	25.69%	28.56%	37.72%	43.83%
增长率						
主营业务收入增长率	429.72%	12.30%	18.87%	17.47%	17.23%	12.62%
EBIT增长率	208.74%	-12.76%	10.09%	21.90%	24.48%	25.34%
净利润增长率	139.68%	-91.16%	793.00%	65.98%	30.89%	19.47%
总资产增长率	275.93%	55.15%	28.91%	13.08%	13.15%	10.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.5	111.5	105.4	106.0	106.0	106.0
存货周转天数	150.0	273.3	332.2	330.0	320.0	310.0
应付账款周转天数	36.9	85.1	121.6	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	36.8	44.3	65.4	65.9	59.2	50.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-107.04%	-419.42%	-152.68%	-226.22%	-268.27%	-305.78%
EBIT利息保障倍数	-59.4	12.9	19.1	-16.8	-15.3	-16.6
资产负债率	89.31%	95.67%	87.47%	89.49%	91.28%	91.98%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-11	买入	23.79	N/A
2	2010-04-18	买入	23.89	55.00 ~ 55.00
3	2010-10-31	买入	36.28	N/A
4	2010-12-19	买入	34.25	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室