

东方电气 (600875)

生产进入高峰期，业绩增长有保障

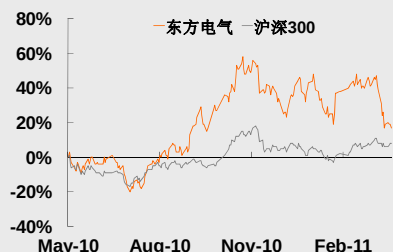
强烈推荐 (首次)

现价: 26.25 元

主要数据

行业	电力设备与新能源
公司网址	www.dongfang.com
大股东/持股	中国东方电气集团有限公司/49.77%
实际控制人/持股	国务院国有资产监督管理委员会/49.77%
总股本(百万股)	2,004
流通 A 股(百万股)	1,544
流通 B/H 股(百万股)	340
总市值(亿元)	527.42
流通 A 股市值(亿元)	406.36
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	85.3

行情走势图



证券分析师

龚泽云 S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

投资要点

■ 一季度业绩增长符合预期，收入与毛利率双重提升

报告期内，公司实现营业收入 85.77 亿元，同比增长 23.96%；实现净利润 6.26 亿元，同比增长 23.96%；实现每股收益 0.31 元，同比增长 23.96%。主营业务毛利率为 19.86%，同比增加 5 个百分点。

■ 工程及服务项目大幅增加，成为新的增长点

工程及服务收入较上年同期大幅增长，贡献收入 10.29 亿元。公司 EPC 项目以前大部分为集团项目，以后会逐渐以股份公司为主体。电站服务项目毛利率较高，将成为新的增长点。预期公司工程及服务项目今年将新增几十亿收入。

■ 火电进入生产高峰期，结构调整毛利率提升

公司今年进入火电生产高峰期。火电设备生产周期为 1-2 年，前期订单高峰期所累积订单预期于 2011-2012 年生产并确认收入，预期公司火电 2011 年产量将提升至 3000 万千瓦以上，可贡献收入约 250 亿。毛利率显著提升，从 2010 年 17.91% 提升至 20.73%，主要由于较高毛利率的 60 万千瓦机组产量增加。

■ 新能源板块收入与毛利率双重提升

核电项目暂停审批对公司影响有限。2011-2012 核电排产项目多数为已经批准建设的核电项目，不影响供货。预期公司今年核电订单将大幅减少，但由于在手订单饱满，仍可满负荷生产。

核岛设备产能预期于下半年达产，核电业务将进入生产高峰期。扩产项目预期于今年下半年投入使用，核岛设备产能由每年 3 台套扩张到每年 6 台套，常规岛产能扩张到每年 6-8 台套。按照核电项目进程推算，公司 2011 年将进入核电设备生产高峰期，核电业务 2011 年可贡献收入分别达到 80 亿，2012 年核电收入将进一步增加。

■ 水能及环保设备产销两旺，进一步拉升业绩

公司报告期内水能及环保业务毛利率为 15.57%，盈利能力增强。公司水电业务主要以大水电项目为主。今年子公司东风开始制造小水电，进军小水电市场。公司水电项目累计在手订单为 100 亿，其中 2010 年新增订单 28 亿。由于国内水电项目上马加速，按照水电新增项目装机容量增加幅度推测，公司 2011 年水电订单将大幅增长。

■ 投资建议

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.69、1.96 元，对应 4 月 29 日收盘价的 PE 分别为 15.6、13.4 倍，考虑公司在手订单充裕，产能释放在即，业绩成长确定性较高，首次给予“强烈推荐”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	28,497	33,225	38,080	47,531	56,698
YoY(%)	14.5	16.6	14.6	20.1	20.0
净利润(百万元)	153	1,539	2,577	3,382	3,920
YoY(%)	-92.3	908.7	67.5	31.3	15.9
毛利率(%)	16.1	17.3	20.2	20.1	20.0
净利率(%)	0.5	4.6	6.8	7.1	6.9
ROE(%)	6.8	17.7	23.3	23.4	21.3
EPS(摊薄/元)	0.17	1.54	1.29	1.69	1.96
P/E(倍)	345.8	34.3	20.5	15.6	13.4
P/B(倍)	23.5	6.1	4.8	3.6	2.9

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
流动资产	62745	69459	89586	109665	
现金	14925	13754	28021	34272	
应收账款	9897	11709	13699	16124	
其他应收款	404	420	446	513	
预付账款	7901	7516	9906	11629	
存货	28579	34580	35673	44885	
其他流动资产	1038	1480	1841	2242	
非流动资产	10286	12794	11261	10069	
长期投资	238	325	301	309	
固定资产	5952	8878	8416	7508	
无形资产	901	976	1079	1152	
其他非流动资产	3196	2615	1465	1100	
资产总计	73031	82253	100847	119735	
流动负债	60058	68619	83750	98743	
短期借款	451	2335	1707	1916	
应付账款	10851	11108	14260	16884	
其他流动负债	48756	55176	67782	79943	
非流动负债	3904	1849	1837	1706	
长期借款	615	276	254	126	
其他非流动负债	3289	1573	1583	1580	
负债合计	63961	70469	85587	100450	
少数股东 权益	361	746	821	905	
股本	1002	2004	2004	2004	
资本公积	6105	5094	5094	5094	
留存收益	1607	3946	7328	11248	
归属母公司股东权益	8709	11039	14439	18380	
负债和股东权益	73031	82253	100847	119735	

现金流量表		单位:百万元			
计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
经营活动现金流	6545	1952	14654	6224	
净利润	1567	2676	3458	4003	
折旧摊销	682	935	1270	1346	
财务费用	148	-40	43	-26	
投资损失	-24	-92	-69	-77	
营运资金变动	3344	-2596	8254	514	
其他经营现金流	827	1069	1698	462	
投资活动现金流	-3814	-3017	319	-82	
资本支出	3685	2584	-1	0	
长期投资	-151	-452	-411	10	
其他投资现金流	-280	-886	-93	-72	
筹资活动现金流	309	-128	-707	110	
短期借款	247	1884	-628	209	
长期借款	613	-339	-22	-128	
普通股增加	120	1002	0	0	
资本公积增加	4872	-1010	0	0	
其他筹资现金流	-5543	-1664	-57	28	
现金净增加额	3037	-1188	14266	6251	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
营业收入	33225	38080	47531	56698	
营业成本	27484	30380	37990	45372	
营业税金及附加	75	227	225	292	
营业费用	794	807	1050	1236	
管理费用	2300	3082	3569	4423	
财务费用	148	-40	43	-26	
资产减值损失	827	987	933	951	
公允价值变动收益	2	27	18	21	
投资净收益	24	92	69	77	
营业利润	1622	2756	3808	4549	
营业外收入	223	204	210	208	
营业外支出	297	115	176	155	
利润总额	1547	2845	3842	4602	
所得税	-20	169	384	598	
净利润	1567	2676	3458	4003	
少数股东损益	29	99	76	83	
归属母公司净利润	1539	2577	3382	3920	
EBITDA	2452	3651	5121	5869	
EPS (元)	1.54	1.29	1.69	1.96	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
成长能力					
营业收入	122.0%	69.6%	85.4%	58.3%	
营业利润	133.3%	74.6%	70.8%	63.0%	
归属母公司股东权益	114.7%	65.6%	65.6%	61.4%	
获利能力					
毛利率(%)	53.1%	52.4%	51.7%	51.2%	
净利率(%)	25.4%	23.9%	23.7%	32.7%	
ROE(%)	9.6%	14.4%	19.3%	23.7%	
ROIC(%)	89.6%	63.9%	60.8%	75.9%	
偿债能力					
资产负债率(%)	6.8%	7.1%	10.4%	12.3%	
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	14.82	13.42	8.92	7.69	
速动比率	14.07	12.36	7.83	6.62	
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.44	0.68	0.82	
应收账款周转率	11	11	10	10	
应付账款周转率	4.28	4.13	4.35	4.10	
每股指标(元)					
每股收益	2.04	3.38	5.59	9.03	
每股经营现金流	1.36	1.25	2.81	5.92	
每股净资产	21.24	23.42	29.02	38.05	
估值比率					
P/E	34.2	20.4	15.6	13.4	
P/B	6.52	5.91	4.77	3.64	
EV/EBITDA	61	38	21	13	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257