

许继电气 (000400)

—直流输电业务前景广阔

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	22.22	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点:

1、产业链最完整的电气设备生产企业。许继电气以电力装备制造为核心主导产业,是电力设备上市公司中产业链最完整的企业,产品包括变压器、配网开关、继电器、电度表、EMS 加工服务为代表的一次设备,以及电网及发电系统保护监控、直流控制保护、配电自动化等二次设备。

2、大股东资产注入增厚业绩。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%股权、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%股权及大功率电力电子相关业务和许继集团拥有的目前许继电气使用的土地、房产。其中大功率电力电子相关业务主要包括直流输电换流阀、风电电控器、直流融冰装置,是集团资产中盈利能力最强的业务。

3、直流输电业务前景广阔。此次换流阀业务的注入将使公司成为国内唯一一家同时能生产换流阀和直流控制保护设备的企业。根据国家电网公司和南方电网公司的直流项目规划,2009-2020 年期间我国将有 14 条 ±800kV 线路和 11 条 ±500kV 线路(其中 3 条背靠背工程)建成投产,平均每年将有 3~4 个 ±800/±500/±660 直流输电工程投入运行,每年合同金额预计 45~60 亿元。目前国内能从事直流换流阀业务的公司有三家,分别为西安整流器厂、许继电气及电科院,我们预测许继集团在未来的直流换流阀业务中占有 30%左右的市场份额。直流控制保护业务方面,历次国家电网和南方电网的直流业务中标数据显示,许继电气在控制保护领域占有绝对优势,中标额明显高于竞争对手南瑞继保和四方继保,我们预测许继电气在未来的直流控制保护业务中占有 40%左右的市场份额。

4、风电并网变流器空间巨大。公司自主研发的产品——并网变流器已经通过实验调试阶段,并已经陆续接到订单。该产品为风力发电中的风机控制装置,主要用于风力发电机的电能上网前的电能质量调整,是风力发电的必备装置。2006 年以来,我国风电装机每年增长速度均超过 100%,预计国内风电装备市场在“十二五”期间仍将保持快速的发展态势,这将给风机接入设备带来巨大的市场空间。

4、国网公司入主,打开成长空间。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》。《协议》约定:许继集团以剥离非主业资产后的净资产评估值的基础进行

2009 年 9 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	23.59/5.77
上证指数/深圳成指	2962.67/11977.40
50 日均成交额(百万元)	124.57
市净率(倍)	3.94
股息率	

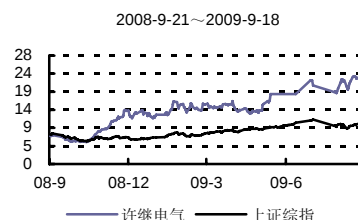
基础数据

流通股(百万股)	264.04
总股本(百万股)	378.27
流通市值(百万元)	5866.97
总市值(百万元)	8405.20
每股净资产(元)	5.63
净资产负债率	111.72%

股东信息

大股东名称	许继集团有限公司
持股比例	29.90%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	何鹏程 蒙俊江
电 话:	021-51097188-1921
电 邮:	hepengcheng@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

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,平安信托放弃许继集团本次增资的有限认购权;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公司控股地位及等职对价的原则,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集团所持部分公司的股份转让给平安信托。国网公司入主后,许继电气在技术研发上将得到电科院的强有力支持,同时,在项目中标方面,将提升公司的竞争力。

5、盈利预测与投资建议:

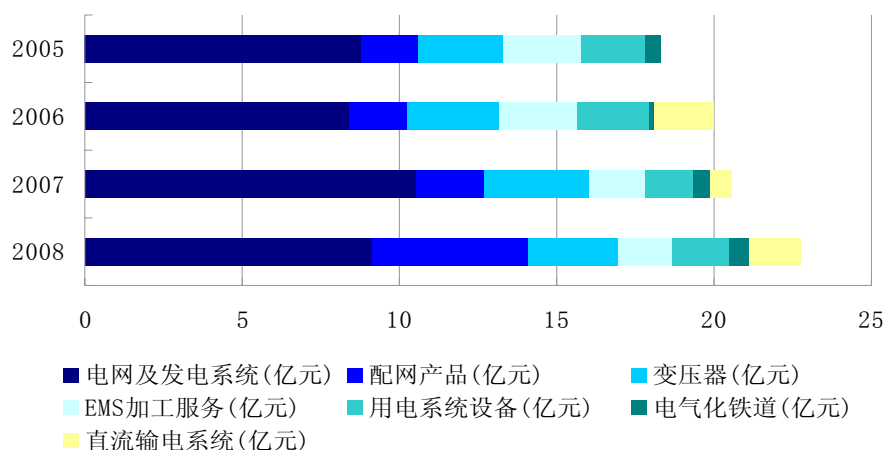
在不考虑增发的前提下,预计公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.45 元、0.68 元和 0.9 元。大股东资产注入后,公司 2009-2011 年的每股收益将分别为 0.75 元、0.95 元和 1.12 元,给予公司“推荐”的投资评级。

表 1. 此次大股东注入资产的盈利情况

资产名称	主营业务	净利润(万元)			股权
		2007	2008	2009.5	
大功率电力电子	直流输电换流阀、风电电 控器、直流融冰装置	6,897	2,687	5,505	100%
福建天宇	中高压开关、变压器	1,995	1,502	1,340	97.85%
许继软件	电力自动化软件	13,507	12,505	4,043	10%
许继电源	直流电源、SVC / STATCOM	369	499	554	75%
许继昌南	电力载波通信产品	420	324	105	60%
上海许继	继电保护故障信息系统	803	363	68	50%
许继国际	国际电气工程	-1	147	-32	100%
许继晶锐	水冷设备制造		-1	33	45%
合计		23,990	18,026	11,616	

数据来源:公司公告

图 1. 许继电气营业收入构成情况



数据来源:公司公告, 国元证券研究中心整理

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn