

燃料电池进入收获期，为分拆上市提供良好基础

——东方电气（600875）事件点评报告

增持（维持）

日期：2019年12月19日

事件：日前，东方电气（600875）全资子公司东方电气（成都）氢燃料电池科技有限公司（简称“东方氢能”）与成都客车股份有限公司签订90台燃料电池系统销售合同，按照约200万/台计算，预计合同金额近1.8亿，燃料电池市场开拓取得重要突破，步入收获期。

投资要点：

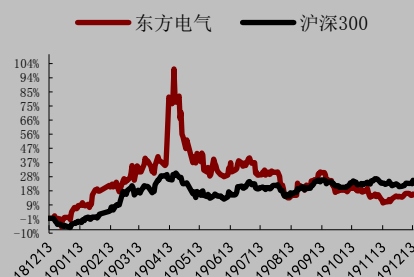
- **燃料电池取得市场突破，打下未来坚实基础：**东方电气自2011年起布局燃料电池研发，经过多年潜心研发，已经形成了燃料电池全产业链覆盖，累计申请一百余项专利，具有充足的自主知识产权优势。如今东方电气作为西南地区燃料电池产业龙头，在氢燃料电池市场迈出了坚实的一步，这一突破为其技术验证、产品升级以及市场推广打下了良好基础。
- **政策支持资源丰富，氢燃料电池前景明朗：**氢能相较于其他能源具有原料易得、无碳环保的优势。早在2014年发布的《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》中，氢能与燃料电池就已经被作为能源科技创新战略方向。时至2019年，氢能已经被写入政府工作报告，国家发改委也将氢能相关的一系列产业列入鼓励类项目。近日，工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），明确提出有序推进氢燃料供给体系建设、推进加氢基础设施建设、支持有条件的地区开展燃料电池汽车商业化示范运行等要求。目前，行业技术储备厚积薄发，未来氢燃料电池将进入高速发展期。东方电气作为中央企业，地处电力资源丰富、水电发展成熟易于制取氢气的天府之国四川，得到地方政府大力支持。2019年8月成都发布《成都市氢能产业发展规划（2019—2023年）》，到2023年，成都市氢能产业力争实现主营业务收入超过500亿元，建设全国知名的氢能产业高端装备制造基地，全市推广应用燃料电池汽车2000辆以上；建设覆盖全域成都的加氢站30座以上，形成以成都平原为中心，辐射全省的氢能综合交通网络。东方电气作为拥有自主知识产权技术的央企，可谓“天时地利人和”兼备，如今市场条件逐渐成熟，燃料电池业务已步入收获期。
- **公司实力雄厚，分拆上市新政助力发展：**东方电气在多种能源发电均拥有不俗实力，近年来乘新能源蓬勃发展东风，在风电、核电等行业取得不俗成绩。2019年12月13日，证监会发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，有利于更好地服务科技创新和经济高质量发展，有利于上市公司理顺业务架构、拓宽融资渠道、完善激励机制。通过分析公司近期800人股权激励名单，氢能公司领导名单未见其中，我们预计氢能公司或准备分拆上市，若最终分拆上市成功实施，对技术人员激励和业务发展均起到积极作用。

风险因素：燃料电池产业政策变化风险，市场竞争加剧风险；传统能源领域出现大幅滑坡风险。

基础数据

行业	电气设备
公司网址	
大股东/持股	中国东方电气集团有限公司/41.68%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	3,090.80
流通A股(百万股)	1,996.90
收盘价(元)	9.30
总市值(亿元)	287.44
流通A股市值(亿元)	185.71

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年12月18日

相关研究

万联证券研究所 20190327_东方电气首次覆盖_AAA_核电重启风电振兴，燃料电池收获期渐近

分析师： 王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理： 江维

电话：01056508507

邮箱：jiangwei@wlzq.com

资产负债表 单位: 百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	73556	76596	79921	83298
货币资金	29346	28319	29292	30500
应收及预付	13578	19409	19963	20685
存货	13874	17128	17756	18434
其他流动资产	13635	8618	9787	10556
非流动资产	17768	18137	18467	18757
长期股权投资	1517	1717	1917	2117
固定资产	5902	5672	5402	5092
在建工程	189	589	989	1389
无形资产	1681	1681	1681	1681
其他长期资产	8479	8479	8479	8479
资产总计	91323	94734	98388	102055
流动负债	52697	54827	57051	59130
短期借款	246	0	0	0
应付及预收	15093	32247	30980	30906
其他流动负债	37358	22580	26071	28224
非流动负债	7933	7933	7933	7933
长期借款	463	463	463	463
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	7470	7470	7470	7470
负债合计	60629	62760	64984	67063
股本	3091	3091	3091	3091
资本公积	11252	11252	11252	11252
留存收益	17332	18534	19877	21370
归属母公司股东权	28584	29786	31129	32622
少数股东权益	2110	2188	2275	2370
负债和股东权益	91323	94734	98388	102055

现金流量表 单位: 百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-808	496	2285	2520
净利润	1158	1480	1655	1805
折旧摊销	1511	804	675	717
营运资金变动	-2576	-1866	-133	-96
其它	-901	78	87	95
投资活动现金流	-425	-1000	-1000	-1000
资本支出	-161	-800	-800	-800
投资变动	-419	-200	-200	-200
其他	155	0	0	0
筹资活动现金流	-1254	-524	-312	-312
银行借款	-328	-246	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	50	0	0	0
其他	-976	-278	-312	-312
现金净增加额	-2486	-1028	973	1208
期初现金余额	28848	29346	28319	29292
期末现金余额	26900	28319	29292	30500

利润表 单位: 百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30706	31132	32619	34031
营业成本	23644	23631	24795	25768
营业税金及附加	335	335	350	366
销售费用	1358	1401	1468	1531
管理费用	2501	2335	2446	2552
财务费用	(381)	(289)	(289)	(300)
研发费用	1689	1712	1794	1872
资产减值损失	524	174	5	7
公允价值变动收	84	0	0	0
投资净收益	246	0	0	0
营业利润	1239	1833	2050	2235
营业外收入	163	0	0	0
营业外支出	127	0	0	0
利润总额	1275	1833	2050	2235
所得税	117	275	307	335
净利润	1158	1558	1742	1900
少数股东损益	29	78	87	95
归属母公司净利	1129	1480	1655	1805
EBITDA	2166	2348	2436	2652
EPS (元)	0.37	0.48	0.54	0.58

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-8.15%	1.39%	4.78%	4.33%
营业利润	14.01%	47.97%	11.83%	9.03%
归属于母公司净	6.77%	31.12%	11.83%	9.03%
获利能力				
毛利率	23.00%	24.10%	23.99%	24.28%
净利率	4.15%	5.89%	6.28%	6.57%
ROE	3.95%	4.97%	5.32%	5.53%
ROIC	-	144.40%	102.17%	89.27%
偿债能力				
资产负债率	66.39%	66.25%	66.05%	65.71%
净负债比率	197.53%	196.29%	194.54%	191.65%
流动比率	1.40	1.40	1.40	1.41
速动比率	1.10	1.05	1.05	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.33	0.34	0.34
应收账款周转率	1.98	1.79	1.83	1.84
存货周转率	1.44	1.38	1.40	1.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.48	0.54	0.58
每股经营现金流	-0.26	0.16	0.74	0.82
每股净资产	9.25	9.64	10.07	10.55
估值比率				
P/E	21.60	19.42	17.37	15.93
P/B	0.85	0.97	0.92	0.88
EV/EBITDA	(1.96)	0.39	(0.03)	(0.48)

数据来源: Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场