



东兴证券
DONGXING SECURITIES

扣非净利润大幅增长 现代服务引领业务转型

——东方电气（600875）中报点评

2018年09月01日

推荐/首次

东方电气

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
贺朝晖	研究助理		
	hezh@dxzq.net.cn	010-66554024	

事件：

公司发布中期业绩报告，2018H1 公司实现营业收入 165.42 亿元，同比增长 7.57%，净利润为 51,429.88 万元，同比增长 5.81%，扣除非经常性损益的净利润为 46526.88 万元，同比增长 41.71%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	9646.01	5585.98	9792.38	5534.98	9916.9	6594.14	9947.83
增长率（%）	-3.70%	-39.85%	6.11%	7.92%	2.81%	18.05%	0.28%
毛利率（%）	14.26%	15.05%	19.39%	14.61%	20.10%	16.69%	15.71%
期间费用率（%）	18.07%	13.62%	9.98%	14.39%	16.19%	11.41%	7.29%
营业利润率（%）	-9.19%	1.09%	5.51%	-3.68%	2.54%	3.45%	4.54%
净利润（百万元）	-710.09	176.18	360.38	-60.33	206.83	219.82	314.09
增长率（%）	-464.03%	977.02%	-201.93%	-91.53%	-129.13%	24.77%	-12.85%
每股盈利（季度，元）	-0.31	0.07	0.14	-0.02	0.10	0.09	0.10
资产负债率（%）	73.93%	73.40%	72.34%	71.60%	69.58%	70.19%	67.28%
净资产收益率（%）	-3.22%	0.79%	1.60%	-0.27%	0.75%	0.95%	1.10%
总资产收益率（%）	-0.84%	0.21%	0.44%	-0.08%	0.23%	0.28%	0.36%

观点：

1. 业务转型成效凸显，大幅拉动业绩增长

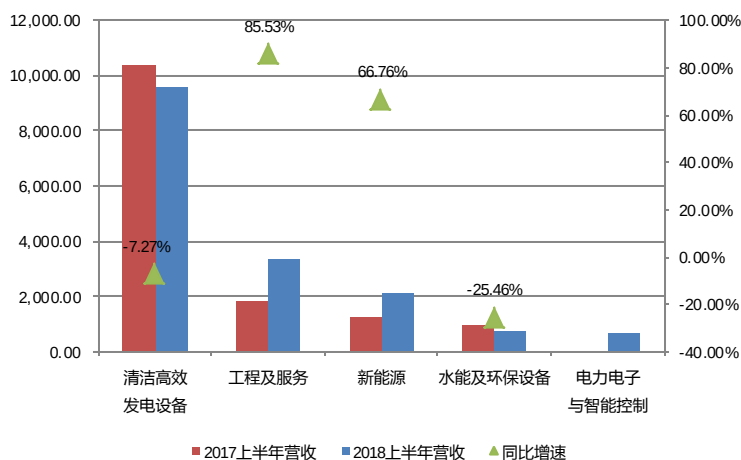
2018H1公司实现扣非净利润同比增长41.71%，增速高于营收增速7.57%，主要原因在于毛利较高的工程及服务板块业务大幅扩张，报告期内营业收入及新获订单均快速上涨。2018H1公司实现营业收入165.42亿元，其中占比20.5%的工程及服务子版块营业收入达到33.8亿元，同比增长85.5%。

工程及服务子版块是公司近年来业务转型的重点，虽然业务占比低于能源装备制造业，但是其毛利率25.2%高于能源装备制造业10pct，对公司总体利润贡献率为28%。在169.62亿新增订单中，工程及服务新增订单占比21.8%，不断增加的新订单将提升公司利润率中枢。

2018H1公司收购母公司资产并获得通过, 业务范围新增电力电子与智能控制、金融、物流、贸易、新能源、工业智能装备等业务, 其中电子与智能控制业务营收在2018H1占公司总营收4%, 新增订单中占6%, 具备提升空间和发展潜力。

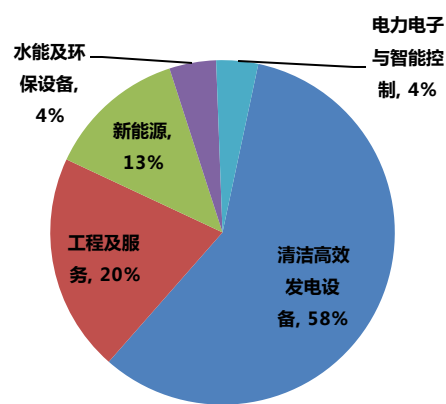
公司逐步推进从传统设备制造商转型为综合服务商, 在2018H1在线智慧电站服务平台主要功能板块、备品备件网上商城基本建成, 在电力投资逐渐放缓的背景下, 积极转型将会提高公司在存量市场的竞争力和盈利能力。

图 1: 公司上半年分行业营收 (百万元) 及同比增长



资料来源: 公司财务中报, 东兴证券研究所

图 2: 公司上半年营收分行业占比



资料来源: 公司财务中报, 东兴证券研究所

2. 风电振兴初战告捷, 海上风电取得突破

2018H1全国风电运营状况大幅改善, 弃风率下降4.9%, 风电发电量同比增长28.6%。在此背景下, 公司海上风电订单取得零的突破, 中标三峡集团福建兴化湾60MW海上风电项目。海外风电订单持续增长, 埃塞俄比亚阿伊莎项目、古巴赫拉杜拉二期项目已正式生效, 俄罗斯乌里扬诺夫斯克项目已获得业主签发的设备移交证书。

同时, 风电新产品研发取得实质性进展, 5MW海上风机通过型式认证并获得首批订单, 8MW海上风机研制正在按计划推进, 3.XMW陆上大风机已完成施工设计并获得阶段性设计认证证书。

2018H1公司风机产量为94套/0.22GW, 同比下滑38%。不过随着用电环境改善以及政策对于新能源发电的支持, 风机业务仍存在非常大的发展空间。

3. 国际业务不断拓展, 资产整合效益凸显

公司全面完成国际业务资源整合, 实现了东方国际一体化运行, 整合效果逐步显现。东方国际整体市场形势在报告期内触底回升, 海外项目中标金额折合人民币178亿元, 取得埃及汉纳维恩等大型项目授标通知, 市场地域新进入新进入巴布亚新几内亚、乌兹别克斯坦、非洲马里等地区和国家。海外业务的拓展, 有助于新市场的开发及公司口碑、技术的提升, 同时也能够缓解国内需求不振带来的产能利用率不足, 海外业务将成为未来公司业务的重要支撑。

4. 核电新项目重启将拉动核电装备业务

公司在核电设备制造领域拥有良好的供货业绩，可以制造绝大多数核岛主设备，2018H1公司核电设备出口取得突破，获得英国欣克利角C核电站常规岛汽轮机低压外缸设备、核岛重型支撑设备供货合同，这是对公司核电设备制造能力的极大肯定。由于2016、2017年没有核电新项目获批，公司核电装备业务发展减速。2018年8月14日三门1号AP1000机组已进入100%功率平台，即将正式进入商业运行阶段，历经9年建设的三门1号机组完工将触发新一轮核电开工潮，公司凭借着在核电装备制造领域的领先优势，将受益于新项目重启实现业绩进一步提升。

结论：

公司是国内能源设备生产龙头企业，积极从传统设备制造商转型为综合服务商，大力发展风电等新能源以及进行海外拓展，同时不断向利润较高的工程及服务业务拓展，开发电子与智能控制等新领域，为公司业绩提升创造空间。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为330亿元、352.5亿元和382.7亿元，归属于上市公司股东净利润分别为7.9亿元、9.31亿元和10.3亿元，每股收益分别为0.34元、0.4元和0.44元，对应PE分别为21、18、16。首次给予“推荐”评级。

风险提示：

风电装机市场需求不足、海外项目政治风险、核电项目审批不及预期

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	72637	67703	71841	76158	82087	营业收入	33286	30830	33001	35245	38266		
货币资金	28409	27884	29700	31721	34440	营业成本	29278	25303	27027	28689	30990		
应收账款	15954	13179	14107	15066	16357	营业税金及附加	378	309	330	353	383		
其他应收款	245	193	207	221	240	营业费用	1447	854	901	962	1097		
预付款项	2514	2300	2071	1829	1567	管理费用	3563	3610	3300	3525	3827		
存货	19871	18581	19847	21067	22757	财务费用	-641	-310	-206	-92	52		
其他流动资产	293	308	308	308	308	资产减值损失	1497.6	742.22	742.22	742.22	742.22		
非流动资产合计	12066	11218	10818	10417	10013	公允价值变动收益	-4.90	-5.63	-5.63	-5.63	-5.63		
长期股权投资	1447	1405	1405	1405	1405	投资净收益	244.53	185.71	200.00	200.00	200.00		
固定资产	7617.2	6505.7	6295.8	5879.5	5462.8	营业利润	-1996	620	1100	1261	1369		
无形资产	912	839	855	869	882	营业外收入	219.42	216.44	216.44	216.44	216.44		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	167.55	303.28	400.00	400.00	400.00		
资产总计	84703	78921	82659	86575	92100	利润总额	-1944	533	917	1078	1186		
流动负债合计	59290	52974	55899	58927	63476	所得税	-185	-150	116	137	151		
短期借款	285	202	2119	3990	6927	净利润	-1759	683	800	941	1035		
应付账款	14380	14235	14997	15919	17196	少数股东损益	25	10	10	10	10		
预收款项	35566	31463	31463	31463	31463	归属母公司净利润	-1784	673	790	931	1025		
一年内到期的非流	731	528	528	528	528	EBITDA	-701	2090	1404	1681	1935		
非流动负债合计	3327	3179	3238	3238	3238	EPS (元)	-0.76	0.29	0.34	0.40	0.44		
长期借款	537	42	42	42	42	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
应付债券	0	0	0	0	0								
负债合计	62617	56153	59137	62165	66715	成长能力							
少数股东权益	941	947	957	967	977	营业收入增长	-7.59%	-7.38%	7.04%	6.80%	8.57%		
实收资本(或股本)	2337	2337	2337	2337	2337	营业利润增长	-619.80	-131.08	77.38%	14.66%	8.54%		
资本公积	8828	8828	8828	8828	8828	归属于母公司净利润	17.41%	17.81%	17.41%	17.81%	10.10%		
未分配利润	9193	9861	9695	9500	9286	获利能力							
归属母公司股东权	21144	21821	22545	23422	24388	毛利率(%)	12.04%	17.93%	18.10%	18.60%	19.01%		
负债和所有者权	84703	78921	82659	86575	92100	净利率(%)	-5.29%	2.22%	2.42%	2.67%	2.70%		
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	-2.11%	0.85%	0.96%	1.08%	1.11%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	-8.44%	3.08%	3.51%	3.97%	4.20%		
经营活动现金流	8965	450	346	768	557	偿债能力							
净利润	-1759	683	800	941	1035	资产负债率(%)	74%	71%	72%	72%	72%		
折旧摊销	1936.7	1779.3	0.00	426.33	426.65	流动比率	1.23	1.28	1.29	1.29	1.29		
财务费用	-641	-310	-206	-92	52	速动比率	0.89	0.93	0.93	0.93	0.93		
应收账款减少	0	0	-928	-959	-1292	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.39	0.38	0.41	0.42	0.43		
投资活动现金流	-443	-44	-667	-658	-663	应收账款周转率	2	2	2	2	2		
公允价值变动收益	-5	-6	-6	-6	-6	应付账款周转率	2.25	2.15	2.26	2.28	2.31		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	245	186	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	-0.76	0.29	0.34	0.40	0.44		
筹资活动现金流	-1374	-818	2137	1909	2825	每股净现金流(最新	3.06	-0.18	0.78	0.86	1.16		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.05	9.34	9.65	10.02	10.44		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	-9.41	24.66	21.14	17.95	16.30		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	0.79	0.77	0.74	0.71	0.69		
现金净增加额	7148	-412	1816	2020	2719	EV/EBITDA	14.48	-4.98	-9.07	-6.22	-5.29		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4 年核电行业工作经验，3 年国际能源工程企业工作经验，2018 年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。