

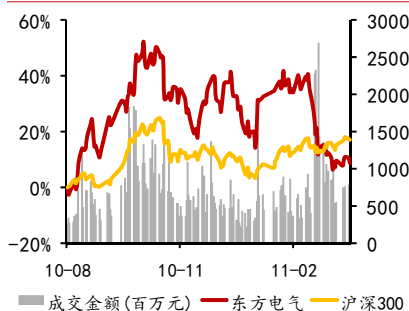
投资评级

推荐（维持）

基本信息：

收盘价	23.93元
总股本	20.04亿股
流通股本	15.44亿股
流通市值	369.46亿元
总市值	479.52亿元
成交量	1091.79万股

股价近期走势：



相关报告

- 1、《多点发力，打造电力设备“动车组”》
东方电气 2011 年一季报分析报告
- 2、《核电中场休息，火电或担重任》
方电气 2010 年报分析报告
- 3、《火电墙内开花墙外香，水电核电前景无限》
东方电气重大合同公告点评
- 4、《“双引擎拉动” 业绩增长可期》
东方电气公司研究报告

研发部

 王博涛¹

SAC 执业证书编号：S1340510120006

联系人：机械新能源研究小组

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

¹ 报告贡献人：陈鹏

业绩符合预期 期待多点发力

——东方电气（600875）2011 年中报点评

● **毛利率提升，公司业绩符合预期：**上半年，公司营业收入 197.6 亿元，同比增长 16.84%，营业利润 17.23 亿元，同比增长 52.79%，归属上市公司股东净利润 15.38 亿元，同比增长 53.42%，基本每股收益 0.77 元。报告期公司综合毛利率 20.43%，相比上年同期上升 2.95 个百分点，是推动公司营业利润大幅增长的主要动力。公司中期业绩符合我们之前的预期。

● **受市场需求拉动，火电收入毛利率双丰收：**报告期，受火电市场需求旺盛，公司以火电产品为主的高效清洁发电设备营业收入同比增长 17.09%，毛利率提升 1.89 个百分点。高效清洁板块作为公司营业收入和利润的主要贡献来源，其收入的毛利率的提升是公司中期业绩保持高速增长的决定性因素。这也符合我们年初对上半年公司将受益火电市场兴起的判断。考虑到全国结构性缺电长期存在、火电发展滞后，未来一段时间内，公司依靠超超临界火电机组以及燃气轮机增长，将继续享受火电发展所带来的业绩支撑。

● **风电核电短期影响显现，但不必过分担忧：**受到风电行业不景气和福岛核事故影响，公司报告期新能源板块业务表现欠佳，毛利率下降了 2.88 个百分点。核电和风电作为前期推动公司业绩大幅增长的动力，短期可能出现一个空档期。考虑到核电发展的必然性，以及公司风电海外市场优势，公司新能源业务在经过短期修正后将恢复正常，我们预计明年新能源板块业务将有所好转。

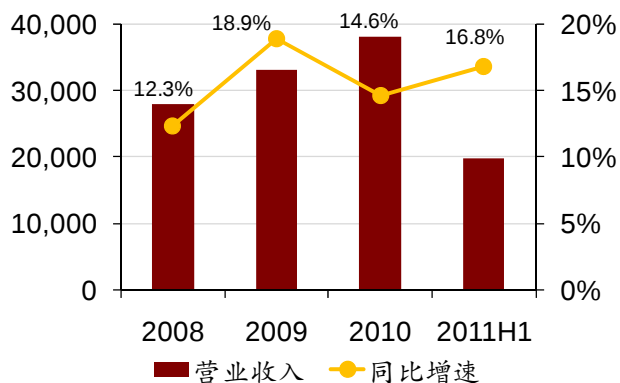
● **其他业务渐成气候，EPC 异军突起：**报告期，公司水电环保和工程业务毛利率大幅提升，分别提升 6.46 和 21.88 个百分点。公司结构调整，多业务并举的格局逐步开始显现实力。1-6 月份公司新签订单 236 亿元，其中出口业务占比 44.2%，随着公司依靠自身产品不俗的技术和成本优势，大力拓展海外市场，以 EPC 为代表的海外业务将成为未来支撑公司业绩增长的另外一个发力点。

● **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.834 元、2.118 元和 2.497 元，对应动态市盈率分别为 46.47 倍、35.47 倍和 24.81 倍，维持对公司推荐的投资评级。

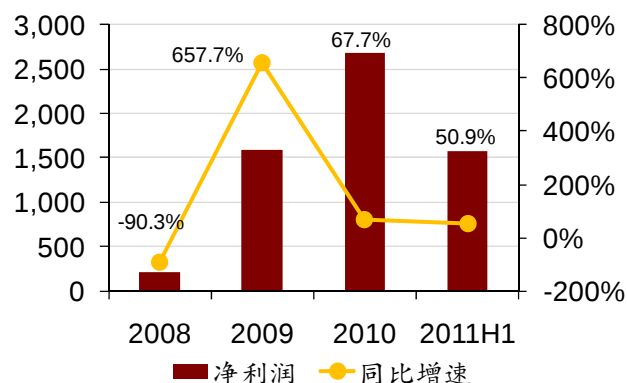
● **风险提示：**1、国内核电中长期规划大幅下调目标装机容量 2、风电市场持续疲弱；3、汇率风险。

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	33223.25	38080.11	44688.70	51493.86	59316.24
YOY(%)	18.87%	14.62%	17.35%	15.23%	15.19%
综合毛利率 (%)	17.19%	20.22%	20.57%	20.91%	21.12%
归属母公司股东净利润	1571.66	2576.97	3674.53	4244.44	5003.00
YOY(%)	793.00%	63.96%	42.59%	15.51%	17.87%
每股收益 (EPS)	0.784	1.286	1.834	2.118	2.497
市盈率 (P/E)	30.51	18.61	13.05	11.30	9.58

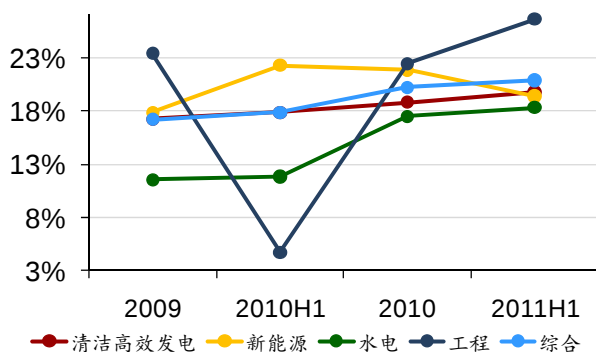
图表 1: 营业收入及同比增速



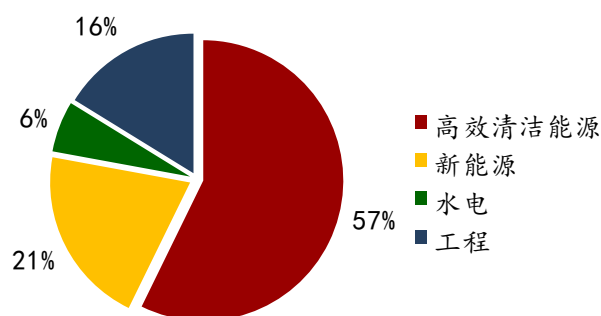
图表 2: 净利润及同比增速



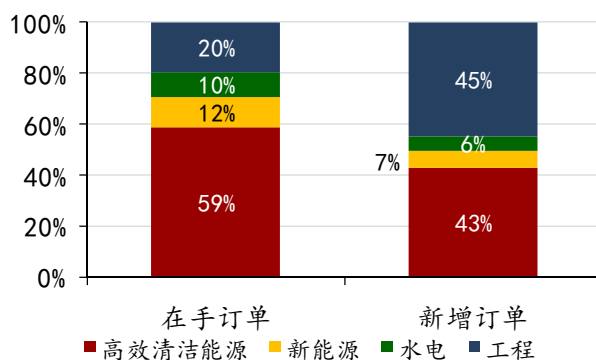
图表 3: 公司毛利率情况



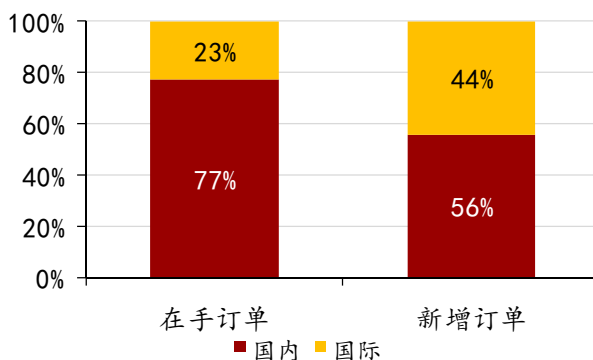
图表 4: 报告期公司各项业务在营业利润中占比



图表 5: 公司报告期末在手订单及新增订单分布



图表 6: 公司报告期末在手订单及新增订单区域分布



数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	38080.11	44688.70	51493.86	59316.24
减：营业成本	30379.88	35498.29	40725.30	46786.67
营业税金及附加	227.48	153.71	177.12	204.02
营业费用	806.97	916.57	1056.14	1216.58
管理费用	3081.52	3306.96	4016.52	4685.98
财务费用	-40.20	-1.49	7.86	-14.65
资产减值损失	986.85	500.00	500.00	500.00
加：投资收益	91.62	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	26.66	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2755.90	4384.67	5080.92	6007.63
加：其他非经营损益	89.28	92.10	92.10	92.10
利润总额	2845.18	4476.77	5173.02	6099.74
减：所得税	169.16	661.02	765.45	904.46
净利润	2676.01	3815.75	4407.57	5195.28
减：少数股东损益	99.04	141.22	163.12	192.28
归属母公司股东净利润	2576.97	3674.53	4244.44	5003.00
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	12666.38	16611.45	19657.72	27501.16
应收和预付款项	21026.44	28021.30	28394.62	36520.79
存货	34580.41	28130.62	43814.41	38838.59
其他流动资产	56.59	56.59	56.59	56.59
长期股权投资	325.46	375.46	425.46	475.46
投资性房地产	30.76	26.59	22.41	18.24
固定资产和在建工程	10371.60	9820.76	9039.91	8139.06
无形资产和开发支出	975.60	900.03	818.45	730.87
其他非流动资产	382.74	381.89	381.05	381.05
资产总计	80415.98	84324.68	102610.62	112661.81
短期借款	2335.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	64304.55	68192.34	83750.84	90587.16
长期借款	275.81	275.81	275.81	275.81
其他负债	1716.24	1710.94	1710.94	1710.94
负债合计	68631.60	70179.08	85737.59	92573.90
股本	2003.86	2003.86	2003.86	2003.86
资本公积	5094.26	5094.26	5094.26	5094.26
留存收益	3940.64	6160.63	8724.94	11747.54
归属母公司股东权益	11038.75	13258.75	15823.06	18845.66
少数股东权益	745.63	886.85	1049.97	1242.25
股东权益合计	11784.38	14145.60	16873.03	20087.91
负债和股东权益合计	80415.98	84324.68	102610.62	112661.81
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	2027.40	8750.14	5495.97	10470.91
投资性现金净流量	-3017.46	-1267.02	-1161.71	-1161.71
筹资性现金净流量	-127.83	-3538.04	-1287.99	-1465.75
现金流量净额	-1112.93	3945.07	3046.27	7843.44

财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	20.22%	20.57%	20.91%	21.12%
三费/销售收入	10.11%	9.45%	9.87%	9.93%
EBIT/销售收入	7.17%	9.45%	9.28%	9.42%
EBITDA/销售收入	9.62%	12.79%	12.44%	12.37%
销售净利率	7.03%	8.54%	8.56%	8.76%
ROE	23.34%	27.71%	26.82%	26.55%
ROA	3.39%	5.01%	4.66%	4.96%
ROIC	-45.52%	208.89%	-182.32%	-191.63%
销售收入增长率	14.62%	17.35%	15.23%	15.19%
EBIT 增长率	62.31%	54.79%	13.15%	16.82%
EBITDA 增长率	55.03%	55.99%	12.10%	14.50%
净利润增长率	67.68%	42.59%	15.51%	17.87%
总资产增长率	9.67%	4.86%	21.69%	9.80%
股东权益增长率	26.75%	20.11%	19.34%	19.10%
经营资本增长率	28.35%	-38.7%	4.82%	-32.27%
资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	85.35%	83.22%	83.56%	82.17%
投资资本/总资产	2.09%	-2.59%	-2.37%	-6.20%
带息债务/总负债	3.80%	0.39%	0.32%	0.30%
流动比率	1.02	1.07	1.10	1.13
速动比率	0.51	0.65	0.57	0.71
股利支付率	6.22%	39.58%	39.58%	39.58%
收益留存率	93.78%	60.42%	60.42%	60.42%
总资产周转率	0.47	0.53	0.50	0.53
固定资产周转率	4.29	5.24	6.57	8.55
应收账款周转率	2.91	2.99	2.97	2.98
存货周转率	0.88	1.26	0.93	1.20
业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EBIT	2729.76	4225.27	4780.88	5585.09
EBITDA	3664.70	5716.72	6408.32	7337.69
NOPLAT	2475.36	3503.70	3975.96	4659.54
净利润	2576.97	3674.53	4244.44	5003.00
EPS	1.286	1.834	2.118	2.497
BPS	5.51	6.62	7.90	9.40
PE	18.61	13.05	11.30	9.58
PB	4.34	3.62	3.03	2.54
PS	1.26	1.07	0.93	0.81
PCF	23.65	5.48	8.73	4.58
EV/EBIT	14.14	7.69	6.21	3.96
EV/EBITDA	10.53	5.69	4.63	3.02
EV/NOPLAT	15.59	9.28	7.47	4.75
EV/IC	23.01	-14.91	-12.21	-3.17
ROIC-WACC	-45.52%	209.62%	-181.66%	-191.40%

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。