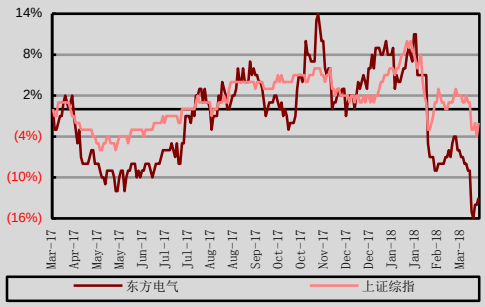
600875.CH

增持

原评级: 增持
市场价格:人民币 9.02
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	(20.4)	(5.0)	(19.7)	(13.2)
相对上证指数	(14.8)	(1.9)	(15.6)	(10.3)

发行股数(百万)	2,337
流通股(%)	85
流通股市值(人民币 百万)	18,012
3 个月日均交易额(人民币 百万)	175
净负债比率(%)(2018E)	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 2018 年 3 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《东方电气：预告全年扭亏，经营持续恢复》2018.1.25

中银国际证券股份有限公司
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

扭亏符合预期，经营全面恢复

公司发布 2017 年年报，实现营业收入 308.30 亿元，同比减少 7.38%；盈利 6.73 亿元，同比大幅扭亏，符合预期。我们认为公司各方面经营均已恢复正常，看好公司未来重回增长轨道，维持*增持*评级。

支撑评级的要点

- **全年大幅扭亏符合预期：**公司 2017 年实现营业收入 308.30 亿元，同比减少 7.38%；实现归母净利润 6.73 亿元，同比大幅扭亏，对应 EPS 为 0.29 元。其中，公司 2017 年四季度实现营业收入 99.17 亿元，同比增长 2.81%，环比增长 56.53%；盈利 2.42 亿元，同比扭亏，环比增长 348.35%。公司 2017 年年报业绩符合我们和市场的预期。
- **水电、风电产品带动整体毛利率恢复：**公司 2017 年毛利率为 17.93%，同比提高 5.89 个百分点；其中水能及环保设备毛利率转正，同比提高 21.06 个百分点至 16.79%，新能源业务同比提高 11.06 个百分点至 20.60%。
- **降本增效效果良好：**在催收应收账款、高效利用存货等卓有成效的内部治理改善下，公司年内计提资产减值损失同比减少 50.44%至 7.42 亿元，其中计提坏账损失减少 6.98 亿元。
- **销售费用回归正常水平：**公司于 2016 年底调整会计估计，对销售的风电整机按照销售收入的 3%变更为 6%计提质保金，使 2016 年全年销售费用增加至 14.47 亿元，显著高于一般水平。2017 年由于风电产品收入下降，同时不涉及往年销售整机的计提，故计提质保金下降幅度较大，公司全年销售费用 8.54 亿元，同比下降 40.98%，回归正常水平。

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

- 在当前股本下，我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.31、0.34、0.37 元，对应市盈率分别为 28.7、26.4、24.4 倍，维持*增持*评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	33,286	30,830	31,391	32,142	32,316
变动(%)	(8)	(7)	2	2	1
净利润(人民币 百万)	(1,784)	673	734	797	864
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.764)	0.288	0.314	0.341	0.370
变动(%)	(506.4)	(137.7)	9.1	8.6	8.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.346	0.418	n.a.
调整幅度(%)			(9.2)	(18.4)	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	(11.8)	31.3	28.7	26.4	24.4
价格/每股现金流量(倍)	2.4	46.8	2.2	4.9	3.1
每股现金流量(人民币)	3.84	0.19	4.14	1.83	2.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.6	(6.5)	(17.2)	(26.2)	(41.6)
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.051	0.055	0.060
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.6	0.6	0.7

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**	**2017 年**	**同比(%)**
营业收入	33,285.72	30,830.23	(7.38)
营业成本	29,277.77	25,303.29	(13.58)
毛利润	4,007.95	5,526.94	37.90
营业税金及附加	377.71	308.68	(18.28)
管理费用	3,562.68	3,609.86	1.32
销售费用	1,446.96	853.94	(40.98)
营业利润	(1,379.40)	754.46	
资产减值	1,497.64	742.22	(50.44)
财务费用	(641.46)	(309.69)	(51.72)
投资收益	244.53	185.71	(24.05)
营业外收入	219.42	216.44	(1.36)
营业外支出	167.55	303.28	81.01
利润总额	(1,944.06)	533.42	(127.44)
所得税	(184.63)	(149.65)	(18.95)
少数股东损益	24.87	9.99	(59.83)
归属于母公司的净利润	(1,784.31)	673.08	
基本每股收益(元)	(0.76)	0.29	
毛利率(%)	12.04	17.93	5.89 个百分点
净利率(%)	(5.29)	2.22	7.51 个百分点

资料来源：万得数据，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	**33,286**	**30,830**	**31,391**	**32,142**	**32,316**
销售成本	(29,655)	(25,612)	(26,135)	(26,835)	(26,895)
经营费用	(5,420)	(4,213)	(4,223)	(4,401)	(4,645)
息税折旧前利润	**(1,790)**	**1,006**	**1,033**	**906**	**776**
折旧及摊销	(1,088)	(994)	(972)	(866)	(744)
经营利润 (息税前利润)	**(2,877)**	**12**	**61**	**40**	**32**
净利息收入/(费用)	641	310	537	668	790
其他收益/(损失)	292	211	249	212	174
税前利润	**(1,944)**	**533**	**847**	**920**	**996**
所得税	185	150	(102)	(110)	(120)
少数股东权益	25	10	11	12	13
净利润	**(1,784)**	**673**	**734**	**797**	**864**
核心净利润	**(1,784)**	**673**	**739**	**797**	**862**
每股收益 (人民币)	(0.764)	0.288	0.314	0.341	0.370
核心每股收益 (人民币)	(0.764)	0.288	0.316	0.341	0.369
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.051	0.055	0.060
收入增长(%)	(8)	(7)	2	2	1
息税前利润增长(%)	990	(100)	399	(35)	(20)
息税折旧前利润增长(%)	(304)	(156)	3	(12)	(14)
每股收益增长(%)	(506)	(138)	9	9	8
核心每股收益增长(%)	(488)	(138)	10	8	8

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	28,409	27,884	39,926	45,967	54,467
应收帐款	21,117	18,124	22,500	18,571	22,845
库存	19,871	18,581	17,151	13,668	12,774
其他流动资产	2,514	2,300	1,988	2,415	2,200
流动资产总计	**72,637**	**67,703**	**82,302**	**81,379**	**93,055**
固定资产	7,725	6,712	4,906	3,185	1,557
无形资产	912	839	741	639	530
其他长期资产	3,425	3,663	3,385	3,597	3,647
长期资产总计	**12,061**	**11,214**	**9,032**	**7,420**	**5,735**
总资产	**84,703**	**78,921**	**91,338**	**88,690**	**98,657**
应付帐款	19,657	17,817	19,524	18,193	19,267
短期债务	285	202	500	500	500
其他流动负债	39,349	34,955	44,713	42,490	50,627
流动负债总计	**59,290**	**52,974**	**64,737**	**61,184**	**70,393**
长期借款	537	42	600	600	600
其他长期负债	2,790	3,137	2,627	2,851	2,872
股本	2,337	2,337	2,337	2,337	2,337
储备	18,791	19,464	20,080	20,748	21,473
股东权益	**21,128**	**21,801**	**22,417**	**23,085**	**23,810**
少数股东权益	941	947	957	969	982
总负债及权益	**84,703**	**78,921**	**91,338**	**88,690**	**98,657**
每股帐面价值 (人民币)	9.04	9.33	9.59	9.88	10.19
每股有形资产 (人民币)	8.65	8.97	9.28	9.61	9.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(11.81)	(11.83)	(16.61)	(19.20)	(22.84)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	(1,944)	533	847	920	996
折旧与摊销	1,088	994	972	866	744
净利息费用	(641)	(310)	(537)	(668)	(790)
运营资本变动	2,440	(2,704)	7,275	(102)	5,226
税金	209	160	(102)	(110)	(120)
其他经营现金流	7,814	1,777	1,214	3,372	639
经营活动产生的现金流	**8,965**	**450**	**9,670**	**4,278**	**6,696**
购买固定资产净值	(35)	(73)	(931)	(958)	(992)
投资减少/增加	(137)	228	196	209	197
其他投资现金流	(272)	(199)	1,844	1,911	1,993
投资活动产生的现金流	**(443)**	**(44)**	**1,109**	**1,162**	**1,198**
净增权益	0	0	(118)	(129)	(139)
净增债务	(1,162)	(781)	866	61	(44)
支付股息	0	0	118	129	139
其他融资现金流	(211)	(38)	398	539	650
融资活动产生的现金流	**(1,374)**	**(818)**	**1,264**	**600**	**606**
现金变动	7,148	(412)	12,042	6,040	8,500
期初现金	21,088	28,409	27,884	39,926	45,967
公司自由现金流	8,522	406	10,778	5,440	7,894
权益自由现金流	6,718	(685)	11,108	4,834	7,060

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	(5.4)	3.3	3.3	2.8	2.4
息税前利润率(%)	(8.6)	0.0	0.2	0.1	0.1
税前利润率(%)	(5.8)	1.7	2.7	2.9	3.1
净利率(%)	(5.4)	2.2	2.3	2.5	2.7
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
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)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
估值					
市盈率 (倍)	(11.8)	31.3	28.7	26.4	24.4
核心业务市盈率(倍)	(11.8)	31.3	28.5	26.4	24.5
市净率 (倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
价格/现金流 (倍)	2.4	46.8	2.2	4.9	3.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.6	(6.5)	(17.2)	(26.2)	(41.6)
周转率					
存货周转天数	287.8	274.0	249.5	209.6	179.4
应收帐款周转天数	236.4	232.3	236.2	233.2	233.9
应付帐款周转天数	216.5	221.8	217.1	214.2	211.6
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	0.0	16.1	16.1	16.1
净资产收益率 (%)	(8.1)	3.1	3.3	3.5	3.7
资产收益率 (%)	(3.4)	0.0	0.1	0.0	0.0
已运用资本收益率(%)	(1.8)	0.7	0.8	0.8	0.8

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
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