

东方电气 (600875)

海外工程超预期，燃机业务增长可期

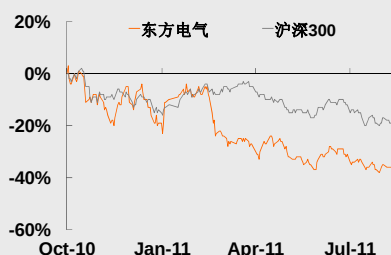
强烈推荐 (维持)

现价: 22.07 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 /44.04%
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)	442.25
流通 A 股市值(亿元)	340.75
每股净资产(元)	6.47
资产负债率(%)	84.3

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

张海 S1060111030070
021-33903991
QIAOMIN157@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

东方电气发布 2011 年三季报，单季度业绩略低于预期，期间实现营业收入 103.3 亿元，同比增长 14.08%；实现营业利润 9.26 亿元，同比增长 19.08%；实现 EPS0.37 元，同比增长 5.11%；综合毛利率为 20.49%，同比提升 1.93 个百分点。2011 年 1-9 月，实现营业总收入 300.91 亿元，同比增长 15.88%；实现净利润 22.78 亿元，同比增长 33.48%；实现 EPS1.14 元，上年同期为 0.85 元。

■ 收入同比增长符合预期，综合毛利率持续提升，所得税费用上升导致净利润低于预期

1-9 月份收入同比总体平稳增长，海外工程服务和高效清洁能源增长迅速。海外工程服务贡献收入 37.60 亿元，同比增长 58.79%。综合毛利率为 20.49%，同比增加 1.93 个百分点。所得税费用为 2.04 亿，同比增加 400%，主要是由于东汽等厂不再免税，税率恢复到 15%。

■ 工程服务增长超预期，业务结构优化提高毛利率

海外工程服务贡献收入 37.60 亿元，同比增长 58.79%，毛利率为 32.39%，同比增加 16 个百分点。交货项目中没有工程总包（EPC）形式，以主设备供应（BTG）形式为主，项目中包含服务业务，其毛利率超过 40%，所以板块综合毛利率高出常规火电设备近 10 个百分点。但服务业务在板块中占比不高，预计板块毛利率提升空间有限。

■ 火电业务平稳增长，燃机业务爆发可期

1-9 月份火电业务贡献收入 152 亿，同比增长 24.8%；毛利率 20.5%，同比略有增长。火电业务增长平稳，由于地震后东汽厂房于去年六月份达产，下半年基数较高，同比增速放缓。另外，公司采用加速会计折旧，新增固定资产在使用初期折旧较高。预计火电毛利率仍有小幅上升可能性。

气电燃机业务增长可期，随着十二五期间可供发电气源量的持续增长，以及节能减排目标的硬化，国内气电增长迅速。上半年生效订单 22 亿，预计全年可达 60 亿，2012 年开始贡献收入约 30 亿。

■ 核电业务交货低于预期

清洁高效能源板块贡献收入 175.77 亿元，同比增长 24%，其中核电常规岛收入贡献约 22 亿，同比增长 60%；由于日本核事故后 2 个核电项目出现延迟，核电业务总体收入低于预期，预计全年交货很难超过 60 亿。本期规模效应难以体现，常规岛毛利率仅提升 1.5 个百分点，核岛毛利率回落到 24%。预期常规岛毛利率会继续提升，并逐渐接近百万千瓦级火电机组毛利率 13%。

■ 投资建议

预计公司 2011 年、2012 年 EPS 为 1.70、1.94 元，对应 PE 分别为 13.0 倍、11.4 倍，公司订单充足，业绩增长确定，维持“强烈推荐”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	28,497	33,225	38,080	43,788	51,873
YoY(%)	14.5	16.6	14.6	15.0	18.5
净利润(百万元)	153	1,539	2,577	3,477	3,978
YoY(%)	-92.3	908.7	67.5	32.0	14.5
毛利率(%)	16.1	17.3	20.2	21.0	21.2
净利率(%)	0.5	4.6	6.8	7.8	7.5
ROE(%)	6.8	17.7	23.3	23.5	21.2
EPS(摊薄/元)	0.08	0.77	1.29	1.70	1.94
P/E(倍)	314.4	28.7	17.1	13.0	11.4
P/B(倍)	21.4	5.5	4.3	3.3	2.6

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	62745	69459	77658	87097	营业收入	33225	38080	43788	51873
现金	14925	13754	17101	19751	营业成本	27484	30380	34604	40897
应收账款	9897	11709	11823	14006	营业税金及附加	75	227	207	267
其他应收款	404	420	411	469	营业费用	794	807	968	1131
预付账款	7901	7516	9023	10482	管理费用	2300	3082	3288	4046
存货	28579	34580	37597	40330	财务费用	148	-40	-84	128
其他流动资产	1038	1480	1703	2059	资产减值损失	827	987	933	951
非流动资产	10286	12794	11251	10041	公允价值变动收益	2	27	18	21
长期投资	238	325	301	309	投资净收益	24	92	69	77
固定资产	5952	8878	8555	7614	营业利润	1622	2756	3960	4552
无形资产	901	976	1079	1152	营业外收入	223	204	210	208
其他非流动资产	3196	2615	1315	965	营业外支出	297	115	80	80
资产总计	73031	82253	88909	97138	利润总额	1547	2845	4090	4680
流动负债	60058	68619	71793	76153	所得税	-20	169	614	702
短期借款	451	2335	8286	11923	净利润	1567	2676	3477	3978
应付账款	10851	11108	12989	15219	少数股东损益	29	99	76	83
其他流动负债	48756	55176	50518	49012	归属母公司净利润	1539	2577	3401	3895
非流动负债	3904	1849	1837	1706	EBITDA	2452	3651	5156	6044
长期借款	615	276	254	126	EPS (元)	1.54	1.29	1.70	1.94
其他非流动负债	3289	1573	1583	1580	主要财务比率				
负债合计	63961	70469	73630	77860	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
少数股东权益	361	746	821	905	成长能力				
股本	1002	2004	2004	2004	营业收入	16.6%	14.6%	15.0%	18.5%
资本公积	6105	5094	5094	5094	营业利润	10.1%	69.9%	43.7%	14.9%
留存收益	1607	3946	7347	11242	归属于母公司净利润	908.7%	67.5%	32.0%	14.5%
归属母公司股东权	8709	11039	14458	18374	获利能力				
负债和股东权益	73031	82253	88909	97138	毛利率(%)	17.3%	20.2%	21.0%	21.2%
现金流量表					净利率(%)	4.6%	6.8%	7.8%	7.5%
单位:百万元					ROE(%)	17.7%	23.3%	23.5%	21.2%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	ROIC(%)	-36.6%	-1057.6%	52.0%	35.7%
经营活动现金流	6545	1952	-2973	-651	偿债能力				
净利润	1567	2676	3477	3978	资产负债率(%)	87.6%	85.7%	82.8%	80.2%
折旧摊销	682	935	1280	1365	净负债比率(%)	1.69%	3.75%	11.63%	15.51%
财务费用	148	-40	-84	128	流动比率	1.04	1.01	1.08	1.14
投资损失	-24	-92	-69	-77	速动比率	0.56	0.50	0.55	0.61
营运资金变动	3344	-2596	-9073	-6390	营运能力				
其他经营现金流	827	1069	1496	346	总资产周转率	0.51	0.49	0.51	0.56
投资活动现金流	-3814	-3017	319	-82	应收账款周转率	3	3	4	4
资本支出	3685	2584	-1	0	应付账款周转率	3.00	2.77	2.87	2.90
长期投资	-151	-452	-411	10	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-280	-886	-93	-72	每股收益(最新摊薄)	0.77	1.29	1.70	1.94
筹资活动现金流	309	-128	6000	3383	每股经营现金流(最新摊)	3.27	0.97	-1.48	-0.32
短期借款	247	1884	5951	3636	每股净资产(最新摊薄)	4.35	5.51	7.21	9.17
长期借款	613	-339	-22	-128	估值比率				
普通股增加	120	1002	0	0	P/E	28.7	17.1	13.0	11.4
资本公积增加	4872	-1010	0	0	P/B	5.51	4.34	3.32	2.61
其他筹资现金流	-5543	-1664	71	-126	EV/EBITDA	15	10	7	6
现金净增加额	3037	-1188	3346	2650					

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）

公司声明及风险提示：

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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