



**谨慎  
买入**

**11% ↑**

目标价格:人民币 12.00

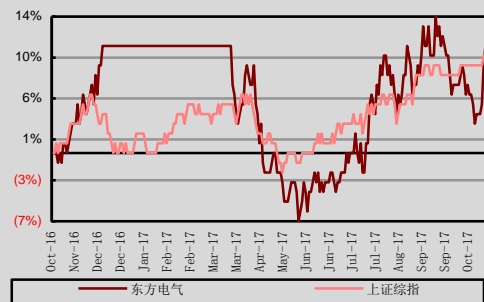
600875.CH

价格:人民币 10.83

目标价格基础:33倍 18年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.4	3.9	4.4	9.8
相对上证指数	(8.6)	1.8	(0.7)	0.1

发行股数(百万)	2,337
流通股(%)	85
流通股市值(人民币 百万)	21,626
3个月日均交易额(人民币 百万)	168
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
中国东方电气集团有限公司	42

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年10月27日收市价为标准

相关研究报告

《东方电气: 提质增效, 重返盈利轨道》2017.8.31

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 电源设备

沈成\*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

\*李可伦为本报告重要贡献者

# 东方电气

## 业绩符合预期, 关注外部催化

公司发布2017年三季报, 实现营业收入209.13亿元, 同比下降11.53%; 归母净利润4.31亿元, 同比大幅扭亏, 每股收益为0.18元, 符合预期。我们认为公司延续了上半年的良好经营趋势, 继续看好公司未来发展, 同时可关注国企改革与核电重启等外部催化, 维持谨慎买入评级, 目标价12.00元。

### 支撑评级的要点

- **前三季度保持扭亏符合预期:** 公司前三季度实现营收209.13亿元, 同降11.53%; 实现归母净利润4.31亿元, 保持同比大幅扭亏态势, 对应每股收益为0.18元。其中第三季度单季实现营收63.36亿元, 同增16.89%, 环比下降29.54%; 由于资产减值损失环比提高9.97%等原因, 归母净利润环比下降75.92%至5,398万元, 对应每股收益为0.02元。公司经营保持扭亏态势符合我们的预期。
- **产量稳增, 水电设备毛利率继续恢复:** 前三季度公司发电设备产量达到2,497万kW, 同比增加17.07%。毛利率同比大幅提升5.77个百分点至16.90%, 其中水电设备毛利率为6.76%, 相比上半年的4.85%有所提升, 保持了由负转正的恢复状态, 我们预计随着此前部分订单逐步确认收入, 水电设备毛利率未来有望恢复至15%-20%的正常水平。
- **关注国企改革、核电重启等外部催化因素:** 国资委9月28日发布会提出, 坚持深化改革, 深入推进中央企业优化结构、重组整合, 促进中央企业进一步做强主业, 加快转型升级、提质增效。另外, 随着国内首台AP1000机组三门1号临近投产、“华龙一号”全球首堆工程顺利推进, 国内核电新机组审批有望加快重启, 公司在手的部分核电订单有望被激活。

### 评级面临的主要风险

- 降本增效不达预期; 海外市场开拓不达预期; 发电设备需求下滑超预期。

### 估值

- 我们预计公司2017-2019年每股收益分别为0.31、0.37、0.42元, 对应市盈率分别为34.7、29.5、25.5倍, 维持谨慎买入评级, 目标价12.00元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	36,018	33,286	32,270	32,811	33,318
变动(%)	(8)	(8)	(3)	2	2
净利润(人民币 百万)	439	(1,784)	729	858	991
全面摊薄每股收益(人民币)	0.188	(0.764)	0.312	0.367	0.424
变动(%)	(70.5)	(506.4)	(140.8)	17.8	15.5
市场预期每股收益(人民币)			n.a.	n.a.	n.a.
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.348	0.405	0.462
调整幅度(%)			(10.3)	(9.4)	(8.2)
全面摊薄市盈率(倍)	57.6	(14.2)	34.7	29.5	25.5
价格/每股现金流量(倍)	6.1	2.8	(1.4)	1.2	(1.4)
每股现金流量(人民币)	1.78	3.84	(7.83)	9.41	(7.77)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	1.3	15.8	(10.4)	8.4
每股股息(人民币)	0.060	0.000	0.066	0.078	0.090
股息率(%)	0.6	n.a.	0.6	0.7	0.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2016 年前三季度	2017 年前三季度	同比(%)
营业收入	23,639.71	20,913.33	(11.53)
营业成本	21,007.44	17,379.78	(17.27)
毛利润	2,632.27	3,533.55	34.24
营业税金及附加	161.93	207.50	28.14
管理费用	2,289.65	2,189.53	(4.37)
销售费用	692.02	670.23	(3.15)
营业利润	(511.33)	466.29	
资产减值	1,105.76	438.50	(60.34)
财务费用	(356.05)	(310.91)	(12.68)
投资收益	149.11	34.94	(76.57)
营业外收入	87.29	235.38	169.65
营业外支出	58.18	141.31	142.88
利润总额	(1,085.68)	462.39	
所得税	(36.33)	(13.85)	(61.88)
少数股东损益	15.59	45.17	189.74
归属于母公司的净利润	(1,064.94)	431.07	
基本每股收益(元)	(0.46)	0.18	
毛利率(%)	11.13	16.90	5.77 个百分点
净利率(%)	(4.44)	2.28	6.72 个百分点

资料来源: 公司数据, 中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	36,018	33,286	32,270	32,811	33,318
销售成本	(30,290)	(29,655)	(27,144)	(27,595)	(28,101)
经营费用	(4,851)	(5,420)	(4,248)	(4,338)	(4,350)
息税折旧前利润	877	(1,790)	878	878	867
折旧及摊销	(1,141)	(1,088)	(1,041)	(961)	(869)
经营利润(息税前利润)	(264)	(2,877)	(162)	(83)	(3)
净利息收入/(费用)	477	641	633	697	762
其他收益/(损失)	320	292	328	326	326
税前利润	533	(1,944)	798	940	1,086
所得税	(73)	185	(80)	(94)	(109)
少数股东权益	20	25	(10)	(12)	(14)
净利润	439	(1,784)	729	858	991
核心净利润	460	(1,784)	741	869	1,001
每股收益(人民币)	0.188	(0.764)	0.312	0.367	0.424
核心每股收益(人民币)	0.197	(0.764)	0.317	0.372	0.428
每股股息(人民币)	0.060	0.000	0.066	0.078	0.090
收入增长(%)	(8)	(8)	(3)	2	2
息税前利润增长(%)	(129)	990	(94)	(49)	(97)
息税折旧前利润增长(%)	(58)	(304)	(149)	(0)	(1)
每股收益增长(%)	(71)	(506)	(141)	18	15
核心每股收益增长(%)	(70)	(488)	(142)	17	15

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	533	(1,944)	798	940	1,086
折旧与摊销	1,141	1,088	1,041	961	869
净利息费用	(477)	(641)	(633)	(697)	(762)
运营资本变动	(246)	2,440	(11,715)	14,766	(13,309)
税金	(53)	209	(80)	(94)	(109)
其他经营现金流	3,257	7,814	(7,717)	6,122	(5,937)
经营活动产生的现金流	4,156	8,965	(18,305)	21,998	(18,162)
购买固定资产净值	(43)	(35)	(769)	(826)	(817)
投资减少/增加	101	(137)	216	218	226
其他投资现金流	(316)	(272)	1,555	1,655	1,626
投资活动产生的现金流	(258)	(443)	1,003	1,047	1,035
净增权益	(140)	0	(155)	(182)	(211)
净增债务	(3,621)	(1,162)	995	(603)	163
支付股息	140	0	155	182	211
其他融资现金流	2,915	(211)	461	515	552
融资活动产生的现金流	(706)	(1,374)	1,456	(89)	715
现金变动	3,192	7,148	(15,847)	22,957	(16,412)
期初现金	17,823	21,088	28,409	12,562	35,519
公司自由现金流	3,898	8,522	(17,303)	23,045	(17,127)
权益自由现金流	(200)	6,718	(16,941)	21,745	(17,726)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	21,088	28,409	12,562	35,519	19,107
应收帐款	21,997	21,117	16,776	23,170	17,778
库存	26,900	19,871	26,950	20,703	26,492
其他流动资产	3,300	2,514	3,959	2,333	3,884
流动资产总计	73,953	72,637	60,782	82,369	67,896
固定资产	8,547	7,725	6,009	4,321	2,731
无形资产	946	912	819	721	626
其他长期资产	2,684	3,425	3,141	3,382	3,600
长期资产总计	12,178	12,061	9,969	8,424	6,956
总资产	86,134	84,703	70,754	90,638	74,519
应付帐款	19,837	19,657	15,717	21,059	16,177
短期债务	1,642	285	500	500	500
其他流动负债	38,004	39,349	29,117	42,871	30,749
流动负债总计	59,483	59,290	45,333	64,430	47,426
长期借款	719	537	600	600	600
其他长期负债	1,955	2,790	2,188	2,311	2,430
股本	2,337	2,337	2,337	2,337	2,337
储备	20,716	18,791	19,365	20,041	20,821
股东权益	23,053	21,128	21,702	22,377	23,158
少数股东权益	926	941	931	919	906
总负债及权益	86,134	84,703	70,754	90,638	74,519
每股帐面价值(人民币)	9.86	9.04	9.29	9.58	9.91
每股有形资产(人民币)	9.46	8.65	8.94	9.27	9.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.01)	(11.81)	(4.90)	(14.73)	(7.71)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	2.4	(5.4)	2.7	2.7	2.6
息税前利润率(%)	(0.7)	(8.6)	(0.5)	(0.3)	(0.0)
税前利润率(%)	1.5	(5.8)	2.5	2.9	3.3
净利率(%)	1.2	(5.4)	2.3	2.6	3.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.9	0.7	1.0	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	57.6	(14.2)	34.7	29.5	25.5
核心业务市盈率(倍)	55.1	(14.2)	34.1	29.1	25.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	61.0	(15.7)	37.8	32.3	28.0
市净率(倍)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
价格/现金流(倍)	6.1	2.8	(1.4)	1.2	(1.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	1.3	15.8	(10.4)	8.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	340.7	287.8	314.8	315.2	306.5
应收帐款周转天数	215.9	236.4	214.3	222.2	224.3
应付帐款周转天数	207.8	216.5	200.0	204.6	204.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	31.9	n.a.	21.2	21.2	21.2
净资产收益率(%)	2.1	(8.1)	3.4	3.9	4.4
资产收益率(%)	(0.3)	(3.4)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
已运用资本收益率(%)	0.4	(1.8)	0.8	0.9	1.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371