



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年5月3日

电气设备

研究部

陈华¹, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010041
chenhua@cicc.com.cn

推荐

东方电气 (600875.SH)

火电前景乐观

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	28,497	33,225	38,080	44,723	49,108
(+/-)	15%	17%	15%	17%	10%
主营业务利润	4,526	5,666	7,473	8,077	9,590
(+/-)	-5%	25%	32%	8%	19%
净利润	153	1,539	2,577	3,467	4,471
(+/-)	-92%	909%	67%	35%	29%
每股盈利 (元)	0.08	0.77	1.29	1.73	2.23
(+/-)	-92%	909%	67%	35%	29%
市盈率	344.8	34.2	20.4	15.2	11.8
市净率	22.8	6.1	4.8	3.6	2.8
净资产收益率	6.6%	17.7%	23.3%	23.9%	23.6%
每股经营现金流	3.58	3.26	0.97	3.46	3.37

股票信息

H股	A股
1072.HK	股票代码 600875.CH
港币25.55	当前股价 人民币26.25
港币42.5	目标价 人民币40.1
2.9	日成交量(百万股) 13.5
港币43.8/22.15	52周最高价/最低价 人民币39.2/19.01
港币8687	市值(百万元) 人民币43676
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(49.84%)	主要股东(持股比例) 东方电气集团(49.84%)

最近走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[600875.CH]	-3.28	-2.81	-21.08	-24.79
[上证A股指数]	-3.27	-1.56	+5.80	+3.71

52周股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

¹ 报告贡献人: 石冉 shiran@cicc.com.cn

1 季度业绩符合预期:

1 季度营业收入同比增长 24%至 857.7 亿元, 净利润同比上升 31.4%至 61.9 亿元, 符合预期。

发展趋势:

工程及服务业务销售收入和订单增长强劲。工程及服务业务, 主要是火电, 是 1 季度营业收入增长的主要来源, 贡献了当季新增营业收入的 62% (10 亿元)。此外, 工程及服务业务贡献了 1 季度新增订单的 42% (36 亿元), 而年初在手订单中的占比仅为 13%。工程及服务业务的强劲表现显示了公司从设备制造商向综合服务提供商的战略转型。新能源业务的收入占比下降最为显著, 从年初的 25.3%降至 8%, 主要由于核岛设备招标暂停及风电需求增速放缓。

火电设备生产表现强劲, 预示未来增长有望高于预期。1 季度, 蒸汽涡轮发电机产量同比增长 83.5%至 9.3GW, 蒸汽涡轮产量同比上升 149%至 10.2GW, 预计交货目标高于预期。我们认为, 火电设备生产显著上升可能反映了 1) 出口订单强劲, 1 季度新增出口订单 36 亿元, 占新增订单总量的 42%, 而年初在未完成任务中的占比仅为 16%, 这其中 EPC 火电是主要力量; 2) 发改委近来连续出台保障供电措施, 预计未来几个月可能出现区域性缺电, 有望刺激火电需求, 同时增强公司和投资者对未来 1~2 季度火电业务的信心。

估值与建议:

当前 15.2 倍的市盈率估值偏低, 但核电业务的不确定性仍阻碍估值的修复。我们认为, 核电安全新标准和 2020 年核电发展规划新目标的出炉将有助于提升东方电气的估值, 但预计仍需等待 6~8 个月。

投资风险:

核电不确定性持续时间超过预期; 核电发展目标显著逊于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 2011 年一季度业绩

(人民币 百万元)	季度数据						
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	YoY	QoQ
主营业务收入	6,919	9,993	9,056	12,113	8,577	24%	-29%
主营业务成本	-5,559	-8,330	-7,153	-9,338	-6,839	23%	-27%
主营业务税金及附加	-36	-73	-54	-64	-29	-20%	-56%
主营业务利润	1,324	1,590	1,848	2,710	1,710	29%	-37%
营业费用	-148	-189	-290	-180	-153	3%	-15%
管理费用	-516	-609	-610	-1,347	-732	42%	-46%
财务费用	-14	23	-38	69	12	n.a.	-83%
资产减值损失	-134	-223	-161	-470	-146	9%	-69%
公允价值变动收益	0	12	2	13	0	-208%	-99%
期间费用小计	-813	-997	-1,098	-1,927	-1,018	25%	-47%
营业利润	517	610	778	850	701	36%	-18%
投资收益	6	5	26	54	10	52%	-82%
营业外收入	25	33	27	120	26	3%	-78%
营业外支出	-15	-17	-11	-71	-2	-88%	-98%
利润总额	527	626	794	899	725	38%	-19%
所得税	-22	-92	-50	-6	-99	359%	1669%
少数股东损益	-35	-2	-39	-23	-7	-80%	-70%
净利润	471	532	704	870	619	32%	-29%
每股收益	0.23	0.27	0.35	0.43	0.31	32%	-29%
财务指标							
毛利率	19.7%	16.6%	21.0%	22.9%	20.3%	0.6%	-2.6%
期间费用率	11.7%	10.0%	12.1%	15.9%	11.9%	0.1%	-4.0%
营业利润率	7.5%	6.1%	8.6%	7.0%	8.2%	0.7%	1.2%
有效税率	4.1%	14.7%	6.3%	0.6%	13.7%	9.6%	13.1%
净利润率	6.8%	5.3%	7.8%	7.2%	7.2%	0.4%	0.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	28,497	33,225	38,080	44,723	49,108
主营业务利润	4,526	5,666	7,473	8,077	9,590
营业费用	467	794	807	839	967
管理费用	1,751	2,300	3,082	2,721	2,976
财务费用	228	148	-40	-137	-223
营业利润	1,473	1,622	2,756	4,254	5,471
税前利润	11	1,547	2,845	4,254	5,471
所得税	-140	-20	169	638	821
净利润	153	1,539	2,577	3,467	4,471
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	7,177	6,528	1,952	6,934	6,757
投资活动现金流净额	-2,254	-3,862	-3,017	-1,505	-1,027
融资活动现金流净额	2,024	391	-128	121	223
货币资金增加额	6,917	3,056	-1,193	5,550	5,954
资产负债表 (百万元)					
货币资金	11,929	14,985	13,792	19,341	25,295
应收款项	9,440	10,883	13,091	17,815	19,838
存货	21,861	28,713	34,580	41,767	44,881
流动资产	51,915	62,846	69,459	88,566	100,381
长期投资	246	270	737	737	737
固定资产	4,839	8,672	10,371	11,054	11,138
无形资产和其他资产	587	926	977	977	976
短期借款	704	576	2,335	2,335	2,335
应付款项	10,145	13,989	14,679	17,730	19,052
预收帐款	34,832	43,992	47,689	60,054	65,669
一年内到期的长期负债	1,036	16	31	16	16
流动负债	50,068	60,255	68,619	84,800	92,076
长期负债	5,594	4,033	1,833	1,833	1,811
少数股东权益	317	378	746	895	1,074
股东权益	2,308	8,674	11,039	14,505	18,976
总资产	58,318	73,361	82,253	102,043	113,941
财务指标					
主营业务利润率	16.1%	17.3%	20.2%	18.3%	19.7%
营业利润率	5.2%	4.9%	7.2%	9.5%	11.1%
净利润率	0.5%	4.6%	6.8%	7.8%	9.1%
净资产收益率	6.6%	17.7%	23.3%	23.9%	23.6%
总资产收益率	0.3%	2.1%	3.1%	3.4%	3.9%
总资产负债率	95.5%	87.7%	85.7%	84.9%	82.4%
净资产负债率	-253.0%	-138.5%	-100.7%	-115.0%	-119.3%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转期	119.1	108.7	113.3	130.0	140.0
存货周转期	333.7	381.3	410.2	410.2	410.2

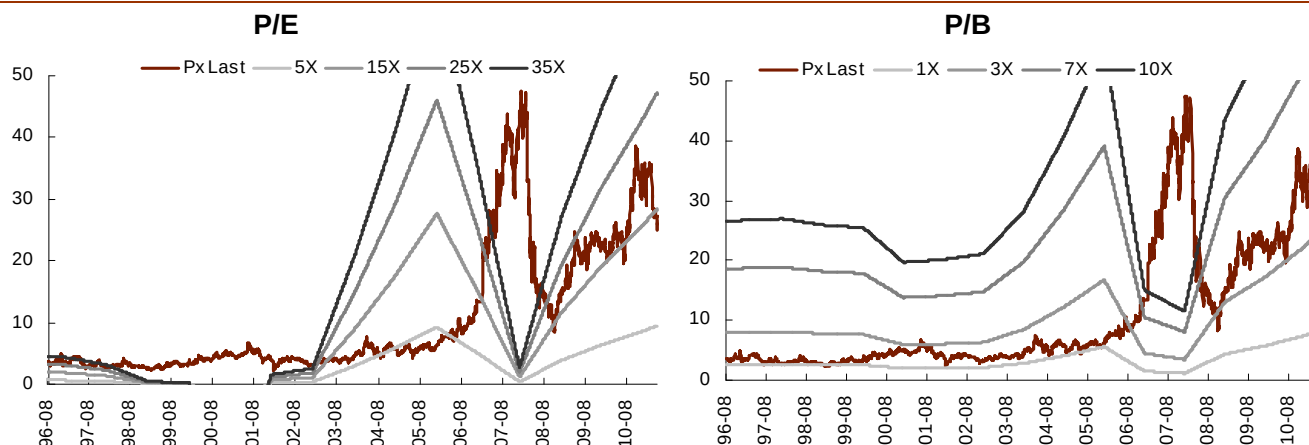
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 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	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
A股												
东方电气	600875.CH	26.25	43,676	1.29	1.73	2.23	20.4	15.2	11.8	4.8	3.6	2.8
上海电气	601727.CH	7.63	75,161	0.23	0.25	0.30	33.5	30.2	25.7	3.6	3.2	2.9
H股												
东方电气	1072.HK	25.55	7,258	1.29	1.73	2.23	16.6	12.3	9.6	3.9	2.9	2.3
上海电气	2727.HK	3.86	9,588	0.23	0.25	0.30	14.1	12.8	10.9	1.5	1.4	1.2
哈动力	1133.HK	7.49	8,616	0.62	0.68	0.76	10.1	9.2	8.2	0.9	0.8	0.8
中值							16.6	12.8	10.9	3.6	2.9	2.3
平均值							18.9	16.0	13.2	2.9	2.4	2.0

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 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/或机构投资者提供。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