

獲客戶和供應商支援，經營性現金流大增

➤**毛利率下降趨勢維持到明年：**由於今年上半年原材料價格的上漲，以及汽輪機部分生產外包等因素，今年3季度的毛利率為16.3%，同比減少了5.55百分點。由於汽輪機外包業務將維持到2010年初，因此我們預計2009年公司毛利率會出現暫時下滑。到2010年後，由於新投的產能恢復生產，毛利率開始逐漸恢復，因此我們預計2008年、2009年和2010年的毛利率分別為15.4%，14.7%和16.3%。

➤**獲得客戶和供應商支援，經營性現金流大增：**公司經營性現金流達到了4.3億，同比上升了6.6倍。主要原因是公司在地震後受到客戶和供應商大力支持，一方面貨款回收比較及時，同時供應商的貨款支付得以延遲所致。

➤**原材料價格下降將減緩公司成本壓力：**由於公司主要原材料鋼材從今年初到7月，平均價格上漲約30%左右。但自8月份以來，鋼材價格回落速度不亞於原油價格，目前剛才平均價格下降接近28%，已經持平於今年年初。根據公司運營情況，我們認為明年公司的原材料成本壓力將降低，該效應將在明年年底體現在公司的損益表上。

➤**維持公司2009年盈利將大幅回升觀點：**我們認為公司雖然今年盈利由於受到汽輪機業務而受損，調整今年每股盈利在0.1元人民幣。我們認為公司2009年產能將基本恢復，同時公司利用一部分內部管理，降低費用。我們預測2009年盈利為人民幣25億元，其中歸屬股東利潤為22億元，基本恢復到地震前水準。

➤**調整為持有評級，目標價13.45港元，有13.5%上升空間：**目標價格13.45港元，相當於東方電氣2009年的每股收益人民幣2.63元（攤薄）的4.5倍市盈率。比較當前價格11.82港元有13.5%的上升空間。

*1 港元=0.88 元人民幣

毛力

eric.mao@firstshanghai.com.hk

86755-33331813

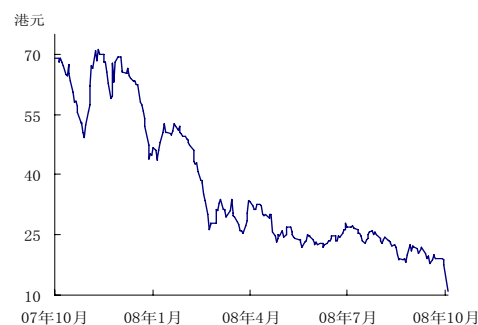
行業	機械製造
股價	11.82 港元
目標價	13.45 港元 (+13.5%)
市值	90 億港元
已發行股本	8.17 億股
52 周高低	9.97 港元/82.7 港元
每股淨現值	0.9 港元

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)	22,434	24,099	26,335	36,847	40,925
变化	N/A	7.4%	9.3%	39.9%	11.1%
净利润 (百万元人民币)	2269	2224	82	2220	3196
变化	N/A	-2.0%	-96.3%	2615.1%	44.0%
市盈率@11.82港元(倍)	3.7	3.8	108.1	4.0	2.9
摊薄每股收益	2.78	2.72	0.10	2.63	3.62
每股派息	0.20	0.11	0.01	0.20	0.28
息率	1.9%	1.0%	0.1%	2.0%	2.7%

來源：公司資料，第一上海

股價表現


來源：彭博財經

估值和投資建議

在香港市場中，與東方電氣類似的公司有 2 家，即上海電氣和哈動力，目前給出其市盈率比較。

圖表 1：香港市場主要發電設備類公司比較

百萬元	货币	市值 百万港元	股价 港元	收入 2008	EBITDA 2008	净利润 2008	每股收益 元 2007	每股收益 元 2008	每股收益 元 2009	市盈率 2007年	市盈率 2008年	市盈率 2009年
上海电气	CNY	19,501	1.64	63,268	5,570	2,825	0.24	0.24	0.24	5.9	6.1	6.0
哈尔滨动力	CNY	4,131	3.00	29,439	2,308	1,291	1.03	0.94	0.94	2.6	2.8	2.8
平均值										4.3	4.5	4.4
东方电气	CNY	9,657	11.82	26,335	174	89	2.72	0.10	2.63	3.8	108.1	4.0

資料來源：彭博財經、第一上海

以 2009 年收益計，香港市場電氣設備公司市盈率為 4.4 倍

香港市場的主要電力設備公司的 2008 年和 2009 年平均市盈率目前都在 4.4 倍左右。這個市盈率較前期市場有較大的下滑，主要是由於市場的系統性風險導致的對公司前景擔憂的不確定性。考慮到目前東方電氣和他們處於同一市場，並且多數業務與上海電氣和哈爾濱動力相同，因此他們的市場估值可以被參考。

圖表 2：國際市場主要發電設備類公司比較

百万	货币	市值	股价	收入 2008	EBITDA 2008	净利润 2008	每股收益 2007	每股收益 2008	每股收益 2009	市盈率 2007年	市盈率 2008年	市盈率 2009年
General Electric	USD	177,070	17.73	188,033	44,233	224,345	2.20	1.95	1.78	8.1	9.1	10.0
Siemens Electric	EUR	32,904	36.00	77,106	7,603	5,289	4.96	4.67	6.19	7.3	7.7	5.8
Alstom Electric	EUR	9,281	32.80	19,297	1,992	1,137	2.89	3.95	4.89	11.4	8.3	6.7
Mitsubishi Electric	JPY	1,045,440	288.00	3,243	273	63	19.02	18.74	19.28	15.1	15.4	14.9
平均值										10.5	10.1	9.4

資料來源：彭博財經、第一上海

以 2009 年收益計，海外市場電氣設備公司市盈率為 9.4 倍

全球性金融危機波及整個國際市場的電氣設備類公司，平均市盈率發生重大變化。當前國際市場的主要電力設備公司的 2008 年和 2009 年平均市盈率維持在 10 倍和 9.4 倍左右，分別比上兩個月平均下降了 60% 和 38%。整體估值水準下降是市場對金融風險向此類製造業轉移的擔憂。但是，我們也發現 2009 年的市盈率降幅略低，這也是市場預計電氣類公司的 2009 年盈利能力比較良好。

經過對東方電氣評估後，我們下調東方電氣 2009 年的每股攤薄盈利為人民幣 2.63 元，略低於原來的盈利預測。該盈利水準已經基本恢復到地震前的水準。

估值為港幣 13.45 元，相當於 2009 年每股收益的 4.5 倍市盈率。

我們調整了東方電氣的 12 個月的目標價格為港幣 13.45 元，相當於 2009 年收益 4.5 倍的市盈率，較前收盤價格 11.82 港元有 13.5% 的上升空間，調整為持有評級。

財務摘要

損益表

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	26,334.8	36,847.5	40,924.7
毛利	4,582.4	4,900.7	4,064.1	5,432.1	6,655.8
其他业务收入	334.4	379.3	208.6	219.1	230.0
销售及管理费用	(243.0)	(385.2)	(427.0)	(477.9)	(477.7)
其他费用	(1,898.3)	(2,090.8)	(3,524.2)	(2,148.3)	(2,266.7)
营运收入	2,775.5	2,804.0	321.6	3,025.0	4,141.4
财务费用	(3.9)	(25.9)	(194.5)	(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	104.3	2,958.6	4,074.9
所得税	(325.0)	(343.0)	(15.6)	(443.8)	(61.2)
少数股东应占利润	188.0	186.5	6.9	194.5	268.0
净利润	2,457.0	2,411.0	88.6	2,514.8	3,463.7
折旧及摊销	196.4	233.8	85.5	219.8	360.7
EBITDA	2,653.5	2,644.8	174.1	2,734.5	3,824.4
增长					
总收入 (%)	N/A	7.4%	9.3%	39.9%	11.1%
EBITDA (%)	N/A	-0.3%	-93.4%	1470.7%	39.9%
每股收益 (%)	N/A	-2.0%	-96.5%	2633.1%	37.7%

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	6,803.2	5,979.5	141.6
应收账款	9,983.8	12,601.4	9,927.8	11,942.7	13,169.6
存货	9,194.2	12,040.1	13,157.0	17,488.7	18,452.7
其他流动资产	3,838.2	3,951.3	3,516.2	3,833.1	3,837.1
总流动资产	28,319.8	32,506.8	33,404.2	39,243.9	35,601.0
固定资产	2,316.4	2,685.7	1,221.7	2,601.2	4,051.4
无形资产	64.0	108.2	97.4	87.6	78.9
长期投资	633.9	817.3	579.2	903.6	1,056.8
总资产	31,334.1	36,117.9	35,302.5	42,836.4	40,788.2
短期负债	5,695.3	7,007.6	7,657.7	9,656.4	9,667.1
应付账款	16,898.8	17,532.9	18,304.7	20,656.7	18,026.4
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	4,306.0	4,305.1	4,144.6
总短期负债	25,105.5	30,008.3	30,681.4	35,031.2	32,251.1
长期银行贷款	19.3	5.8	500.0	1,500.0	1,350.0
其他负债	886.1	2,725.1	2,629.3	2,834.3	2,844.4
总负债	26,011.0	32,739.2	33,810.7	39,365.5	36,445.5
少数股东权益	667.1	860.6	283.5	771.8	895.4
股东权益	3,988.9	1,657.5	924.8	1,927.3	2,551.8
每股账面值	8.86	3.68	2.06	4.28	5.67
营运资金	3,214.2	2,498.4	2,722.7	4,212.8	3,350.0

資料來源：公司報告，第一上海預測

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%	15.4%	14.7%	16.3%
EBITDA 利率 (%)	11.8%	11.0%	0.7%	7.4%	9.3%
净利率 (%)	11.0%	10.0%	0.3%	6.8%	8.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	1.1%	1.6%	1.6%	1.3%	1.2%
实际税率 (%)	11.7%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	42.1%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
库存周转	188.0	228.9	215.6	203.2	196.5
应付账款天数	345.5	328.8	300.0	240.0	192.0
应收账款天数	162.4	190.9	137.6	118.3	117.5
财务状况					
净负债/股本	1.7	2.9	3.2	2.5	2.4
收入/总资产	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
总资产/股本	7.9	21.8	38.2	22.2	16.0
盈利对利息倍数	706.6	108.1	1.7	116.6	159.7

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	2,644.8	174.1	2,734.5	3,824.4
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)	(2,587.0)	3,127.0	(5,081.0)	(3,937.7)
所得税	(114.0)	(59.9)	(2.2)	(62.4)	(86.0)
营运性现金流	227.4	(2.1)	3,298.9	(2,408.9)	(199.3)
资本开支	(172.6)	(206.2)	(710.2)	(1,999.3)	(2,036.6)
其他投资活动	(263.6)	(400.5)	(54.8)	120.4	74.0
投资性现金流	(436.3)	(606.7)	(765.0)	(1,878.9)	(1,962.6)
负债变化	(181.3)	(89.9)	443.7	949.6	(363.7)
股本变化	0.0	367.0	0.0	65.0	0.0
股息	(54.0)	(225.0)	(90.0)	(88.3)	(3.2)
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	2,600.0	0.0
融资性现金流	(235.3)	(314.9)	353.7	3,461.3	(367.0)
现金变化	(444.2)	(924.0)	2,888.3	(824.7)	(2,526.2)
期初持有现金	4,859.0	5,303.5	3,913.9	6,803.2	2,667.3
期末持有现金	5,303.5	3,913.9	6,803.2	5,979.5	141.6

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,並非作為或被視為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為可靠,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。