東方電氣（1072）

更新報告

買入

2008 年 5 月

新能源增長迅猛

- **一季度公司毛利率有所下降，年度利潤將增長：**由於受到原材料價格上漲的影響，以及去年增發 A 股產生的部分期間費用和銷售費用的上升導致公司歸屬股東利潤有所下降。今年一季度歸屬股東利潤爲 4.25 億，每股贏利爲 0.52 元同比下降了 27%。我們認爲增發 A 股產生的費用和銷售費用的影響是暫時的。原材料上漲公司基本應對策略是向用戶端轉移一部分，另一部分進行產品結構優化而維持毛利率。
- **風電設備增長迅猛：**與我們早先預測的一致，東方電氣的風機開始熱銷。公司從 2007 年起引進技術生產風力發電機組，目前其主推產品爲 1.5MW 發電機組，同時研發 2.5MW 發電機組，起點較國內同類廠家要高。原先預計在 2008 年產量可達到 800 台左右，今年還可能略有提高，不過根據百分比法確認銷售的制度下，今年可能確認銷售要低於產量，2009 年產能達到 1000 台左右，並將在當年佔有 21%的市場份額。
- **印度發展目前無政策障礙:** 公司在海外業務發展依舊保持增長勢頭。原先市場傳聞，要在印度設立合資工廠方能銷售電力設備，一直未得到當地政府確認。如果從市場本質情況分析，目前印度是極度缺電狀態，該項法令將拖延印度電力建設進度，因此我們認爲暫時不會公佈該項法令。但是東方電氣已經在印度設立東方電氣（印度）有限公司，目前從事產品維護和維修服務，遠期戰略將根據市場情況可能在印度建造設備，這項戰略完全取決於市場因素、包括成本、政策和銷售等等。
- **公司盈利將繼續保持增長:** 我們認爲，雖然首季度公司贏利較 2007 年有所下降，我們認爲公司今年盈利依舊保持增長，我們適當調整了合併報表後的盈利預測，其 08 年、09 年和 10 年的淨利潤分別爲人民幣 26.6 億元、29.2 億元和 32.9 億元，其中歸屬股東應得利潤後分別爲 24.5 億元、27.0 億元和 30.3 億元。同時未來的複合年增長率維持在 10.5%左右。
- **維持買入評級，目標價 43.35 港元，有 33%上升空間:** 目標價格 43.35 港元，相當於東方電氣 2008 年的每股收益人民幣 2.89 元(攤薄)的 13.5 倍市盈率。比較當前價格 32.5 港元有 33%的上升空間。

*1 港元=0.90 元人民幣

毛力

eric.mao@firstshanghai.com.hk

86755-33331813

行業	機械製造
股價	32.5 港元
目標價	43.35 港元 (+33%)
H 股市值	57.46 億港元
已發行股本	8.17 億股
52 周高/低	25 港元/82.7 港元
每股淨現值	5.6 港元
主要股東	中國東方電氣集團公司：68.97%

盈利摘要

截止日12月31日	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万元人民币）	22434	24099	32332	35866	39890
变化	N/A	7.4%	34.2%	10.9%	11.2%
净利润（百万元人民币）	2457	2411	2658	2924	3293
变化	N/A	-1.9%	10.2%	10.0%	12.6%
市盈率@32.5(倍)	11.7	11.9	11.3	10.6	9.4
摊薄每股收益	2.78	2.72	2.89	3.06	3.44
每股派息	0.20	0.11	0.22	0.24	0.27
息率	0.6%	0.3%	0.7%	0.7%	0.8%

來源：公司資料，第一上海

股價表現

來源：彭博財經

一季度利潤下降，整年度依然增長

一季度利潤下降

公司今年一季度業績公佈，較去年同期有所下降。在 2008 年度未分配利潤有較大下降，該項資產主要是因爲沖銷收購東方鍋爐和東方汽輪機的商譽。其中歸屬股東利潤 4.25 億人民幣，較去年同期 5.82 億人民幣有 27%的下降。其中一季度每股收益爲 0.52 元人民幣，較去年同期也下降了 27%。

原材料上漲，壓縮毛利率，公司年內將進行成本管理

其盈利的下降主要是因爲原材料價格上漲以及銷售費用和管理費用比例提升引起的。銷售費用提升是由於公司合併後，在早期其他兩家公司遺留的一些行銷費用上升而引起的，管理費用是由於增發股票產生的一些費用，都是暫時性費用。

原材料上漲影響是長期因素，東方電氣採用的是銷售百分比確認法，因此公司一季度的銷售確認的訂單包含了很多早先簽定的訂單，因此原材料漲幅過大導致了毛利率下降。目前公司已經採取措施盡力維護毛利率的穩定，一方面即便是閉口合同也要求客戶承擔部分原材料上漲部分，同時公司本身改進產品，優化結構降低原材料的成本，同時加強與供應商的戰略關係，因此我們認爲在毛利率方面今年公司下降幅度有限，隨著銷售的增加公司整年度利潤將較去年有所增加。

公司一季度新增定單維持高位，公司新增定單 200 億元人民幣

公司一季度新增定單維持高位，公司新增定單 200 億元人民幣，其中 50%來自核電和風電。因此我們認爲公司整體盈利能力和電力設備市場並未發生本質的變化。同時，即便是一季度的毛利率下降，但我們預測全年的收入和利潤較去年有一定的增長。

風電設備全年增長迅猛

與我們早先預計的一致，公司今年風電新增訂單增長迅猛，該業績在一季度報表中尚未有體現。我們認爲根據風電建設的週期，東方電氣的風電業務在全年報表中將有所表現。

2008 年東方電機產能可以達到 800 台左右

公司主推產品爲 1.5MW 風力發電機組，同時研發 2.5MW 風力發電機組，起點較國內同類廠家要高。目前 1.5MW 機組是國際風機市場的主流產品。2007 年起引進技術生產風力發電機組，當年因受生產能力限制，產量爲 202 颱風機。預計在 2008 年產能可以達到 800 台左右，目前已經滿產。2009 年產能達到 1000 台左右，我們預測東方電氣在 2009 年風機的國內市場份額可以達到 21%左右。

由於公司零部件國產化能力強，因此風機的毛利率將有所提高。目前，已經國產化的零部件包括輪轂、發電機、變頻器以及不久天津的葉片廠將投產。雖然風電機組 2007 年的毛利率只有 8%，但隨著零部件自產化率的提高和生產規模擴大，我們預計產品 2008 年平均毛利率可增加到 15%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

印度市場進展順利

隨著印度經濟的高速發展和印度電力市場的緊缺，東方電氣印度市場拓寬也在加速。根據普遍預測，整個東方電氣在手的海外訂單總額約 30 億美元，占總訂單額的 25%，且該比例在不斷上升。

整個東方電氣在手的海外訂單總額約 30 億美元，占總訂單額的 25%，且該比例在不斷上升

早先市場傳聞，印度市場需要建立電力合資工廠方能進入印度市場的傳言未有得到證實。由於，根據官方發佈的資訊 印度國內電力短缺，已經限制印度經濟的高速度發展，因此從政策本身分析來看，該項法案可能拖延印度電力建設的速度，使印度經濟發展受阻。我們認爲印度政府如果宣佈該項法案考慮會非常慎重。不過，東方電氣已經決定建立東方電氣（印度）有限公司，目前從事產品維修維護的業務。遠期規劃，將根據市場、成本等因素來決定是否在印度建立合資工廠。

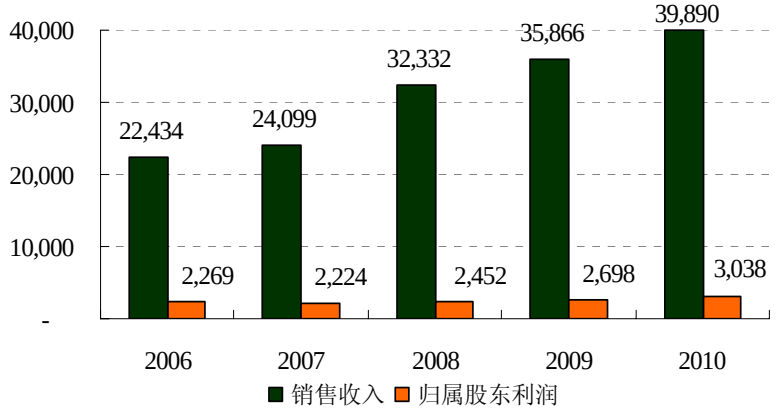
盈利預測

收入分析

如果以 2007 年東方電機、東方電氣和東方鍋爐的收入爲基準、到 2010 年的收入複合增長率爲 18.4%

東方電氣自整體上市後，一季度業績雖然有所下降，我們認爲公司在 2008 年整年度還是有所增長的。公司 2008、2009 年和 2010 年收入分別預測爲人民幣 323 億元、358 億元和 399 億元。如果以 2007 年東方電機、東方電氣和東方鍋爐的收入爲基準、到 2010 年的收入複合增長率爲 18.4%。公司歸屬股東利潤分別爲 26.6 億元，29.2 億元和 32.9 億元

圖表 1：東方電氣收入和歸屬股東利潤預測（百萬元）



資料來源：公司資料、第一上海預測

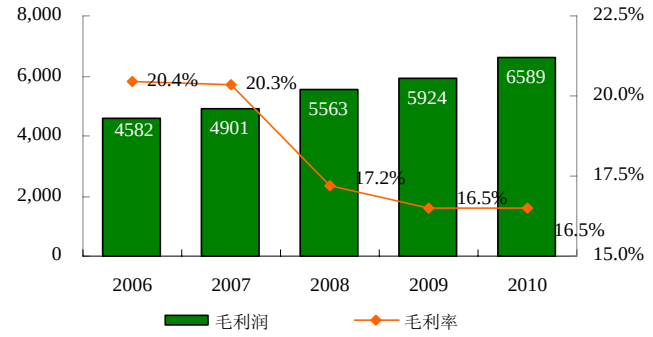
毛利潤和淨利潤分析

公司整體上市後，其產品範圍擴大，整體毛利率有所下降

公司因成本壓力毛利率將有所降低。考慮到鋼材漲價的因素，我們已在上一期報告中適當調低了東方電氣 2008 年以後的毛利率。同時由於各種費用的影響，我們也調整了淨利潤預測（未扣除少數股東利潤）

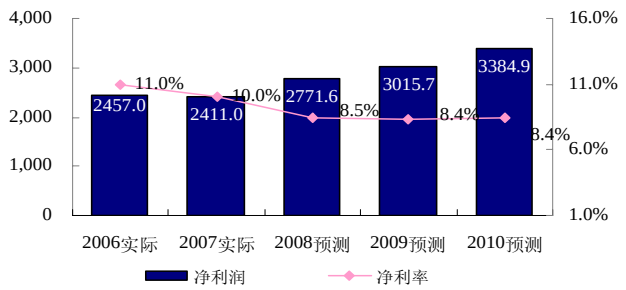
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖表 2:毛利潤和毛利率預測



資料來源：公司公告、 第一上海

圖表 3:淨利潤和淨利率預測



資料來源：公司公告、第一上海

投資建議

估值爲人民幣 43.35 元，相當於 2008 每股收益的 13.5 倍

我們根據市場情況，適當調低東方電氣的 12 個月的目標價格爲港幣 43.35 元，相當於 2008 年收益 13.5 倍的市盈率，比上一期的目標價格略低，但繼續維持買入評級。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

财務摘要

损益表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	22,433.8	24,099.1	32,332.3	35,866.0	39,889.8
毛利	4,582.4	4,900.7	5,562.5	5,924.0	6,588.6
其他业务收入	334.4	379.3	702.2	737.3	774.2
销售及管理费用	(243.0)	(385.2)	(559.8)	(558.9)	(559.4)
其他费用	(1,898.3)	(2,090.8)	(2,389.3)	(2,380.4)	(2,515.1)
营运收入	2,775.5	2,804.0	3,315.6	3,722.0	4,288.3
财务费用	(3.9)	(25.9)	(51.9)	(25.9)	(25.9)
联营公司	10.4	(24.0)	(22.8)	(40.5)	(40.5)
税前盈利	2,782.0	2,754.0	3,240.9	3,655.6	4,221.8
所得税	(325.0)	(343.0)	(583.4)	(731.1)	(928.8)
少数股东应占利润	188.0	186.5	205.6	226.2	254.8
净利润	2,457.0	2,411.0	2,657.5	2,924.5	3,293.0
折旧及摊销	196.4	1,239.5	245.5	387.8	537.1
EBITDA	2,653.5	3,650.5	2,903.0	3,312.2	3,830.2
增长					
总收入（%）	N/A	7.4%	34.2%	10.9%	11.2%
EBITDA（%）	N/A	37.6%	-20.5%	14.1%	15.6%
每股收益（%）	N/A	-2.0%	6.0%	6.0%	12.6%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率 (%)	20.4%	20.3%	17.2%	16.5%	16.5%
EBITDA 利率 (%)	11.8%	15.1%	9.0%	9.2%	9.6%
净利率(%)	11.0%	10.0%	8.2%	8.2%	8.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	1.1%	1.6%	1.7%	1.6%	1.4%
实际税率（%）	11.7%	12.5%	18.0%	20.0%	22.0%
股息支付率（%）	42.1%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
库存周转	188.0	228.9	176.2	166.0	157.7
应付账款天数	345.5	328.8	233.3	186.7	149.3
应收账款天数	162.4	190.9	153.4	132.5	119.3
财务状况					
净负债/股本	1.7	2.9	1.0	0.8	0.8
收入/总资产	2.7	0.8	0.9	0.8	0.9
总资产/股本	2.1	18.9	5.7	5.5	5.6
盈利对利息倍数	706.6	108.1	63.9	143.5	165.4

资产负债表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	5,303.5	3,913.9	7,653.7	7,650.8	2,890.0
应收账款	9,983.8	12,601.4	13,588.2	13,024.1	13,036.8
存货	9,194.2	12,040.1	12,922.7	13,618.3	14,388.9
其他流动资产	3,838.2	3,951.3	4,334.3	4,186.4	4,127.8
总流动资产	7,706.5	28,319.8	32,506.8	38,498.9	38,479.8
固定资产	2,316.4	2,685.7	2,821.7	4,281.2	5,815.4
无形资产	64.0	108.2	97.4	87.6	78.9
长期投资	633.9	817.3	882.0	951.9	1,036.7
总资产	8,462.9	31,334.1	36,117.9	42,300.1	43,800.5
短期负债	5,695.3	7,007.6	7,080.3	7,081.6	7,102.7
应付帐款	16,898.8	17,532.9	17,113.1	15,312.8	13,624.6
短期银行贷款	218.7	413.0	413.0	413.0	413.0
其他短期负债	2,292.7	5,054.8	4,672.6	4,363.6	4,120.2
总短期负债	6,649.5	25,105.5	30,008.3	29,279.0	27,171.0
长期银行贷款	19.3	5.8	5.8	5.8	5.8
其他负债	886.1	2,725.1	2,831.2	2,801.2	2,809.6
总负债	7,554.9	27,836.4	32,845.4	32,086.1	29,986.4
少数股东权益	667.1	860.6	1,935.1	3,073.6	2,742.0
股东权益	3,988.9	1,657.5	6,313.7	7,675.2	7,814.4
每股账面值	8.86	3.68	14.03	17.06	17.37
营运资金	151.6	483.4	(338.6)	6,412.8	8,493.4

现金流量表

人民币 百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	2,653.5	3,650.5	2,903.0	3,312.2	3,830.2
融资成本(收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变化	(2,312.1)	(3,592.7)	(1,663.5)	(1,101.7)	(1,397.3)
所得税	(114.0)	(59.9)	(66.0)	(72.6)	(81.8)
营运性现金流	227.4	(2.1)	1,173.5	2,137.9	2,351.1
资本开支	(172.6)	(206.2)	(68.6)	(2,039.3)	(2,078.6)
其他投资活动	(263.6)	(400.5)	151.8	23.3	84.4
投资性现金流	(436.3)	(606.7)	83.1	(2,015.9)	(1,994.2)
负债变化	(181.3)	(89.9)	(28.6)	(39.1)	(40.0)
股本变化	0.0	367.0	65.0	0.0	0.0
股息	(54.0)	(225.0)	(90.0)	(88.3)	(97.3)
其他融资活动	0.0	0.0	2,600.0	0.0	0.0
融资性现金流	(235.3)	(314.9)	2,481.4	(127.4)	(137.4)
现金变化	(444.2)	(924.0)	3,738.7	(3.8)	222.3
期初持有现金	4,859.0	5,303.5	3,913.9	7,653.7	2,667.3
期末持有现金	5,303.5	3,913.9	7,653.7	7,650.8	2,890.0

資料來源：公司報告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。