



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

公司动态
证券研究报告

2012 年 2 月 2 日

电气设备

研究部

陈华, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207110066
chenhua@cicc.com.cn

石冉

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080511090003
shiran@cicc.com.cn

推荐

东方电气 (600875.SH)

火电 2011 年见顶, 核电 2012 年见顶

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	33,225	38,080	40,842	41,952	35,360
(+/-)	17%	15%	7%	3%	-16%
主营业务利润	5,666	7,473	8,397	8,601	7,092
(+/-)	25%	32%	12%	2%	-18%
净利润	1,539	2,577	3,127	3,318	2,814
(+/-)	909%	67%	21%	6%	-15%
每股盈利 (元)	0.77	1.29	1.56	1.66	1.40
(+/-)	909%	67%	21%	6%	-15%
市盈率	30.5	18.2	15.0	14.2	16.7
市净率	5.4	4.3	3.3	2.7	2.3
净资产收益率	17.7%	23.3%	22.1%	19.0%	13.9%
每股经营现金流	3.26	0.97	(1.56)	(0.19)	1.75

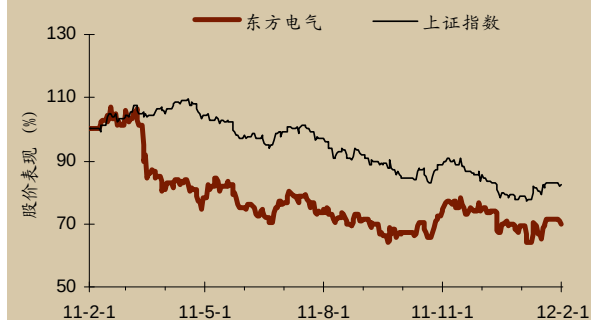
股票信息

A股	
股票代码	600875.CH
当前股价	人民币23.43
日成交量 (百万股)	9.5
52周最高价/最低价	人民币36.22/21.1
市值 (百万元)	45401
发行股数 (百万股)	2004
其中: 流通股 (百万股)	1884
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
[600875.CH]	+0.86	+1.38	-5.90	-30.09
[SHASHR Index]	+0.08	+3.13	-8.15	-18.92

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

公司动态:

由于应收账款高于预期, 我们下调公司 2011 年盈利预测。领先指标显示火电市场前景变得更加悲观, 所以我们下调公司 2012 年盈利增速。公司火电订单在 2008~2009 年见顶更加证实了我们的悲观预期。根据在手订单交付计划, 我们认为公司核电业务将在 2013 年出现大幅下滑。即使今年恢复核电审批, 今年获得的新订单也不会为 2013 年贡献利润。

评论:

从行业看, 领先指标如新批火电项目数和新开工火电项目数均在 2011 年同比大幅缩水, 预示 2012 年火电设备产量可能低于预期 (详见我们今日出版的行业报告)。东方电气在过去几年里火电设备的高产量源于大量震后订单和 2008~2009 年海外订单的快速增长。从火电订单的趋势看, 公司很难维持其高产量水平, 因为震后订单和海外市场增长的红利将逐步消失。

核电设备交付量将在 2013 年大幅下跌。2012 年的新订单无法在 2013 年交付, 因此目前的在手订单将决定公司 2013 年的核电设备盈利。在三大发电设备制造商中, 东方电气将是第一个迎来交付量见顶的公司 (2012 年), 并于 2013 年显著下降, 无论核电项目审批能否在今年恢复。

估值与建议:

我们下调公司 2011 和 2012 年每股收益至 1.56 元和 1.66 元, 比原预测下降 10%和 26%, 并且预计 2013 年每股收益为 1.40 元。公司目前股价对应 2012 年 14 倍市盈率, 在 A 股同行业中估值不高, 故维持买入评级。

风险:

燃气轮机盈利能力上升快于预期。

图表 1: 盈利预测调整

	调整前	2011E 调整后	%	调整前	2012E 调整后	%	2013E
营业收入	44,723	40,842	-9%	49,108	41,952	-15%	35,360
主营利润	8,077	8,397	4%	9,590	8,601	-10%	7,092
净利润	3,467	3,127	-10%	4,471	3,318	-26%	2,814
每股收益 (元)	1.73	1.56	-10%	2.23	1.66	-26%	1.40

资料来源: 中金公司研究部

图表 2: 主要假设

(人民币 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入					
火电	20,795	23,872	27,930	24,625	22,918
水电	3,016	2,938	2,631	2,403	2,283
风电	6,279	10,717	4,281	3,396	3,059
核电	2,134	-	5,500	11,000	6,600
常规岛			3,667	6,600	3,630
核岛			1,833	4,400	2,970
其他	1,001	553	500	527	500
合计	33,225	38,080	40,842	41,952	35,360
产量(兆瓦)					
火电	22,280	26,673	31,207	28,087	26,682
水电	4,950	5,441	5,060	4,807	4,566
风电销量	1,805	2,398	1,125	1,050	975
风电销量(台)	1,203	1,596	750	700	650
核电(台)	1	-	2.5	5.0	3.0
合计	30,034	34,511	39,892	38,943	35,224
产量增长速度					
火电	-15%	20%	17%	-10%	-5%
水电	-25%	10%	-7%	-5%	-5%
风电(兆瓦)	301%	33%	-53%	-7%	-7%
风电(台)	301%	33%	-53%	-7%	-7%
核电	n.a.	-100%	n.a.	100%	-40%
合计	-10%	15%	16%	-2%	-10%
综合毛利率					
火电	19.5%	20.5%	23.1%	22.9%	21.6%
国内			20.2%	20.9%	20.0%
出口			32.0%	28.0%	25.0%
水电	10.6%	12.0%	13.0%	13.0%	13.0%
风电	17.5%	16.0%	16.0%	13.0%	15.0%
核电	-0.5%	15.0%	15.3%	19.4%	20.0%
常规岛			10%	15%	15%
核岛			26%	26%	26%
其他	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	17.3%	18.7%	20.8%	20.7%	20.3%

资料来源: 中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入净额	33,225	38,080	40,842	41,952	35,360
主营业务利润	5,666	7,473	8,397	8,601	7,092
营业费用	794	807	735	755	636
管理费用	2,300	3,082	3,186	3,272	2,758
财务费用	148	-40	-52	-3	-151
营业利润	1,622	2,756	3,684	3,932	3,406
税前利润	1,547	2,845	3,854	4,114	3,563
所得税	-20	169	578	617	534
净利润	1,539	2,577	3,127	3,318	2,814
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	6,528	1,952	-3,119	-381	3,512
投资活动现金流净额	-3,862	-3,017	-1,505	-1,327	-1,303
融资活动现金流净额	391	-128	436	-297	151
货币资金增加额	3,056	-1,193	-4,188	-2,006	2,360
资产负债表 (百万元)					
货币资金	14,985	13,792	9,603	7,598	9,958
应收款项	10,883	13,091	17,344	17,815	14,531
存货	28,713	34,580	36,350	37,364	31,670
流动资产	62,846	69,459	72,782	73,437	65,973
长期投资	270	737	867	997	1,127
固定资产	8,672	10,371	11,054	11,434	11,725
无形资产和其他资产	926	977	977	976	976
短期借款	576	2,335	2,335	2,335	2,335
应付款项	13,989	14,679	15,258	13,579	11,509
预收帐款	43,992	47,689	47,556	47,124	39,719
一年内到期的长期负债	16	31	16	16	16
流动负债	60,255	68,619	69,086	67,080	57,012
长期负债	4,033	1,833	2,233	1,911	1,911
少数股东权益	378	746	895	1,074	1,288
股东权益	8,674	11,039	14,166	17,484	20,297
总资产	73,361	82,253	86,389	87,553	80,510
财务指标					
主营业务利润率	17.3%	20.2%	20.8%	20.7%	20.3%
营业利润率	4.9%	7.2%	9.0%	9.4%	9.6%
净利润率	4.6%	6.8%	7.7%	7.9%	8.0%
净资产收益率	17.7%	23.3%	22.1%	19.0%	13.9%
总资产收益率	2.1%	3.1%	3.6%	3.8%	3.5%
总资产负债率	87.7%	85.7%	82.6%	78.8%	73.2%
净资产负债率	-138.5%	-100.7%	-46.2%	-27.6%	-35.4%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
应收帐款周转期	109	112	140	140	135
存货周转期	381	408	410	410	410

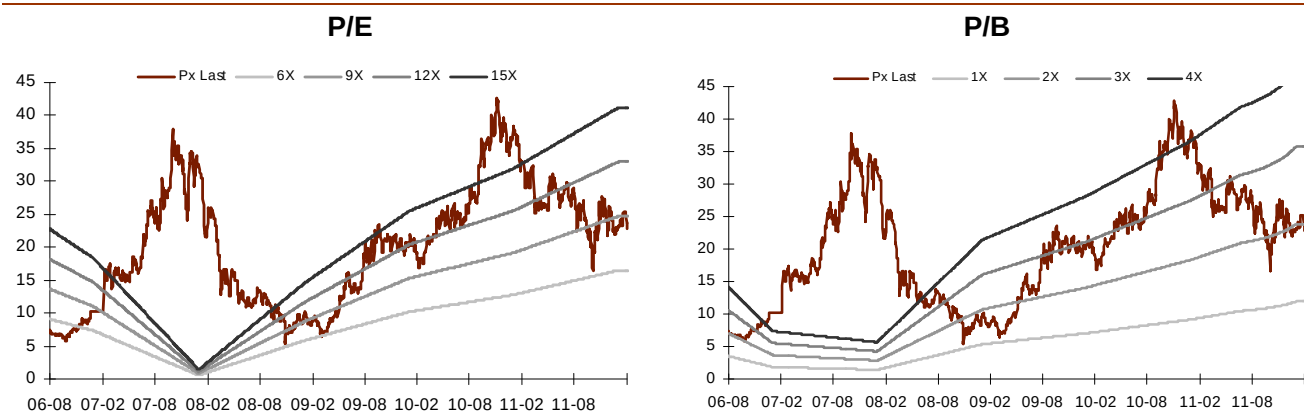
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司	代码	评级	货币	股价	总市值	每股盈利（元）			PE			PB		
					百万人民币	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
A股														
东方电气	600875.CH	推荐	CNY	23.43	45,400	1.56	1.66	1.40	15.0	14.2	16.7	3.3	2.7	2.3
上海电气	601727.CH	中性	CNY	5.42	62,435	0.25	0.26	0.27	21.7	21.1	20.4	2.3	2.1	1.9
H股														
东方电气	1072.HK	减持	HKD	23.20	45,400	1.56	1.66	1.40	12.1	11.4	13.4	2.7	2.2	1.9
上海电气	2727.HK	中性	HKD	3.74	62,434	0.25	0.26	0.27	12.2	11.8	11.5	1.3	1.2	1.1
哈动力	1133.HK	中性	HKD	7.36	8,242	0.84	0.90	0.95	7.1	6.7	6.3	0.8	0.7	0.6
欧洲														
阿尔斯通	ALO.FP	无评级	EUR	29.42	71,399	23.44	24.97	27.95	10.3	9.7	8.7	2.0	1.9	1.6
西门子	SIE.GR	无评级	EUR	71.88	541,711	64.23	54.29	60.29	9.2	10.9	9.8	1.9	1.9	1.7
美国														
通用电气	GE.N	无评级	USD	18.71	1,246,066	8.64	9.71	11.12	13.7	12.2	10.6	1.6	1.5	1.5
日本														
三菱	7011.T	无评级	JPY	350.00	97,749	0.59	1.01	1.58	48.8	28.8	18.4	0.9	0.9	0.9
印度														
印度重工	BHEL.IN	无评级	INR	253.35	79,056	3.01	3.34	3.46	10.7	9.7	9.3	3.1	2.5	2.1
中值									12.1	11.6	11.0	2.0	1.9	1.7
平均值									16.1	13.6	12.5	2.0	1.7	1.5

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 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

Chinese

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
上海市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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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