

变革，国家电网收购打开巨大成长空间

报告关键点：

- 公司内部发生了巨大变化：订单增长、成本下降、管理正在改善
- 国家电网收购打开成长空间，资产注入将分三步走
- 不考虑资产注入，09-11年EPS为0.46元、0.70元、0.94元；考虑第一步资产注入，09-11年EPS分别为0.74元、0.95元、1.16元。目标价位上调到28元，维持“买入-B”投资评级

报告摘要：

- 7月30日我们到许继集团调研，与许继集团总裁李富生先生、董秘张道林先生进行了交流。
- 订单大幅度增长**：今年上半年，电网销售总公司实现订货同比增长40%，回款同比增长35%；发电公司实现订货同比增长45%，订货完成率130%；许继中压领域大力开拓电力系统、轨道交通、工业用电领域市场，在重大项目上取得重大突破，订货较同期增长96%，实现了“时间过半、任务过半”；多个领域订货创历史最好水平。
- 成本下降**：今年降成本目标是力争管理费用下降5%，采购成本下降10%，降低采购成本成效显著，集团公司和许继电气的成本都出现很大下降。平安信托带来的资金也使得集团公司和许继电气财务费用将大幅度下降。
- 管理正在改善**：08年许继集团已经完成战略管控等六方面调整，今年的指导思想是“发展、整顿、规范”，整顿规范是真正的落到实处。
- 国家电网收购打开巨大成长空间**：国家电网收购许继后，作为最大的电力装备市场，必然给许继带来大量的订单。许继电气最大的短板在于由于地理位置造成的人才弱势，中国电科院强大的科研力量将成为许继的支撑。国家电网整合输变电产业，中国电科院将成为庞大的产业集团，为解决关联交易和同业竞争，许继电气终将成为中国电科院产业集团整体上市平台。我们预计对许继电气的资产注入将分三步走。
- 资产注入三步曲**：第一步，许继集团现有输变电资产注入上市公司；第二步，国网为收购许继集团60%股权注入的资产及第一步资产注入后剩余的电力装备资产注入上市公司；第三步，许继电气将成为中国电科院产业资产整体上市平台。对许继电气的资产注入将遵循“存在关联交易和同业竞争，资产注入到上市公司，许继集团和中国电科院产业集团进来新的资产，再次产生关联交易和同业竞争，再次资产注入到上市公司”的逻辑循环。每一次资产注入都将增厚许继电气的盈利水平，2012年，中国电科院产业集团有可能达到500亿元收入的规模，通过许继电气整体上市后，许继电气的市值有望达到千亿元。
- 盈利预测与投资评级**：考虑上半年订单增长，我们上调了公司10-11年盈利预测，不考虑资产注入，09-11年EPS为0.46元、0.70元、0.94元；考虑第一步的资产注入，09-11年EPS分别为0.74元、0.95元、1.16元。按照资产注入后10年EPS，30倍市盈率，目标价位上调到28元，维持“买入-B”投资评级。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **28.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 25.00 元

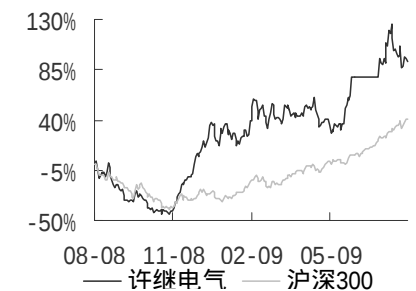
现价： 19.70 元

报告日期： **2009-08-05**

市场数据

总市值(百万元)	7,451.96
流通市值(百万元)	5,201.59
总股本(百万股)	378.27
流通股本(百万股)	264.04
12 个月最高/最低	5.55/23.60 元
十大流通股股东(%)	24.04%
股东户数	43,174

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.04)	(3.19)	51.72
绝对收益	7.77	35.67	91.81

研究员

黄守宏 行业分析师

010-66581627 huangsh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,454.6	2,601.4	2,822.1	3,414.7	4,109.7
Growth(%)	3.3%	6.0%	8.5%	21.0%	20.4%
净利润	164.1	102.8	247.9	379.1	506.1
Growth(%)	-10.6%	-67.1%	354.2%	52.9%	33.5%
毛利率(%)	30.5%	30.4%	30.1%	31.0%	32.1%
净利润率(%)	4.7%	1.5%	6.1%	7.8%	8.6%
每股收益(元)	0.31	0.10	0.46	0.70	0.94
每股净资产(元)	6.16	6.24	6.75	7.53	8.57
市盈率	65.2	198.0	43.6	28.5	21.4
市净率	3.2	3.2	3.0	2.7	2.3
净资产收益率(%)	7.0%	4.4%	9.7%	13.3%	15.6%
ROIC(%)	10.3%	7.3%	12.6%	15.7%	17.3%
EV/EBITDA	21.0	24.1	20.8	16.4	13.4
股息收益率	0.0%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%

前期研究成果

许继电气：重启资产注入，大幅增厚业绩

2009-07-06

许继电气：业绩低于预期，财务费用率开始下降

2009-04-29

许继电气：轻装上阵，新的征程

2009-03-25

7月30日,我们到许继集团调研,与集团公司总裁李富生先生、董秘张道林先生进行了交流,并参观了许继展厅、SMT生产线、直流换流阀生产车间、箱式变压器生产车间和许继电源公司。

1. 内部正在剧变

本次调研给我们最大的感受是集团公司内部正在发生巨大的变化,今年许继集团的指导思想是“发展、整顿、规范”,在经营上则“抢市场、降成本、增效益”。

1.1. 订单大幅增长

在面临金融危机影响和激烈的市场竞争情况下,许继集团各单位全力出击抢市场,市场捷报频传,业绩喜人。

3月11日,许继电气在国家电网公司集中规模招标采购2009年二次设备第一批项目中,中标16个标段,中标金额达到1430多万元,取得了历史性突破。

5月21日,许继电气在国家电网公司2009年第二批二次设备集中招标采购中取得了“中标套数第一”的历史最好成绩,中标保护控制643套,占招标总套数的32.43%,中标监控系统26套,占招标总套数的30.95%,均排名第一,中标金额约4000万元。这次批招项目单位共包括22个省网公司,许继中标涉及19个项目单位,并在区域高端市场上获得大面积突破,其中许继220kV及以上保护、监控在山东、北京、重庆、江西、黑龙江、辽宁、华北网局等省、网公司全面进入,部分地区中标率达到100%,改变了许继在以上地区电网二次设备高端市场多年无业绩的现状。

5月19日,许继国际工程公司签订中国机械设备进出口总公司赤道几内亚吉布芳水电站输变电工程设备供货合同。截止五月底,该公司2009年度订货指标完成率已经突破86%。

2月份,许继电源公司在吉林腰井子风电场STATCOM招标中击败众多竞争对手最终中标,STATCOM产品首次在风电领域中标,实现了历史性的突破。3月份,中标洛湛线铁路贯通线STATCOM。

直流工程订单也是硕果累累:2月10日,签署国家电网公司葛沪直流综合改造和西北(宁东)-华北(山东)直流输电两个重点工程控制保护设备供货合同,合同总金额近2亿元。7月,中标宁东-山东±660kV直流输电工程银川东换流站和青岛换流站阀冷却设备合同。7月27日,中标葛沪直流综合改造工程直流场设备。

今年上半年,电网销售总公司实现订货同比增长40%,回款同比增长35%;发电公司实现订货同比增长45%,订货完成率130%;许继中压领域大力开拓电力系统、轨道交通、工业用电领域市场,在重大项目上取得重大突破,订货较同期增长96%,实现了“时间过半、任务过半”;多个领域订货创历史最好水平。

1.2. 成本下降

“开源、节流”,降成本是今年工作的重点之一,降低成本的工作主要为降低费用和降低采购成本。许继集团今年降成本目标是力争管理费用下降5%,采购成本下降10%。

降低采购成本的措施从三个方面进行:一是各单位建立采购管理委员会,集团采购委员会主抓大宗采购决策,各单位领导要高度重视采购工作,积极完成既定目标。二是深入推进阳光采购工程,努力实现采购管理工作规范化、阳光化、透明化。通过制定

和完善制度，使采购工作能够受到各方面的监督。同时通过阳光采购，积极培育公司的长期供应商，通过战略合作，实现双方共赢发展。三是狠抓“死角”，关注运输费用，通过重新核价或招标，努力将运费降到最低。

许继集团各种媒体报道，降低采购成本成效显著，集团公司和许继电气的成本都出现很大下降。

平安信托入主许继集团后，银行部门开始向许继提供优惠的贷款利率，平安信托承诺的无息贷款 2 月 26 日已经到账 20 亿元，集团公司和上市公司下半年财务费用将大幅度减少。

1.3. 管理正在改善

去年下半年，平安信托委托麦肯锡咨询管理公司对许继集团进行了全方位的管理咨询，之后，许继集团开展了轰轰烈烈的变革工作，相继完成了股权结构、产品结构、组织架构、干部人事、思想观念和战略管控体系等六个方面的调整。

我们之前担心国家电网做大许继集团反而会降低效率，李总裁的回答是“按照现代化企业管理”。1 月 17 日，在许继集团干部作风整顿活动总结大会上，李富生总裁要求许继人要彻底转变国企观念，彻底否定掉不符合市场经济规律的思想观念和行为，积极推动许继向现代化企业迈进；要认真总结过去的经验和教训，努力变成发展的财富；同时统一思想，提高认识，进一步明确许继的核心价值观。

“发展、整顿、规范”是许继集团今年工作的指导思想，并提出了十六项整顿规范工作，整顿规范工作目标分解，责任单位明确、有进度安排和考核要求，整顿规范工作领导小组每月召开一次工作会议，以督促检查各项工作的落实，协调解决存在的问题。不容否认，许继集团在之前扩张的过程中产生了管理混乱的现象，例如集团公司内有 100 多枚销售公章分散在 20 多个二级子公司，集团内有 300 个银行账户，近一半不在集团掌控中，这些都是今年整顿规范的重点。

2. 国家电网收购为许继打开巨大成长空间

2009 年 7 月 17 日，中国电科院、平安信托（目前持有许继集团 100% 的股权）、许继集团（目前持有许继电气 29.9% 的股权）签署了《合作框架协议》。《合作框架协议》约定：以 2009 年 6 月 30 日为评估基准日，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，新增注册资本出资额由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。平安信托将选择适当时机，按照保持许继集团对许继电气控股地位及等值对价的原则，平安信托将所持许继集团 40% 的股权转让给中国电科院，同时，中国电科院通过许继集团将许继集团所持部分许继电气的股份转让给平安信托。本步骤完成后，中国电科院将持有许继集团 100% 的股权；平安信托最终直接持有许继电气的股份。

对于许继集团先后被平安信托、国家电网收购，许继人戏称自己是“既傍上款爷又抱上大腿”。平安信托入主许继集团后，给许继集团带来了资金的支持；国家电网收购许继后，作为最大的电力装备市场，必然给许继带来大量的订单。许继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一流的电力装备系统集成商，国家电网的收购给这个目标填添上了极重的一个砝码。

许继电气最大的短板在于由于地理位置造成的人才弱势，中国电科院的研究力量非常强，对许继电气可以提供科研支持，各研究所能支持领域如表 1。我们调研的当天，中国电科院党委书记张春城考察许继，就未来与许继的合作进行沟通。

表 1 中国电科院各研究所对许继电气支持领域

研究所名称	研究方向	对许继支持领域
电力电子技术研究所	与中电普瑞科技有限公司实行一体化运作模式，电力电子技术	电力电子
直流输电工程技术研究所	直流换流阀技术	直流换流阀
智能电网研发中心	智能电网研究	智能电网
电厂自动化研究所	火电厂自动化控制系统的研制开发与自动化工程的设计和技术服务	电厂自动化
电站辅机技术研究所	发电厂辅机技术	电厂自动化
电力系统研究所	电力系统系统分析、研究、仿真以及试验	电网、电厂自动化
输变电监控技术研究所	系统安全稳定控制、电网故障分析、数字化变电站与数字化电网、厂站保护及自动化	电网自动化
电网数字仿真技术研究所	电力系统数字仿真、分析控制	电网自动化
农电与配电研究所	城乡配电网规划理论与设计、配电网综合节能关键技术、配网自动化与数字化技术、农电信息化技术、配电管理技术、配电网防灾环保技术和配电智能电器设备	配网自动化
电网自动化研究所	与北京科东电力控制系统有限公司实行一体化运作，电网调度、电力市场、电力培训仿真	调度自动化
通信与用电技术研究所	电力系统通信、电力应急管理、用电自动化、需求侧管理	电力通信
电测量研究所	电学计量技术，电度表产品质量国家监督抽查与评定	电度表
新能源研究所	风力发电等新能源发电关键技术、新能源发电接入系统运行、规划和控制技术研究	风电变频
高压开关研究所	高压开关设备技术	高压开关
高电压研究所	高压试验技术、高压电力设备、绝缘在线监测、过电压与绝缘配合和电磁兼容	高压一次设备
技术情报研究所	技术情报	技术情报
施工技术研究所	从事电源和电网建设施工技术及设备研制开发	目前支持程度弱
信息与安全技术研究所	电网信息化	目前支持程度弱
线路监测与运行技术研究所	输电线路在线监测与运行维护技术	目前支持程度弱
电力建设技术服务中心	电力建设工程质量监督、输电线路工程监理	目前支持程度弱
工程力学研究所	电力工程力学研究	目前支持程度弱
电工研究所	能量储存及转换技术、超导电力技术、电动汽车相关技术	目前支持程度弱
新材料应用与检测技术研究所	电网金属材料焊接、保温材料、碳纤维复合导线、材料检测	目前支持程度弱

数据来源：安信证券研究中心

尽管目前出现了反对的声音，我们认为国网公司对输变电产业重组的趋势不可逆转，国网公司对平高集团和许继集团的重组将会是顺理成章的事实。中国将出现类似 ABB 和西门子的电气设备总承包商。

除了对平高集团、许继集团进行整合，目前国网电科院和中国电科院已经在进行对国网公司下属省网公司三产的整合，例如中国电科院已经整合江苏华电铁塔制造有限公司及上述重庆渝能泰山电线电缆有限公司、重庆顺泰铁塔制造有限公司；国网电科院已经整合江苏帕威尔、安徽继远电网公司、安徽继远软件公司。暂且不谈对国网体系外资产进一步收购，中国电科院和国网电科院仅对国网公司下属省网公司的三产整合后就会形成两个庞大的产业集团。

近期许继集团重启了输变电资产注入许继电气，这些资产注入许继电气后，许继电气将拥有一次设备、二次设备和电力电子业务完整的输变电装备产业。国网公司收购许继集团采取资产注入的方式，许继电气和许继集团之间新的关联交易和同业竞争又会产生，许继集团的电气装备资产还将注入许继电气，最终许继电气将成为中国电科院产业集团的整体上市平台，我们预计对许继电气的资产注入将分三步走。

3. 资产注入三步曲

3.1. 第一步，许继集团现有输变电资产注入许继电气

7月6日，许继电气发布公告，重启许继集团公司输变电资产注入，拟注入资产包括福州天宇 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。

本次交易标的资产账面净值约为 5.93 亿元，对应的预估值约为 18.2 亿，发行价格为公司本次董事会决议公告日前二十个交易日公司股票交易均价，即 15.18 元/股，预计发行股份数量不超过 11,989 万股。发行后许继电气总股本为 49816.65 万股，许继集团拥有上市公司股份比例由 29.9%上升到 46.77%。

表 2 资产注入前后股权对比

股权类型	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
其中：其他流通股	-	-	-	0
三、股份总数	37,827.20	100	49,816.65	100

数据来源：公司公告

表 3 拟收购资产业务及预估价值

单位：万元

拟收购资产	业务	资产价值	收购资产价值	预估价值	溢价	预估增值率
大功率电力电子业务（100%）	直流输电换流阀、风力发电联网控制设备、直流融冰装置等电力系统大功率电力电子产品的研发生产	16,000	16,000	110,000	94,000	587.50%
福建天宇（97.85%）	110kV 及以下高压开关、变压器等	27935	27334	36,870	9,536	34.88%
许继电源（75%）	操作电源、电力 UPS 产品、STATCOM 产品	3,195.49	2,396	3,525	1,129	47.10%
许继昌南（60%）	电力线载波通信产品系列、保护信号传输产品系列、光传输及数据产品系列、通信网络管理产品系列四大电力通信产品系列	4,228.41	2,537	2,640	103	4.07%
上海许继（50%）	继电保护故障信息处理系统	2,654	1,327	1,539.50	212.5	16.01%
许继软件（10%）	电力系统自动化、保护及控制应用软件产品	19,646.25	1,965	15,000	13,035	663.51%
国际工程（100%）	主要业务分为自营和设备配套。自营主要是通过开拓海外市场，使许继电气直接（或与代理合作）参加国外项目成套项目的投标；配套主要是指国内电气设备分包。	4,715.05	4,715.05	4,713	-2.05	-0.04%
晶锐科技（45%）	生产水冷设备的生产，包括换流阀内冷却水装置、换流阀外冷却设备以及风电并网变流器水冷装置等	331	149	180	31	20.85%
土地房产（100%）		2,850	2,850	8,000	5,150	180.70%
总计			59,273	182,468	123,195	207.84%

数据来源：公司公告

表 4 拟收购资产历史盈利情况

单位：万元

	收购股权比例	2007 年 销售收入	净利润	2008 年 销售收入	净利润	2009 年 1-5 月 销售收入	净利润
大功率电力							
电子业务	100%	32,696	5,997	27,669	2,337	19,810.41	4,786.67
福建天宇	97.85%	62,078	1,995	63,194	1,502	18,083.08	1,399.86
许继电源	75%	9,215.87	369.36	12,795.63	499.25	7,326.62	554.33
许继昌南	60%	5,105	420.28	4,908	323.76	1,633.56	104.74
上海许继	50%	4,253	803.19	4,384	363	1,521.13	67.68
许继软件	10%	31,295	13,507	34,453	12,505	10,694.39	4,043.17
国际工程	100%	3,713	-1	6,316	147.38	1,550.17	-32.7
晶锐科技	45%			0	-1.43	126.58	33.02
土地房产							
总计		148,355.66	23,090.61	153,719.27	17,674.74	60,745.94	10,956.77

数据来源：公司公告

附注：大功率电力电子业务净利润为根据公告利润，按照 15%的所得税率计算

3.1.1. 资产注入提升上市公司盈利能力和整体实力

3.1.1.1. 大功率电力电子业务是最优良资产

大功率电力电子业务是许继集团最优质的资产，尤其是直流换流阀体设备的盈利能力最强，目前国内具备制造换流阀能力的厂家有许继集团、西安西电电力整流器有限责任公司和中国电科院直流输电研究所。从市场中标情况来看，许继集团换流阀体设备占有率达到 40%。考虑到后续陆续投建的直流项目，该业务市场空间巨大。

许继集团 08 年已完成风电联网控制系统系列化产品定型、示范工程建设和市场推广，09 年订货 4000 万元左右。根据有关专家和权威部门预测，国内风电装备市场在 2012 年~2014 年将进入高速发展阶段，并在 2014 年达到顶峰并继续保持稳定发展，在甘肃、内蒙、河北、东北及江苏沿海建立五个千万千瓦级风电基地，许继集团风电联网控制系统同期将进入订货高速增长期，2014 年的销售收入将大幅提高。

直流融冰装置是解决交流输电网覆冰和电气化铁路 27.5kV 牵引供电线路覆冰问题的最佳手段，根据统计分析，目前我国将有包括湖南、江西、贵州、四川、东北三省、西北等省区的 500kV、220kV、110kV 变电站中的三分之一要求装设移动/固定直流融冰装置，未来 5 年市场容量达 70 亿元左右。凭借许继集团在直流融冰装置的产品和市场优势，该业务将为许继集团大功率电力电子业务提供新的业绩增长点。

3.1.1.2. 福建天宇经营调整提高利润

福建天宇 09 年净利率较 08 年大幅上升，主要是通过调整经营策略，公司将订单质量和效益列为重点，提高销售利润率；改变销售策略，由以前年度的大承包政策，过渡为非承包的业绩考核模式，大幅削减了销售费用中大包费用的开支，促进产品利润的提高；原材料价格下降，从较高价位接到订单，生产采购时以较低价格采购到原材料，导致生产成本降低，产品利润提升。

3.1.1.3. 许继电源产品结构调整焕发新春

许继电源 09 年净利润率大幅增长的原因在于调整产品结构，加大新产品的研发与投放，大功率静止无功补偿产品（STATCOM）和特种电源产品（军工产品）日趋成熟。

在特种电源产品（军工产品）方面，已形成小批量供货，2009 年 1 月一次性中标 1360 万元。2008 年 10 月许继电源公司一次性通过国家保密认证，2009 年 5 月一次性通

过国家军标认证,为开拓军工市场领域打下坚实基础,预计在 2009 年可实现订货 4000 万元。

小结:本次资产注入后,许继电气电力装备制造主业的经营规模得以扩大,产品线更加齐全,成套和集成能力获得大幅提升,公司的整体竞争实力将因此得到增强,持续经营能力进一步提高,将成为国内领先的电力装备制造和系统集成商。

3.1.2. 降低关联交易,减少同业竞争

08 年上市公司与许继集团发生的综合服务方面的关联交易金额为 3,560.33 万元,09 年预计综合服务方面的关联交易金额为 3,460 万元。重组完成后,许继集团的主营业务——输变电装备制造业务将通过许继电气实现整体上市,在输变电装备业务领域原有的、因历史原因形成的关联交易和 35kV 开关、干式变压器产品领域的同业竞争问题将得到彻底解决,除因许继集团有偿使用许继电气所有的“许继”牌商标,以及许继电气向许继集团采购水电、劳务等综合服务形成的日常关联交易外,许继集团和上市公司之间将不存在关联交易和同业竞争关系。

3.2. 第二步,国家电网为收购许继集团 60%股权注入的资产和第一步资产注入后剩余的电力装备资产注入许继电气

在这次调研中,我们了解到,为获得许继集团 60%的股权,国家电网公司注入许继集团的资产并不仅仅是重庆渝能泰山电线电缆有限公司、重庆顺泰铁塔制造有限公司,还有其他的电力装备资产,总之注入资产的净资产评估值将与 60%的股权相匹配。这部分资产加强与补充许继集团产品线的同时,在许继电气和许继集团之间又会产生新的关联交易和同业竞争,下一步对许继电气的资产注入成为必然。

为实现平安信托顺利将对许继集团的 40%股权置换成许继电气的股权,和减少新产生的关联交易和同业竞争,我们预计,在股权置换之前将进行第二步的资产注入,即 60%股权所对应的资产及第一步资产注入后许继集团剩下的电力设备资产将注入上市公司。

3.3. 第三步,许继电气将成为中国电科院产业资产整体上市平台

在中国电科院对许继集团拥有 100%股权之后,中国电科院产业集团与许继电气之间的同业竞争关系又成为需要解决的问题。中国电科院目前拥有 23 个研究所和多家科技公司,与许继产生同业竞争情况如下表 4。未来许继集团的电气设备业务已经全部在许继电气,中国电科院产业集团随着产业规模增长,与许继电气的同业竞争关系将越来越严重,整体注入上市公司是最好的解决办法。

表 5 中国电科院产业与许继同业竞争情况

公司	主营产品与服务	与许继竞争关系
中电普瑞科技有限公司	业务范围涉及灵活交流输电技术、电能质量技术、定制电力技术等高新技术领域,提供产品研制、技术咨询及工程承包等全套解决方案。产品包括:输电线路固定串补/可控串补装置(FSC/TSCS)、高压静止无功补偿装置(SVC)、可控高抗(CSR)、滤波补偿装置(FC)、低压晶闸管自动投切滤波补偿装置(TSF)、定制电力(包括动态电压恢复器(DVR)、快速固态切换开关装置(SSTS))等。灵活交流输电技术在国内最强	与许继电源的 SVC/ SVG 竞争
北京科东电力控制系统有限责任公司	中国电科院控股的股份公司,专门从事电网调度自动化系统工程、配电网自动化系统工程、调度员培训仿真、变电站培训仿真和电力市场的研究开发与工程化、技术服务、技术咨询、技术培训及工程承包等工作。电网调度自动化系统技术仅次于国电南瑞	与许继电气的调度自形成高低搭配;配网自动化产品竞争

北京国电智深控制技术有限公司	2002 年 5 月由中国电科院和国电科技环保集团有限公司共同投资,在中国电科院电厂所和龙源自动化工程有限公司基础上组建的具有独立法人资格的现代化高新技术企业。公司设有公司本部、三个事业部、四个中心、一个分公司和二个子分公司。面向火电厂和其他工业领域提供整套自动化解决方案	与许继电气电厂、工业自动化竞争
北京国电富通科技发展有限公司	2002 年 11 月成立,中国电科院主体控股企业,主要从事电力工业节能、节水、环保、高压管件、资源再利用、洁净煤技术、电网运行节能降耗及安全防护技术等产品的开发与销售	与许继集团环境工程竞争
北京中电普华信息技术有限公司	中国电科院与国电信息中心于 2003 年 12 月共同出资组建的致力于中国电力企业信息化建设的专业信息技术产品和服务提供商,注册资本 1036 万元	暂时无竞争
廊坊电科院东芝避雷器有限公司	中国电科院与东芝的合资企业,主营金属氧化物电阻片的制造、6kV ~ 750kV 避雷器的制造、销售及售后服务	可能产生关联交易
北京国网富达科技发展有限公司	中国电科院全资子公司,成立于 2007 年 7 月。主要从事电力系统的在线监测装置与信息技术相关产品的研究、开发、生产经营和技术服务等	与许继电气竞争,可能产生关联交易
江苏华电铁塔制造有限公司	2009 年重组企业,主要产品为电力铁塔	与重庆顺泰铁塔制造有限公司竞争
直流输电工程技术研究所	直流输电技术研究,主要产品为直流换流阀	与许继集团直流换流阀竞争

数据来源:安信证券研究中心

3.4. 小结

对许继电气的资产注入将遵循“存在关联交易和同业竞争,资产注入到上市公司,许继集团和中国电科院产业集团进来新的资产,再次产生关联交易和同业竞争,再次资产注入到上市公司”的逻辑循环。每一次资产注入都将增厚许继电气的盈利水平,2012 年,中国电科院产业集团有可能达到 500 亿元收入的规模,通过许继电气整体上市后,许继电气的市值有望达到千亿元。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 不考虑资产注入盈利分析

在不考虑资产注入的情况下,我们对公司的收入与毛利率预测如表 1:

表 6 许继电气收入与毛利率预测(不考虑增发)

单位:百万元

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
电网及发电系统收入	839.03	1055.25	913.41	913.41	1038.41	1194.66
增长率	-4.31%	25.77%	-13.44%	0.00%	13.68%	15.05%
成本	514.27	635.83	567.01	584.59	674.97	776.53
毛利率	38.71%	39.75%	37.92%	36.00%	35.00%	35.00%
EMS 加工服务收入	252.26	176.30	171.43	171.43	171.43	171.43
增长率	1.46%	-30.11%	-2.76%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	212.38	148.38	147.45	147.43	147.43	147.43
毛利率	15.81%	15.84%	13.99%	14.00%	14.00%	14.00%
用电系统设备收入	219.86	156.32	183.40	238.42	309.94	402.93
增长率	9.66%	-28.90%	17.32%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	142.85	98.67	120.45	157.36	204.56	265.93
毛利率	35.03%	36.88%	34.32%	34.00%	34.00%	34.00%
变压器收入	292.03	332.20	286.04	300.34	315.35	331.12
增长率	9.12%	13.75%	-13.90%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	224.64	256.57	228.46	240.27	252.28	264.90
毛利率	23.08%	22.77%	20.13%	20.00%	20.00%	20.00%

配网产品收入	187.19	215.66	495.15	643.70	901.18	1261.65
增长率	0.72%	15.21%	129.60%	30.00%	40.00%	40.00%
成本	120.31	132.66	304.20	399.09	558.73	782.22
毛利率	35.73%	38.48%	38.56%	38.00%	38.00%	38.00%
直流输电系统收入	188.94	69.32	165.42	138.50	217.4	220.00
增长率		-63.31%	138.64%	-16.27%	56.97%	1.20%
成本	105.47	38.20	100.24	84.49	132.61	134.20
毛利率	44.18%	44.90%	39.40%	39.00%	39.00%	39.00%
电气化铁道收入	22.15	51.85	59.54	89.31	133.96	200.94
增长率	-53.22%	134.10%	14.84%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	15.85	28.60	33.11	49.12	73.68	110.52
毛利率	28.44%	44.84%	44.39%	45.00%	45.00%	45.00%
其他收入	373.80	397.74	326.99	326.99	326.99	326.99
增长率	0.00%	6.40%	-17.79%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	336.04	365.88	310.84	310.64	310.64	310.64
毛利率	10.10%	8.01%	4.94%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入	2375.27	2454.63	2601.38	2822.10	3414.67	4109.72
增长率	30.02%	3.34%	5.98%	8.48%	21.00%	20.35%
成本	1671.81	1704.79	1811.76	1972.98	2354.91	2792.37
综合毛利率	29.62%	30.55%	30.35%	30.09%	31.04%	32.05%

数据来源：安信证券研究中心

公司订单大幅度增长，据此我们上调了对公司盈利预测，不考虑增发，09-11 年 EPS 为 0.46 元、0.70 元、0.94 元。

4.2. 考虑资产注入盈利分析

我们仅仅考虑第一步资产注入对许继电气的盈利贡献。

重要预测假设：

- 1) 公司在公告中对大功率电力电子业务和许继软件进行了盈利预测，2009 年预测的大功率电力电子业务和许继软件净利润分别为 13,400 万元、14,700 万元，分别比 2008 年增长 480%和 15%，并对 10-14 年的盈利增长进行了预测，我们假设 10-11 年大功率电力电子业务净利润增长 5%，许继软件增长 6%。
- 2) 福建天宇、许继电源、许继昌南 09 年净利润按照 1-5 月份净利润进行年化，10-11 年净利润，福建天宇假设 10%增长，许继电源 15%增长，许继昌南不增长。
- 3) 09-11 年上海许继净利润假设增长 10%，国际工程净利润假设增长 15%。
- 4) 晶锐科技业务为电力电子业务配套，09 年净利润假设是 1-5 月份 3 倍，10-11 年假设 10%增长。

表 7 大功率电力电子业务与许继软件盈利预测增长率

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
大功率电力电子业务	3-5%	3-5%	3-5%	6-10%	20-30%
许继软件	6-10%	6-10%	8-12%	8-12%	8-12%

数据来源：公司公告

表 8 拟注入资产增厚盈利预测

单位：万元

	收购股权比例	2008A	2009 年 1-5 月	2009E	2010E	2011E
大功率电力电子业务	100%	2,337	4,787	13,400	14070	14774
增长率				473%	5%	5%
福建天宇	97.85%	1,470	1,370	3287	3616	3978
增长率				124%	10%	10%
许继电源	75%	374	416	998	1147	1320
增长率				166%	15%	15%
许继昌南	60%	194	63	151	151	151
增长率				-22%	0%	0%
上海许继	50%	181	34	199	219	241
增长率				10%	10%	10%
许继软件	10%	1,250	404	1,470	1,558	1,652
增长率				18%	6%	6%
国际工程	100%	147.38	-33	169	195	224
增长率				15%	15%	15%
晶锐科技	45%	-0.64	15	45	49	54
增长率				7027%	10%	10%
合计增厚利润		5,953	7,055	19,727	21,007	22,393

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表 8 资产注入后许继电气盈利预测

	预计净利润（百万元）			
	2008A	2009E	2010E	2011E
原有业务	38.21	173.55	265.39	354.28
注入资产净利润	59.53	197.27	210.07	223.93
注入资产后公司净利润		370.82	475.45	578.21
（假定 09 年年初注入）				
摊薄前 EPS	0.10	0.46	0.70	0.94
摊薄后 EPS（假定总股本		0.74	0.95	1.16
4.98 亿股）				

数据来源：安信证券研究中心

资产注入后 09-11 年 EPS 分别为 0.74 元、0.95 元、1.16 元。

4.3. 投资评级

按照我们的预测假设，不考虑增发，09-11 年 EPS 为 0.46 元、0.70 元、0.94 元，考虑资产注入后 09-11 年 EPS 分别为 0.74 元、0.95 元、1.16 元。按照资产注入后 10 年 EPS，30 倍市盈率，目标价位上调到 28 元，维持“买入-B”投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-8-3	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,454.6	2,601.4	2,822.1	3,414.7	4,109.7	成长性					
减: 营业成本	1,704.8	1,811.8	1,973.0	2,354.9	2,792.4	营业收入增长率	3.3%	6.0%	8.5%	21.0%	20.4%
营业税费	10.3	12.9	13.8	16.7	20.1	营业利润增长率	-2.2%	-39.3%	138.4%	59.9%	35.7%
销售费用	198.6	210.8	228.6	276.6	332.9	净利润增长率	-10.6%	-67.1%	354.2%	52.9%	33.5%
管理费用	222.3	249.2	254.0	297.1	328.8	EBITDA 增长率	2.9%	-16.1%	16.3%	31.4%	30.5%
财务费用	143.2	150.8	96.5	60.5	66.0	EBIT 增长率	-1.5%	-19.2%	36.2%	33.2%	32.2%
资产减值损失	3.4	65.3	8.3	8.7	24.6	NOPLAT 增长率	-8.7%	-23.3%	55.2%	31.5%	30.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.5%	-10.1%	5.4%	18.6%	25.8%
投资和汇兑收益	3.4	5.8	6.0	6.0	6.0	净资产增长率	5.7%	1.3%	8.2%	11.6%	13.9%
营业利润	175.5	106.5	254.0	406.1	550.9	利润率					
加: 营业外净收支	40.2	39.0	44.2	53.6	64.8	毛利率	30.5%	30.4%	30.1%	31.0%	32.1%
利润总额	215.7	145.5	298.1	459.7	615.7	营业利润率	7.1%	4.1%	9.0%	11.9%	13.4%
减: 所得税	51.5	42.7	50.2	80.6	109.6	净利润率	4.7%	1.5%	6.1%	7.8%	8.6%
净利润	164.1	102.8	247.9	379.1	506.1	EBITDA/营业收入	16.1%	12.8%	13.7%	14.9%	16.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	13.0%	9.9%	12.4%	13.7%	15.0%
货币资金	995.4	943.3	1,091.9	977.9	742.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	123	104	100	87	74
应收帐款	1,360.4	1,530.3	1,646.3	2,002.0	2,385.4	流动营业资本周转天数	252	247	220	213	234
应收票据	39.3	19.5	20.9	25.3	30.4	流动资产周转天数	532	518	502	457	425
预付帐款	318.7	141.1	220.1	314.3	426.0	应收帐款周转天数	198	194	190	180	181
存货	961.2	1,181.7	1,081.1	1,290.4	1,530.1	存货周转天数	133	148	144	125	124
其他流动资产	0.6	-0.0	-1.5	-5.7	-10.6	总资产周转天数	687	650	622	558	511
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	405	378	339	314	320
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	17.2	14.8	15.0	15.0	15.0	ROE	7.0%	4.4%	9.7%	13.3%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	2.2%	4.9%	6.8%	8.3%
固定资产	745.6	760.4	814.1	832.1	855.2	ROIC	10.3%	7.3%	12.6%	15.7%	17.3%
在建工程	158.5	106.4	78.2	64.1	57.1	费用率					
无形资产	35.1	32.2	40.7	48.9	56.8	销售费用率	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
其他非流动资产	21.6	10.3	9.3	9.3	9.3	管理费用率	9.1%	9.6%	9.0%	8.7%	8.0%
资产总额	4,653.5	4,740.1	5,016.0	5,573.5	6,097.5	财务费用率	5.8%	5.8%	3.4%	1.8%	1.6%
短期债务	1,287.3	923.3	1,000.0	1,050.0	1,198.8	三费/营业收入	23.0%	23.5%	20.5%	18.6%	17.7%
应付帐款	583.4	644.4	670.3	800.0	948.6	偿债能力					
应付票据	196.2	258.3	281.1	335.5	397.8	资产负债率	50.0%	50.2%	49.1%	48.9%	46.8%
其他流动负债	248.0	510.1	456.2	513.5	248.1	负债权益比	99.9%	100.9%	96.5%	95.7%	88.0%
长期借款	-	40.0	40.0	40.0	40.0	流动比率	1.59	1.63	1.69	1.71	1.83
其他非流动负债	10.3	4.9	15.9	-13.7	21.0	速动比率	1.17	1.13	1.24	1.23	1.28
负债总额	2,325.2	2,380.9	2,463.5	2,725.3	2,854.4	利息保障倍数	2.23	1.71	3.63	7.71	9.34
少数股东权益	197.5	228.0	291.2	387.9	516.9	分红指标					
股本	378.3	378.3	378.3	378.3	378.3	DPS(元)	-	0.10	0.09	0.14	0.19
留存收益	1,752.6	1,753.0	1,883.1	2,082.2	2,347.9	分红比率	0.0%	99.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,328.3	2,359.2	2,552.6	2,848.3	3,243.1	股息收益率	0.0%	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	164.1	102.8	247.9	379.1	506.1	EPS(元)	0.31	0.10	0.46	0.70	0.94
加: 折旧和摊销	85.1	80.2	36.0	41.0	45.5	BVPS(元)	6.16	6.24	6.75	7.53	8.57
资产减值准备	3.4	65.3	8.3	8.7	24.6	PE(X)	65.2	198.0	43.6	28.5	21.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	3.2	3.0	2.7	2.3
财务费用	144.1	143.2	159.3	96.5	60.5	P/FCF	-	-134.3	68.2	-39.5	-22.8
投资收益	-3.4	-5.8	-6.0	-6.0	-6.0	P/S	3.1	2.9	2.7	2.2	1.8
少数股东损益	48.2	64.6	74.4	113.7	151.8	EV/EBITDA	21.0	24.1	20.8	16.4	13.4
营运资金的变动	-394.6	100.7	-95.7	-439.3	-778.8	CAGR(%)	32.2%	70.1%	47.1%		
经营活动产生现金流量	235.8	275.9	361.4	157.8	9.2	PEG	2.0	2.8	0.9	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	115.4	-22.9	-64.2	-64.0	-64.0	ROIC/WACC	1.1	0.8	1.4	1.7	1.9
融资活动产生现金流量	-110.0	-305.1	-54.4	-63.6	11.9	REP	2.6	3.9	2.1	1.5	1.2

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034