

首席研究员: 帅再先

电话: 010-84802005

研究员: 魏静

电话: 0755-83689717

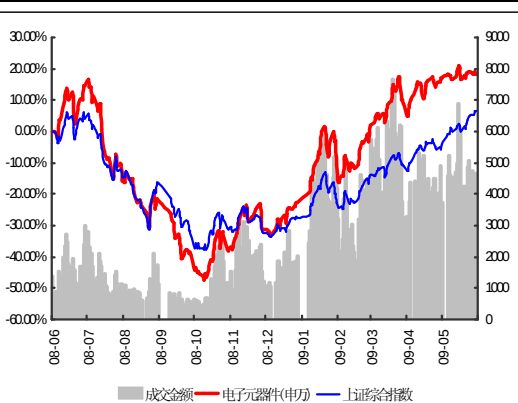
E-mail: weijing6982@hotmail.com

报告日期: 2009.7.17

基础数据

总股本 (亿股)	378.27
流通 A 股 (亿股)	264.04
动态市盈率	29
PB (整体法, 09 Q1, 剔除负值)	4.10
ROE (整体法, TTM, 整体法)	1.78%
资产负债率 (整体法, 09 Q1)	49.31%

许继电气与深成指数走势对比



资料来源: wind

相关报告: 《巨额核销拉低净利润 直流及配网产品成为亮点》2009.3.30

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼

联系电话: 0755-83778731

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室
(518031)

事件: 2009 年 7 月 17 日, 中国电力科学研究院、平安信托投资有限责任公司、许继集团签署了《合作框架协议》。

投资要点:

- 许继集团以剥离非主业资产后的净资产评估值为基础进行增资, 中国电科院以重庆渝能泰山电线电缆有限公司 100% 的股权、重庆顺泰铁塔制造有限公司 100% 的股权等资产认缴, 本次增资完成后, 中国电科院、平安信托分别持有许继集团 60%、40% 的股权。
- 平安信托将所持许继集团 40% 的股权转让给中国电科院, 中国电科院将持有许继集团 100% 的股权; 中国电科院通过许继集团将许继集团所持部分许继的股份转让给平安信托。转让将保持许继集团对许继电气的控股地位, 中国电科院将成为许继集团的控股股东, 也是许继电气的控股股东。中国电科院是国家电网公司直属科研单位, 目前拥有二十个研究所、六个科技公司, 计划打造百亿电气产业。国网直属的电科院对公司控股, 对于公司在技术实力及资产整合上有更大裨益, 双方在部分产品上存在一定竞争行为, 预计电科院将对双方资产进一步整合。平安信托成为参股股东, 在资金上对公司进行无息贷款支持。
- 7 月公司公告向集团定向增发不超过 11,989 万股收购主要包括福州天宇 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部分土地、房产, 预计 09 年每股收益将增厚 0.39 元。此次收购公司主要受益于直流电力电子产品。我国 2009-2020 年每年都将有 3-4 个 $\pm 800/\pm 500/\pm 660$ 直流输电工程投入运行, 每年合同金额预计 45-60 亿元。公司在直流换流阀市场占有率达到 40% 以上, 此块设备资产注入将提升公司盈利水平。成为国网直属公司, 同时在未来国网直流项目招标中获得进一步竞争力, 市场占有率有望提升。
- 考虑增发带来的业绩增厚, 公司未来三年的每股收益为 0.8 元, 0.91 元, 1.02 元, 相对 17 号收盘价市盈率为 29, 25, 22, 短期股价基本合理, 电科院与公司资产进一步整合带来收益, 长期给予买入评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	3816	5533	6640	7968
现金	943	1367	1641	1969
应收账款	1431	2075	2490	2988
其它应收款	99	144	172	207
预付帐款	141.00	204	245	294
存货	1182	1714	2057	2468
其他	19	28	33	40
非流动资产	942	1366	1639	1967
长期投资	15	22	26	31
固定资产	760	1102	1322	1587
无形资产	32	46	56	67
其他	117	170	204	244
资产总计	4740	6873	8248	9897
流动负债	2336	3387	4065	4878
短期借款	923	23	23	23
应付账款	554	803	964	1157
其他	859	1246	1495	1794
长期负债	45	65	78	94
长期借款	40	58	70	84
其他	5	7	9	10
负债合计	2381	3452	4143	4972
少数股东权益	228	331	397	476
股本	378	548	658	789
资本公积	595	863	1035	1242
留存收益	1158	1679	2015	2418
股东权益合计	2359	2900	3480	4176
负债和股东权益	4740	6873	8248	9897

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	276	400	448	502
净利润	103	149	167	187
折旧摊销	80	116	130	146
财务费用	151	100	112	127
投资收益	-6	-20	-22	-25
营运资金变动	-140	-203	-227	-255
其它	88	128	143	160
投资活动现金流	-23	-23	-23	-23
资本支出	30	30	30	30
长期投资	0	0	0	0
其他	7	7	7	7
筹资活动现金流	-305	22	24	27

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2610	3785	4239	4790
主营业务成本	1812	2356	2638	2981
主营业务税金	13	19	21	24
主营业务利润	211	1410	1579	1785
营业费用	211	306	343	387
管理费用	249	361	404	457
财务费用	151	100	112	127
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产减值损失	65	5	6	6
营业利润	107	638	715	809
投资收益	6	20	22	25
营业外收入	44	44	44	50
营业外支出	5	5	5	6
利润总额	146	697	776	877
所得税	43	202	225	254
少数股东损益	65	94	104	114
净利润	38	401	447	509
EBITDA	338	58	71	82
EPS (元)	0.10	0.80	0.91	1.02

主要财务比率

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	10.2%	45.0%	12.0%	13.0%
营业利润	-39.3%	496.3%	12.1%	13.1%
净利润	-67.1%	954.4%	11.7%	13.7%
获利能力				
毛利率	30.6%	37.8%	37.8%	37.8%
净利率	1.5%	10.6%	10.6%	10.6%
ROE	1.6%	13.8%	12.9%	12.2%
ROIC	16.8%	19.1%	15.4%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	50.2%	50.2%	50.2%	50.2%
净负债比率				
流动比率	1.89	1.66	1.81	1.89
速动比率	1.61	1.41	1.54	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.57	0.60	0.53
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	4.75	5.91	6.48	6.13
每股指标 (元)				
每股收益	0.10	0.80	0.91	1.02

短期借款	-364	-64	-72	-80	每股经营现金流	0.73	0.80	0.90	1.01
长期借款	40	58	65	73	每股净资产	4.74	6.81	6.99	8.39
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	231.80	28.98	25.47	22.73
其他	19	28	31	35	P/B	4.89	3.40	3.32	2.76
现金净增加额	-52	424	273	328	EV/EBITDA	21	12	11	9

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站: <http://www.scstock.com>

深圳

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编, 518000

电话: 0755-83689524

北京

地址: 北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编: 100012

电话: 010-84802003