

许继电气 2011 年中报点评

配网和铁路业务增长较快，业绩释放还等资产注入之后

韩玲 分析师

电话: 021-68828545

eMail: gfh1@gf.com.cn

执业编号: S0260511030002

2011 年半年报要点

2011 年上半年实现营业收入 14.09 亿元，同比上升 18.63%，实现净利润 7371 万元，同比上升 7%，扣非后净利 6996 万元，同比上升 4.99%。净利润增速低于收入增速主要在于公司加大了市场开拓力度和研发投入。

配网和铁路业务增长较快

上半年公司电气化铁道业务收入 5663 万，同比增长 116.7%；配网产品实现收入 3.48 亿，同比增长 33.4%。电网及发电系统收入 4.52 亿，同比下降 1.7%，预计智能变电站自动化业务将在明年贡献业绩；直流输电系统 4337 万，由于确认收入的线路相比去年减少，因此上半年收入同比下降 13.9%。

业绩释放等待资产注入之后

目前公司的业绩稍显平淡，主要在于智能变电站业务要到明年才贡献业绩，而盈利能力较好的直流换流阀等业务在集团尚未注入。目前国网中电装备取代电科院全资控股许继集团，为下一步的资产注入打开方便之门，我们预计等待资产注入之后公司业绩将有较大幅度的释放。

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 0.45、0.62、0.75 元。考虑注入集团资产，我们预计 2011-2013 年每股盈利分别为 1.07、1.30、1.52 元。我们给予 2012 年 28 倍市盈率，目标价定为 36.4 元，投资评级买入。

风险提示：集团资产注入进度低于预期，智能电网推进进度低于预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3039.61	3855.53	4502.62	5585.56	6907.81
增长率(%)	16.85%	26.84%	16.78%	24.05%	23.67%
EBITDA(百万元)	425.22	403.28	459.52	605.41	728.40
净利润(百万元)	130.20	146.67	170.98	233.86	284.34
增长率(%)	240.77%	12.65%	16.58%	36.77%	21.59%
每股收益(元)	0.34	0.39	0.45	0.62	0.75
市盈率	66.24	85.83	65.13	47.62	39.17
市净率	3.81	5.23	4.32	3.96	3.60
EV/EBITDA	21.11	30.96	26.12	20.31	17.28

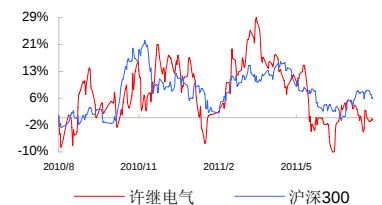
数据来源:许继电气股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	29.44 元
合理价值	36.40 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.07	-11.72	3.70
沪深 300	-7.21	-7.32	1.63

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

378/265

主要股东:

许继集团有限公司

主要股东持股比例 29.90%

流通 A 股比例 70.11%

财务比率

ROE 6.09%

ROA 2.83%

资产负债率 52.08%

2010 年报数据

2011年上半年销售收入同比上升18.63%，扣非后净利同比上升4.99%

2011年上半年实现营业收入14.09亿元，同比上升18.63%，实现净利润7371万元，同比上升7%，扣除非经常损益后净利为6996万元，同比上升4.99%。净利润增速大幅低于收入增速主要因为三项费用同比上升较多，三项费用合计同比上升20.8%，超过销售收入的同比增幅。

表1：2010-2011上半年业绩对比

(人民币，百万)	2010 上半年	2011 上半年	同比变动(%)
营业收入	1188.00	1409.37	18.63
销售税金	(6.07)	(10.07)	65.96
营业成本	(750.99)	(894.10)	19.06
毛利润	430.94	505.19	17.23
销售费用	(143.83)	(175.55)	22.05
管理费用	(153.02)	(181.86)	18.85
经营利润	134.08	147.78	10.22
资产减值损失	0.00	0.00	
财务费用	(35.47)	(43.99)	24.03
投资收益	1.38	4.78	245.78
营业外收入	21.70	17.26	(20.46)
营业外支出	(1.14)	(0.69)	(39.00)
利润总额	120.56	125.14	3.80
所得税	(17.19)	(13.12)	(23.68)
少数股东权益	(34.52)	(38.31)	10.98
净利润	68.85	73.71	7.06
扣非净利润	66.63	69.96	4.99
主要比率 (%)			
毛利率	36.27	35.85	(0.43)
销售费用率	12.11	12.46	0.35
管理费用率	12.88	12.90	0.02
经营利润率	11.29	10.49	(0.80)
净利率	5.80	5.23	(0.57)
所得税率	14.26	10.49	(3.78)

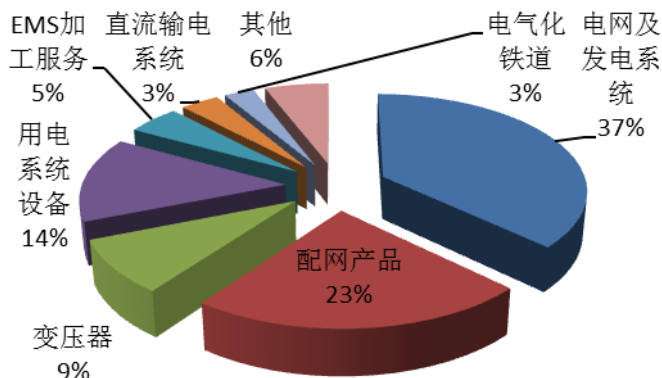
数据来源：许继电气2011年半年报、广发证券发展研究中心

配网和铁路业务增长较快

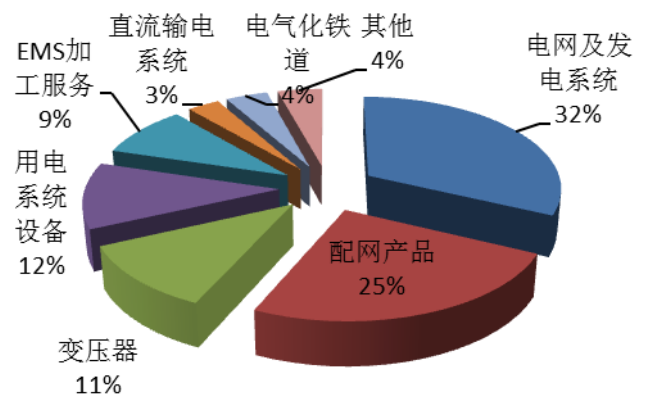
上半年公司在国家电网公司110kV及以上输变电项目变电设备集中招标、锦屏—苏南±800kV特高压直流输电工程以及沈阳地铁浑南停车场供电系统集成项目中实现了产品的中标和销售增长。上半年公司各项主营产品中，电气化铁道业务收入5663万，同比增长116.7%；配网产品实现收入3.48亿，同比增长33.4%。这两项主营业务同比增长较快。此外，变压器业务实现收入1.61亿，同比增长21.7%；用电系统设备实现收入1.61亿，同比增长25.8%；EMS加工及服务1.27亿，同比增长61.3%。仅电网及发电系统收入

4.52亿，同比下降1.7%，预计智能变电站自动化业务将在明年贡献业绩；直流输电系统4337万，由于确认收入的线路相比去年减少，因此上半年收入同比下降13.9%。

图表 1: 公司 2010 年主营业务收入构成 (单位: 百万元)



图表 2: 公司 2011 年上半年主营业务收入构成 (单位: 百万元)

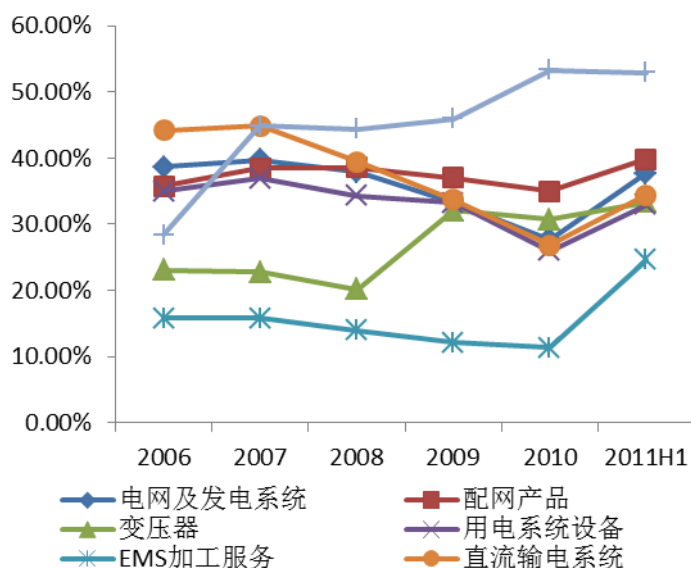


数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

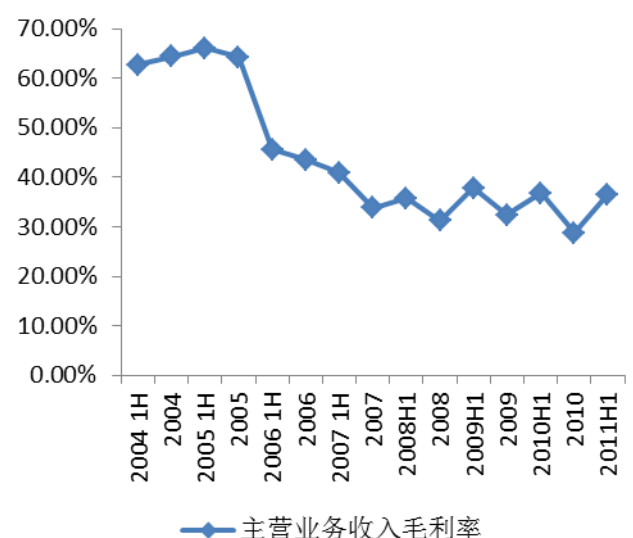
主营业务毛利率较2010年底大幅回升, 与2010年中期相比基本持平

2011年上半年, 除电气化铁道毛利率较2010年底略有下降外, 其余主营产品均实现了毛利率较大幅度的回升。毛利率涨幅最大的是EMS加工服务、电网及发电系统以及直流输电系统, 分别较2010年底上升13.3%、9.97%和7.53%。综合来看上半年公司主营业务毛利率较2010年上升7.8%, 与2010年中期相比同比基本持平。

图表 3: 公司 2006-2011H1 主营产品毛利率 (%)



图表 4: 公司 2004H1-2011H1 主营业务毛利率 (%)

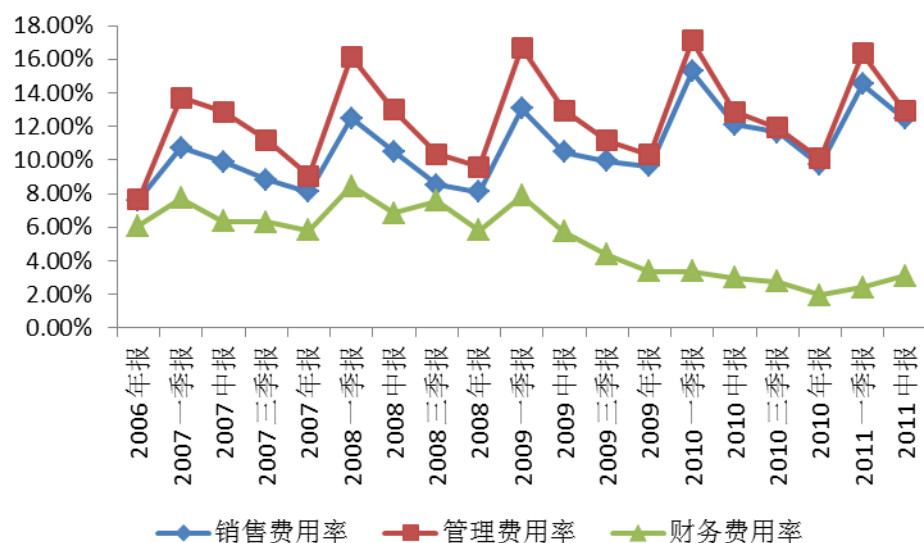


数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

三项费用率同比增长较大，主要在于市场开拓力度加大和研发投入增加

2011年上半年公司销售费用率同比上升0.35个百分点，管理费用率同比上升0.02%，财务费用率同比上升0.14%。我们注意到，销售费用中业务提成费用2684万，同比提升32%；管理费用中研发支出7416万，同比增长36%。费用的增长很大程度上与公司加大市场开拓力度与研发投入有关。

图表5：2006-2011上半年三项费用率变化（%）



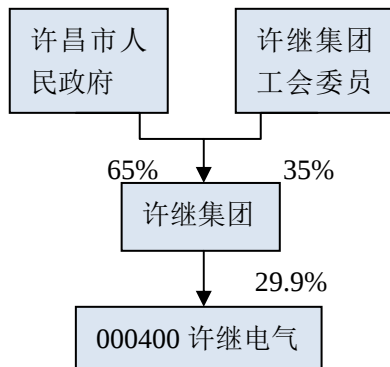
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

国网中电装备全资控股许继集团，资产注入进一步推进

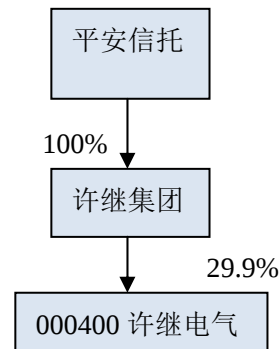
中国电科院、许继集团、平安信托三方于 2010年2月11日签署《关于许继集团有限公司之投资合作事项之总体协议》中约定，平安信托可在三种方式中选择一种方式实现退出对许继集团的投资。2011年6月，中国电科院将所持许继集团 60%的股权划转至中电装备持有，中电装备承诺承接《总体协议》及其附件下的全部权利和义务，平安信托、许继控股同意协议及其附件中规定的中国电科院的权利义务由中电装备承接；中电装备、平安信托、许继控股和许继集团就平安信托直接和间接持有许继集团合计40%股权及许继集团持有上市公司的部分股份进行股权置换。此次股权变动后，国网中电装备100%控股许继集团，为后一步的资产注入打开了方便之门。

图表6：近年来公司主要控股股东与实际控制人变动情况

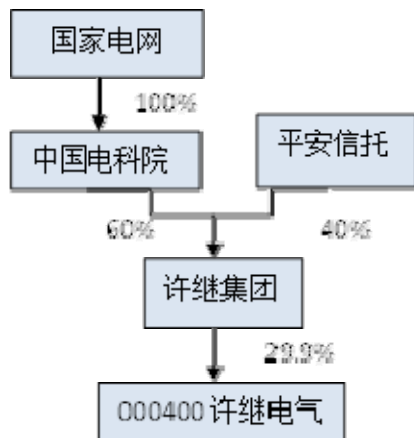
2009 年之前



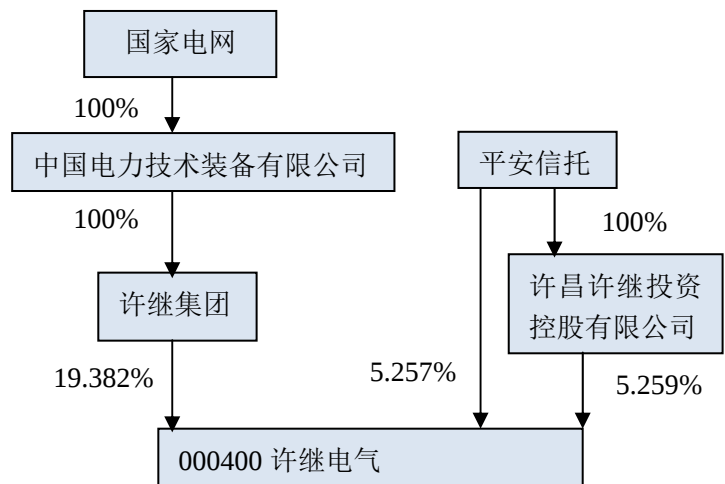
2009 年年报



2010 年年报



2011 年 6 月公司公告



数据来源：许继电气公司公告

表2：许继集团原拟注入资产盈利预测（单位：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
福建天宇电气股份	98%	762	21	815	23	978	25	1174	29
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	9	316	12
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%	31	9	34	10	38	11	42	12
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		3322	214	4131	271	4992	323	5862	373

数据来源：广发证券发展研究中心

表3：国网装备注入资产盈利预测（单位：百万元）

识别风险，发现价值

2011-08-08 第 5 页

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%	710	21	782	22	860	24	946	26
重庆顺泰铁塔制造有限公司	100%	408	61	469	67	539	74	620	81
江苏华电铁塔制造有限公司	80%	96	6	110	7	127	7	146	8
江苏振光电力设备制造有限公司	80%	269	25	301	27	337	29	378	31
合计		1483	112	1662	123	1863	134	2089	146

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 36.4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0.45、0.62、0.75元。

表4：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	1573.5	1888.2	2303.6
	同比增长(%)	4.5	49.9	10.0	20.0	22.0
	毛利率 (%)	33.4	27.8	28.0	29.5	29.5
配网产品	营业收入	895.6	885.9	1151.7	1497.2	1946.3
	同比增长(%)	80.9	(1.1)	30.0	30.0	30.0
	毛利率 (%)	37.1	35.0	34.0	35.0	34.0
变压器	营业收入	319.4	342.0	410.4	492.4	590.9
	同比增长(%)	11.6	7.1	20.0	20.0	20.0
	毛利率 (%)	32.1	30.7	30.0	30.0	30.0
用电系统设备	营业收入	234.0	542.6	623.9	811.1	1013.9
	同比增长(%)	27.6	131.8	15.0	30.0	25.0
	毛利率 (%)	33.3	26.0	27.0	27.0	27.0
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	87.5	105.0	123.9
	同比增长(%)	5.4	(5.2)	(12.6)	20.0	18.0
	毛利率 (%)	33.8	26.9	29.0	29.0	29.0
电气化铁道	营业收入	49.0	49.5	72.7	101.7	132.3
	同比增长(%)	48.1	0.9	46.9	40.0	30.0
	毛利率 (%)	45.9	53.3	51.0	51.0	51.0
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	4502.6	5585.6	6907.8
	同比增长(%)	16.8	26.8	16.8	24.1	23.7

综合毛利率	(%)	32.4	28.8	29.0	30.0	30.0
销售费用率	(%)	9.6	9.7	10.0	10.0	10.0
管理费用率	(%)	10.3	10.1	10.1	10.1	10.1
财务费用率	(%)	3.4	1.9	2.0	2.1	2.0
实际所得税率	(%)	15.8	14.9	14.9	14.9	14.9
净利润率	(%)	4.3	3.8	3.8	4.2	4.1
少数股东损益率	(%)	43.5	40.7	38.0	38.0	38.0

数据来源：许继电气公告，广发证券发展研究中心

考虑注入集团资产，我们预计2011-2013年每股盈利分别为1.07、1.30、1.52元。
我们给予2012年28倍市盈率，目标价定为36.4元，投资评级维持买入。

表5：拟发行股本预测与假设

国家电网换入资产预测评估值（百万元）	981		
许继集团原拟注入资产预测评估值（百万元）	3254.67		
合计（百万元）	4,235		
增发价格（元/股）	28		
拟增发股票数（百万股）	151.26		
现股本（百万股）	378.27		
发行后合计（百万股）	529.53		
	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
上市公司归属于母公司股东净利（百万元）	171	234	284
许继集团原拟注入资产净利润（百万元）	271	323	373
国家电网换入资产净利润（百万元）	123	134	146
合计	565	691	803
增发后总股本预测（百万股）	530	530	530
考虑资本增厚后的每股收益	1.07	1.30	1.52

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 智能电网进度低于预期；
- 集团资产注入进度低于预期。

资产负债表

单位：百万元

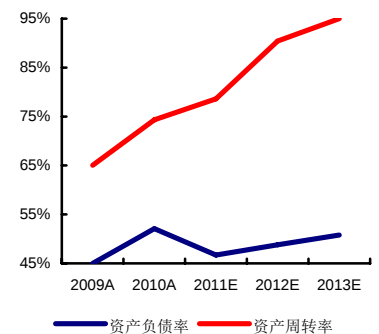
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,633	4,659	4,640	5,631	6,853
货币资金	594	1,002	184	224	258
应收及预付	2,021	2,602	2,854	3,565	4,419
存货	1,018	1,055	1,602	1,842	2,176
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	972	1,096	1,047	1,030	1,013
长期股权投资	17	32	34	36	38
固定资产	837	815	758	700	634
在建工程	41	148	171	207	251
无形资产	44	65	64	67	71
其他长期资产	34	36	20	20	20
资产总计	4,605	5,755	5,687	6,661	7,866
流动负债	2,017	2,547	2,203	2,800	3,547
短期借款	894	449	601	931	1,256
应付及预收	1,122	1,385	1,602	1,869	2,290
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	2,653	3,250	3,997
股本	378	378	378	378	378
资本公积	595	595	595	595	595
留存收益	1,288	1,435	1,606	1,840	2,124
归属母公司股东权益	2,261	2,408	2,579	2,813	3,097
少数股东权益	273	350	455	598	772
负债和股东权益	4,605	5,755	5,687	6,661	7,866

利润表

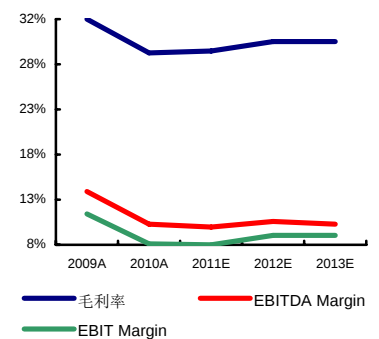
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3040	3856	4503	5586	6908
营业成本	2055	2747	3196	3908	4836
营业税金及附加	24	24	28	34	42
销售费用	293	374	450	559	691
管理费用	314	389	454	563	696
财务费用	103	75	92	118	139
资产减值损失	36	56	44	50	53
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	247	362	459
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	324	443	539
所得税	43	43	48	66	80
净利润	231	247	276	377	459
少数股东损益	100	101	105	143	174
归属母公司净利润	130	147	171	234	284
EBITDA	425	403	460	605	728
EPS (元)	0.34	0.39	0.45	0.62	0.75

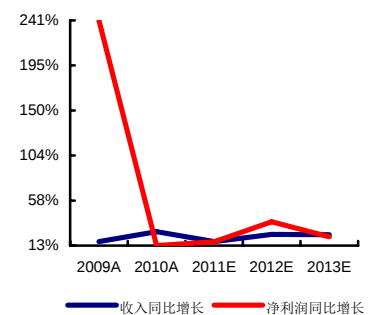
资产负债率趋势



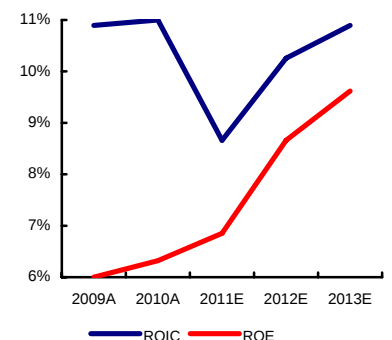
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势

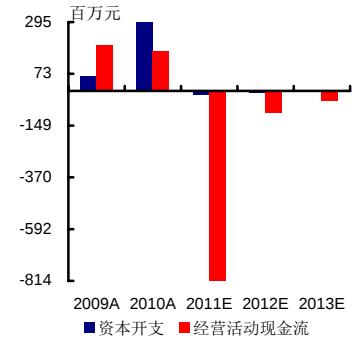


现金流量表

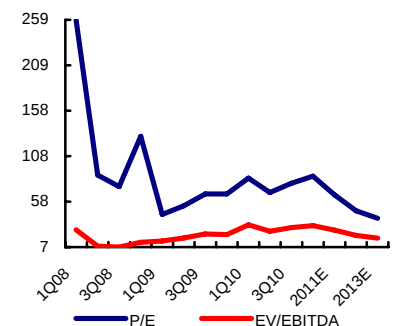
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	197	171	-919	-234	-216
净利润	231	247	276	377	459
折旧摊销	72	81	85	83	86
营运资金变动	-247	-256	-1,311	-724	-810
其它	141	100	32	30	49
投资活动现金流	-80	-308	23	13	9
资本支出	-64	-295	17	7	2
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	78	261	240
银行借款	1,608	2,379	152	330	325
债券融资	-1,927	-1,724	0	0	0
股权融资	0	23	0	0	0
其他	-147	-133	-74	-69	-85
现金净增加额	-349	408	-818	40	33
期初现金余额	943	594	1,002	184	224
期末现金余额	594	1,002	184	224	258

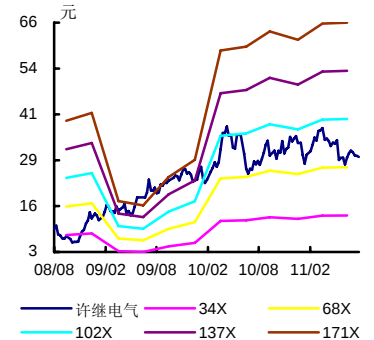
资本支出与经营活动现金流



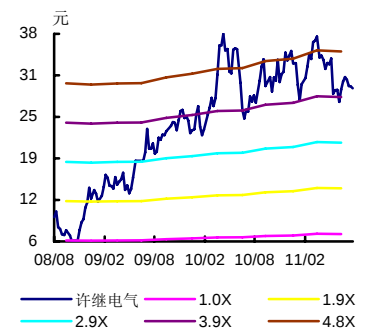
相对估值



PE BAND



PB BAND



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%	16.8%	24.1%	23.7%
营业利润	106.3%	-8.2%	22.4%	46.7%	26.8%
归属于母公司净利润	240.8%	12.7%	16.6%	36.8%	21.6%
获利能力					
毛利率	32.4%	28.8%	29.0%	30.0%	30.0%
净利率	7.6%	6.4%	6.1%	6.8%	6.6%
ROE	5.8%	6.1%	6.6%	8.3%	9.2%
ROIC	10.4%	10.5%	8.3%	9.8%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	52.1%	46.7%	48.8%	50.8%
净负债比率	13.8%	-3.7%	28.6%	33.9%	37.4%
流动比率	1.80	1.83	2.11	2.01	1.93
速动比率	1.23	1.35	1.28	1.27	1.23
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.74	0.79	0.90	0.95
应收账款周转率	1.84	1.81	1.86	1.84	1.84
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	0.45	0.62	0.75
每股经营现金流	0.52	0.45	-2.43	-0.62	-0.57
每股净资产	5.98	6.37	6.82	7.44	8.19
估值比率					
P/E	66.2	85.8	65.1	47.6	39.2
P/B	3.8	5.2	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA	21.1	31.0	26.1	20.3	17.3

广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，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。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术与工程硕士，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，020-87555888-8681。

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

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 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			

免责声明

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。

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。