

许继电气 (000400)

增发使公司具有更大发展空间

——许继电气增发收购资产点评

✍ 李新渠

☎ +86 10 5836 2760

✉ lixq@bhq.com

评级:

买入

上次评级:

当前价格

18.28

2009.07.05

事件:

公司拟向许继集团发行股份购买集团下属电力装备制造主业相关资产,主要包括福州天宇97.85%股份、许继软件10%股权、许继电源75%股权、许继昌南60%股权、国际工程100%股权、上海许继50%股权、晶锐科技45%股权以及大功率电力电子相关业务和许继集团拥有的目前由公司使用的土地、房产。

评论:

增发方案与上次的比较。1) 本次增发所购买的资产与 07 年 11 月 10 公布的内容大体相同,不同的是增加了许继集团拥有的目前由公司使用的土地、房产及国际工程 100%股权。2) 本次交易资产的账面净值约 5.93 亿元,预估值约为 18.2 亿元,而上次的预估值为 12.10 亿元。3) 由于资产发生了变化,本次交易价格由上次的 16.42 元调整为 15.18 元,发行股份数量由上次的 7369 万股调整为 11989 万股。

收购价格相对合理。根据我们按所收购资产 08 年数据测算,所收购资产 08 年所产生的权益净利润为 6528 万元,收购 PE 为 28 倍,但考虑到所收购资产未来良好的盈利能力,我们认为收购价格相对合理。

所收购资产 08 年盈利情况

	收购股权 比例	08 年净利润	收购权益 净利润
国际工程	100%	147.38	147.38
福州天宇	97.85%	1,502.05	1469.7559
许继软件	10%	12,504.63	1250.463
许继电源	75%	499.25	374.4375
许继昌南	60%	323.76	194.256
上海许继	50%	362.52	181.26
晶锐科技	45%	-1.43	-0.6435
大功率电力电子相关业务		2,687.07	2687.07
土地、房产产生的租赁费用		224	224
合计		18249.23	6527.98

股本结构和业务结构的变化。本次发行完成后,公司电力装备制造主业的经营规模得以扩大,公司将成为国内领先的电力装备制造厂商和系统集成商。定向增发完成前后许继电气的股权结构如下:

	2009 年 5 月 31 日		本次交易后	
	股份数量 (万股)	占总股本 比例 (%)	股份数量 (万股)	占总股本 比例 (%)
一、有限售条件的流通股	11,423.20	30.2	23,412.66	47
其中:许继集团	11,309.72	29.9	23,299.18	46.77
二、无限售条件的流通股	26,403.99	69.8	26,403.99	53

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

行业事件点评

三、股份总数 37,827.20 100 49,816.65 100

增发将利于提升公司的发展空间。在所收购资产中，我们最看重大功率电力电子相关业务，该业务是许继集团的核心资产，承担着许继集团服务国家电网公司和南方电网公司特高压/超高压直流输电工程建设、以及风电机组并网核心零部件国产化的重要任务，代表着国内从事特高压直流输电装备制造领域的最高水平，许继集团也由此拥有特高压直流输电领域多项世界第一的制造和工程业绩而位居直流输电领域行业龙头地位。风力发电联网控制设备是许继集团进入新能源风电领域的核心装备，目前该业务已经进入小批量供货阶段，随着未来几十年风电领域的高速发展，许继风力发电联网控制设备业务将快速成长为许继集团一个新的核心业务龙头。2009 年 1-5 月大功率电力电子实现营业收入 19,810 万元，实现利润 5,505 万元。

许继集团完成及承接的主要直流输电项目

项目名称	电压等级 (kV)	许继中标金额占比	完成情况
贵州-广东二回直流输电工程换流阀	± 500	50%	已经完成
东北-华北联网高岭背靠背换流站工程	± 125	50%	已经完成
西北-华中联网背靠背灵宝扩建换流站工程	167	50%	已经完成
中俄联网黑河背靠背换流站工程	± 125	33%	已经完成
云南-广东直流输电工程	± 800	50%	在建项目
向家坝-上海直流输电示范工程	± 800	50%	在建项目

投资评级：我们认为公司收购资产尤其是大功率电力电子相关业务资产后，公司发展将逐步进入佳境，未来可高看一眼，在考虑 09 年增发完成的情况下，预计 09-10 年 EPS 为 0.79 元和 1.02 元，投资评级为“买入”。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石化行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn