

2017年07月26日

东方电气 (600875.SH)

业绩拐点确立，龙头再度起航

■事件：东方电气发布业绩预告，2017年上半年公司扭亏为盈，初步测算实现归母净利约为3.7亿元，去年同期为亏损3.4亿元。

■内部改革成果显著，业绩拐点确立。2016年由于应收账款计提、风电存货处理及人员优化，全年亏17.8亿元。我们认为，传统发电设备行业在2017年见底，国际工程与新能源有望成为公司新的业绩增长点。17H1公司业绩大幅回升主要是内部管理提升成果显著：1) 风电存货和火电设备应收已在2016年大比例计提，17年又加强了催收力度；2) 实施“成本领先工程”收效明显，主营业务毛利率同比上升。

■发电设备龙头，再造四个“百亿”产业。电力需求低增速的新常态下，传统发电行业设备新增需求十分有限，预计未来几年火电新增装机规模将控制在40GW以内。公司的定位是打造世界优秀的发电设备供应商，并着力打造风电、国际业务、太阳能、服务四个百亿产业，形成新的业务增长点和战略支持。当前公司海外市场收入占比11%，在“一带一路”政策推动下未来有望提升至30%。

■核电重启在即，公司受益弹性大。东方电气覆盖目前国内所有核电技术，是核岛和常规岛设备的核心供应商。近期三门AP1000和海阳华龙一号热试先后完成，核电重启在即。预计未来每年将新增6-8台机组，对应主设备规模在400亿左右。公司核电技术领先，常规岛和核岛主设备市占率高，未来有望受益国内装机和核电装备出口。2016年末，公司核电常规岛在手订单193亿，核岛134亿，订单充裕，只待重启发令枪。

■收购集团资产，完善产业链布局。公司拟发行股票69亿元收购集团公司资产东方自控、清能科技、智能科技、中央研究院等，延伸和完善发电设备产业链。本次收购将公司业务范围扩展至电力电子与控制、金融、物流、贸易、新能源、工业智能装备等业务，使发电设备产业链得到延伸和完善，核心产业提质增效。同时，置入财务公司和国合公司，使得上市公司在产融结合、国际化经营方面将得到有力提升，并有望通过新增业务培育未来业绩增长点，提升盈利稳定性。

■投资建议：预计公司2017-2019年的收入分别为370/382/405亿元，增速分别为11%、3%、6%；净利润为6.01/12.15/15.69亿元，对应EPS为0.26/0.52/0.67元。当前股价对应2017年估值39倍，备考估值约为25倍。维持买入-A评级和A股目标价14.00元。

■风险提示：行业经营环境持续恶化；海外市场经营风险；盈利能力提升低于预期。

公司快报

证券研究报告

核电

投资评级 买入-A

维持评级

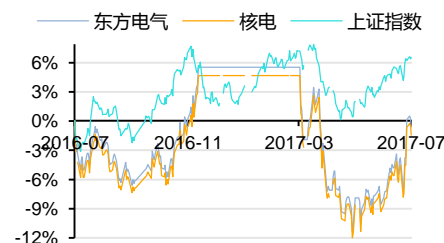
6个月目标价：14.00元

股价(2017-07-26) 10.16元

交易数据

总市值(百万元)	23,742.91
流通市值(百万元)	20,288.51
总股本(百万股)	2,336.90
流通股本(百万股)	1,996.90
12个月价格区间	9.07/10.79元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.01	3.45	-5.49
绝对收益	7.86	7.06	2.19

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人
chenle1@essence.com.cn

吴用

报告联系人
wuyong1@essence.com.cn

相关报告

东方电气：发电设备龙头，业绩有望迎拐点/邓永康 2017-05-08

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	36,017.9	33,285.7	37,011.0	38,227.6	40,500.2
净利润	439.1	-1,784.3	600.9	1,215.6	1,569.3
每股收益(元)	0.19	-0.76	0.26	0.52	0.67
每股净资产(元)	9.86	9.05	9.26	9.69	10.29
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	54.1	-13.3	39.5	19.5	15.1
市净率(倍)	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
净利润率	1.2%	-5.4%	1.6%	3.2%	3.9%
净资产收益率	1.9%	-8.4%	2.8%	5.4%	6.5%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.8%	0.7%
ROIC	-1.1%	-60.5%	-1.7%	10.1%	-6.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	36,017.9	33,285.7	37,011.0	38,227.6	40,500.2	成长性					
减:营业成本	29,959.8	29,277.8	30,687.6	31,259.2	32,940.9	营业收入增长率	-7.7%	-7.6%	11.2%	3.3%	5.9%
营业税费	330.1	377.7	407.1	401.5	425.3	营业利润增长率	-71.0%	-619.8%	-127.7%	137.7%	34.5%
销售费用	964.9	1,447.0	1,555.8	1,583.8	1,632.7	净利润增长率	-65.7%	-506.4%	-133.7%	102.3%	29.1%
管理费用	3,361.8	3,562.7	3,738.1	3,841.9	4,050.0	EBITDA 增长率	-55.5%	-247.9%	-180.3%	51.7%	20.3%
财务费用	-477.0	-641.5	-424.4	-540.7	-610.3	EBIT 增长率	-108.1%	2735.3%	-104.8%	503.6%	49.6%
资产减值损失	1,665.4	1,497.6	696.7	586.6	527.0	NOPLAT 增长率	-108.0%	2876.0%	-104.8%	480.3%	46.2%
加:公允价值变动收益	-20.9	-4.9	-13.9	-0.1	4.7	投资资本增长率	-47.4%	-272.6%	-198.0%	-337.0%	-110.1%
投资和汇兑收益	191.8	244.5	216.1	217.5	226.1	净资产增长率	17.1%	-7.9%	2.3%	4.6%	6.0%
营业利润	384.0	-1,995.9	552.2	1,312.6	1,765.5	利润率					
加:营业外净收支	148.9	51.9	125.8	108.9	95.5	毛利率	16.8%	12.0%	17.1%	18.2%	18.7%
利润总额	532.9	-1,944.1	678.1	1,421.5	1,861.0	营业利润率	1.1%	-6.0%	1.5%	3.4%	4.4%
减:所得税	73.4	-184.6	64.4	184.8	279.1	净利润率	1.2%	-5.4%	1.6%	3.2%	3.9%
净利润	439.1	-1,784.3	600.9	1,215.6	1,569.3	EBITDA/营业收入	2.9%	-4.7%	3.4%	4.9%	5.6%
						EBIT/营业收入	-0.3%	-7.9%	0.3%	2.0%	2.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	83	85	69	57	44
						流动资产周转天数	-33	-101	-69	-101	-107
						流动营业资本周转天数	732	793	711	733	746
						应收账款周转天数	178	183	165	160	154
						存货周转天数	283	253	248	236	237
						总资产周转天数	856	924	821	828	827
						投资资本周转天数	57	-15	-1	-43	-63
						投资回报率					
						ROE	1.9%	-8.4%	2.8%	5.4%	6.5%
						ROA	0.5%	-2.1%	0.7%	1.3%	1.7%
						ROIC	-1.1%	-60.5%	-1.7%	10.1%	-6.2%
						费用率					
						销售费用率	2.7%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
						管理费用率	9.3%	10.7%	10.1%	10.1%	10.0%
						财务费用率	-1.3%	-1.9%	-1.1%	-1.4%	-1.5%
						三费/营业收入	10.7%	13.1%	13.2%	12.8%	12.5%
						偿债能力					
						资产负债率	72.2%	73.9%	73.2%	74.2%	73.4%
						负债权益比	259.2%	283.5%	272.6%	288.3%	276.6%
						流动比率	1.24	1.23	1.24	1.25	1.28
						速动比率	0.79	0.89	0.71	0.96	0.77
						利息保障倍数	0.20	4.11	-0.30	-1.43	-1.89
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	-	0.04	0.08	0.07
						分红比率	31.9%	0.0%	16.1%	16.0%	10.7%
						股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.8%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	459.5	-1,759.4	600.9	1,215.6	1,569.3	EPS(元)	0.19	-0.76	0.26	0.52	0.67
加:折旧和摊销	1,141.1	1,087.5	1,117.3	1,117.3	1,117.3	BVPS(元)	9.86	9.05	9.26	9.69	10.29
资产减值准备	1,324.6	1,415.0	-	-	-	PE(X)	54.1	-13.3	39.5	19.5	15.1
公允价值变动损失	20.9	4.9	-13.9	-0.1	4.7	PB(X)	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
财务费用	57.8	-118.4	-424.4	-540.7	-610.3	P/FCF	62.6	3.0	-1.8	1.0	-1.5
投资损失	-191.8	-244.5	-216.1	-217.5	-226.1	P/S	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
少数股东损益	20.4	24.9	12.8	21.1	12.5	EV/EBITDA	12.2	1.8	7.1	-7.8	0.6
营运资金的变动	1,711.3	9,436.3	-14,314.7	21,294.6	-18,582.4	CAGR(%)	39.1%	-196.5%	-22.5%	39.1%	-196.5%
经营活动产生现金流量	4,155.9	8,965.1	-13,238.1	22,890.2	-16,715.0	PEG	1.4	0.1	-1.8	0.5	-0.1
投资活动产生现金流量	-257.6	-443.0	231.0	223.3	217.2	ROIC/WACC	-0.1	-6.0	-0.2	1.0	-0.6
融资活动产生现金流量	-706.2	-1,373.7	208.1	-259.5	605.5	REP	-30.5	-0.1	-7.8	0.9	-1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034