

会当凌绝顶

——东方电气（600875）2009 年报点评

2010 年 4 月 26 日

强烈推荐/维持

东方电气

财报点评

周宏宇 电力设备行业研究员
zhouhy@dxzq.net.cn 010-6650 7323

事件：

东方电气（600875）发布了2009年报：报告期，公司实现营业收入332.23亿元，整体营业收入同比上涨16.58%。主营业务综合毛利率由 15.79%上升到 16.91%，上升了1.12个百分点。2009年度利润分配方案：实现基本每股收益1.76元。每10股派现金红利1.6元，以资本公积金每10股转增10股。

公司分季度财务指标

指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	6112	7053	8825	7219	7955	7616	10433
增长率（%）	329.4%	301.4%	-56.8%	21.2%	30.2%	8.0%	18.2%
毛利率（%）	14.3%	16.9%	16.8%	14.9%	15.7%	16.4%	20.5%
期间费用率（%）	8.3%	9.4%	8.5%	7.9%	8.4%	8.3%	12.6%
营业利润率（%）	5.5%	4.5%	4.5%	5.5%	5.8%	7.1%	2.5%
净利润（百万元）	21	321	-558	322	370	380	523
增长率（%）	-91%	-2%	-140%	-25%	1703%	18%	-194%
每股盈利（季度，元）	0.022	0.387	-0.662	0.361	0.418	0.421	0.513
资产负债率（%）	97.2%	96.9%	95.7%	95.3%	95.1%	94.9%	87.6%
净资产收益率（%）	1.6%	19.7%	-22.9%	11.7%	11.8%	10.8%	5.8%
总资产收益率（%）	0.0%	0.6%	-1.0%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%

评论：

经营回顾：

2009年，公司发电设备产量达到 2903.38万千瓦。其中，水轮发电机组 33台/494.95 千瓦，汽轮发电机 45 台/2228 万千瓦，风力发电机组 1203台/180.43万千瓦。电站锅炉49台/ 2215.1万千瓦，电站汽轮机 67台 /2716.75 万千瓦。公司全年新承接订单 568 亿元人民币，其中，国际合同21亿美元。新增订单中，火电46.3%、核电25.5%、风电14.6%、水电5.1%、其它8.5%，订单结构进一步优化。

表 1 2009 年收入结构、毛利率及变动情况

项目	营业收入（亿元）	毛利率	营业收入同比	毛利率同比
火电	207.95	19.49%	2.37%	1.63%
风电	62.79	17.50%	139.93%	6.02%
水电	30.16	10.61%	16.13%	0.99%
核电	21.34	-0.52%	117.00%	-1.60%
其它	5.3	14.68%	-56.00%	-0.91%

积极因素：

市场开拓成绩显著

- 在国际市场上，东方电气首次进入巴西、沙特和博茨瓦纳等国家电力市场。其中巴西杰瑞项目为我国水电成套设备出口单笔合同金额最大订单；沙特阿拉伯拉比格火电项目是中国60Hz火力发电设备首次进入中东高端市场。
- 在国内市场上，获得世界首台最大容量的四川白马600MW等级超临界CFB示范工程等一批重要合同。风电订单充足的同时，核电市场也取得新的突破，一举获得桃花江百万千瓦第三代AP1000项目、台山EPR部分核岛主设备分包合同，使东方电气成为首家同时承担CPR1000、ERP和AP1000核岛和常规岛设备的制造企业。

技术创新不断增强

- 实现600-1000MW大容量、高参数常规火电机组从引进、吸收、消化到再创新的转变，着手开发60HZ火电产品。具备了世界一流的大型水电自主开发和设计能力。1000MW级核电设备制造技术保持国内领先水平。兆瓦级风电完成国产化，实现了批量生产。1000MW超超临界机组被评为中国机械工业科技进步特等奖，300MW CFB锅炉被评为国家自主创新产品。完成电站锅炉脱硝整体技术解决方案，并自主开发600MW锅炉海水烟气脱硫。

重点建设项目顺利推进

- 东汽新基地建设得到快速有序推进。截止目前，除铁路专用线和综合办公楼预计2010年上半年建成交付使用外，其他全部生产及辅助厂房已全部移交分厂投入设备安装或生产。
- 其它重点投资项目中，天津风电科技项目实现提前试生产，广州出海口基地三期、杭州新能源基地、中型电机等建设项目主体工程完工并进入设备安装调试阶段，为2010年风电、核电等新能源产业全面形成规模能力奠定了坚实基础。

消极因素：

- 预计2010年国内火电新开工建设项目将会减少，对公司未来火电订单将产生影响；
- 国外市场需求逐步回升，但市场竞争仍将加剧。

业务展望：

1. 总体来看，2010年国内电力需求将保持持续增长，国内电力企业部分在建电源项目的建设进度也将会加快，对公司生产交货压力进一步加大。
2. 抓住当前国家大力发展核电、风电等新能源和清洁能源的大好时机，巩固并扩大核电、风电市场的优势地位，进一步做大做强核电和风电产业。
3. 进一步拓展国际市场。加大市场开发力度，继续深挖印度、越南、伊朗等传统市场，积极开拓中东、东欧、南美、非洲等新市场，逐步向中高端市场推进。

盈利预测

截止2009年，公司在手订单达到1300亿元，其中，火电52%，水电8%，风电7%，核电29%，其它4%，在手订单中出口项目占15%。

表 2 分产品主营业务收入预测

主营业务收入（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
火电设备	20,314	20,795	18,716	17,780	17,780
(+/-)	3.6%	2.4%	-10.0%	-5.0%	0.0%
风电设备	2,617	6,279	7,849	9,419	11,302
(+/-)	374.4%	139.9%	25.0%	20.0%	20.0%
水电设备	2,597	3,016	3,167	3,325	3,491
(+/-)	-1.9%	16.1%	5.0%	5.0%	5.0%
核电设备	0	2,134	4,268	8,536	10,243
(+/-)	0.0%	0.0%	100.0%	100.0%	20.0%
其它	1,643	530	583	641	705
(+/-)	28.1%	-67.7%	10.0%	10.0%	10.0%
主营业务收入	27,948	33,223	34,582	39,701	43,522
(+/-)	32.4%	18.9%	4.1%	14.8%	9.6%

表 3 分产品毛利率预测

毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
火电设备	17.85%	19.49%	18.50%	18.50%	18.50%
风电设备	11.46%	17.50%	18.00%	18.00%	18.00%
水电设备	9.62%	10.61%	10.50%	10.50%	10.50%
核电设备	0.00%	-0.52%	5.00%	10.00%	12.00%
其它	10.59%	14.68%	15.00%	15.00%	15.00%
综合毛利率	19.28%	16.31%	17.19%	15.93%	15.83%

表 4 预测财务报表

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27,948	33,223	34,582	39,701	43,522
营业成本	23,390	27,511	29,074	33,417	36,497
营业费用	464	788	574	659	722
管理费用	1,684	2,261	2,075	2,382	2,611
财务费用	182	135	(136)	(221)	(290)
投资收益	(9)	24	0	0	0
营业利润	1,542	1,653	2,119	2,576	3,086
利润总额	73	1,577	2,119	2,576	3,086
所得税	(137)	(19)	265	322	386
净利润	211	1,596	1,854	2,254	2,700
归属母公司所有者的净利润	176	1,572	1,830	2,222	2,661
NOPLAT	4,956	1,809	1,736	2,061	2,446
资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	11,449	14,925	23,523	29,236	37,370
交易性金融资产	0	5	0	0	0
应收帐款	9,297	9,897	11,369	13,052	14,309
预付款项	8,616	7,901	10,227	12,900	15,820
存货	21,498	28,579	23,896	27,466	29,997
流动资产合计	51,165	62,745	70,099	83,898	98,860
非流动资产	5,294	10,286	10,451	11,286	11,877
资产总计	56,459	73,031	80,550	95,185	110,738
短期借款	204	451	0	0	0
应付帐款	7,481	10,851	7,169	8,240	8,999
预收款项	34,829	43,992	54,366	66,277	79,333
流动负债合计	49,130	60,058	66,745	80,083	94,152
非流动负债	4,896	3,904	3,791	3,945	4,059
少数股东权益	189	361	385	417	456
母公司股东权益	2,245	8,709	9,629	10,740	12,071
净营运资本	2,035	2,687	3,354	3,815	4,708
投入资本 IC	(8,108)	(5,111)	(13,209)	(17,779)	(24,244)
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	211	1,596	1,854	2,254	2,700
折旧摊销	436	682	0	665	709
净营运资金增加	(822)	652	667	461	893
经营活动产生现金流	7,003	6,545	11,349	8,650	11,061
投资活动产生现金流	(1,975)	(3,814)	(1,414)	(2,200)	(2,000)
融资活动产生现金流	1,488	309	(1,338)	(737)	(926)
现金净增 (减)	6,515	3,040	8,597	5,713	8,135

投资建议

预测2010-2012年营业收入分别为：345.8亿、397.0亿、435.2亿元，每股收益分别为：2.08元、2.52元、3.02元，分别对应：25.2倍、20.8倍、17.4倍PE，维持“强烈推荐”评级。

表 5 关键预测指标

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	27,948	33,223	34,582	39,701	43,522
主营收入增长率	12.30%	18.87%	4.09%	14.80%	9.63%
EBITDA（百万元）	2,160	2,470	2,552	3,020	3,504
EBITDA 增长率	-23.79%	14.32%	3.33%	18.34%	16.03%
净利润（百万元）	176	1,572	1,830	2,222	2,661
净利润增长率	-91.16%	793.00%	16.45%	21.40%	19.76%
ROE	7.84%	18.05%	19.01%	20.69%	22.05%
EPS（元）	0.210	1.760	2.075	2.519	3.017
P/E	249.5	29.8	25.3	20.8	17.4
P/B	20.6	6.0	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	16.7	15.7	10.2	7.9	4.5

资料来源：东兴证券

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力和电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。