

许继电气 2010 年报点评

市场开拓乐观，等待集团资产注入

谢军

电话: 021-68828595

eMail: gfhf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010012

年报要点:

2010 年实现营业收入 38.56 亿元，同比上升 26.84%，实现净利润 2.91 亿，其中，归属于母公司净利润 1.47 亿元，每股收益 0.39 元，符合我们此前预期。

市场开拓以及中标情况可观

2010 年，公司在直流输电领域，国家电网公司保护自动化、监控系统、智能电表的集中招标中，在电气化铁道领域以及在绿色环保能源发电领域和工业应用领域方面，公司的中标金额和数量都牢牢确立了自身的行业领先地位。我们预计该优势有望在 2011 年继续保持并扩大。

毛利率下降较大

2010 年，公司除电气化铁道产品外的其他主要产品毛利率均有一定程度的下降。这一方面是由于原材料价格普遍上涨，国网二次设备招标中企业中标价格下降也是重要原因。我们预计 2011 年上半年原材料价格的压力仍然存在。

估值

不考虑资产注入的情况下，我们预计 2011-2013 年每股盈利分别为 0.53、0.77、0.91 元。考虑注入集团资产，我们预计 2011-2013 年每股盈利分别为 1.23、1.54、1.78 元。我们给予 2012 年 28 倍市盈率，目标价定为 43 元，投资评级买入。

风险提示:

集团资产注入延缓风险，原材料价格上涨风险

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3039.61	3855.53	4993.29	6214.95	7711.90
营业收入增长率(%)	16.85%	26.84%	29.51%	24.47%	24.09%
EBITDA(百万元)	425.22	403.28	578.47	686.59	819.09
净利润(百万元)	130.20	146.67	199.42	290.53	343.51
净利润增长率(%)	240.77	12.65%	35.96%	45.69%	18.24%
每股收益(元)	0.34	0.39	0.53	0.77	0.91
市盈率(倍)	66.24	85.83	72.95	50.07	42.35
市净率(倍)	3.81	5.23	5.58	5.02	4.49
EV/EBITDA(倍)	21.11	30.96	26.79	22.82	19.35

数据来源: 许继电气股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

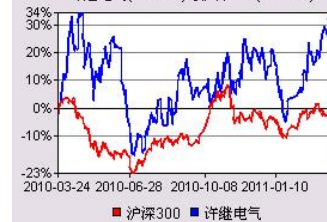
公司评级

买入

当前价格(元)	38.46
目标价格(元)	43.00
前次评级	无评级

股价走势

许继电气(000400)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.73%	9.32%	33.17%
沪深 300	1.89%	2.80%	-0.77%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

378.27/264.04

主要股东:

许继集团有限公司

主要股东持股比例 29.90%

财务比率

ROE	6.09%
ROA	2.55%
资产负债率	52.1%
每股净资产(元)	6.37
2010 年报数据	

2010年销售收入同比上升26.84%，扣除非经常损益后净利同比下降0.98%

公司2010年实现销售收入38.56亿元，同比上升26.84%，归属于母公司净利润1.47亿元，同比上升12.65%，扣除非经常损益后净利为1.32亿元，同比下降0.98%。实现每股收益0.39元。

图1：许继电气业绩摘要

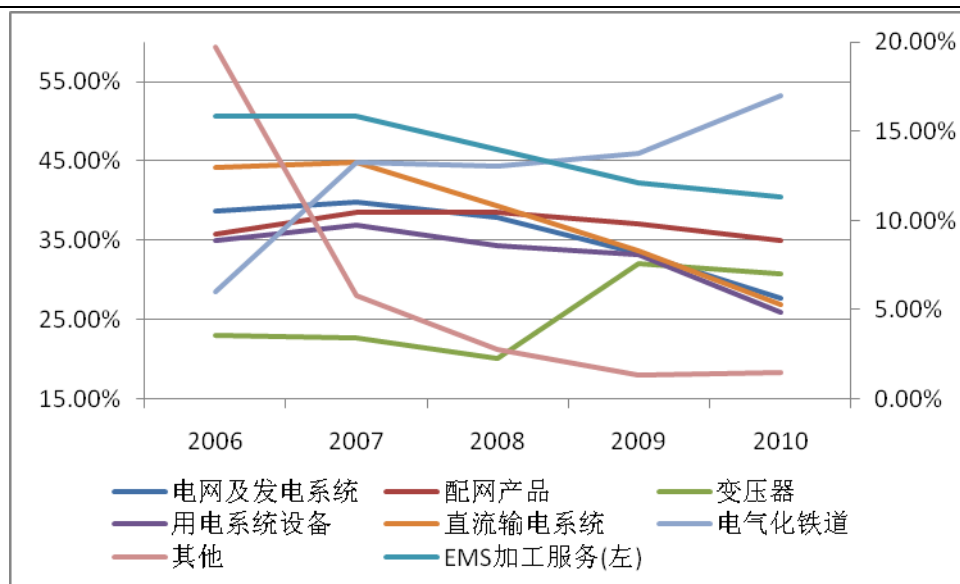
(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
营业收入	3039.61	3855.53	26.84
销售税金	(24.38)	(23.60)	(3.18)
营业成本	(2054.80)	(2746.93)	33.68
毛利润	960.43	1085.00	12.97
销售费用	(293.28)	(373.86)	27.47
管理费用	(314.10)	(388.66)	23.74
经营利润	353.04	322.48	(8.66)
资产减值损失	(35.91)	(56.35)	56.90
财务费用	(102.81)	(75.02)	(27.04)
投资收益	5.46	10.58	93.86
营业外收入	59.25	91.73	54.83
营业外支出	(5.39)	(2.85)	(47.03)
利润总额	273.64	290.58	6.19
所得税	(43.12)	(43.36)	0.56
少数股东权益	(100.32)	(100.32)	0.00
净利润	130.20	146.90	12.83
主要比率 (%)			
毛利率	31.60	28.14	(3.46)
销售费用率	9.65	9.70	0.05
管理费用率	10.33	10.08	(0.25)
经营利润率	11.61	8.36	(3.25)
净利率	4.28	3.81	(0.47)
所得税率	15.76	14.92	(0.84)

数据来源：许继电气2010年年报

2010年除电气化铁道产品外，其余主要产品毛利率均有下降

2010年，公司除电气化铁道产品外的其他主要产品毛利率均有一定程度的下降。这一方面是由于原材料价格普遍上涨，国网二次设备招标中企业中标价格下降也是重要原因。我们预计2011年上半年，原材料价格的压力仍然存在，但国网开始着手改变主要以价格评判企业中标标准的现状，公司产品毛利率压力未来有望开始缓解。

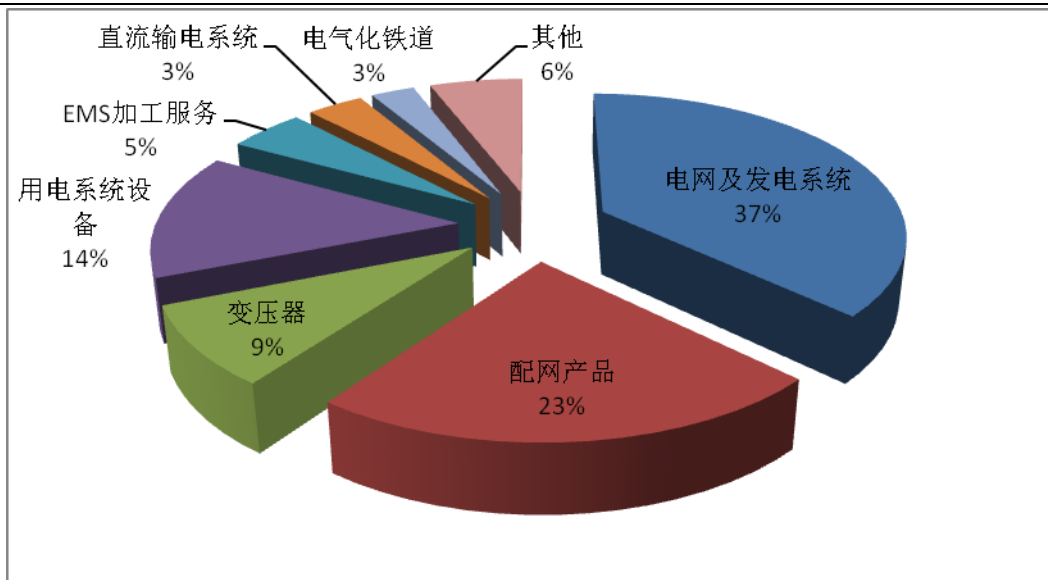
图2：2006-2010年公司分产品毛利率变化



数据来源：许继电气2010年年报

分产品来看，用电系统设备毛利下降的最多，下降7.3%；其次为直流输电系统（-6.9%），电网及发电系统（-5.6%），配网产品（-2.1%），变压器（-1.4%）。仅电气化铁道（+7.4%）和其他业务（出售材料及其他）（+0.4%）毛利上升。

图3：2010年公司产品收入结构



数据来源：许继电气2010年年报

分主要控股及参股公司来看，珠海经纬电气有限公司利润下降最多，下降54%，该公司主要从事电力设备、继电保护控制设备、通信设备、电力设备控制保护软件的生产及销售；其次为许昌许继软件技术有限公司，利润下降37%，该公司主要从事电力系统继电保护及自动化产品软件的开发。由于电网及发电系统、配网产品毛利率下降较大，造成这两个公司较大的亏损。

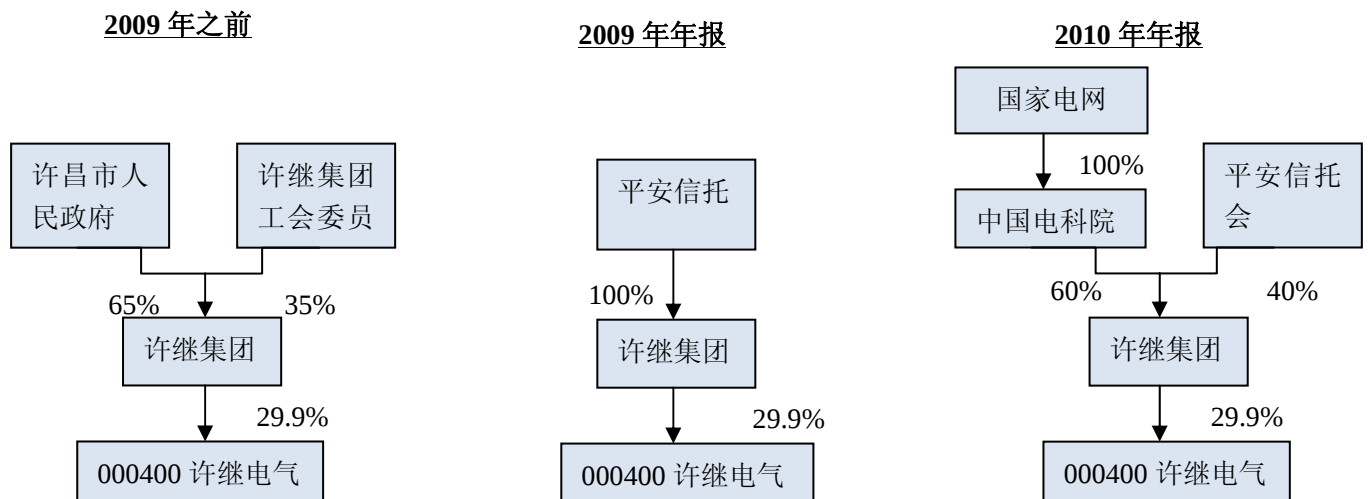
图4：2010年公司主要控股及参股公司利润及收入变动情况

	股 权 比 例	利润变化			营业收入变化		
		2010年净利	2009年净利	%	2010年营收	2009年营收	%
许继变压器有限公司	75	4584	336	36	4379	32137	7
珠海许继电气有限公司	70	7913	4951	60	46441	47251	(2)
成都交大许继电气有限公司	51	2141	2681	(20)	10712	9164	17
许昌许继软件技术有限公司	90	9068	14406	(37)	31160	37682	(17)
珠海经纬电气有限公司	70	7068	15380	(54)	11559	15380	(25)

数据来源：许继电气2010年年报

国网电科院入主许继，大平台，新起点

图5：近年来公司主要控股股东与实际控制人变动情况



数据来源：许继电气2008-2010年年报

图6：许继集团原拟注入资产盈利预测

公司	股权比例	2010E		2011E		2012E		2013E	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
福建天宇电气股份	98%	762	24	815	26	978	31	1174	37
许继昌南	60%	39	3	51	3	66	4	85	4
许继电源有限公司	75%	144	6	187	7	243	8	316	10
国际工程	100%	104	3	135	4	176	5	229	6
上海许继电气有限公司	50%	27	2	29	2	35	3	42	3
晶锐科技	45%	1	0	2	0	3	1	3	1
许昌许继软件技术有限公司	10%	42	15	46	16	50	17	55	18
许继集团柔性输电分公司 (直流输电换流阀资产)	100%	2214	170	2878	221	3453	265	3971	305

	合计	0%	3332	222	4143	279	5004	333	5876	384	
--	----	----	------	-----	------	-----	------	-----	------	-----	--

数据来源：广发证券发展研究中心

图7：电科院注入资产盈利预测（百万元）

公司	股权比例	2010E		2011E		2012E		2013E	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
重庆渝能泰山电线电缆有限公司	100%	71046	2058	78151	2222	85966	2400	94563	2592
重庆顺泰铁塔制造有限公司	100%	40774	6096	46890	6706	53924	7376	62012	8114
江苏华电铁塔制造有限公司	80%	12001	42	13801	817	15871	898	18252	988
江苏振光电力设备制造有限公司	80%	33589	3099	37619	3347	42134	3615	47190	3904
合计		157410	11995	176462	13091	197895	14289	222017	15598

数据来源：广发证券发展研究中心

考虑未来资产注入情形下，给予买入评级，目标价格43元

不考虑资产注入的情况下，我们预计2011-2013年每股盈利分别为0.53、0.77、0.91元。

图8：盈利预测与假设

(人民币，百万)		2009	2010	2011E	2012E	2013E
电网及发电系统	营业收入	954.2	1430.5	1788.1	2181.5	2661.4
	同比增长(%)	4.5	49.9	25.0	22.0	22.0
	毛利率 (%)	33.4	27.8	29.5	29.5	29.5
配网产品	营业收入	895.6	885.9	1328.8	1793.9	2421.8
	同比增长(%)	80.9	(1.1)	50.0	35.0	35.0
	毛利率 (%)	37.1	35.0	36.0	35.0	34.0
变压器	营业收入	319.4	342.0	359.1	377.0	395.9
	同比增长(%)	11.6	7.1	5.0	5.0	5.0
	毛利率 (%)	32.1	30.7	31.0	31.0	30.0
用电系统设备	营业收入	234.0	542.6	759.6	987.5	1234.3
	同比增长(%)	27.6	131.8	40.0	30.0	25.0
	毛利率 (%)	33.3	26.0	28.0	28.0	28.0
EMS 加工服务	营业收入	160.3	165.2	196.7	236.1	271.5
	同比增长(%)	8.7	3.1	19.1	20.0	15.0
	毛利率 (%)	12.1	11.3	12.0	12.0	12.0
直流输电系统	营业收入	105.7	100.1	118.3	139.6	164.7
	同比增长(%)	5.4	(5.2)	18.1	18.0	18.0
	毛利率 (%)	33.8	26.9	28.0	28.0	28.0
电气化铁道	营业收入	49.0	49.5	57.3	70.1	83.8
	同比增长(%)	48.1	0.9	15.8	22.3	19.6
	毛利率 (%)	45.9	53.3	53.0	50.0	48.0
其它	营业收入	204.0	225.5	248.1	272.9	300.2

	同比增长(%)	(71.8)	10.6	10.0	10.0	10.0
	毛利率 (%)	17.9	18.4	18.0	18.0	18.0
合计	营业收入	3039.6	3855.5	4993.3	6215.0	7711.9
	同比增长(%)	16.8	26.8	29.5	24.5	24.1
综合毛利率	(%)	32.4	28.8	30.3	30.1	29.9
销售费用率	(%)	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
管理费用率	(%)	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
财务费用率	(%)	1.9	1.9	0.8	1.0	0.9
实际所得税率	(%)	14.9	14.9	14.9	14.9	14.9
净利润率	(%)	3.8	3.8	4.7	4.5	4.5
少数股东损益率	(%)	40.7	40.6	44.4	44.7	46.0

数据来源：许继电气2010年年报

考虑注入集团资产，我们预计2011-2013年每股盈利分别为1.23、1.53、1.76元。
我们给予2012年28倍市盈率，目标价定为43元，投资评级买入。

图9：拟发行股本预测与假设

国家电网换入资产（百万元）	1,597		
许继集团原拟注入资产（百万元）	2532.91		
合计（百万元）	4,130		
增发价格（元/股）	35		
拟增发股票数（百万股）	118.00		
现股本（百万股）	378.27		
发行后合计（百万股）	496.27		
	2011 年	2012 年	2013 年
上市公司归属于母公司股东净利（万元）	199	291	344
许继集团原拟注入资产净利润（万元）	279	333	384
国家电网换入资产净利润（万元）	123	134	146
合计	601	757	874
增发后总股本预测	496	496	496
考虑资本增厚后的每股收益	1.21	1.53	1.76

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 集团资产注入延缓风险；
- 原材料价格上涨风险。

资产负债表

单位：百万元

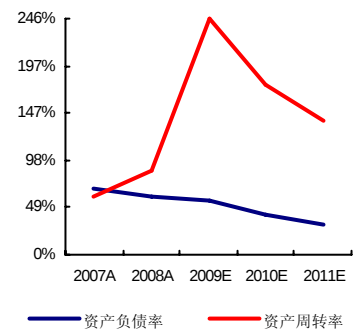
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,633	4,659	4,801	5,841	7,136
货币资金	594	1,002	0	0	0
应收及预付	2,021	2,602	3,056	3,793	4,703
存货	1,018	1,055	1,745	2,048	2,433
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	972	1,096	1,047	1,030	1,013
长期股权投资	17	32	34	36	38
固定资产	837	815	758	700	634
在建工程	41	148	171	207	251
无形资产	44	65	64	67	71
其他长期资产	34	36	20	20	20
资产总计	4,605	5,755	5,848	6,871	8,149
流动负债	2,017	2,547	2,249	2,749	3,407
短期借款	894	449	497	671	848
应付及预收	1,122	1,385	1,752	2,078	2,559
其他流动负债	0	713	0	0	0
非流动负债	54	450	450	450	450
长期借款	50	450	450	450	450
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	0	0	0	0
负债合计	2,070	2,997	2,699	3,199	3,857
股本	378	378	378	378	378
资本公积	595	595	595	595	595
留存收益	1,288	1,435	1,634	1,925	2,268
归属母公司股东权益	2,261	2,408	2,608	2,898	3,242
少数股东权益	273	350	541	774	1,051
负债和股东权益	4,605	5,755	5,848	6,871	8,149

利润表

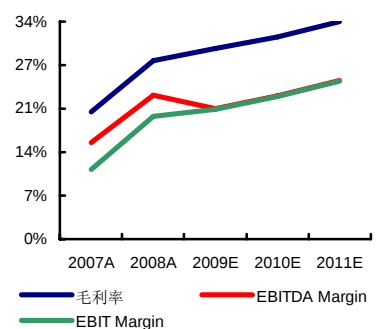
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3040	3856	4993	6215	7712
营业成本	2055	2747	3481	4345	5407
营业税金及附加	24	24	31	38	47
销售费用	293	374	484	603	748
管理费用	314	389	503	627	777
财务费用	103	75	42	60	69
资产减值损失	36	56	78	19	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	11	8	8	9
营业利润	220	202	383	533	650
营业外收入	59	92	81	85	83
营业外支出	5	3	4	3	4
利润总额	274	291	460	614	730
所得税	43	43	69	92	109
净利润	231	247	391	523	621
少数股东损益	100	101	192	232	278
归属母公司净利润	130	147	199	291	344
EBITDA	425	403	578	687	819
EPS (元)	0.34	0.39	0.53	0.77	0.91

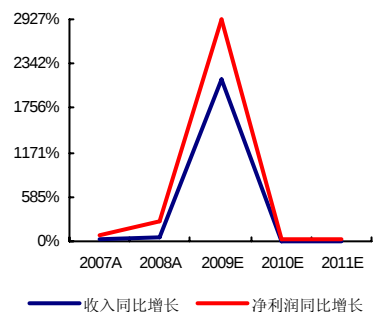
资产负债率趋势



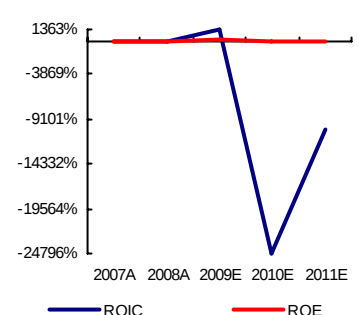
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	197	171	-1,014	-138	-127
净利润	231	247	391	523	621
折旧摊销	72	81	85	83	86
营运资金变动	-247	-256	-1,550	-732	-837
其它	141	100	61	-11	3
投资活动现金流	-80	-308	33	23	19
资本支出	-64	-295	27	17	12
投资变动	-17	-13	6	6	7
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-466	545	-21	114	108
银行借款	1,608	2,379	48	174	177
债券融资	-1,927	-1,724	0	0	0
股权融资	0	23	0	0	0
其他	-147	-133	-69	-60	-69
现金净增加额	-349	408	-1,002	0	0
期初现金余额	943	594	1,002	0	0
期末现金余额	594	1,002	0	0	0

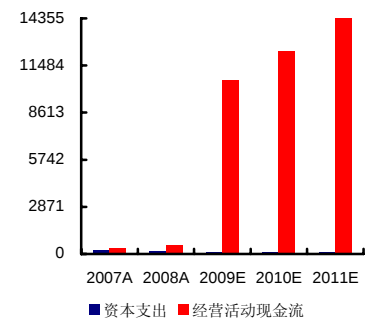
主要财务比率

单位：%

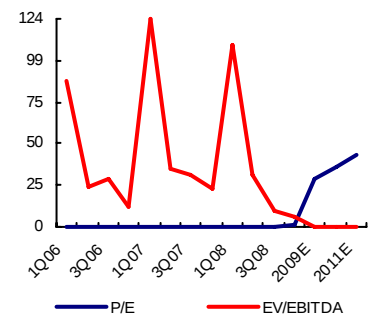
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	16.8%	26.8%	29.5%	24.5%	24.1%
营业利润	106.3%	-8.2%	89.6%	39.4%	22.0%
归属于母公司净利润	240.8%	12.7%	36.0%	45.7%	18.2%
获利能力					
毛利率	32.4%	28.8%	30.3%	30.1%	29.9%
净利率	7.6%	6.4%	7.8%	8.4%	8.1%
ROE	5.8%	6.1%	7.6%	10.0%	10.6%
ROIC	10.4%	10.5%	10.4%	10.8%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	52.1%	46.2%	46.6%	47.3%
净负债比率	13.8%	-3.7%	30.1%	30.5%	30.2%
流动比率	1.80	1.83	2.13	2.12	2.09
速动比率	1.23	1.35	1.26	1.28	1.28
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.74	0.86	0.98	1.03
应收账款周转率	1.92	1.96	1.93	1.94	1.94
存货周转率	1.87	2.65	1.99	2.12	2.22
每股指标 (元)					
每股收益	0.34	0.39	0.53	0.77	0.91
每股经营现金流	0.52	0.45	-2.68	-0.36	-0.33
每股净资产	5.98	6.37	6.89	7.66	8.57
估值比率					
P/E	66.2	85.8	73.0	50.1	42.4
P/B	3.8	5.2	5.6	5.0	4.5
EV/EBITDA	21.1	31.0	26.8	22.8	19.3

资本支出与经营活动现金流

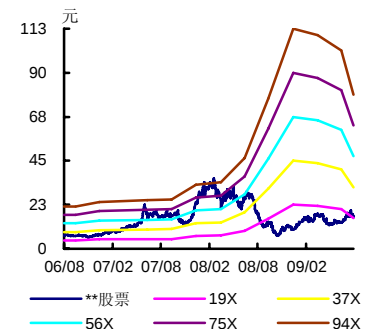
识别 百万元 现价值



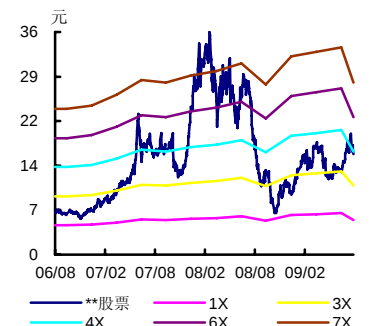
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

谢军，分析师，中国科学院研究生院工程硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

韩玲，研究助理，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfhl@gf.com.cn，021-68828545。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

相关研究报告

许继电气（000400.sz）_年报点评

张小东

2009-03-25

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。