

2011 年 4 月 28 日

买入
A

000400.SZ - 人民币 32.43

目标价格: 人民币 54.00(▲40.00)

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(3)	(15)	9	(11)
相对新华富时 A50 指数(%)	(8)	(16)	3	(9)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	378
流通股(%)	70.10
流通股市值(人民币 百万)	8,593
3 个月日均交易额(人民币 百万)	162
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
许继集团有限公司	29.90

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘波为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

许继电气

大布局、大基地、大发展

公司主要从事二次设备(或称自动化设备)和中压一次设备,产品涵盖智能电网、工业电气、轨道交通、新能源,是国内唯一一家具备 110kV 以下电压等级一、二设备自主成套的企业。公司 1 季度实现营业收入 5.51 亿,同比增长 32%,归属上市公司股东净利润 1,057 万元,同比增长 6%,每股收益 0.03 元。我们将目标价格上调至 54.00 元,维持买入评级。

季报要点

- **1 季度营收同比增长 32%。**1 季度实现营业收入 5.51 亿,同比增长 32%,营收增长主要系公司业务扩张所致,经过了 2010 年“产品年”的努力,公司 2010 年新增和 2011 年转结订单同比大幅增加。
- **1 季度净利润增长 6%。**1 季度实现归属上市公司股东净利润 1,057 万元,同比增长 6%,每股收益 0.03 元。净利润增速大幅低于营业收入增速,主要受一季度期间费用和少数股东损益高所拖累。
- **多年的技术 & 合作换市场、3 年的战略布局和当前大基地建设将使公司抓住为未来关键的三年。**经过多年技术 & 合作换市场策略,形成完善的产品体系,公司是国内唯一中压电气领域一、二设备成套企业。随着平安信托和国网入主,公司相继获得资金、市场和技术的支撑,着眼“十二五”,公司已启动了产业基地、建设、多组织、战略调整,公司将牢牢抓住未来输配电行业发展的关键三年,实现快速发展。
- **集团布局电力电子大产业,我们期待资产优质注入。**集团资产优质,属于电力电子大产业。最近 3 次资产注入方案(实际控制人变更、业务发展的预期等)我们乐见的有关(基于对公司产业布局及发展的判断,我们乐观的预计公司将加快重启资产注入并再次融资,资产注入将完善公司产业链结构,大幅提升公司竞争力。

估值

- **上调目标价至 54.00 元,维持买入评级。**在不考虑财务指标改善的情况下,我们预计公司 2011-2013 年的每股收益为 0.56、0.85 和 1.07 元。在集团资产注入的情况下,我们预计 2011-2013 年备考每股收益为 1.20、1.80、2.40 元。从 2012 年起,特高压直流才逐步进入建设高峰期,我们预计集团目前在手直流订单(换流阀、直流场和直流保护)等超过 70 亿,大部分于明年交货。考虑集团资产注入后,给予 2012 年备考每股收益 30 倍市盈率,目标价由 40.00 元上调至 54.00 元,维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,040	3,856	4,859	6,208	7,486
变动(%)	16.8	26.8	26.0	27.8	20.6
净利润(人民币 百万)	130	147	211	321	404
全面摊薄每股收益(人民币)	0.34	0.39	0.56	0.85	1.07
变动(%)	240.79	12.64	43.89	52.32	25.64
市盈率(倍)	94.22	83.65	58.13	38.17	30.38
每股现金流量(人民币)	(0.56)	1.41	3.81	2.09	2.78
价格/每股现金流量(倍)	(58.13)	23.04	8.51	15.54	11.68
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.76	36.71	22.94	15.80	12.19
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.08	0.13	0.16
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1 季度营收增长 32%，净利润增长 6%

1 季度公司实现营业收入 5.51 亿，同比增长 32%，归属上市公司股东净利润 1,057 万元，同比增长 6%，每股收益 0.03 元。

1 季度为交货和确认收入淡季，一般 1 季度仅占去年全年收入的 11%左右，且 1 季度往往销售费用率和财务费用率相对较高。

- 营收同比增长 32%，主要系公司业务扩张所致，经过了 2010 年“产品年”的努力，公司 2010 年新增订单同比大幅增加，1 季度营业收入同比增长 32%。
- 净利润同比增长仅 6%，主要系管理和销售费用率以及少数股东损益上升所致。
- 毛利率 36.8%，同比下滑 1.77 个百分点，系产品交货结构不同造成，毛利率水平属于较高水平。
- 销售费用 0.8 亿，同比增长 25%，销售费用率 14.5%，同比下降 0.78 个百分点，销售费用增加主要系销售人员增加及薪酬增加所致。管理费用 0.9 亿，同比增长 26%，管理费用率 16.4%，同比下降 0.74 个百分点，管理费用增加主要系管理和研发人员增加及薪酬增加所致。**2010 年公司新增约 700 名员工，增加幅度 13%。**

图表 2.一季报业绩摘要及对比

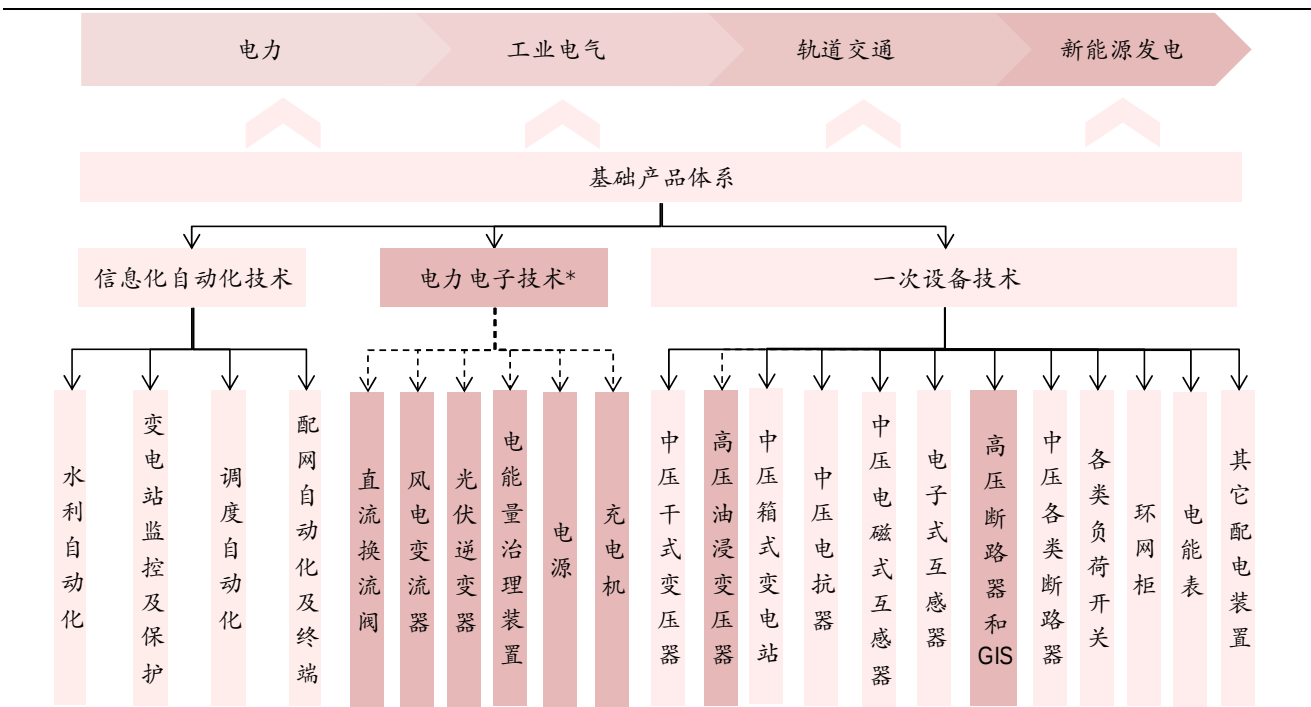
(人民币, 百万)	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	同比变动%
营业收入	364.4	698.5	748.8	1227.9	418.1	769.9	793.7	1873.8	550.7	31.7
销售税金	(2.2)	(5.2)	(3.9)	(13.1)	(1.6)	(4.5)	(5.3)	(12.3)	(5.0)	217.5
营业成本	(222.2)	(439.2)	(550.6)	(842.9)	(257.0)	(494.0)	(567.8)	(1428.1)	(348.3)	35.5
毛利润	140.1	254.1	194.4	371.9	159.5	271.4	220.7	433.4	197.4	23.8
销售费用	(47.6)	(63.7)	(68.8)	(113.2)	(63.9)	(80.0)	(86.8)	(143.2)	(79.9)	25.0
管理费用	(60.9)	(77.0)	(64.4)	(111.9)	(71.5)	(81.5)	(83.2)	(152.4)	(90.1)	26.1
经营利润	31.6	113.4	61.2	146.8	24.1	109.9	50.7	137.7	27.4	13.7
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	(35.9)	0.0	0.0	0.0	(56.3)	(7.6)	
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
财务费用	(28.7)	(32.4)	(17.8)	(23.9)	(14.1)	(21.3)	(19.6)	(20.0)	(13.3)	(6.0)
投资收益	2.5	1.1	0.3	1.6	0.9	0.5	3.4	5.8	1.0	11.8
营业外收入	8.4	9.6	16.6	24.6	10.2	11.5	15.9	54.1	8.1	(20.7)
营业外支出	(0.2)	(0.8)	(0.7)	(3.7)	(1.1)	(0.0)	(0.2)	(1.6)	(0.3)	(70.8)
利润总额	13.6	90.9	59.6	109.6	19.9	100.6	50.3	119.8	22.9	14.7
所得税	(3.6)	(14.3)	(10.3)	(14.9)	(4.9)	(12.3)	(9.8)	(16.3)	(5.6)	13.2
少数股东权益	(2.4)	(27.1)	(24.0)	(46.9)	(5.0)	(29.5)	(20.2)	(45.8)	(6.7)	33.7
净利润	7.6	49.5	25.3	47.7	10.0	58.9	20.2	57.6	10.6	5.9
每股收益	0.02	0.13	0.07	0.13	0.03	0.16	0.05	0.15	0.03	
主要比率(%)										
毛利率	39.0	37.1	26.5	31.4	38.5	35.8	28.5	23.8	36.8	(1.77)
销售费用率	13.1	9.1	9.2	9.2	15.3	10.4	10.9	7.6	14.5	(0.78)
管理费用率	16.7	11.0	8.6	9.1	17.1	10.6	10.5	8.1	16.4	(0.74)
财务费用率	7.9	4.6	2.4	1.9	3.4	2.8	2.5	1.1	2.4	(0.97)
经营利润率	8.7	16.2	8.2	12.0	5.8	14.3	6.4	7.4	5.0	(0.79)
净利率	2.1	7.1	3.4	3.9	2.4	7.6	2.5	3.1	1.9	(0.47)
所得税率	26.5	15.7	17.3	13.6	24.7	12.2	19.6	13.6	24.4	(0.33)
少数股东权益率	23.6	35.3	48.6	49.6	33.5	33.4	50.0	44.3	38.9	5.37

资料来源：公司数据及中银国际研究

大布局、大基地、大发展

公司主要从事二次设备(或称自动化设备)和中压一次设备,产品涵盖智能电网、工业电气、轨道交通、新能源,也是国内唯一一家具备 110kV 以下电压等级一、二设备自主成套的企业。

图表 3.公司主营产品结构（星号标示的业务目前在集团）



资料来源：公司数据及中银国际研究

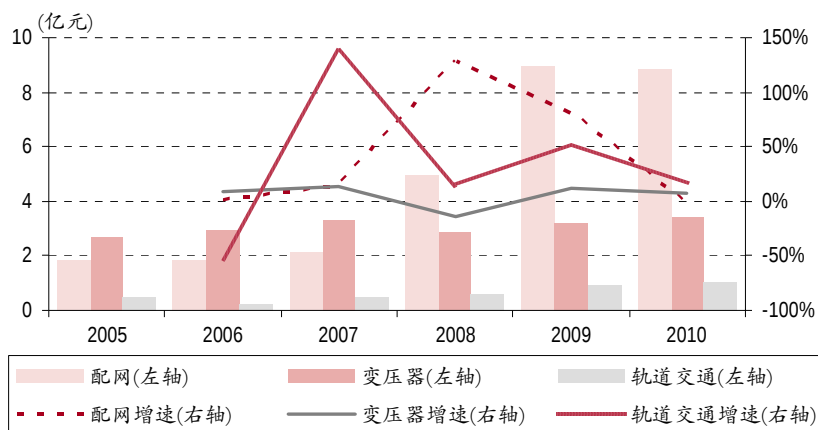
*说明：电力电子技术部分主要在集团下属的许继电源电源公司和许继柔性输电公司、高压油浸变压器和高压开关/组合电器分别在集团下属福州天宇电气股份有限公司和许继（厦门）智能电力设备股份有限公司

公司从一家小继电器厂发展成为国内最为重要的电力设备企业之一，我们大致可以将公司的发展划分为三个阶段：

第一阶段，2007 年及以前：技术换市场、合作换市场，多元发展助公司持续做大。公司自上市起，就重视“突出二次，多样经营”战略。国外方面，公司先后与香港 EMO 工程有限公司合资成立许继变压器有限公司（干式变压器），与日立（中国）有限公司合资成立许继日立电气公司（侧重发变组保护），与日本国株式会社东芝、东芝（中国）有限公司合资成立珠海许继芝电网自动化有限公司（配网自动化及终端设备，珠海电气股份有限公司也是引进东芝配网技术），与德国 Driescher-Wegberg 公司、德国 Questing Holding 公司合资成立许继德里施尔电气电气有限公司（环网柜）；国内方面，公司先后与西南交大合作成立成都交大许继电气有限公司，与多个省份电力公司合作成立销售子公司等。

在近十年的多元发展过程中，公司的配网产品、轨道交通产品算是异军突起，发展迅猛。

图表 4. 配网、变压器、轨交产品销售收入增长情况



资料来源：公司数据、公司网站及中银国际研究

第二阶段，2008-2010 年：运筹帷幄，把握产业结构调整契机，战略布局助公司实现重塑。公司作为集团战略的重要组成部分，在集团战略布局的大背景下，实现了战略重塑。2008 年初，集团出台了未来五年发展规划，结合国家未来经济建设重点领域，集团未来五年的目标是：成为国内一流的电力装备制造制造商和电力装备系统集成商，核心产品聚焦四大领域即电力系统、轨道交通、新能源发电、工业配用电，以信息化自动化、大功率电力电子、一次设备设计制造三种技术为主导。五年规划的重点是收紧核心，将电力装备主业做优、做强、做大、做长。2008 年 4 月，集团成功引进战略投资者，成为平安集团全资子公司。平安为许继注入了大量资金，许继资金状况得以彻底解决。2009 年 7 月，国家电网公司下属的中国电科院以其下属公司股权向许继集团增资，从而持有许继集团 60% 的股权，国家电网公司、中国电科院分别成为许继集团实际控制人、控股股东，平安信托减持许继集团股份至 40%，许继在获资金支持后，又获得了市场和技术支持。

在管理架构上，最近两年公司本部相继成立保护及自动化、配网自动化、工业电气、新能源等事业部或分公司，公司将加快对产品体系整合、对重点行业销售力量的整合，以抓住新形势下输配电行业发展趋势带来的发展契机。

为适应未来三到五年的输配电行业发展，公司进行基地建设，预计未来我国输配电行业将进入整合期，先进产能将为综合竞争力的核心要素。公司基地上规模、采用先进设备，预计产能的释放，公司的竞争优势将很快显现。公司目前在建设新项目涵盖智能电网（智能变电站、特高压交/直流保护、智能电表、智能配网）、新能源（风电电控设备、光伏电控设备）、轨道交通（箱变、环网柜）、工业电气等。

图表 5.主要在建项目情况

序号	项目名称	总投资 (万元)	投资计划(万元)			资金来源	所属分公司或子公司
			2010	2011	2012		
1	智能中压开关项目	14,360	8,000	2,627		自筹	智能开关公司、德理施尔子公司(65%)
2	箱式变电站及控制设备建设项目	18,500	3,000	3,000	3,000	自筹	工业电气自动化公司
3	自适应光学电流互感器建设项目	9,680	1,000	1,000	2,000	自筹	电网保护自动化公司
4	特高压交流保护及控制成套设备项目	2,098	770	558		自筹	电网保护自动化公司
5	直流输电保护及控制成套设备项目	10,000	4,000	3,000	3,000	自筹	直流保护自动化公司
6	电抗器项目	13,000	13,000			自筹	变压器子公司(75%)
7	智能电表项目	筹备				自筹	仪表子公司(50.04%)
8	SMT 项目	筹备				自筹	电子加工子公司(50.04%)
9	风电控制项目	筹备				自筹	新能源公司(49%)

资料来源：公司数据、公司网站及中银国际研究

图表 6.在建项目的其它情况

项目	情况
智能中压产业中心	总投资 3.3 亿元的许继智能中压产业中心正式投入使用。许继智能中压产业中心总建筑面积 75 亩，许继工业电气、开关厂、德理施尔、供应处等单位员工全部搬迁到该中心集中生产和办公。我们预计中心年产中压开关 10 万套，产值约 20~30 亿元。
智能电网产业园	智能电网产业园占地面积 387 亩，规划入驻的公司有电能仪表公司、电子公司（SMT 生产线）、电源公司和电子互感器公司。我们预计：产业园明年初开工建设，到 2012 年形成年产二千万台电能表的产能；年产 200 套智能充电系统、2000 台智能充电设备、1 万台车载充电器的产能；年产电子互感器上万台的产能。 目前充电站相关业务在集团。
风电控制系统项目	许继风电控制系统项目占地 52 亩，将建成风电机组控制设备和变流器设备生产装配、测试车间和办公楼，在引进、消化、吸收国外先进技术的基础上，新增生产工艺、测试实验设备 43（台、套），并配套完善的厂区公用系统。我们预计该项目于 2011 年 12 月完工投产，达产年将年产 600 套兆瓦级风力发电机控制设备和变流器。我们预计该项目达产后新增销售收入 6 亿元。 目前变流器产品在集团。

资料来源：公司数据、公司网站及中银国际研究

第三阶段，2011 开始：先进产能是未来的核心竞争力重要部分，大基地建设助公司做强、做优。经过十多年的发展，三年战略布局，公司形成了丰富产品&技术储备和较好的战略布局。按照行业发展的客观规律，公司已经消化了与国外厂商合作引进的各项技术，完全具备自主研发和设计的能力，我们认为未来的输配电设备行业核心竞争之一是规模化竞争（尤其是先进产能的竞争），公司通过大制造基地建设，加快先进产能扩张，为即将到来的规模化竞争奠定基础。

应该说 2010 年是公司承前启后的关键一年, 2010 年作为公司“产品年”实现了公司新增订单同比大幅增长, 为 2011 年的崭新开局奠定了良好的基础。

维持买入评级, 上调目标价至 54.00 元

在不考虑财务指标改善的情况下, 我们预计公司 2011-2013 年的每股收益为 0.56、0.85 和 1.07 元。

在集团资产注入的情况, 我们预计 2011-2013 年备考每股收益为 1.20、1.80、2.40 元。

从 2012 年起, 特高压直流才逐步进入建设高峰期, 我们预计集团目前在手直流订单 (换流阀、直流场和直流保护) 等超过 70 亿, 大部分于明年交货。考虑集团资产注入后, 给予 2012 年 30 倍市盈率, 上调目标价至 54.00 元, 维持**买入**评级。

公司财务指标具体改善空间。公司税后净利润率 2009/2010 约 7%, 无论是二次设备或中压设备行业均处于同行业最低水平之一, 随着聚焦主业战略的实施, 公司管理精细化, 产品成套化 (变电站 EPC)、高端化, 预计净利润率水平将稳步提升; 少数股东损益率 2009/2010 约 40%, 处于历史最高水平, 主营收入结构的变化, 如智能变电站 (100%)、直流保护系统 (100%)、箱式变电站 (100%)、环网柜 (75%) 等新产品收入的增加和子公司持股比例的提高 (部分子公司股权可能的回购或者注资提高持股比例) 均能降低该指标, 归属上市公司股东的净利润具有上升空间。

图表 7. 特高压直流项目建设情况 (含非特高压)

项目	电压等级 (KV)	输送容量 (MW)	长度 (Km)	投运时间
国网				
三沪两回	±500	300	1000	2011
锦屏-江苏	±800	720	2083	2012
青海-西藏	±400	60	1040	2012
哈密-河南	±1100	1000	2400	2012
宁东-浙江	±800	750	1700	2012
宝清-京津唐	±800	750	1500	2012
溪洛渡-浙江	±800	750	1705	2013
酒泉-湖南	±800	750	2300	2013
呼盟-山东	±800	750	1600	2013
蒙古-天津	±660	460	1260	2014
彬长-山东	±660	460	1200	2014
准东-重庆	±1100	1000	2740	2014
锡盟-江苏	±800	750	1600	2015
蒙西-江苏	±800	800	1450	2015
陇东-江西	±800	750	1400	2015
南网				
糯扎渡-广东	±800	500	1500	2011
溪洛渡-广东 I	±500	320	1286	2012
溪洛渡-广东 II	±500	320	1286	2013
茶树坪-广西	±600	400	1200	2014

资料来源: 中银国际研究

图表 8. “十二五”相关上市企业特高压收益度分析 (含非特高压直流部分, 单位: 亿元)

上市公司	2010 营收	2010 净利润	年受 益规模	占营收 比例	年受 益净利润*	占净利 润比例	交流年均投资规模				直流年均投资规模			
							变压器	间隔	高压电 抗器	换流变 压器	换流阀	直流场	控制保 护	平波电 抗器
中国西电	128.9	5.9	117.3	91.0%	11.7	198.7%	13.8	73.7	19.7	66.1	81.1	33.8	14.0	27.6
特变电工	178.0	16.1	42.5	23.9%	4.3	26.4%	33%	33%	40%	33%	50%	35%		30%
天威保变	76.3	6.4	38.6	50.5%	3.9	60.3%	33%		20%	33%				30%
平高电气	20.5	0.1	24.3	118.9%	2.4	4864.9%		33%						
许继电气	38.6	1.5	57.7	149.6%	5.8	392.6%					50%	30%	50%	
南瑞继保	30.0	8.0	7.0	23.3%	0.7	8.8%							50%	

资料来源: 中银国际研究

*说明: (1) 许继电气年均受益规模是按照许继集团直流业务注入测算

(2) 净利润率按照 10% 测算

(3) 这里按照年均投资规模按照 5 年平均测算, 实际上未来特高压交流和直流主要是在 2012~2015 年建成投运

图表 9. 公司主营业务的产品及归属情况

主营业务	主要产品	分公司或子公司(持股比例)
电网及发电系统	变电站成套保护与监控 (智能变电站)	电网自动化保护自动化分公司
	发变组成套保护	许继日立电气有限公司(75%)
	调度自动化、故障信息处理、管理信息自动化系统等	上海许继电气有限公司(50%)、北京许继电气有限公司(80%)、深圳许继昌达电网设备有限公司(51%)
	电子互感器	电子互感器公司
变压器	箱式变电站	工业电气自动化分公司
EMS 加工	干式变压器、电抗器	许继变压器有限公司(75%)
	电子制造服务	许昌许继电子有限公司(43.45%)
用电系统设备	继电器	继电器分公司
	智能电表	河南许继仪器有限公司(50.04%)
配网产品	12kV/24kV SF6 环网柜	许昌许继德施尔电气有限公司(65%)
	12~40.5kV 开关及成套	许继智能开关公司
	配电自动化系统、终端及一次设备	珠海许继电气有限公司(75%)、珠海经纬电气有限公司(75%)
电气化铁路	铁道牵引供电保护和运营管理信息系统、牵引变电所综合自动化系统等	成都交大许继电气有限公司(51%)
新能源发电	风机电控及电气系统、光伏电控及电气系统、水利自动化系统	许昌许继新能源电气有限公司(49%)

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 10.上市公司盈利预测及假设

(人民币, 百万)		2008	2009	2010	2011	2012	2013
电网及发电系统	营业收入	913.4	954.2	1,430.5	1,645.1	1,891.8	2175.6
	同比增长(%)	(13.4)	4.5	49.9	15.0	15.0	15.0
	营业成本	567.0	635.7	1,033.5	1,151.5	1,286.4	1,479.4
	毛利率(%)	37.9	33.4	27.8	30.0	32.0	32.0
配网产品	营业收入	495.2	895.6	885.9	1,240.2	1,612.3	2,096.0
	同比增长(%)	129.6	80.9	(1.1)	40.0	30.0	30.0
	营业成本	304.2	563.8	575.9	806.2	1,048.1	1,362.6
	毛利率(%)	38.6	37.1	35.0	35.0	35.0	35.0
用电系统设备	营业收入	183.4	234.0	542.6	651.1	781.3	937.5
	同比增长(%)	17.3	27.6	131.8	20.0	20.0	20.0
	营业成本	120.5	156.2	401.7	482.1	578.5	694.2
	毛利率(%)	34.3	33.3	26.0	26.0	26.0	26.0
变压器	营业收入	286.0	319.4	342.0	478.7	670.2	938.3
	同比增长(%)	(13.9)	11.6	7.1	40.0	40.0	40.0
	营业成本	228.5	216.8	237.0	325.5	455.8	638.1
	毛利率(%)	20.1	32.1	30.7	32.0	32.0	32.0
EMS 加工服务	营业收入	171.4	182.1	186.3	205.0	245.9	245.9
	同比增长(%)	(2.8)	6.2	2.3	10.0	20.0	0.0
	营业成本	147.5	160.3	165.2	181.7	218.0	218.0
	毛利率(%)	14.0	12.0	11.3	11.3	11.3	11.3
直流输电系统	营业收入	165.4	159.5	136.9	246.4	542.0	542.0
	同比增长(%)	138.6	(3.6)	(14.2)	80.0	120.0	0.0
	营业成本	100.2	105.7	100.1	172.5	352.3	352.3
	毛利率(%)	39.4	33.8	26.9	30.0	35.0	35.0
电气化铁道	营业收入	59.5	90.6	105.9	121.8	140.1	161.1
	同比增长(%)	14.8	52.1	16.9	15.0	15.0	15.0
	营业成本	33.1	49.0	49.5	60.9	70.1	80.6
	毛利率(%)	44.4	45.9	53.3	50.0	50.0	50.0
其它	营业收入	327.0	204.1	225.5	270.6	324.7	389.7
	同比增长(%)	(17.8)	(37.6)	10.5	20.0	20.0	20.0
	营业成本	310.8	167.4	184.1	216.5	243.5	272.8
	毛利率(%)	4.9	18.0	18.4	20.0	25.0	30.0
合计	营业收入	2,601.4	3,039.6	3,855.5	4,858.9	6,208.5	7,486.2
	同比增长(%)	6.0	16.8	26.8	26.0	27.8	20.6
	营业成本	1,811.8	2,054.8	2,746.9	3,397.0	4,252.7	5,097.9
综合毛利率	(%)	30.4	32.4	28.8	30.1	31.5	31.9
销售费用率	(%)	8.1	9.6	9.7	9.7	9.7	9.7
管理费用率	(%)	9.6	10.3	10.1	10.1	10.1	10.1
财务费用率	(%)	5.8	3.4	1.9	1.6	1.6	1.6
实际所得税率	(%)	29.3	15.8	14.9	14.9	14.9	14.9
税后净利润率	(%)	4.0	7.6	6.4	7.2	8.4	8.7
少数股东损益率	(%)	62.8	43.5	40.7	40.7	40.7	40.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,040	3,856	4,859	6,208	7,486
销售成本	(2,055)	(2,747)	(3,397)	(4,253)	(5,098)
经营费用	(596)	(760)	(936)	(1,199)	(1,442)
息税折旧前利润	388	349	526	757	947
折旧及摊销	(66)	(72)	(100)	(113)	(130)
经营利润(息税前利润)	323	277	425	644	816
净利息收入/(费用)	(103)	(75)	(85)	(97)	(119)
其他收益/(损失)	54	89	78	90	104
税前利润	274	291	418	637	800
所得税	(43)	(43)	(62)	(95)	(119)
少数股东权益	(100)	(101)	(145)	(221)	(277)
净利润	130	147	211	321	404
核心净利润	130	147	211	321	404
每股收益(人民币)	0.34	0.39	0.56	0.85	1.07
核心每股收益(人民币)	0.34	0.39	0.56	0.85	1.07
每股股息(人民币)	0	0	0.08	0.13	0.16
收入增长(%)	17	27	26	28	21
息税前利润增长(%)	25	(14)	54	51	27
息税折旧前利润增长(%)	17	(10)	51	44	25
每股收益增长(%)	241	13	44	52	26
核心每股收益增长(%)	37	13	44	52	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	594	1,002	2,028	2,631	3,502
应收帐款	1,742	2,192	2,420	2,888	3,324
库存	1,018	1,055	1,305	1,634	1,958
其他流动资产	280	410	75	22	22
流动资产总计	3,633	4,659	5,828	7,175	8,806
固定资产	877	963	1,168	1,260	1,244
无形资产	44	65	65	65	65
其他长期资产	51	68	137	137	137
长期资产总计	972	1,096	1,370	1,462	1,445
总资产	4,605	5,755	7,198	8,637	10,251
应付帐款	782	1,065	1,552	1,943	2,144
短期债务	894	449	500	700	800
其他流动负债	341	1,032	1,619	1,981	2,689
流动负债总计	2,017	2,547	3,671	4,624	5,633
长期借款	50	450	450	450	450
其他长期负债	4	0	10	24	36
股本	378	378	378	378	378
储备	1,883	2,030	2,209	2,482	2,826
股东权益	2,261	2,408	2,587	2,861	3,204
少数股东权益	273	350	480	679	928
总负债及权益	4,605	5,755	7,198	8,637	10,251
每股帐面价值(人民币)	5.98	6.37	6.84	7.56	8.47
每股有形资产(人民币)	5.79	6.10	6.67	7.23	8.14
每股净负债/(现金)(人民币)	0.93	(0.27)	(2.85)	(3.92)	(5.95)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	274	291	418	637	800
折旧与摊销	66	72	100	113	130
净利息费用	111	76	85	97	119
运营资本变动	(202)	(376)	(108)	(596)	(768)
税金	(43)	(43)	(62)	(95)	(119)
其他经营现金流	(417)	514	1,008	634	887
经营活动产生的现金流	(211)	532	1,441	789	1,050
购买固定资产净值	(50)	(100)	(300)	(200)	(100)
投资减少/增加	5	11	11	11	11
其他投资现金流	28	(15)	(60)	(46)	0
投资活动产生的现金流	(17)	(104)	(349)	(236)	(89)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(19)	(45)	51	200	100
支付股息	0	0	(32)	(48)	(61)
其他融资现金流	(103)	25	(85)	(102)	(130)
融资活动产生的现金流	(122)	(20)	(66)	50	(90)
现金变动	(349)	408	1,026	603	870
期初现金	943	594	1,002	2,028	2,631
公司自由现金流	(220)	436	1,107	577	991
权益自由现金流	(349)	308	1,058	657	941

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率(%)	12.8	9.0	10.8	12.2	12.6
息税前利润率(%)	10.6	7.2	8.8	10.4	10.9
税前利润率(%)	9.0	7.5	8.6	10.3	10.7
净利率(%)	4.3	3.8	4.3	5.2	5.4
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	2.9	3.3	4.3	5.4	5.4
净权益负债率(%)	13.8	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.4	1.2	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	94.2	83.6	58.1	38.2	30.4
核心业务市盈率(倍)	94.2	83.6	58.1	38.2	30.4
目标价对应核心业务	156.9	139.3	96.8	63.6	50.6
市净率(倍)	5.4	5.1	4.7	4.3	3.8
价格/现金流(倍)	(58.1)	23.0	8.5	15.5	11.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.8	36.7	22.9	15.8	12.2
周转率					
存货周转天数	180.8	140.2	140.2	140.2	140.2
应收帐款周转天数	209.1	207.5	181.8	169.8	162.0
应付帐款周转天数	93.9	136.5	123.9	123.9	127.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	5.8	6.1	8.4	11.8	13.3
资产收益率(%)	5.9	4.1	5.6	6.9	7.4
已运用资本收益率(%)	9.5	7.8	11.5	15.3	16.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371