

期待国网收购带来大变革

——许继电气(000400)调研报告

分析师

徐超:

☎ (86-10) 88366060-8711

✉ xuc@cgws.com

要点:

- **投资建议:** 近期我们调研了许继电气,跟公司交流了资产注入、国网收购以及生产经营情况。不考虑拟注入的资产,我们预测许继电气09、10年可分别实现营业收入26.8亿元和29.4亿元,实现净利润1.79亿元和2.02亿元,每股收益分别为0.47元和0.53元。拟注入的资产我们预计09、10年可实现权益净利润1.86亿元和1.97亿元,按新增股本1.2亿计算,考虑注入的资产后,许继电气09、10年每股收益可分别达到0.73元和0.80元,目前股价对应的市盈率分别为33倍和30倍。考虑到中国电科院对许继集团的收购以及后续可能存在进一步的资产整合,国家电网的入主可能给公司在业务、管理、规范性等方面带来大变革,我们给予许继电气“推荐”的投资评级。
- **现有业务:** 公司现有业务主要包括电网自动化及保护、变压器、电气化铁路、直流输电保护、用电系统设备等产品。电气化铁道业务受益于目前行业的高景气,业务呈快速增长态势,其他业务由于市场完全竞争,成长空间有限。我们预计现有业务盈利能力将表现平稳。
- **资产注入:** 本次集团拟注入的资产主要包括大功率电力电子、福建天宇、许继软件的少数股权等资产,其中最核心的是大功率电力电子资产,主要产品包括直流输电换流阀、风电联网控制系统、直流融冰装置、SVC等,直流换流阀资产和公司目前现有的直流保护设备可以相互配套,预计后续将保持超过30%的市场份额。此外,注入的直流设备资产和中国电科院的相关资产存在同业竞争,这给后续进一步整合提供了想象空间。预计此次注入的资产09、10年可分别实现权益净利润1.86亿元和1.97亿元。
- **国网收购:** 国网公司旗下的中国电科院目前正在洽谈对许继集团的收购,我们预计收购成功是大概率事件。国网收购之后可以给公司带来业务、管理和规范性的大变革,此外,中国电科院的相关资产可能进一步整合进上市公司,以发挥电科院的研发和许继电气的产业化协同优势,打造电力设备,特别是二次设备领域的优势企业。
- **风险提示:** 1) 国网收购存在不确定性; 2) 许继电气披露的集团财务数据存在多处问题,引起市场对其运作规范性的质疑; 3) 许继电气自身财务费用有些异常,明显偏高。

投资评级: 推荐

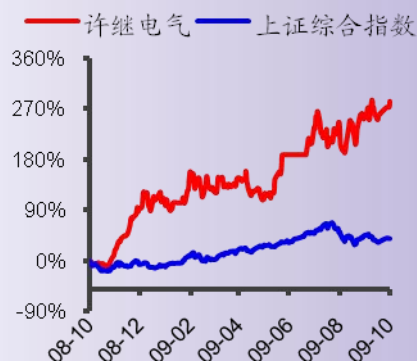
市场数据:

目前股价	24.3
总市值(亿元)	92.0
流通市值(亿元)	64.2
总股本(万股)	37827.2
流通股本(万股)	26404.0
12个月最高/最低	24.6/5.55

公司盈利预测

	2008	2009E	2010E
营业收入(万)	260138	267709	293592
(+/-%)	6.0%	2.9%	9.7%
净利润	3821	17919	20196
(+/-%)	-67.1%	369.0%	12.7%
摊薄每股收益	0.10	0.47	0.53
PE	241.1	51.4	45.6

股价表现图



独立声明

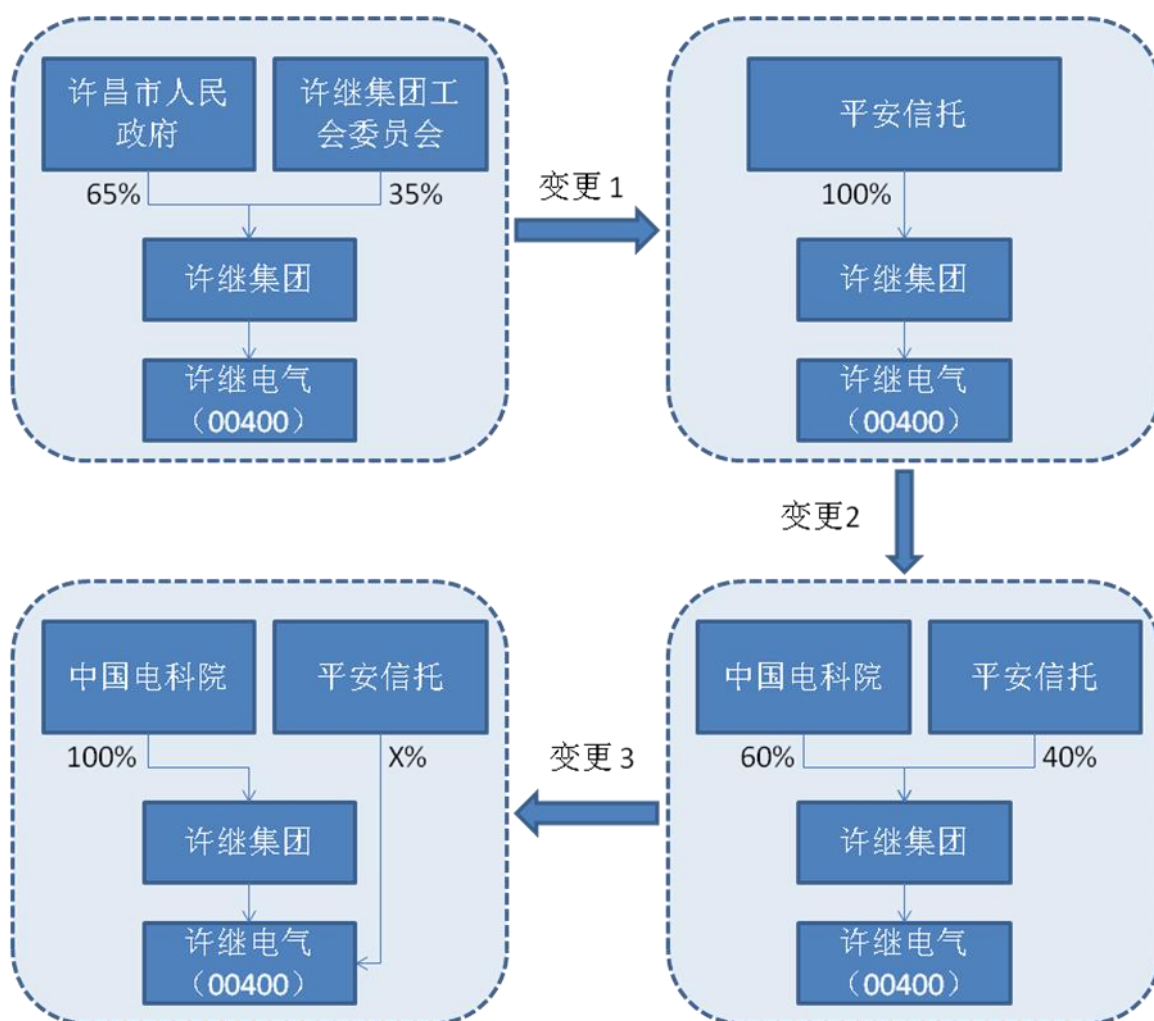
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1. 许继电气实际控制人变更

许继集团有限公司是许继电气的大股东，持有公司 29.9%的股份。

许继集团前身为 1946 年中国人民解放军第四野战军生产军用步话机的兵工厂，1970 年作为三线厂搬迁至河南许昌，成立了许昌继电器厂，1993 年初进行股份制改造，成立了许继电气股份有限公司，1996 年底组建了享有国有资产投资主体地位的许继集团有限公司，成功实现了集团化经营管理模式。经过几十年的高速发展，许继集团产品涵盖了电力装备、民用机电、电子商务、环保工程、金融资产管理等五大领域。最近两年来，许继电气的实际控制人的变更一直是市场关注的热点。

图 1：许继电气实际控制人变更过程



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

变更 1：平安信托入主。2007 年底，许继集团启动了国企改革和引入战略投资者的工作，平安信托于 2008 年 3 月 20 日，以拍卖的方式取得了许继集团 100%的股权，股权转让价格为 9.6 亿元，股权已经于 2009 年初完成了过户登记。平安信托入主承诺给与许继集团不低于 40 亿元不低于 5 年期的免息贷款，首批 20 亿元已于年初到账。



变更 2: 国网入主第一步。2009 年 7 月 17 日, 中国电科院、平安信托、许继集团签署合作框架协议, 约定以许继集团 2009 年 6 月 30 日为基准日剥离非主业后的净资产评估值为基础进行增资, 中国电科院向许继集团注入包括重庆渝能泰山电线电缆、重庆顺泰铁塔公司等资产, 增资后中国电科院将持有许继集团 60%的股权, 平安信托持有 40%。

变更 3: 在完成中国电科院对许继集团的增资后, 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原则, 将集团 40%股权转让给电科院, 同时, 受让许继电气部分股份, 本步骤完成后, 中国电科院将 100%控股许继集团, 而平安信托直接持有许继电气部分股份, 实现财务投资者的退出。

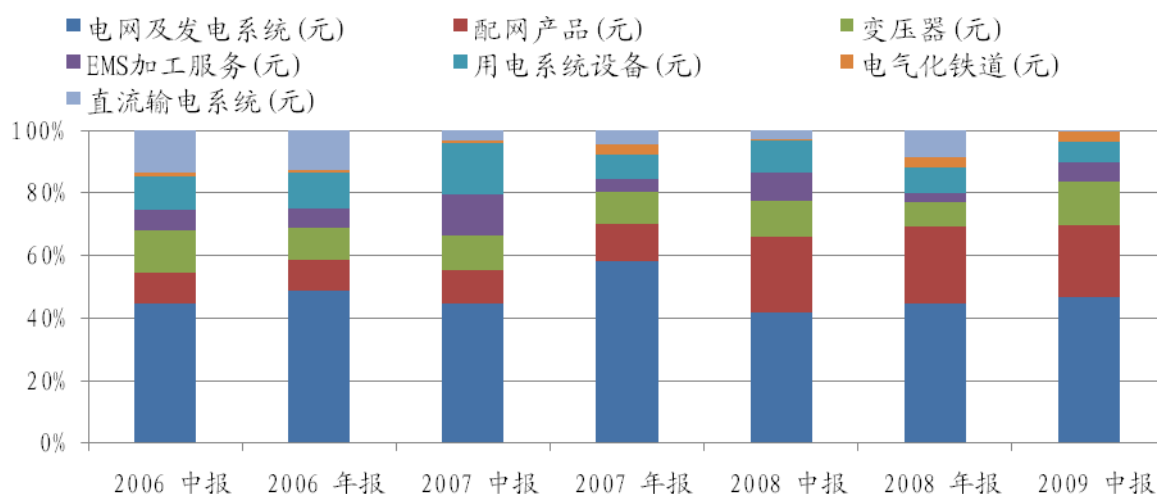
目前正在进行上述的第二个步骤, 相关各方正在进行协商以及资产评估工作, 虽然国网公司的入住带来了一些反对声音, 质疑国网涉嫌垄断行为, 但是我们认为国家电网延伸其电力设备产业的触角, 进行一些收购, 可以整合自身的研发实力和被收购企业的产业化实力, 做大做强国产设备, 具有正面意义, 其收购成功的可能性也比较大。

在国网公司收购许继集团的同时, 集团也重启了向上市公司注入资产的工作, 拟注入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本公司使用的土地、房产。目前已经完成了相关审计、评估及盈利预测的大部分工作, 即将召开二次董事会、股东大会审议。

2. 公司业务分析

许继电气主营业务为生产经营电网调度自动化、配电网自动化、变电站自动化、电站自动化、铁路供电自动化、电网安全稳定控制、电力管理信息系统、电力市场技术支持系统、继电保护及自动化控制装置、继电器、电子式电度表、中压开关及开关柜、变压器和箱式变电站。最近几年公司营业利润结构如下图所示:

图 2: 许继电气营业利润构成

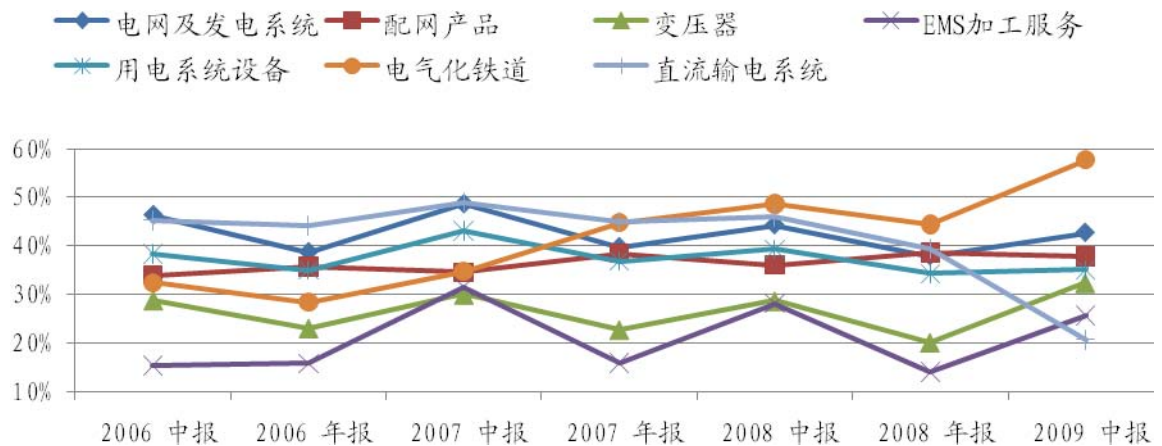


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理



各部分业务的毛利率如下图所示，从图中可以看出，公司的核心业务电网及发电系统毛利率比较稳定，在40%左右，配网产品毛利率在38%左右。电气化铁路业务毛利率近年来呈稳定上升趋势，显示出公司在这块业务的较强竞争力。

图 3：许继电气主营业务的毛利率



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司的主要子公司业绩如下表所示，由于不少子公司的盈利能力都比较强，而许继电气持股比例都不太高，所以公司的少数股东损益历来都比较高，我们预计随着许昌许继软件、上海许继等的少数股权的收购，情况会有所改观。

表 1：许继电气主要子公司业绩

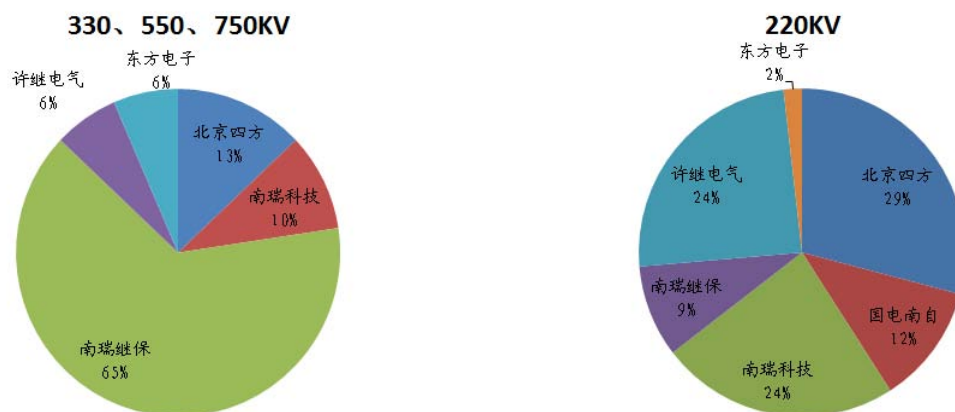
(万元)	持股比例	2006		2007		2008	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
许昌许继软件	90%	34731	19036	31295	13507	34453	12505
珠海许继电气	70%	13080	1517	23411	3522	37568	4375
许继电子	43.45%	17390	1179	18275	999	17671	478
成都交大许继电气	51%	2215	357	5185	775	5977	1243
河南许继仪表	67%	8416	254	11180	286		
许继变压器	75%	29203	2055	33671	1987	29090	820
上海许继电气	50%	2973	567	4253	803		

资料来源：公司年报，长城证券研究所整理

电网及发电系统业务

电网及发电系统业务是许继电气最主要的一块业务，主要包括变电站自动化、电网调度自动化、电厂自动化等产品。公司今年来在国网招标中表现不错，前两次二次设备中标份额如下图所示。

图 4：2009 年国家电网前 2 次招标变电站自动化市场份额（按套数）



资料来源：国家电网，长城证券研究所整理

公司是我国最早开始研发 IEC61850 标准的厂商之一，目前已经有成熟的产品，预计公司可以占得一定的先机。但是从整体行业来看，变电站自动化业务目前市场参与者众多，行业竞争激烈，行业毛利率已经呈现下滑趋势，我们预计许继电气的这部分业务后续成长速度也会比较有限。

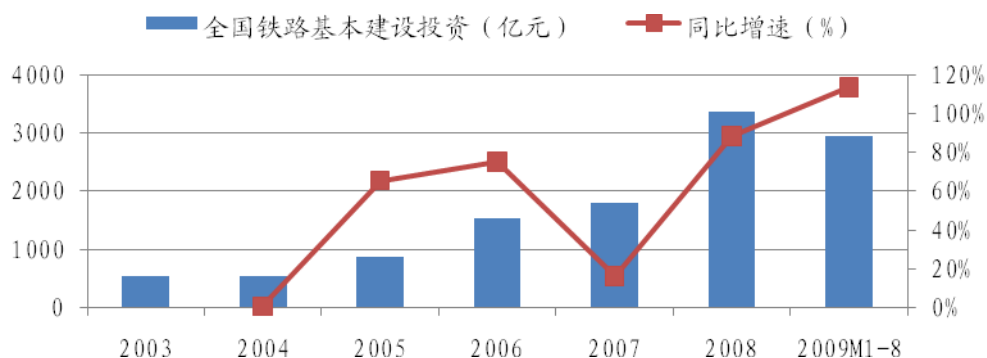
配网业务

公司配网业务经营主体主要是珠海许继电气，产品主要是环网柜等，受益于成农网改造，该部分业务将保持稳定增长态势。

电气化铁道业务

公司电气化铁道业务的经营主体是成都交大许继，主要产品为铁路牵引变电站自动化和保护设备，市场占有率高。目前我国铁路建设正处于非常高景气之中，全国前 8 各月铁路基本建设投资 2941 亿元，同比增长 114%，我们预计公司的电气化铁道业务也将充分受益，今年出现高增长。但是铁路建设投资的高增长周期将会比较短，预计 2010 年开始投资增速将急剧缩窄，呈现高景气但是低增长的态势，公司的相关业务也将面临增速回落。

图 5：我国铁路基本建设投资情况



资料来源：铁道部，长城证券研究所整理



变压器业务

公司主要做干式变压器, 35KV 及以下产品, 市场参与者众多, 此块业务成长性有限, 公司也在考虑上新型节能变压器项目。

3. 拟注入资产

许继集团于 2009 年 7 月重启了资产注入计划, 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。本次交易资产账面净值约 5.93 亿元, 预估值约 18.2 亿元, 发行价格为 15.18 元/股, 预计发行股份数量不超过 11,989 万股。资产的盈利能力如下表所示。

此次资产注入方案与 07 年那次略有不同, 注入的资产包增加了国际工程公司、晶锐科技以及土地和房产, 其中国际工程和晶锐科技盈利能力还比较弱。我们可以看出这次资产注入比较彻底, 拟增发的股份达到 1.2 亿股, 较 07 年方案的 7300 万股多出近 5000 万股, 符合平安信托作为财务投资者的作风。

表 2: 拟注入资产

(百万)		2008		2009 年 1-5 月		权益 账面价值	预估值 09 版	预估值 07 版
公司	股权 比例	营业 收入	净利 润	营业 收入	净利 润			
福建天宇电气股份	98%	63,193	1,502	18,083	1,399	27,300	36,900	54,300
许继电源有限公司	75%	12,795	499	7,326	554	2,396	3,525	3,200
许昌许继昌南通信设备有限公司	60%	4,907	323	1,633	104	2,537	2,640	3,700
国际工程	100%	6,315	147	1,550	-32	4,715	4,713	
上海许继电气有限公司	50%	4,384	362	1,521	68	1,327	1,539	3,000
晶锐科技	45%			126	33	149	180	
许昌许继软件技术有限公司	10%	34,453	12,504	10,694	4,043	1,965	15000	12,000
许继集团柔性输电分公司 (直流输电换流阀资产)		27,668	2,284	19,810	4,678	16,000	110,000	44,800
拟注入的土地和房屋资产						2,850	8,000	



合计	59,239	182,497	121,000
发行价格		15.18	16.42
拟发行股本 (万股)		11989	7369

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

大功率电力电子业务：这是集团注入的最核心资产，主要产品为高压直流换流阀、风电变流器、直流融冰装置、SVC等。公司的资产注入草案对2009年业绩预测为净利润13400万元，比08年增长480%。

直流输电业务2008年交付了灵宝背靠背工程50%供货（合同金额为1.09亿元）、中俄联网黑河背靠背换流站工程（合同金额为0.76亿元）和高岭背靠背工程（合同金额为1.83亿元），而2009年依据工程进度确定要交付的合同包括云广特高压直流输电工程的全套供货（合同金额为7.75亿元）、向上特高压直流输电工程的部分供货（合同金额为8.27亿元）和灵宝背靠背工程50%供货（合同金额为1.09亿元）。根据许继集团目前掌握的市场信息和正在谈判的合同，未来两至三年内预计不会产生大的波动，业绩保持较平稳的增长。

风电变流器业务方面，许继集团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，2009年订货4000万元左右。根据我们的测算，风电这部分业务2009年市场容量在60亿元左右，后续将继续保持高速增长态势。

此外，在直流融冰、SVC方面，大功率电力电子业务也大有可为，市场前景非常好。

注入的资产可以明显增厚公司业绩，09、10年增厚分别达到0.26元和0.27元，具体测算如下表所示：

表3：资产注入对业绩的增厚

	2009E	2010E	2011E
原有资产净利润	17919	20196	21902
原有股本	37827	37827	37827
不考虑注资 eps 预测	0.47	0.53	0.58
新增股本	11989	11989	11989
总股本	49816	49816	49816
新增资产净利润	18572	19681	20697
注资后合计净利润	36490	39877	42599
注资后 eps 预测	0.73	0.80	0.86
eps 增厚	0.26	0.27	0.28

资料来源：长城证券研究所整理

4. 风险提示

■ 国网收购成功存在不确定性

中国电科院对许继集团的收购正在进行，同时也出现了一些反对声音。

中国机械工业联合会向国家相关部门提出了反对意见，质疑国家电网的收购有违《反垄断法》，国网的收购可能给行业带来不正当竞争，影响行业内其他公司的正常经营。

■ 集团财务数据矛盾

公司公告的许继集团财务数据出现了不同版本，而且差别巨大。

下表是许继电气 2009 年 7 月 6 日公告的资产注入草案中提到的数据，并且注明了是经审计、合并报表口径数据。我们可以看出许继集团 2006、2007 和 2008 年底的所有者权益分别为 33.0 亿元、38.2 亿元和 39.1 亿元。此次集团向上市工资注入资产，权益账面价值为 5.9 亿元。

表 4：许继集团财务数据版本一（经审计合并报表口径）

	2006	2007	2008
总资产	967,384	1,056,303	1,277,723
总负债	637,450	674,542	886,273
所有者权益	329,934	381,761	391,450
主营业务收入	265,850	377,673	415,674
利润总额	25,732	59,549	20,069
净利润	21,467	53,110	14,658

资料来源：许继电气资产注入预案，见 2009-7-6 公告

我们从公司的其他公告中却看到了其他版本的数据。下表中 2006 年数据引自许继电气 2007 年 11 月 13 日公告的资产注入草案，数据显示许继集团 2006 年底经审计、合并报表口径所有者权益为 5.2 亿元，与前面提到的数据相差巨大。中国平安 2009 年 4 月 28 日的一则公告显示，许继集团 2008 年底净资产 9.35 亿元，与上表数据也有巨大差别。于此相对照的是，平安信托在 2008 年以 9.6 亿元的价格收购了许继集团 100% 的股权，甚至明显低于此次资产注入的评估价值，也远远低于目前许继集团持有的许继电气股权价值。

表 5：许继集团财务数据其他版本

	2006	2,008
总资产	645,110	1,099,800
总负债	593,087	1,006,300
所有者权益	52,024	93,500
主营业务收入	250,552	
利润总额	17,340	

资料来源：2006 年数据（经审计合并报表）来自许继电气 07 年资产注入预案，见 2007-11-13 公告；
2008 年数据来自中国平安 2009-4-28 公告。

■ 许继电气财务费用偏高

我们统计了一下许继电气近年来的有息负债和财务费用，发现公司的财务费用明显偏高，年财务费用/平均有息负债维持在 12%-15% 之间。公司管理层解释是期间短期周转借款较多，产生了较高财务费用。

表 6：许继电气财务费用

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 H1
期末有息负债合计	55808	87078	101971	129756	96812	129159
期间财务费用	7108	9951	14413	14317	15083	6112
财务费用/平均有息负债		14%	15%	12%	13%	5%
税前利润	19361	16992	21914	21568	14553	10444
财务费用/税前利润	37%	59%	66%	66%	104%	59%

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	260138	267709	293592	308869	成长性				
营业成本	181176	185636	203354	213282	营业收入增长	6.0%	2.9%	9.7%	5.2%
销售费用	21082	21244	23298	24510	营业成本增长	6.3%	2.5%	9.5%	4.9%
管理费用	24915	23458	25726	27064	营业利润增长	-39.3%	145.5%	14.6%	9.6%
财务费用	15083	9176	9080	8947	利润总额增长	-32.5%	106.9%	12.7%	8.4%
投资净收益	584	410	410	410	净利润增长	-67.1%	369.0%	12.7%	8.4%
营业利润	10653	26149	29976	32843	盈利能力				
营业外收支	3900	3967	3967	3967	毛利率	30.4%	30.7%	30.7%	30.9%
利润总额	14553	30115	33943	36809	销售净利率	1.5%	6.7%	6.9%	7.1%
所得税	4269	4517	5091	5521	ROE	1.6%	6.9%	7.0%	6.8%
少数股东损益	6463	7679	8655	9386	ROIC	7.8%	10.9%	11.4%	11.7%
净利润	3821	17919	20196	21902	营运效率				
资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	销售费用/营业收入	8.1%	7.9%	7.9%	7.9%
流动资产	381593	408991	453948	495526	管理费用/营业收入	9.6%	8.8%	8.8%	8.8%
货币资金	94331	107789	123803	148705	财务费用/营业收入	5.8%	3.4%	3.1%	2.9%
应收帐款	143111	141841	155554	163649	投资收益/营业利润	5.5%	1.6%	1.4%	1.2%
应收票据	1949	5858	6425	6759	所得税/利润总额	29.3%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	118166	106811	117005	122717	应收帐款周转率	1.83	1.80	1.84	1.84
非流动资产	92417	90354	87726	85032	存货周转率	1.61	1.66	1.70	1.70
固定资产	86679	85425	83607	81723	流动资产周转率	0.66	0.62	0.62	0.60
资产总计	474010	499344	541674	580558	总资产周转率	0.53	0.51	0.52	0.52
流动负债	233604	233340	246818	254414	偿债能力				
短期借款	92325	92325	92325	92325	资产负债率	50.2%	47.6%	46.4%	44.6%
应付款项	81244	77296	84674	88807	流动比率	1.63	1.75	1.84	1.95
非流动负债	4487	4487	4487	4487	速动比率	1.13	1.30	1.37	1.47
长期借款	4000	4000	4000	4000	每股指标（元）				
负债合计	238091	237827	251305	258901	EPS	0.101	0.474	0.534	0.579
股东权益	235919	261517	290369	321657	每股净资产	6.24	6.91	7.68	8.50
股本	37827	37827	37827	37827	每股经营现金流	0.73	0.56	0.64	0.89
留存收益	175295	193214	213410	235311	每股经营现金/EPS	7.2	1.2	1.2	1.5
少数股东权益	22797	30476	39132	48518					
负债和权益总计	474010	499344	541674	580558					
现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	27586	21262	24045	33710	PE	241.1	51.4	45.6	42.1
其中营运资本减少	19268	-14204	-15465	-9079	PEG	3.05	4.87	5.40	-
投资活动现金流	-2285	-7804	-8031	-8808	PB	3.9	3.5	3.2	2.9
其中资本支出	-2963	-7804	-8031	-8808	EV/EBITDA	25.64	22.09	20.11	18.79
融资活动现金流	-30506	0	0	0	EV/SALES	3.91	3.80	3.47	3.30
净现金总变化	-5206	13458	16014	24903	EV/IC	3.69	3.52	3.33	3.24
					ROIC/WACC	0.68	0.96	1.00	1.03
					REP	5.39	3.68	3.32	3.15

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

徐 超: 清华大学工学硕士, 注册国际投资分析师(CIIA), 2007 年加入长城证券, 任电力设备新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		