



东方电气(600875.SH)

【联讯电新公司点评】东方电气(600875):资产重组顺利推进,通过反垄断审查

2018年04月14日

投资要点

买入(首次评级)

当前价: 9.13 元

电力设备与新能源行业研究组

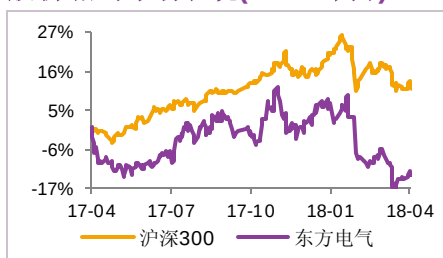
分析师: 夏春秋

执业编号: S0300517050001

电话: 021-51782230

邮箱: xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	30830.23	32525.89	35290.59	38113.84
(+/-)	-7.38%	5.50%	8.50%	8.00%
归母净利润	673.08	788.05	1,035.56	1,372.83
(+/-)	137.72%	61.33%	31.41%	32.57%
EPS(元)	0.29	0.34	0.44	0.59
P/E	30.65	27.07	20.60	15.54

资料来源: 联讯证券研究院

◇ 事件: 公司公告通过商务部反垄断审查

公司近日收到中华人民共和国商务部出具的《商务部经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》(商反垄初审函[2018]第 123 号)。通知主要内容如下:“根据《中华人民共和国反垄断法》第二十五条规定,经初步审查,现决定,对东方电气股份有限公司收购中国东方电气集团有限公司部分业务案不实施进一步审查”。自此,公司本次发行股份购买资产已分别获得银监会、证监会和商务部批准,并经国务院国资委评估备案。

◇ 2017 大幅扭亏, 2018 砥砺前行

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, EPS 为 0.29 元。主营业务毛利率为 17.87%,较上年增长 5.96 个百分点。2017 年公司实施“成本领先工程”,成效显著,主营业务盈利能力大幅度提升。2017 年销售费用 8.54 亿元人民币,同比下降 40.98%。主要原因是公司风电收入较上年下降,按营业收入比例计提的质量保证费同比下降,加上上年风电产品计提质量保证费的基数较大,故与上年相比,下降幅度较大。同时资产减值损失为 7.42 亿元人民币,同比减少 50.44%。主要原因是公司加大应收账款催收力度,计提坏账损失较上年减少 6.98 亿元人民币。

◇ 集团公司成立 60 周年, 二次创业继往开来

今年是东方电气成立 60 周年,公司大力推进“二次创业”,六电并举。2017 年公司大中型火电市场占有率保持在 40%以上;水电市场占有率超过 50%,中标长龙山 4×350MW、丰宁二期、沂蒙 4×300MW 抽水蓄能项目,巩固了抽水蓄能市场优势;核电市场份额稳中有升,获得年度核电市场唯一 TG 包项目合同;气电方面, F 级燃机市场占有率达到 40%;风电中标大唐集团 1010MW 框招项目配额;服务产业新签生效订单突破 30 亿元;成功进入光热发电领域,签订哈密熔盐塔式 50MW 光热发电项目聚光集热系统和蒸汽发生器合同。

◇ 核电重启进程加快, 行业龙头优势显著

4 月 10 日下午,台山核电厂 1 号机组首次装料获批。历经 9 年建设,台山核电 1 号机组成为 ERP 全球首堆,目前 AP1000 首堆三门核电 1 号机组、EPR 首堆台山核电 1 号机组及“华龙一号”首堆福清核电 5 号机组均进展顺利。随着三代核电技术逐渐成熟,核电重启进程有望加快。公司在核电领域技术领先,优势显著,核电半转速 1651mm 末级长叶片性能达到国际先进水平,将充分受益核电发展。



◇ 投资评级

我们预计 2018~2020 年，公司实现收入分别为 325.26 亿元、352.91 亿元和 381.14 亿元，归母净利润分别为 7.88 亿元、10.36 亿元和 13.73 亿元，当前股本下对应 EPS 分别为 0.34 元、0.44 元和 0.59 元，PE 分别为 27.07X、20.60X 和 15.54X。目前公司 PB 处于历史底部，在行业内亦处于最低位置。首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

核电重启不及预期，海外业务拓展不及预期，风电行业复苏不及预期

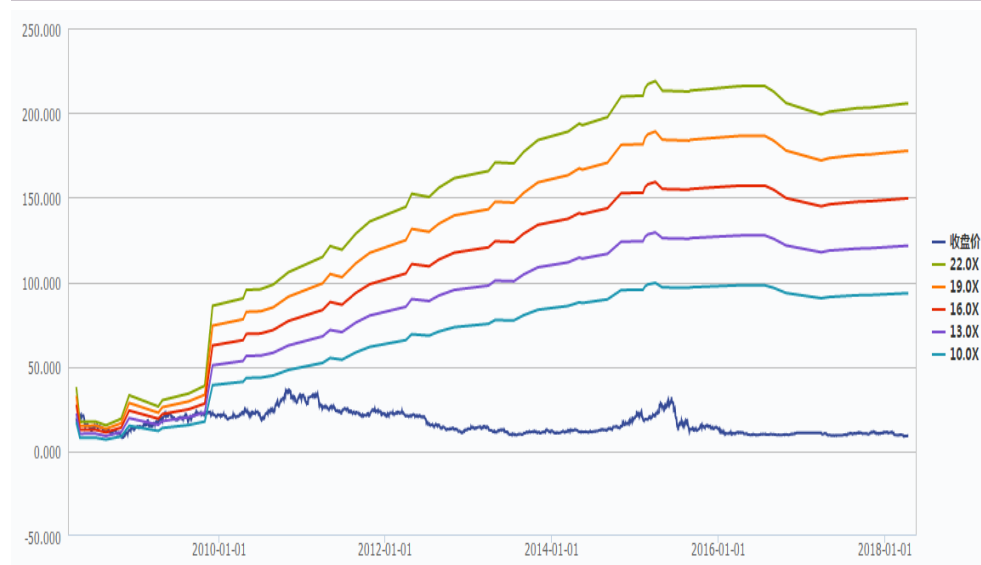


图表1: 东方电气 PE-Band



资料来源: wind, 联讯证券

图表2: 东方电气 PB-Band



资料来源: wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	67,702.53	77,683.02	84,570.72	95,071.17	经营活动现金流	450.24	-3,403.09	11,513.38	-3,133.81
现金	27,884.05	26,115.24	38,211.65	35,723.96	税后经营利润	486.04	804.17	1,056.74	1,400.90
应收账款及票据	13,178.79	22,123.67	21,335.61	25,600.41	折旧摊销	993.51	1,857.80	1,857.80	1,857.51
其它应收款	193.38	269.26	232.70	309.42	财务费用	143.56	-659.74	-751.32	-860.27
预付账款	2,299.99	3,302.76	2,702.09	3,783.15	资产减值损失	742.22	1,301.75	1,301.75	1,301.75
存货	18,580.90	21,526.21	22,451.30	25,044.41	营运资金变动	-1,656.22	-6,707.07	8,048.41	-6,833.70
其他	308.18	308.18	308.18	308.18	其它	-258.87	0.00	0.00	0.00
非流动资产	11,218.24	5,934.17	2,774.62	-384.64	投资活动现金流	-44.25	32.29	32.29	32.29
长期投资	1,405.33	1405.33	1405.33	1405.33	资本支出	-205.91	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,505.70	3,723.67	735.19	-2,253.29	长期投资	162.93	0.00	0.00	0.00
无形资产	838.59	683.88	529.18	374.47	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	-818.43	307.82	583.03	646.11
资产总计	78,920.77	83,617.19	87,345.34	94,686.53	短期借款	485.75	509.45	583.03	646.11
流动负债	52,974.09	57,460.91	60,300.60	66,455.05	长期借款	-1,260.97	-614.64	-721.26	-829.35
短期借款	201.63	0.00	0.00	0.00	其他	-43.21	413.01	721.26	829.35
应付账款和票据	17,817.46	19,447.53	20,491.90	22,642.69	现金净增加额	-522.81	-3095.27	12096.42	-2487.69
其他	2,080.52	2,080.52	2,080.52	2,080.52					
非流动负债	2,040.57	2,040.57	2,040.57	2,040.57	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	42.04	42.04	42.04	42.04	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	30,830.23	32,525.89	35,290.59	38,113.84
负债合计	56,152.79	59,501.47	62,341.17	68,495.62	营业利润	620.26	989.93	1,290.80	1,699.51
少数股东权益	946.60	962.72	983.90	1,011.98	归属母公司净利润	673.08	788.05	1,035.56	1,372.83
归属母公司股东权益	21,821.37	22,504.24	23,401.57	24,591.16	获利能力				
负债和股东权益	78,920.77	83,617.19	87,345.34	94,686.53	毛利率	17.93%	18.00%	19.00%	19.00%
					净利率	2.22%	2.47%	2.99%	3.68%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	3.08%	3.50%	4.43%	5.58%
营业收入	30,830.23	32,525.89	35,290.59	38,113.84	ROIC	2.49%	-4.11%	-18.03%	-4.97%
营业成本	25,303.29	26,671.23	28,585.38	30,872.21	偿债能力				
营业税金及附加	308.68	330.94	359.07	387.80	资产负债率	71.15 %	71.16%	71.37%	72.34%
营业费用	853.94	780.62	952.85	990.96	带息债务/总负责	0.45%	0.07%	0.07%	0.06%
管理费用	3,609.86	3,155.01	3,599.64	3,773.27	流动比率	1.28	1.35	1.40	1.43
财务费用	-309.69	-659.74	-751.32	-860.27	速动比率	0.93	0.90	1.04	0.98
资产减值损失	742.22	1,301.75	1,301.75	1,301.75	营运能力				
公允价值变动收益	-5.63	-5.63	-5.63	-5.63	总资产周转率	0.38	0.39	0.40	0.40
投资净收益	185.71	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	2.12	1.47	1.65	1.49
营业利润	620.26	989.93	1,290.80	1,699.51	存货周转率	1.32	1.04	1.31	1.05
营业外收入	216.44	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业外支出	303.28	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.29	0.34	0.44	0.59
利润总额	533.42	946.08	1,243.22	1,648.12	每股经营现金流	0.19	-1.46	4.9	-1.34
所得税	-149.65	141.91	186.48	247.22	每股净资产	9.34	9.63	10.01	10.523
净利润	683.07	804.17	1,056.74	1,400.90	估值比率				
少数股东损益	9.99	16.12	21.18	28.08	P/E	-	27.07	20.60	15.54
归属母公司净利润	673.08	788.05	1,035.56	1,372.83	P/B	1.2	0.95	0.91	0.87
EBITDA	1,008.93	2,144.14	2,349.70	2,645.36	EV/EBITDA	-3.87	-1.63	-6.61	-4.91
EPS（元）	0.29	0.34	0.44	0.59					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

夏春秋：美国 Texas A&M University 经济学硕士，2015 年 2 月加入华宝证券投资银行部，任项目经理，2016 年 8 月加入联讯证券研究院，任电力设备与新能源行业分析师，重点覆盖风电、光伏和新能源汽车。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com