

新平台，新空间

——许继电气（000400）调研快报

2010 年 7 月 12 日

推荐/维持

电力设备

调研快报

周宏宇 电力设备行业研究员
010-6650 7323

执业证书编号：S1480109050693

E-mail: zhouhy@dxzq.net.cn

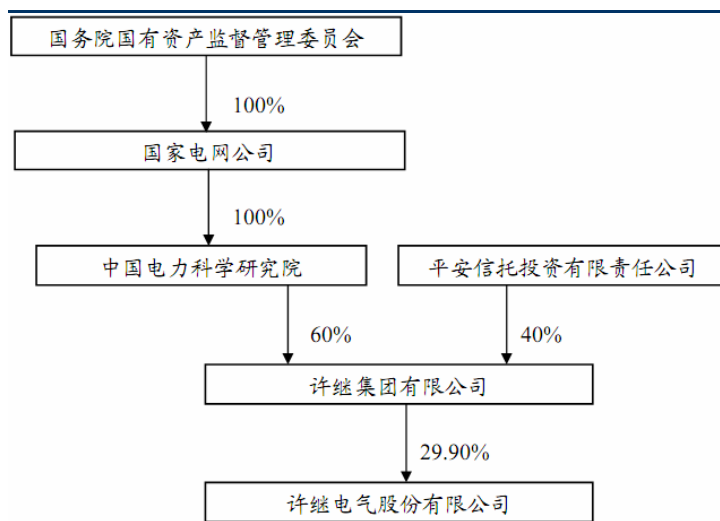
事件：

近日拜访许继电气（000400）管理层，就公司的经营情况进行交流。

问题一：6月初，公司公告了实际控制人变更为中国电科院的公告，未来许继集团将实现整体上市，目前进展程度如何？定向增发购买的集团资产今年是否会合并到上市公司财务报表？

定向增发购买集团资产注入上市公司争取年内完成，集团整体上市将在年内启动。

图 1 实际控制人变更后许继电气股权结构



问题二：集团注入上市公司的直流输电换流阀业务与公司实际控制人中国电科院之间是否存在同业竞争，如何协调？目前在手和正在跟踪的项目，合同金额？

实际控制人变更后，公司资产关系归电科院。行政管理权归国网国际装备公司，集团董事长兼任国网国际装备公司党组书记。中国电科院特承诺：待特高压直流换流阀技术成熟且可市场化之后，中国电科院将通过技术转让或其他可行方式避免与许继电气的同业竞争。

单个±800KV 换流站直流输电换流阀合同金额在 7-8 亿元，控制保护 2 亿多。

公司目前正在跟踪南网的溪洛渡、糯扎渡项目和国网的锦屏-苏南项目。

问题三: 近期, 国家电网相继发布了“智能电网技术标准体系规划”和“智能电网关键设备研制规划”, 公司在智能电网设备领域进展程度及发展规划?

与国家电网公司和中国电科院对接, 科研项目立项, 与国网市场部对接。公司参与了国网数字变电站试点, 光电式互感器小批量生产。配网增长也很快, 环网柜, 柱上开关, 配网自动化, 主要依靠珠海许继。北京市场很好, 中南海, 鸟巢等示范项目。配网自动化试点, 南瑞拿了几个项目, 国网电科院制定标准, 有一定优势。许继进度稍慢, 配网自动化量大面广, 将来空间大。

问题四: 风电、光伏并网逆变器业务进展情况, 产能, 订单? 电动汽车充电站业务进展情况, 公司优势、劣势?

风光并网业务放在许继柔性输电公司, 目前在手 2000-3000 万合同, 集团运作的通过风电场项目总装机 50 万千瓦。充电站业务在许继电源公司, 许继电源、思源电气参与了世博会充电站项目, 南瑞也有部分合同。集团准备专门成立子公司从事该项业务, 单个项目几百万金额, 近期中标了国网在东北的一个项目, 国网对充电站实行统一招标。目前, 充电站业务还没有进入上市公司。

问题五: 轨道交通业务今年订单情况, 包括高铁与城市轨道交通, 公司产品结构及主要竞争对手?

成都交大许继主要从事铁路自动化产品的开发和生产, 许继德理施尔的环网柜、开关、箱式变电站等产品都可用于轨道交通牵引供电系统。公司今年先后中标陇海西线, 长春-吉林、北京-石家庄-武汉客运专线等项目。郑州地铁由许继承包, 公司专门成立了郑州地铁项目组。2010 年轨道交通业务增长 50% 以上没问题。

问题六: 国网今年智能电表招标公司中标情况, 毛利率, 公司产能及产品结构(单相、三项)?

第一次 3000 多万, 第二次 1 亿 1 千万左右。目前产能 300 万台, 准备扩大产能, 增加 500 万台, 年底前建成。放在许继仪表公司。用电信息采集刚刚开始做。

问题七: 2009 年, 公司董事会同意成立西安许继电力电子科技有限公司和河南龙源许继科技发展有限公司, 目前进展情况, 主要产品及发展目标, 与公司现有业务是否存在同业竞争?

两家公司都已经成立, 西安许继电力电子公司主要侧重引进人才, 6 月刚刚开业。龙源许继主要从事智能变电站业务, 与河南省电力公司合作。北京子公司主要侧重研发。

结论:

- 年内最主要的看点在于上市公司向许继集团定向增发购买的资产能否如期注入, 其中, 大功率电力电子业务 (包括: 直流输电换流阀、直流融冰装置、新能源发电联网控制设备) 是盈利能力最强的资产, 注入上市公司后将显著提升公司的盈利能力。
- 公司已经全面介入智能电网各环节, 包括: 数字化变电站试点、配网自动化、智能电表和用电信息采集系统、电动汽车充电设施、新能源发电联网控制等, 随着明年智能电网建设由试点阶段进入到全面建设阶段, 公司各相关业务将逐步开始放量。
- 随着电气化铁路建设的提速以及城市轨道交通的大发展, 轨道交通牵引供电系统的需求出现明显的增长, 在福州天宇电气资产注入上市公司后, 公司具备为电气化铁路、城市轻轨、地铁项目提供成套牵引供电系统的能力, 预计今年增长不低于 50%, 未来几年将保持较高的增速。
- 6 月初, 公司发布了实际控制人变更为中国电科院的公告, 年内将启动许继集团整体上市的工作, 集团整体上市后将成为国家电网电气装备制造业的整合平台, 后续发展极具想象空间。

盈利预测:

表 1 营业收入预测

主营业务收入 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电网及发电系统(百万元)	913	954	1,002	1,052	1,105
(+/-)		4%	5%	5%	5%
配网产品(百万元)	495	896	1,343	1,679	2,015
(+/-)		81%	50%	25%	20%
变压器(百万元)	286	319	351	386	425
(+/-)		12%	10%	10%	10%
用电系统设备(百万元)	183	234	304	380	456
(+/-)		28%	30%	25%	20%
EMS 加工服务(百万元)	171	182	191	201	211
(+/-)		6%	5%	5%	5%
直流输电系统(百万元)	165	160	191	220	242
(+/-)		-4%	20%	15%	10%
电气化铁道(百万元)	60	91	136	163	188
(+/-)		52%	50%	20%	15%
合计	2,601	3,040	3,519	4,082	4,642
(+/-)		32%	17%	16%	14%

表 2 毛利率预测

毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电网及发电系统(%)	37.9%	33.4%	32.0%	31.0%	30.0%
配网产品(%)	38.6%	37.1%	36.5%	36.0%	35.0%
变压器(%)	20.1%	32.1%	25.0%	25.0%	25.0%
用电系统设备(%)	34.3%	33.3%	33.0%	32.0%	31.0%

EMS 加工服务 (%)	14.0%	12.0%	11.0%	11.0%	11.0%
直流输电系统 (%)	39.4%	33.8%	32.0%	31.0%	30.0%
电气化铁道 (%)	44.4%	45.9%	45.0%	45.0%	45.0%
综合毛利率 (%)	30.4%	32.4%	32.5%	32.2%	31.6%

表 3 预测财务报表

利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,601	3,040	3,519	4,082	4,642
营业成本	1,812	2,055	2,377	2,769	3,177
营业费用	211	293	317	367	418
管理费用	249	314	352	408	464
财务费用	151	103	55	69	87
投资收益	6	5	5	5	5
营业利润	107	220	360	406	428
利润总额	146	274	415	461	483
所得税	43	43	75	83	87
净利润	103	231	341	378	396
归属母公司所有者的净利润	38	130	256	284	297
NOPLAT	182	272	341	389	423
资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	943	594	704	816	928
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,431	1,742	1,928	2,237	2,543
预付款项	141	134	134	134	134
存货	1,182	1,018	1,172	1,366	1,567
流动资产合计	3,816	3,633	4,103	4,744	5,390
非流动资产	924	972	985	1,026	1,092
资产总计	4,740	4,605	5,088	5,770	6,482
短期借款	923	894	1,020	1,307	1,608
应付帐款	554	696	781	910	1,045
预收款项	140	225	225	225	225
流动负债合计	2,336	2,017	2,257	2,673	3,108
非流动负债	45	54	84	114	144
少数股东权益	228	273	358	452	551
母公司股东权益	2,131	2,261	2,389	2,531	2,680
净营运资本	1,480	1,616	1,846	2,071	2,282
投入资本 IC	2,359	2,845	3,124	3,564	4,050
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	103	231	341	378	396
折旧摊销	80	72	0	79	84
净营运资金增加	119	136	230	225	211
经营活动产生现金流	276	197	250	156	197
投资活动产生现金流	(23)	(80)	(113)	(150)	(180)
融资活动产生现金流	(305)	(466)	(27)	106	95
现金净增 (减)	(52)	(349)	110	113	112

投资建议:

在不考虑资产注入的情况下, 预测 2010-2012 年每股收益分别为: 0.68、0.75、0.79 元, 如定向增发在年内完成, 考虑资产注入后摊薄每股收益为: 0.94、1.10、1.27 元, 分别对应 27.5 倍、23.5 倍、20.4 倍 PE, 维持“推荐”评级。

表 4 关键预测指标

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	2,601	3,040	3,519	4,082	4,642
主营收入增长率	6%	17%	16%	16%	14%
净利润 (百万元)	38	130	256	284	297
净利润增长率	-67%	241%	96%	11%	5%
ROE	2%	6%	11%	11%	11%
EPS (元)	0.10	0.34	0.68	0.75	0.79
P/E	259	76	39	35	33
P/B	4.6	4.4	4.1	3.9	3.7

表 5 定向增发拟注入资产

注入资产	主营业务	营业收入 (百万元)			净利润 (百万元)			股权比例
		2007	2008	2009.5	2007	2008	2009.5	
福州天宇	中高压开关、变压器	620.78	631.94	180.83	6.63	3.69	13.36	97.85%
许继软件	电力自动化软件	312.94	344.53	106.94	135.07	125.04	40.67	10%
许继电源	直流电源、SVC/STATCOM	92.60	129.71	73.27	2.74	3.56	4.83	75%
上海许继	继电保护故障信息系统	42.53	43.84	15.21	8.03	3.63	0.68	50%
许继国际	国际电气工程	37.67	63.15	15.50	-0.01	1.47	-0.32	100%
许继晶锐	水冷设备制造		0.00	1.26		-0.01	0.33	45%
大功率电力电子业务	直流输电换流阀、直流融冰装置、 新能源发电电网控制设备	326.96	276.69	198.10	45.07	21.95	45.88	100%

表 6 资产注入新增利润预测

注入资产新增利润 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
大功率电力电子业务	145	174	218	283
其它	30	33	36	40
合计	175	207	254	323

表 7 注入资产前后公司业绩预测

项目 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
原净利润	38	130	256	284	297
原股本 (百万股)	378.27	378.27	378.27	378.27	378.27
原 EPS (元)	0.10	0.34	0.68	0.75	0.79
资产注入新增净利润			207	254	323
资产注入后净利润			463	537	620
资产注入后股本 (百万股)			489.51	489.51	489.51
资产注入后 EPS (元)			0.94	1.10	1.27

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士, 清华大学工商管理硕士, 多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所, 从事电力及电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。