

风电振兴份额提升三倍，现代制造服务业盈利突出

——东方电气（600875）年报点评报告

事件：公司发布2019年度报告，营业收入328.40亿元，同比增长6.95%，归母净利润12.78亿元，同比增长13.19%；扣非归母净利润10.58亿元，同比增长35.24%；综合毛利率为23.81%，同比增长0.81pct；新签合同401.8亿元，同比增长15.03%。

投资要点：

- **风电振兴成果显著，市场占有率提升3倍：**19年风电业务营收35.61亿元，同比增长43.07%，新中标合同超200亿元，是19年风电营收的5.6倍，创历史记录。签订国家电投乌兰察布、中广核兴安盟等GW级订单，市场占有率由18年的3%提升至目前10%，且4MW、7MW新机型获得批量订单，10MW海风成功下线，为后续订单开拓奠定坚实基础。风电板块经过18年风电整机行业低价恶性竞争后，18年公司风电业务毛利率7.6%，有望提升至15-20%的行业健康水平，带来较好的业绩弹性。
- **清洁高效发电设备营收降幅缩窄13pct，毛利率持续提升加快：**19年清洁高效发电设备营收155.1亿元，同比增长-9.18%，比18年缩窄13pct。该板块17、18、19年毛利率分别为18.3%、20.1%、24.4%，持续提升。
- **现代制造服务业营收同比增长14%，综合毛利率51.5%：**现代制造服务业营收38.8亿元，占比11.8%，其中金融服务10.6亿元，毛利率92.3%；电站服务20.2亿元，毛利率43.5%，公司在做大现代服务业道路上渐行渐远，在手现金305亿，金融业务有望日渐加强。
- **完成1000套燃料电池示范生产线，燃料电池累计交付90套：**燃料电池发动机交付90套，已进入收获期，除公交车外，氢能城际客车、物流车样车完成开发，后续将持续受益燃料电池行业高景气周期。
- **盈利预测与投资建议：**预计20-21年营收分别为346.96、366.75亿元、归母净利润分别为16.43、17.31亿元，EPS分别为0.53、0.55元/股，受益于风电振兴和传统业务的寡头地位，燃料电池业务进展顺利，在手现金超过当前市值，有息负债率0.9%，19年分红比例高达50%，上调至买入评级，给予2020年20倍PE，目标价10.5元。

	2018年	2019年	2020E	2021E
营业收入(亿元)	297.30	328.40	346.96	366.75
增长比率(%)	-3.57	6.95	5.65%	5.70%
净利润(亿元)	11.29	12.78	16.43	17.31
增长比率(%)	67.71	13.19	28.95%	4.80%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.53	0.55
市盈率(倍)	21.76	22.41	15.89	15.16

数据来源：Wind，万联证券研究所

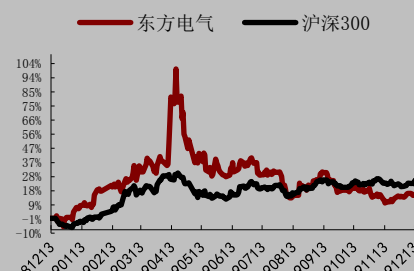
风险因素：燃料电池产业政策变化，市场竞争加剧风险；传统能源领域出现大幅滑坡风险，清洁高效发电业务萎缩超预期。

买入（上调）

日期：2020年03月30日

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)	3,118.79
流通A股(百万股)	1,996.90
收盘价(元)	8.76
总市值(亿元)	273.21
流通A股市值(亿元)	174.93

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：2020年03月30日

相关研究

万联证券研究所 20191219_东方电气（600875）事项点评_AAA_燃料电池进入收获期，为分拆上市提供良好基础

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@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	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	69534	77281	80816	84501	
货币资金	30480	29576	31171	33301	
应收及预付	12152	17361	17539	18228	
存货	13142	16477	17064	17786	
其他流动资产	12153	12261	13437	13580	
非流动资产	19929	20298	20628	20918	
长期股权投资	1718	1918	2118	2318	
固定资产	5280	5050	4779	4469	
在建工程	383	783	1183	1583	
无形资产	1633	1633	1633	1633	
其他长期资产	10915	10915	10915	10915	
资产总计	89462	97579	101445	105419	
流动负债	49454	56128	58483	60887	
短期借款	14	0	0	0	
应付及预收	15513	23074	21300	22814	
其他流动负债	33927	33055	37183	38073	
非流动负债	8210	8210	8210	8210	
长期借款	627	627	627	627	
应付债券	0	0	0	0	
其他非流动负债	7583	7583	7583	7583	
负债合计	57664	64338	66693	69097	
股本	3091	3091	3091	3091	
资本公积	11345	11345	11345	11345	
留存收益	18109	19465	20885	22361	
归属母公司股东权益	29455	30811	32230	33706	
少数股东权益	2344	2430	2521	2615	
负债和股东权益	89462	97579	101445	105419	

现金流量表		单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	44	397	2907	3442	
净利润	1381	1643	1731	1787	
折旧摊销	1807	780	670	716	
营运资金变动	-2845	-2112	414	845	
其它	-299	86	91	94	
投资活动现金流	1370	-1000	-1000	-1000	
资本支出	-632	-800	-800	-800	
投资变动	1830	-200	-200	-200	
其他	173	0	0	0	
筹资活动现金流	-105	-301	-312	-312	
银行借款	-58	-14	0	0	
债券融资	0	0	0	0	
股权融资	392	0	0	0	
其他	-439	-287	-312	-312	
现金净增加额	1309	-904	1595	2131	
期初现金余额	26900	30480	29576	31171	
期末现金余额	28472	29576	31171	33301	

利润表		单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	32840	34696	36675	38544	
营业成本	25020	26421	28089	29564	
营业税金及附加	240	312	321	331	
销售费用	1308	1561	1650	1734	
管理费用	2381	2602	2751	2891	
财务费用	(140)	(293)	(297)	(315)	
研发费用	1888	1908	2017	2120	
资产减值损失	(896)	149	0	5	
公允价值变动收益	(126)	0	0	0	
投资净收益	378	0	0	0	
营业利润	1622	2035	2144	2214	
营业外收入	104	0	0	0	
营业外支出	148	0	0	0	
利润总额	1579	2035	2144	2214	
所得税	198	305	322	332	
净利润	1381	1730	1823	1882	
少数股东损益	103	86	91	94	
归母净利润	1278	1643	1731	1787	
EBITDA	2914	2522	2518	2614	
EPS (元)	0.41	0.53	0.56	0.57	

主要财务比率		2019A	2020E	2021E	2022E
至12月31日					
成长能力					
营业收入	6.95%	5.65%	5.70%	5.10%	
营业利润	30.96%	25.45%	5.36%	3.24%	
归属于母公司净利润	13.19%	28.62%	5.36%	3.24%	
获利能力					
毛利率	23.81%	23.85%	23.41%	23.30%	
净利率	4.81%	5.87%	5.85%	5.74%	
ROE	4.34%	5.33%	5.37%	5.30%	
ROIC	345.44%	56.61%	56.99%	73.71%	
偿债能力					
资产负债率	64.46%	65.93%	65.74%	65.55%	
净负债比率	181.34%	193.55%	191.91%	190.24%	
流动比率	1.41	1.38	1.38	1.39	
速动比率	1.09	1.04	1.05	1.05	
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.37	0.37	0.37	
应收账款周转率	3.08	2.32	2.45	2.49	
存货周转率	1.85	1.60	1.65	1.66	
每股指标 (元)					
每股收益	0.41	0.53	0.56	0.57	
每股经营现金流	0.01	0.13	0.94	1.11	
每股净资产	9.53	9.97	10.43	10.91	
估值比率					
P/E	22.23	15.93	15.12	14.65	
P/B	0.96	0.85	0.81	0.78	
EV/EBITDA	(0.44)	(1.04)	(1.67)	(2.43)	

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。

免责条款

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