



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8月24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)

火电业务超预期

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	307.8	30.5	18.2	13.5	10.5
市净率	20.3	5.4	4.3	3.2	2.5
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

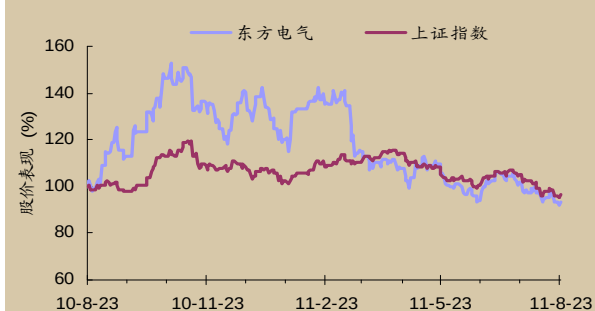
股票信息

A股	
股票代码	600875.CH
当前股价	人民币23.43
日成交量 (百万股)	4.4
52周最高价/最低价	人民币39.2/22.48
市值 (百万元)	45888
发行股数 (百万股)	882
其中：流通股 (百万股)	486
主要股东 (持股比例)	东方电气集团 (50%)

最近估值走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[600537.CH]	-8.43	-13.59	+8.32	+29.99
[SHASHR Index]	-2.07	-7.82	-7.94	-3.66

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

公司上半年业绩超预期：

东方电气上半年收入 197.6 亿元，净利润 15.4 亿元，同比增长 53.42%，对应每股收益 0.77 元/股，超过我们和市场预期。

评论：

1、上半年新增订单 236 亿元，其中出口项目约为 16 亿美金，占比达 44.2%，截至 6 月 30 日公司在手订单超过 1500 亿元，再创新高。其中高效清洁能源与工程及服务新增订单占比共计 87.4%，达 206 亿元，主要是火电、燃气轮机两块业务超预期。上半年全国火电订单约 3200 万千瓦，而去年全年才 4000 万千瓦，主要得益于西北地区由于国家产业转移带来的电源建设需求。东电上半年锅炉、汽轮机、发电机订单市场份额分别达 35%、50%、38%，综合火电市场份额可达 39%，即 1200-1300 万千瓦，对应价值量可达 130~140 亿元。考虑到上半年常规岛订单量不大，预计在 20 亿左右，则剩下的 40~50 亿来自燃气轮机，相当于 8-10 台，市场份额处于三大动力首位。我们认为上半年东电燃机大获全胜与其行业领先的 60%高转换效率有关。

2、综合毛利率同比提升 3 个百分点，好于预期。毛利率提升主要得益于发电设备产量达到 2113 万千瓦，同比大幅提升 25.8%，规模效应带来降本增效，从而使各个业务毛利率均好于预期。其中火电毛利率明显向好，与大型机组占比提升有关。而风机价格下跌则拖累新能源毛利率同比下降 2.9 个百分点至 19.4%，但该下跌幅度仍然好于预期。

3、核电招标重启时点难定。目前虽然在建机组安全检查已经结束，但我们认为核电项目年内重启招标几乎不可能，明年是否重启也有较大不确定性。三大动力均已经接到通知，部分核电订单已经暂缓，全国核电订单暂缓规模估计在 400 亿元，尚无法判断这部分订单暂缓时间或取消的风险。虽然核电设备目前生产仍然满产，2013 年之前业绩不会受到影响，但在重新重启及 2020 年新的核电规划出台之前，公司估值水平难有较大回升。

估值与建议：

暂维持 2011~2012 年每股收益预测 1.73 元/股、2.23 元/股，同比增长 35%、29%。上半年业绩超预期，我们将在分析师会议之后考虑是否调整盈利预测。目前股价对应于 2012 年 10.5 倍市盈率，维持推荐。

¹ 报告贡献人：石冉 (shiran@cicc.com.cn)

图表 1: 历史和预测的财务数据

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

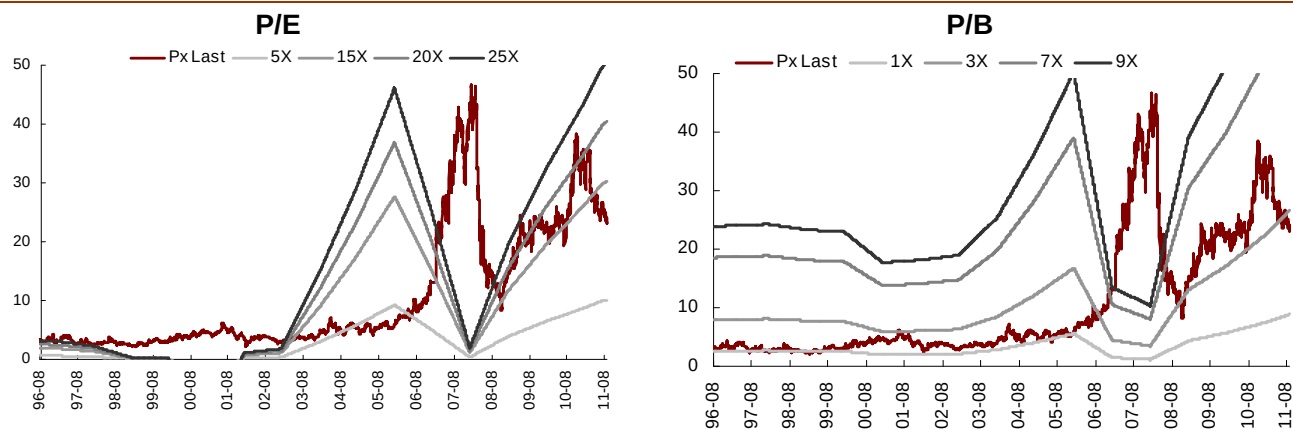
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值表

公司	代码	评级	货币	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	推荐	CNY	23.43	38,984	1.29	1.73	2.23	18.2	13.5	10.5	4.3	3.1	2.4
上海电气	601727 CH	中性	CNY	5.93	58,415	0.22	0.25	0.30	27.0	23.5	20.0	2.8	2.5	2.2
H股														
东方电气	1072 HK	审慎推荐	HKD	24.75	6,904	1.29	1.73	2.23	15.8	11.7	9.1	3.7	2.7	2.1
上海电气	2727 HK	中性	HKD	3.31	8,073	0.22	0.25	0.30	12.3	10.8	9.2	1.3	1.1	1.0
哈动力	1133 HK	中性	HKD	9.10	10,279	0.74	0.74	0.82	10.0	10.1	9.1	1.1	1.0	0.9
中值									15.8	11.7	9.2	2.8	2.5	2.1
平均值									16.7	13.9	11.6	2.6	2.1	1.7

资料来源: 彭博资讯、Wind, 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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