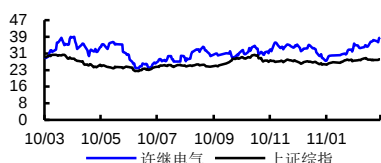


证券研究报告—动态报告
电气设备
电气部件及设备
许继电气(000400)
许继电气年报点评
推荐
维持

2011年3月25日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	378.3/265.2
总市值 (百万元)	14,548.3/10,198.6
沪深 300/深圳成指	2,946.71/12,771.46
12 个 最高/最低 (元)	38.80/24.07

相关研究报告:

《许继电气: 主导产品价格有走低趋势》——2005-7-27

《国信证券-许继电气: 收入依然增长, 利润难如人意-050304.pdf》——2005-4-29

证券分析师: 杨敬梅

电话: 021-60933160

E-mail: yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

年报点评

业绩符合预期

●业绩基本符合我们预期, 但略低于市场预期

许继电气公布了 2010 年年报实现营业收入 38.56 亿元, 同比增长 26.84%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.47 亿元, 同比增长 12.65%; 实现基本每股收益 0.39 元, 同比增长 12.65%。

●电网及发电系统和用电系统设备增长强劲, 毛利率有所下滑

受益于国家电网公司智能电网建设, 公司继电保护及厂网自动化在内的电网及发电系统收入同比增长 49.91%。

智能电表需求数量的增长以及公司市场份额的提高使得公司用电系统设备销售收入同比增长 131.82%。

●直流输电系统收入下滑

正如我们预期, 2010 年虽有三条直流输电线路投运, 但因为绝大多数收入已于 2009 年之前确认, 所以 2010 直流输电系统收入下滑 14.20%。

●预测 2011-2013 年每股收益分别为 0.51、0.63 和 0.73 元。

我们预计电网及发电系统和用电系统设备仍将受益于需求的高增长而保持较高增长速度。

2011 年由于直流线路投运较少, 因此预计直流输电系统收入下滑 20%, 2012 年开始将获得高速增长。

●集团资产注入预期支撑股价保持在高水平, 维持“推荐”评级

如果不考虑资产注入, 公司目前的估值水平将难以维持, 但考虑到集团资产注入是大概率事件, 因此公司股价仍有上涨空间, 给予“推荐”评级。

●风险提示

公司目前的高估值是建立在资产注入预期的基础之上的, 如果集团资产注入进程放缓或者被搁置, 公司股价将面临很大的下行风险。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,039.61	3,855.53	5,069	6,724	8,563
(+/-%)	16.85%	26.84%	31.5%	32.6%	27.4%
净利润(百万元)	130.20	146.67	192	236	278
(+/-%)	240.77%	12.65%	30.7%	23.4%	17.6%
每股收益 (元)	0.34	0.39	0.51	0.63	0.73
EBIT Margin			8.2%	7.9%	7.4%
净资产收益率 (ROE)	5.76%	6.09%	7.4%	8.5%	9.1%
市盈率 (PE)	111.74	99.19	143.2	116.1	98.7
EV/EBITDA			60.3	50.2	44.2
市净率 (PB)	6.43	6.04	10.6	9.8	9.0

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1002	700	750	800	营业收入	3856	5069	6724	8563
应收款项	2446	3194	4236	5395	营业成本	2747	3751	4984	6366
存货净额	1055	1452	1935	2480	营业税金及附加	24	25	34	43
其他流动资产	156	203	269	343	销售费用	374	492	652	831
流动资产合计	4659	5548	7190	9017	管理费用	389	509	675	858
固定资产	963	964	892	759	财务费用	75	56	79	101
无形资产及其他	65	63	60	58	投资收益	11	10	10	10
投资性房地产	36	36	36	36	资产减值及公允价值变动	(56)	(60)	(60)	(60)
长期股权投资	32	32	32	32	其他收入	0	124	148	168
资产总计	5755	6643	8210	9903	营业利润	202	310	399	482
短期借款及交易性金融负债	449	694	1089	1443	营业外净收支	89	70	70	70
应付款项	1027	1293	1723	2208	利润总额	291	380	469	552
其他流动负债	1071	1157	1540	1972	所得税费用	43	57	70	83
流动负债合计	2547	3144	4352	5624	少数股东损益	101	132	162	191
长期借款及应付债券	450	450	450	450	归属于母公司净利润	147	192	236	278
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	450	450	450	450	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	2997	3594	4802	6074	净利润	147	192	236	278
少数股东权益	350	468	614	786	资产减值准备	20	(56)	0	0
股东权益	2408	2581	2793	3044	折旧摊销	81	99	115	125
负债和股东权益总计	5755	6643	8210	9903	公允价值变动损失	56	60	60	60
					财务费用	75	56	79	101
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	372	(896)	(778)	(861)
每股收益	0.39	0.51	0.63	0.73	其它	(11)	175	146	172
每股红利	0.35	0.05	0.06	0.07	经营活动现金流	666	(427)	(220)	(226)
每股净资产	6.37	6.82	7.38	8.05	资本开支	(122)	(101)	(101)	(50)
ROIC	8%	6%	7%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	7%	8%	9%	投资活动现金流	(136)	(101)	(101)	(50)
毛利率	29%	30%	30%	29%	权益性融资	23	0	0	0
EBIT Margin	8%	8%	8%	7%	负债净变化	400	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	10%	9%	支付股利、利息	(133)	(19)	(24)	(28)
收入增长	27%	31%	33%	27%	其它融资现金流	(678)	245	395	354
净利润增长率	13%	31%	23%	18%	融资活动现金流	(121)	226	371	326
资产负债率	58%	61%	66%	69%	现金净变动	408	(302)	50	50
息率	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	货币资金的期初余额	594	1002	700	750
P/E	187.1	143.2	116.1	98.7	货币资金的期末余额	1002	700	750	800
P/B	11.4	10.6	9.8	9.0	企业自由现金流	652	(545)	(315)	(248)
EV/EBITDA	75.5	60.3	50.2	44.2	权益自由现金流	373	(347)	13	20

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	