

证券研究报告

电气设备

强烈推荐(维持)

证券分析师

张海

投资咨询资格编号 S1060511100001
电话 15012583139
邮箱 Zhanghai376@pingan.com.cn

周紫光

投资咨询资格编号 S1060511110003
电话 13925212329
邮箱 zhouziguang157@pingan.com.cn

联系人

乔敏

一般资格编号 S1060111030070
电话 13761464619
邮箱 QIAOMIN157@pingan.com.cn

东方电气 (600875)

结构转型增长确定，业绩支撑概念进攻

- 2012年12月13、14日参加公司投资者交流会，与高管团队交流公司今年业务开展情况及未来业务发展规划。战略重点是**结构转型，新能源与制造服务比例提高，增强盈利能力**。公司明年排产计划中，按照装机容量计算预计减少10%，我们认为其**收入增速将高于交货的装机容量增速**，仍将保持平稳增长，主要分析如下：
- 产品结构调整，单位装机容量投资较高的电源品种占比提升**：从主设备造价来看，传统煤电接近1000元/千瓦，而新能源中核电2500元/千瓦（公司对应设备），风电3400元/千瓦，其他电源品种中燃机接近2000元/千瓦，单位千瓦投资量均高于传统煤电产品。公司2012年增长驱动主要是核电、燃机以及水电等电源类型，所以收入增速高于交货装机容量增速。
- 制造业向制造服务业转型，服务比例提高，收入规模与装机容量相关度进一步减弱**。世界成熟电力设备供应商都经历过从制造业向制造服务业的转型过程，相比制造业来说，制造服务业毛利更高，对公司综合实力要求也更高。公司在海外市场中，从仅提供主设备逐渐过渡到提供主设备及一体化电站服务，今年前三季度工程服务收入规模超过7亿，毛利率在40%以上，贡献毛利润约2.8亿，预期到2015年，工程服务年贡献利润可超过15亿。
- 生产排产回归理性，高存货量逐渐消纳**。公司自2010年以来，电力设备产量增速一直高于收入增速，排产计划激进，收入确认相对保守，存货量大幅增加，其中在产品占比较高，包括风电、火电、核电、燃机等长周期生产设备。公司存货比例远高于行业平均水平，预计会下降到常规水平，存货会逐渐消纳并确认收入。

项目	2009年	2010年	2011年1-9月(同比)
发电设备产量(万千瓦)	2903	3451	3155
YOY%	-	18.88%	27.37%
收入(亿)	332.3	380.8	300.9
YOY%	-	14.60%	15.88%
存货(亿)	218.6	285.8	398.0
YOY%	-	30.74%	-
存货/收入	65.78%	75.05%	132.27%
存货/收入(行业可比公司)	34.94%	32.18%	33.35%

- 注重提高盈利能力，减少外包比例**。在高速排产情况下，部分产品外包，目前外包产品比例为15%，主要外包给日本等国外厂商，对利润侵蚀较高。明年排产中外包比例将有所减少，相同装机容量的设备中自产比例将有所提升。
- 核电发展确定性进一步增强，排产增速提高**。今年国内在建核电厂进行停工安全检查，影响了今年核电交货进度。目前核电安全规划已经上报，预计明年核电重启确定性较高。核电设备排产接近500万千瓦，即交货近5台机组，预计收入增速可达80%以上。
- 调整公司2011和2012收入分别为433.6、510.3亿元，EPS分别为1.63、1.91元，对应12月14日收盘价PE为13.8、11.7倍，由于公司业绩确定性高，估值安全，且核电行业确定性不断增加，维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	33,225	38,080	43,362	51,035	59,578
YoY(%)	16.6	14.6	13.9	17.7	16.7
净利润(百万元)	1,539	2,577	3,260	3,830	4,477
YoY(%)	908.7	67.5	26.5	17.5	16.9
毛利率(%)	17.3	20.2	21.5	21.1	20.8
净利率(%)	4.6	6.8	7.5	7.5	7.5
ROE(%)	17.7	23.3	23.2	21.4	20.3
EPS(摊薄/元)	0.77	1.29	1.63	1.91	2.23
P/E(倍)	29.1	17.4	13.8	11.7	10.0
P/B(倍)	5.1	4.1	3.2	2.5	2.0

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	62745	69459	80285	97706	117783
现金	14925	13754	16728	24864	32599
应收账款	9897	11709	14716	15116	17661
其他应收款	404	420	494	575	674
预付账款	7901	7516	8880	10321	12165
存货	28579	34580	37650	44957	52513
其他流动资产	1038	1480	1817	1874	2171
非流动资产	10286	12794	11149	9886	8561
长期投资	238	325	296	306	303
固定资产	5952	8878	8416	7508	6376
无形资产	901	976	973	974	974
其他非流动资产	3196	2615	1464	1098	909
资产总计	73031	82253	91434	107592	126344
流动负债	60058	68619	74124	86464	100875
短期借款	451	2335	0	0	0
应付账款	10851	11108	12784	14985	17611
其他流动负债	48756	55176	61341	71479	83264
非流动负债	3904	1849	2386	2207	2267
长期借款	615	276	276	276	276
其他非流动负债	3289	1573	2110	1931	1991
负债合计	63961	70469	76510	88671	103142
少数股东权益	361	746	862	1008	1175
股本	1002	2004	2004	2004	2004
资本公积	6105	5094	5094	5094	5094
留存收益	1607	3946	6945	10775	14869
归属母公司股东权	8709	11039	14062	17913	22027
负债和股东权益	73031	82253	91434	107592	126344

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6545	1952	5104	7990	7917
净利润	1567	2676	3377	3976	4644
折旧摊销	682	935	1209	1282	1319
财务费用	148	-40	18	-83	-123
投资损失	-24	-92	-69	-77	-74
营运资金变动	3344	-2596	-19	2589	1495
其他经营现金流	827	1069	588	303	656
投资活动现金流	-3814	-3017	497	61	79
资本支出	3685	2584	-1	0	0
长期投资	-151	-452	-411	10	-3
其他投资现金流	-280	-886	85	71	76
筹资活动现金流	309	-128	-2627	85	-261
短期借款	247	1884	-2335	0	0
长期借款	613	-339	0	0	0
普通股增加	120	1002	0	0	0
资本公积增加	4872	-1010	0	0	0
其他筹资现金流	-5543	-1664	-292	85	-261
现金净增加额	3037	-1188	2973	8136	7735

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	33225	38080	43362	51035	59578
营业成本	27484	30380	34056	40267	47189
营业税金及附加	75	227	205	263	298
营业费用	794	807	958	1112	1304
管理费用	2300	3082	3340	3997	4641
财务费用	148	-40	18	-83	-123
资产减值损失	827	987	933	951	945
公允价值变动收益	2	27	18	21	20
投资净收益	24	92	69	77	74
营业利润	1622	2756	3938	4625	5417
营业外收入	223	204	210	208	209
营业外支出	297	115	176	155	162
利润总额	1547	2845	3973	4677	5463
所得税	-20	169	596	702	820
净利润	1567	2676	3377	3976	4644
少数股东损益	29	99	117	146	167
归属母公司净利润	1539	2577	3260	3830	4477
EBITDA	2452	3651	5166	5823	6612
EPS（元）	1.54	1.29	1.63	1.91	2.23

主要财务比率					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	16.6%	14.6%	13.9%	17.7%	16.7%
营业利润	10.1%	69.9%	42.9%	17.4%	17.1%
归属于母公司净利润	908.7%	67.5%	26.5%	17.5%	16.9%
获利能力					
毛利率(%)	17.3%	20.2%	21.5%	21.1%	20.8%
净利率(%)	4.6%	6.8%	7.5%	7.5%	7.5%
ROE(%)	17.7%	23.3%	23.2%	21.4%	20.3%
ROIC(%)	18.3%	18.7%	23.5%	21.2%	20.2%
偿债能力					
资产负债率(%)	87.6%	85.7%	83.7%	82.4%	81.6%
净负债比率(%)	1.69%	3.75%	0.39%	0.34%	0.29%
流动比率	1.04	1.01	1.08	1.13	1.17
速动比率	0.56	0.50	0.57	0.60	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.49	0.50	0.51	0.51
应收账款周转率	3	3	3	3	3
应付账款周转率	3.00	2.77	2.85	2.90	2.90
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.29	1.63	1.91	2.23
每股经营现金流(最新摊)	3.27	0.97	2.55	3.99	3.95
每股净资产(最新摊薄)	4.35	5.51	7.02	8.94	10.99
估值比率					
P/E	29.15	17.40	13.75	11.71	10.02
P/B	5.15	4.06	3.19	2.50	2.04
EV/EBITDA	14	9	7	6	5

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