

业绩低于预期，财务费用率开始下降

—2009 年一季度点评

报告关键点：

- 毛利率下降，财务费用率下降
- 不考虑增发的09-11年EPS为0.52元、0.55元、0.6元；按照20倍市盈率考虑增发，09年EPS为0.774元；目标价位15.5元，维持“增持-A”投资评

报告摘要：

- 许继电气发布09年一季度报，收入3.64亿元，同比增长11.3%，营业利润532万元，同比下降43.81%，归属于母公司净利润762万元，同比下降25.72%，实现每股收益0.02元，低于我们预期。
- 毛利率下降：**一季度毛利率39.04%，同比下降1.35个百分点。经与公司联系，母公司收入略有增长，但产品价格下降，收入的增加主要在珠海许继，与南方电网公司投资增长应该有很大的关系。
- 财务费用率下降：**三项费用率上升0.55个百分点。其中销售费用率上升0.58个百分点，管理费用率上升0.56个百分点，财务费用率下降0.58个百分点。我们特别关心的财务费用率终于出现下降迹象，预计跟借款利率下降有关系。平安信托向许继集团提供的首期20亿元的发展资金已于2009年2月20日全部到账，集团占用资金将减少，预计下半年财务费用下降会更加明显。公司短期借款比08年底增加1.34亿元，但是在“取得借款收到的现金”项目中公司没有填列数据，跟与公司核实，是错填列在“吸收投资收到的现金”项目。
- 期待输变电资产整体上市：**2008年5月16日，平安信托和许继电气发布的权益变动报告书称，在完成股权受让后，平安信托将继续支持并加快实施许继集团非上市输变电资产的整体上市工作。按照2007年11月向集团公司增发A股的预案，拟增发的资产资产的预估值为12.10亿元，增发价格16.42元，拟增发的股票数量为7369万股，我们从公司了解到，增发的价格可能要调整。整体上市将增厚公司业绩、减少关联交易。
- 公司估值与投资评级：**在不考虑增发的情况下，我们暂时维持对公司09-11年的业绩预测0.52元、0.55元、0.60元。考虑增发的情况下，参考公司公告提供的拟购买资产盈利状况备考表，2008年的拟购资产预计产生的净利润为1.28亿元，假定该部分资产09年直流换流阀收入7亿元，净利润7700万元，其余资产盈利不变，09年的净利润为1.457亿元，假定增发定价是按照市场价定价，增发价格与摊薄后EPS关系与图1。给与公司09年20倍市盈率，增发定价与目标价位均衡点约15.5元，对应09年EPS为0.774元。我们给予公司15.5元的目标价位，维持“增持-A”评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **15.50 元**

期限： 6个月 上次预测： 15.50 元

现价： 13.82 元

报告日期： **2009-04-28**

市场数据

总市值(百万元)	5,227.72
流通市值(百万元)	3,649.03
总股本(百万股)	378.27
流通股本(百万股)	264.04
12个月最高/最低	5.55/26.18 元
十大流通股东(%)	26.75%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.46)	(16.93)	(14.22)
绝对收益	(7.68)	6.97	(46.68)

研究员

黄守宏 行业分析师

010-66581627 huangsh@essence.com.cn

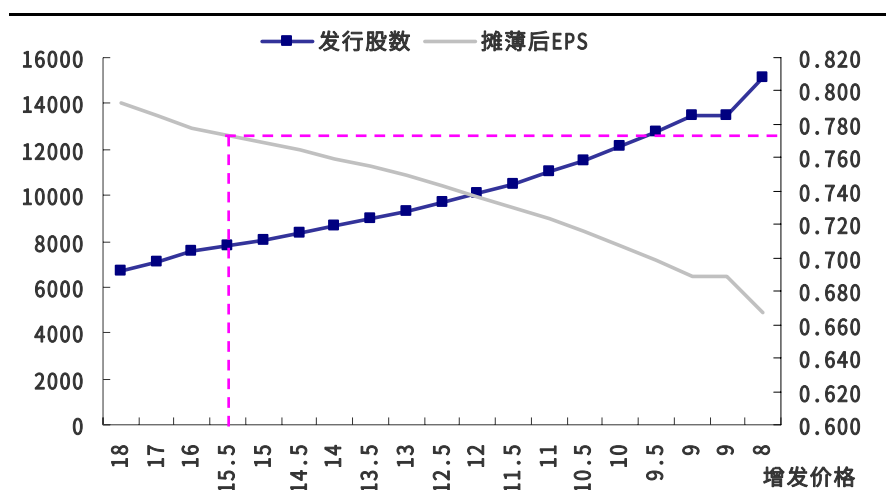
财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,454.6	2,601.4	2,822.1	2,928.5	3,044.4
Growth(%)	3.3%	6.0%	8.5%	3.8%	4.0%
净利润	164.1	102.8	280.0	296.2	326.2
Growth(%)	-10.6%	-67.1%	412.9%	5.8%	10.1%
毛利率(%)	30.5%	30.4%	30.1%	30.1%	30.5%
净利润率(%)	4.7%	1.5%	6.9%	7.1%	7.5%
每股收益(元)	0.31	0.10	0.52	0.55	0.60
每股净资产(元)	6.16	6.24	6.81	7.42	8.10
市盈率	50.1	152.2	29.7	28.0	25.5
市净率	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9
净资产收益率(%)	7.0%	4.4%	10.9%	10.5%	10.7%
ROIC(%)	10.3%	7.3%	12.6%	12.6%	12.3%
EV/EBITDA	16.6	18.9	16.2	15.6	14.1
股息收益率	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%

前期研究成果

- 许继电气：轻装上阵，新的征程
2009-03-25
- 许继电气：转变的“路条”开出
2008-12-01
- 许继电气：业绩增长看来年
2008-08-27

图 1 增发价格与发行股份数量、摊薄后 EPS 关系图 (20 倍 PE)



数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-3-24

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,454.6	2,601.4	2,822.1	2,928.5	3,044.4	成长性					
减:营业成本	1,704.8	1,811.8	1,973.0	2,046.9	2,116.9	营业收入增长率	3.3%	6.0%	8.5%	3.8%	4.0%
营业税费	10.3	12.9	13.8	14.3	14.9	营业利润增长率	-2.2%	-39.3%	176.0%	6.2%	11.3%
销售费用	198.6	210.8	228.6	237.2	246.6	净利润增长率	-10.6%	-67.1%	412.9%	5.8%	10.1%
管理费用	222.3	249.2	254.0	254.8	243.6	EBITDA 增长率	2.9%	-16.1%	16.3%	7.0%	10.2%
财务费用	143.2	150.8	56.4	60.4	62.8	EBIT 增长率	-1.5%	-19.2%	36.2%	6.3%	10.1%
资产减值损失	3.4	65.3	8.3	8.7	18.3	NOPLAT 增长率	-8.7%	-23.3%	55.2%	6.0%	9.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.5%	-10.1%	5.4%	12.3%	5.4%
投资和汇兑收益	3.4	5.8	6.0	6.0	6.0	净资产增长率	5.7%	1.3%	9.3%	9.0%	9.1%
营业利润	175.5	106.5	294.0	312.2	347.4	利润率					
加:营业外净收支	40.2	39.0	44.2	45.9	47.7	毛利率	30.5%	30.4%	30.1%	30.1%	30.5%
利润总额	215.7	145.5	338.2	358.1	395.1	营业利润率	7.1%	4.1%	10.4%	10.7%	11.4%
减:所得税	51.5	42.7	58.2	61.8	68.9	净利润率	4.7%	1.5%	6.9%	7.1%	7.5%
净利润	164.1	102.8	280.0	296.2	326.2	EBITDA/营业收入	16.1%	12.8%	13.7%	14.1%	15.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	13.0%	9.9%	12.4%	12.7%	13.5%
货币资金	995.4	943.3	1,116.9	1,071.3	1,223.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	123	104	100	101	100
应收帐款	1,360.4	1,530.3	1,646.3	1,717.0	1,767.1	流动营业资本周转天数	252	247	220	239	257
应收票据	39.3	19.5	20.9	21.7	22.5	流动资产周转天数	532	518	504	511	520
预付帐款	318.7	141.1	220.1	301.9	386.6	应收帐款周转天数	198	194	190	194	194
存货	961.2	1,181.7	1,081.1	1,121.6	1,159.9	存货周转天数	133	148	144	135	135
其他流动资产	0.6	-0.0	-1.5	-2.3	-3.1	总资产周转天数	687	650	624	630	636
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	405	378	339	356	372
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	17.2	14.8	15.0	15.0	15.0	ROE	7.0%	4.4%	10.9%	10.5%	10.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	2.2%	5.6%	5.7%	5.9%
固定资产	745.6	760.4	814.1	832.1	855.2	ROIC	10.3%	7.3%	12.6%	12.6%	12.3%
在建工程	158.5	106.4	78.2	64.1	57.1	费用率					
无形资产	35.1	32.2	40.7	48.9	56.8	销售费用率	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
其他非流动资产	21.6	10.3	9.3	9.3	9.3	管理费用率	9.1%	9.6%	9.0%	8.7%	8.0%
资产总额	4,653.5	4,740.1	5,041.0	5,200.6	5,550.0	财务费用率	5.8%	5.8%	2.0%	2.1%	2.1%
短期债务	1,287.3	923.3	1,000.0	1,050.0	1,102.5	三费/营业收入	23.0%	23.5%	19.1%	18.9%	18.2%
应付帐款	583.4	644.4	670.3	695.4	719.2	偿债能力					
应付票据	196.2	258.3	281.1	291.6	301.6	资产负债率	50.0%	50.2%	48.9%	46.0%	44.8%
其他流动负债	248.0	510.1	456.2	304.4	307.3	负债权益比	99.9%	100.9%	95.6%	85.2%	81.2%
长期借款	-	40.0	40.0	40.0	40.0	流动比率	1.59	1.63	1.70	1.81	1.87
其他非流动负债	10.3	4.9	15.9	10.6	16.4	速动比率	1.17	1.13	1.25	1.33	1.40
负债总额	2,325.2	2,380.9	2,463.5	2,392.0	2,486.9	利息保障倍数	2.23	1.71	6.21	6.17	6.53
少数股东权益	197.5	228.0	299.4	374.9	458.1	分红指标					
股本	378.3	378.3	378.3	378.3	378.3	DPS(元)	-	0.10	0.10	0.11	0.12
留存收益	1,752.6	1,753.0	1,899.9	2,055.4	2,226.7	分红比率	0.0%	99.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,328.3	2,359.2	2,577.6	2,808.6	3,063.1	股息收益率	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	164.1	102.8	280.0	296.2	326.2	EPS(元)	0.31	0.10	0.52	0.55	0.60
加:折旧和摊销	85.1	80.2	36.0	41.0	45.5	BVPS(元)	6.16	6.24	6.81	7.42	8.10
资产减值准备	3.4	65.3	8.3	8.7	18.3	PE(X)	50.1	152.2	29.7	28.0	25.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9
财务费用	144.1	143.2	159.3	56.4	60.4	P/FCF	-	-103.2	43.6	-74.8	49.8
投资收益	-3.4	-5.8	-6.0	-6.0	-6.0	P/S	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9
少数股东损益	48.2	64.6	84.0	88.9	97.9	EV/EBITDA	16.6	18.9	16.2	15.6	14.1
营运资金的变动	-394.6	100.7	-95.7	-306.3	-148.6	CAGR(%)	21.7%	46.9%	27.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	235.8	275.9	363.0	182.9	396.1	PEG	2.3	3.2	1.1	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	115.4	-22.9	-64.2	-64.0	-64.0	ROIC/WACC	1.2	0.8	1.4	1.4	1.4
融资活动产生现金流量	-110.0	-305.1	-18.9	-51.8	-55.9	REP	2.0	3.0	1.6	1.5	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhouong@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034