



业绩略低预期，等待限流器进展

中性（维持）

投资要点：

- 收入与净利润分别降 4% 和增 3%，每股收益 0.11 元，业绩略低预期
- 钨钼制品毛利率上升，管理费用率高企，基本上亮点不多
- 限流器进展仍需等待，2012 每股收益 0.14 元，维持“中性”评级

- 本期合并天津泵业后可比营收下降。由于收购了集团的天津泵业 58.74% 股权，并表后 2011 年公司实现营业收入 7.64 亿元，归属母公司净利润 4977 万元，分别下降 4.44% 和增长 3.01%，每股收益 0.11 元，业绩略低于预期。分产品类型来看，泵类产品实现了 11.76% 的增长，变电站自动化产品由于基数较小，增速达到了 1115%；而钨钼制品收入下降 21.95%。
- 钨钼制品毛利率提升使综合毛利率上升。从毛利率情况来看，钨钼制品的毛利率提升 4.96 个百分点至 7.98%，泵类产品毛利率提升 2.17 个百分点至 39.83%，其他产品毛利率由于竞争加剧、原材料价格上涨等因素影响均有不同程度的下降，综合毛利率上升 2.77 个百分点至 24.94%。
- 管理费用率高企影响业绩。从费用率情况来看，报告期内管理费用率上升 2.88 个百分点至 14.19%，维持在较高水平，高于我们此前预期；销售费用率上升 0.79 个百分点至 7.66%，期间费用率的上升影响了当期业绩。
- 限流器正在挂网试运行，结果仍需等待。公司的 220kV 超导限流器在天津电网挂网后，由于是世界首台该电压等级产品，因此需要进行更长时间的调试与改进，结果如何仍需进一步观察。
- 今年每股收益 0.14 元，维持“中性”评级。由于增发时点尚不确定，因此暂时不考虑增发的情况下，我们预计 12/13/14 年公司 EPS 分别为 0.14/0.16/0.19 元。鉴于超导限流器进展的不确定性仍然存在，因此暂时维持对公司的“中性”评级。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	582.36	763.97	849.56	955.31	1056.37
增长率	37.20%	31.19%	11.20%	12.45%	10.58%
母公司净利润	36.39	49.77	61.91	71.36	84.74
增长率	18.92%	36.78%	24.39%	15.26%	18.75%
EPS	0.080	0.109	0.136	0.156	0.186
毛利率	16.20%	24.94%	24.38%	24.78%	25.51%
ROE	6.85%	9.32%	10.39%	10.69%	11.27%

分析师

王静 (S1180207090092)

电话：010-88085278

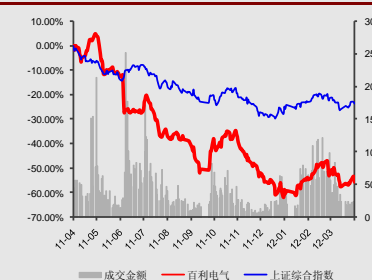
Email: wangjing1@hysec.com

赵曦 (S1180511010008)

电话：021-51782052

Email: zhaoxi@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	45,619.20
流通股（万股）	45,619.20
控股股东	天津液压机械（集团）有限公司
持股比例	60.50%

相关研究

百利电气：业绩符合预期，增发逐步推进

2011.10

百利电气：高增长来源于投资收益

2011.8

百利电气：增发方案修订，超导项目方式确定

2011.6

附表 1 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	821	751	914	891	营业收入	764	850	955	1,056
货币资金	146	124	130	162	营业成本	573	642	719	787
应收与预付款项	252	275	317	337	营业税金及附加	4	5	5	6
存货	223	151	267	190	销售费用	58	64	70	74
非流动资产	414	448	489	526	管理费用	108	115	126	137
固定资产在建工程	275	313	356	395	财务费用	10	10	11	13
无形资产待摊费用	125	123	121	120	资产减值损失	1	0	0	0
资产总计	1,236	1,200	1,403	1,417	投资收益	48	40	40	40
流动负债	541	486	653	615	利润总额	72	69	79	95
短期借款	145	175	225	275	所得税	17	2	3	4
应付与预收账款	396	311	428	340	净利润	54	67	77	91
长期借款	4	4	4	4	少数股东损益	5	5	5	6
非流动负债	36	28	28	28	归属母公司净利	50	62	71	85
负债合计	577	515	681	644	EPS（元）	0.109	0.136	0.156	0.186
股本	456	456	456	456	主要财务比率				
资本公积	22	22	22	22	成长能力				
留存收益	55	117	189	273	营业收入	31.19%	11.20%	12.45%	10.58%
少数股东权益	124	129	135	141	净利润	54.91%	22.22%	15.26%	18.75%
归属于母公司权益	534	596	667	752	获利能力				
负债股东权益合计	1,236	1,240	1,483	1,537	毛利率	24.94%	24.38%	24.78%	25.51%
现金流量表					净利率	7.13%	7.84%	8.03%	8.63%
单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE	9.32%	10.39%	10.69%	11.27%
经营活动现金流	53	-20	-1	29	偿债能力				
净利润	6	13	23	37	资产负债率	46.71%	42.90%	48.55%	45.44%
折旧摊销	26	6	10	13	流动比率	1.13	1.13	1.09	1.12
资产减值损失	1	0	0	0	速动比率	0.72	0.82	0.68	0.81
利息费用	10	5	8	11	营运能力				
投资活动现金流	-39	-26	-36	-36	总资产周转率	0.62	0.71	0.68	0.75
融资活动现金流	5	25	42	39	应收账款周转率	3.38	3.84	3.39	3.85
现金流量净额	19	-22	5	33	存货周转率	2.57	4.26	2.69	4.13

注：资产负债表为按照 Wind 模型调整后数据。

分析师简介:

王静: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业首席分析师, 2007 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180207090092。

赵曦: 宏源证券研究所新能源与电力设备行业分析师, 2008 年加盟宏源证券研究所, 证券执业资格证书编号 S1180511010008。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。