

资产整合时点渐进

买入（维持）

目前股价：30.62元

投资要点：

- 第三季度净利润同比下降 20%，期间费用率上升是主因
- 集团整体上市预期依然明确
- 略下调今年的盈利预测至 0.31 元，维持“增持”评级

- **收入增速降低，第三季度为业绩低点。**公司第三季度实现营业收入 7.94 亿元，同比增长 6.00%；实现归属上市公司净利润万元，同比下降 20.22%，每股收益 0.05 元。综合毛利率同比上升约 2 个百分点，主因是产品结构的变化。根据历史情况来看，第三季度是公司业绩的低点，第四季度将有明显改善。
- **期间费用率大幅上升，导致利润下滑。**第三季度销售费用率与管理费用率分别同比大幅上升 1.76 和 1.88 个百分点至 10.94% 和 10.48%，费用率控制的不力是净利润下滑的主要原因。
- **轨道交通与智能电表快速增长。**在各项业务中，传统的发电设备与变压器增速下滑明显，而轨道交通业务与智能电表业务增速较快，也将是明年公司主要的增长点。
- **资产注入取消，但资产注入预期依然明确。**8 月公司取消了定向增发注入集团资产的计划，我们认为主要原因是国网对许继等旗下上市公司的平台整合尚未有明确的结论。但国网以及许继集团的资产注入预期依然明确，整合时点也随着国网对南瑞、平高等的统一筹划逐步推进而渐行渐近。
- **调低盈利预测，维持“买入”评级。**鉴于公司费用率的高企和一次设备景气度的大幅下滑，在不考虑资产注入预期的情况下，我们调低对公司的盈利预测，预计 2010/11/12 年 EPS 分别为 0.38/0.52/0.72 元，目前股价对应 11 年 PE 已达 60 倍，但考虑到国网整合预期的确定性与时点的逐步逼近，维持对公司的“买入”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2601.38	3039.61	3483.23	4120.53	4863.95
增长率	5.98%	16.85%	14.59%	18.30%	18.04%
母公司净利润	38.21	130.20	144.78	194.99	273.01
增长率	-67.06%	240.77%	11.20%	34.68%	40.01%
毛利率	30.35%	32.40%	32.06%	32.34%	32.54%
EPS	0.101	0.344	0.383	0.515	0.722

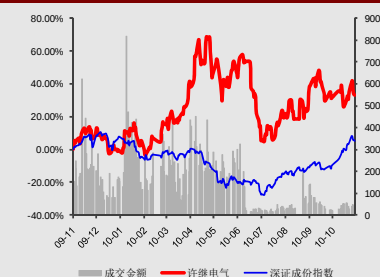
分析师

赵曦、王静

电话：010-88085960

Email: zhaoxi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	37.827
流通股（万股）	26,404
控股股东	许继集团有限公司
控股股东持股比例	29.90%

相关研究

许继电气：资产注入提升业绩，国网整合预期明确

2010.04.28

新能源与电力设备 2010 年中期策略报告：掘金新能源-高成长决定高估值

2010.06.06

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,549	3,940	4,662	5,567	营业收入	3,040	3,483	4,121	4,864
货币资金	493	652	915	1,388	营业成本	2,055	2,367	2,788	3,281
应收与预付款项	2,021	2,186	2,493	2,775	营业税金及附加	24	17	21	24
存货	1,018	1,086	1,238	1,387	销售费用	293	341	391	447
非流动资产	941	906	826	687	管理费用	314	366	412	462
固定资产在建工程	877	837	756	616	财务费用	103	113	126	134
无形资产待摊费用	44	49	50	51	资产减值损失	36	20	30	40
资产总计	4,490	4,846	5,489	6,254	投资收益	5	0	0	0
流动负债	1,901	2,033	2,362	2,700	利润总额	274	299	402	535
短期借款	894	994	1,094	1,194	所得税	43	45	60	80
应付与预收账款	1,007	1,038	1,268	1,506	净利润	231	254	342	455
长期借款	50	50	50	50	少数股东损益	100	109	147	182
非流动负债	54	54	54	54	归属母公司净利	130	145	195	273
负债合计	1,955	2,086	2,416	2,754	EPS（元）	0.344	0.383	0.515	0.722
股本	378	378	378	378	主要财务比率				
资本公积	595	595	595	595	成长能力				
留存收益	1,288	1,404	1,570	1,815	营业收入	16.85%	14.59%	18.30%	18.04%
少数股东权益	273	383	530	712	净利润	124.16%	10.19%	34.68%	33.01%
归属于母公司权益	2,261	2,377	2,543	2,789	获利能力				
负债股东权益合计	4,490	4,846	5,489	6,254	毛利率	32.40%	32.06%	32.34%	32.54%
现金流量表					净利率	7.58%	7.29%	8.30%	9.35%
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	ROE	5.76%	6.09%	7.67%	9.79%
经营活动现金流	200	289	371	535	偿债能力				
净利润	229	220	300	404	资产负债率	43.54%	43.05%	44.02%	44.03%
折旧摊销	72	137	149	159	流动比率	1.86	1.93	1.97	2.06
资产减值损失	36	20	30	40	速动比率	1.32	1.40	1.44	1.54
利息费用	111	113	121	126	营运能力				
投资活动现金流	-80	-88	-58	-9	总资产周转率	0.68	0.72	0.75	0.78
融资活动现金流	-466	-42	-50	-53	应收账款周转率	1.72	1.87	1.99	2.15
现金流量净额	-347	159	263	473	存货周转率	2.02	2.18	2.25	2.37

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业研究员, 2008 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。