

方正证券研究所

机械资深分析师：李俭俭

SAC 证书编号：S1220208100112

机械行业分析师：彭 民

电话：(8610) 68584886

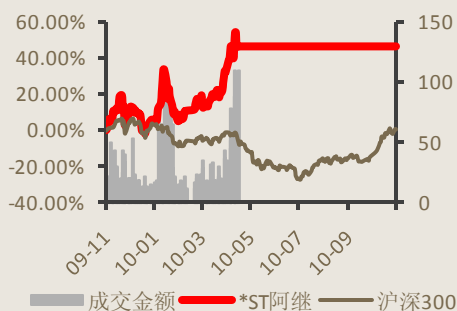
电邮：pengmin@foundersc.com

联系人：杨盼

电话：(0731) 85832449

电邮：yangbin0@foundersc.com

历史表现



市场数据

	本月	近三月	近六月
涨跌幅 (%)			
相对大盘			
涨跌幅 (%)			

股票数据

总股本 (万股)	29843
流通股 (万股)	17188
第一大股东	哈尔滨电气集团

盈利预测

百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	125	2168	2356	2590
(+/-)	-3.36%	8.68%	9.93%	9.96%
净利润	-1421	15700	17200	19400
(+/-)	-2.22%	3.65%	9.55%	12.79%
EPS (元)	-0.19	0.29	0.30	0.33
P/E	-----	31.38	30.33	27.58

请务必阅读最后特别声明与免责条款

佳电股份注入，变身特种电机龙头

*ST 阿继 (000922) 研究报告

公司研究·研究报告
2010.11.2 暂无评级
当前股价：9.10

机械行业

事件：

停牌半年之久的*ST 阿继公布重组方案，公司将以全部资产和负债作为置出资产，与佳木斯电机厂持有的佳电股份 51.25% 股权进行置换，置出资产的预估值约为 1.35 亿元，置入资产的 51.25% 的预估值约为 10.76 亿元，差额部分公司将以 8.61 元/股的价格向佳电厂非公开发行约 1.09 亿股股份作为对价；同时，*ST 阿继以 8.61 元/股的价格分别向建龙集团和钧能实业非公开发行约 1.14 亿股股份和 410 万股股份作为对价，受让二者持有佳电股份 47.07% 和 1.68% 的股权；交易完成后，*ST 阿继将持有佳电股份 100% 股权。

点评：

※股改承诺方案生变，注入资产更优良

2007 年 3 月，哈电集团承诺在阿继电器股改完毕后，择机将哈电集团旗下自动控制相关资产整合入上市公司。从公司重组方案公告来看，但由于：1) 自动控制资产的业务和管理高度依赖于哈动股份和哈汽公司，如注入阿继电器会形成对控股股东重大依赖；2) 自控资产规模较小、盈利能力较弱，将难以保障阿继电器可持续盈利；3) 该方案将对哈动股份带来重大不利影响；哈电集团优化股改承诺方案，转为注入更为优良的佳电股份相关资产。

2009 年佳电股份收入与净利润分别为 18.5 亿元与 2.26 亿元，在同类型电机上市企业中分别位居第三与第一。而与原计划注入自控资产相比，2010 年 1-9 月佳电股份净资产是自控资产的 425%，收入规模和净利润分别是后者的 1005% 与 1058%，相对而言佳电股份资产规模更大、盈利能力更强。

※佳电股份整体注入，变身特种电机龙头

佳电股份主要产品为防爆电机、吊车电机、普通电机、辊道电机等，在我国人造飞船、卫星、火箭发射、核电站、核反应堆、三峡、南极长城站以及军事工业等高科技领域均有应用，是国内领先的特种电机龙头企业。目前佳电股份电机年生产能力达 880 万 kW，市场份额约为 6%。其中防爆电机细分行业位居第二；吊车电机行业第一（轧线电机占有率 80% 以上）；以辊道电机处于垄断地位，接近于 100%；风力发电机为华锐供货，2010 年将生产 500 台 1.5MW 风机。根据计划，资产置换完毕后 ST 阿继将变为一家纯粹的特种电机制造龙头企业。

※市场占有率逐年提高，特种电机前景广阔

从我国中小型电机行业历年的市场占有率情况来看，佳电依托领先的技术水平、先进的制造装备、竞争力强的产品，市场份额逐年提高，由 2007 年的 4.77%，2008 年的 5.91%，上升到 2009 年的 6.26%。通过技改投入，今年产能有望达到 960 万 KW，预计到 2013 年产能将达到 1350 万 KW 以上，公司特种电机产品前景广阔。

※预测未来 3 年复合增速 11.6%，有望超预期

预计佳电股份 2010-2012 年营业收入分别为 21.68 亿元、23.56 亿元与 25.9 亿元，年均复合增速为 11.6%。根据佳电厂、建龙集团和钧能对置入资产的利润预测承担保证，在未来 3 年内如置入资产的实际净利润小于预测值，则将由佳电厂、建龙集团和钧能实业负责对上市公司进行补偿，我们认为公司作为哈电集团下的核心电机制造企业，未来 3 年公司成长性与盈利能力有望超预期。

※盈利预测

预计公司 2010-2012 年净利润分别为 1.51 亿元、1.57 亿元与 1.72 亿元，按增发 2.28 亿股摊薄计算，对应 EPS 分别为 0.29 元、0.30 元、0.33 元，对应动态 PE 为 31 倍、30 倍与 27 倍。我们认为重组完后，公司作为目前国内特种电机制造领先企业，产品主要应用在高端冶金、大型核电站及军事工业等高科技领域，应较其它电机制造企业享有一定溢价，且考虑未来 3 年的实际增速有望更高，我们觉得给予公司 2011 年 40-45 倍 PE 估值或 4 倍静态 PB 水平较为合适，对应合理价值区间为 12-15.2 元。公司二股东北京建龙重工集团是一家集资源开采、钢铁冶炼、船舶与装备制造于一体的大型企业集团，实力雄厚，此次资产重组完成后，公司仍然有后续想象空间，强烈建议投资者积极关注。

※风险提示

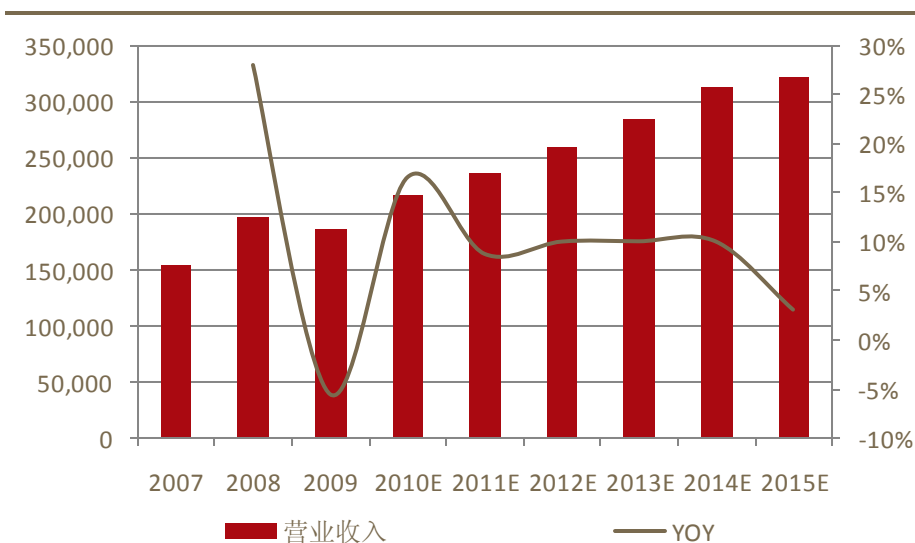
资产重组的不确定性风险；

图表 1 同类可比上市公司 2010-2012 年估值比较

代码	名称	当前价	EPS				PE				PB
			2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
600416	湘电股份	30.91	0.56	0.75	1.02	1.40	55.20	41.28	30.19	22.05	4.01
002176	江特电机	35.76	0.08	0.26	0.36	0.50	447.00	137.54	98.73	71.52	10.51
002249	大洋电机	31.41	0.78	0.62	0.92	1.51	40.27	50.35	34.17	20.86	10.47
600580	卧龙电气	17.85	0.70	0.61	0.84	1.12	25.63	29.03	21.17	15.91	3.27
300032	金龙机电	19.44	0.55	0.42	0.65	0.90	35.46	46.40	29.79	21.69	3.38
002196	方正电机	24.86	0.06	0.30	0.40	0.47	0.00	82.87	62.15	52.89	7.35
平均							100.6	64.6	46.0	34.2	6.5
000922	*ST 阿继	9.10	(0.19)	0.29	0.30	0.33	(47.89)	31.38	30.33	27.58	2.39

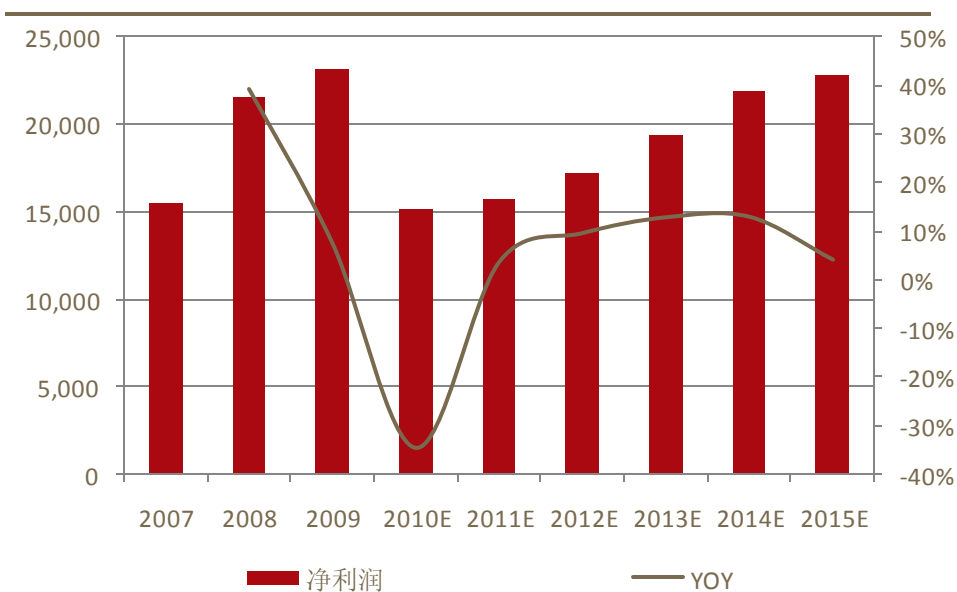
资料来源: wind 方正证券研究所

图表 2 佳电股份 2007-2015 年营业收入及增速预测



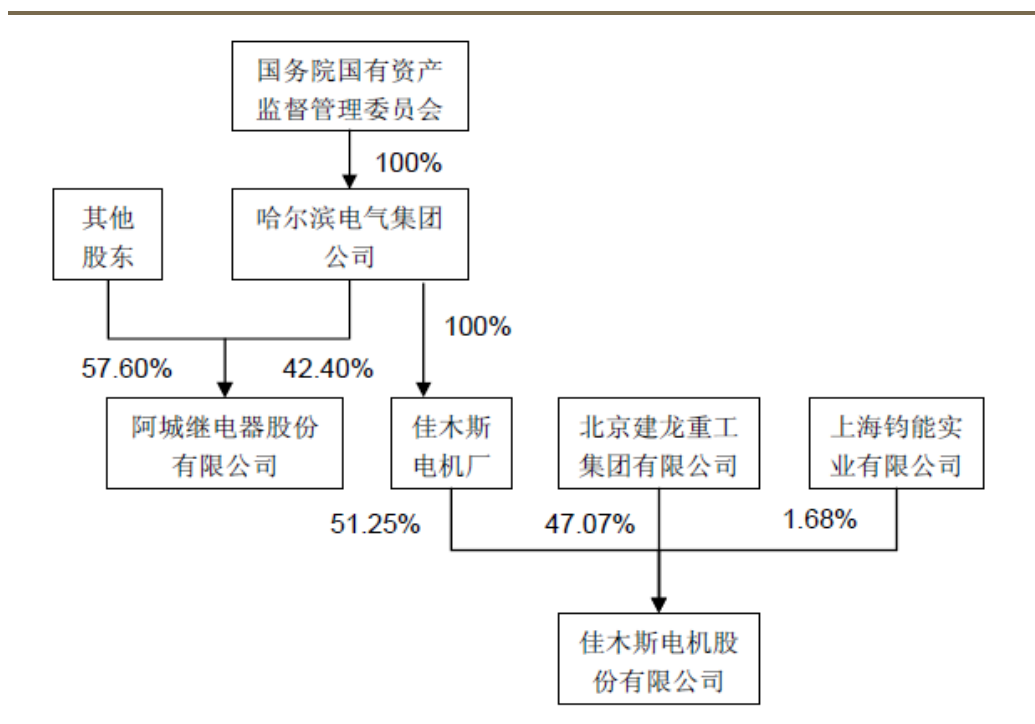
资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 3 佳电股份 2007-2015 年净利润及增速预测



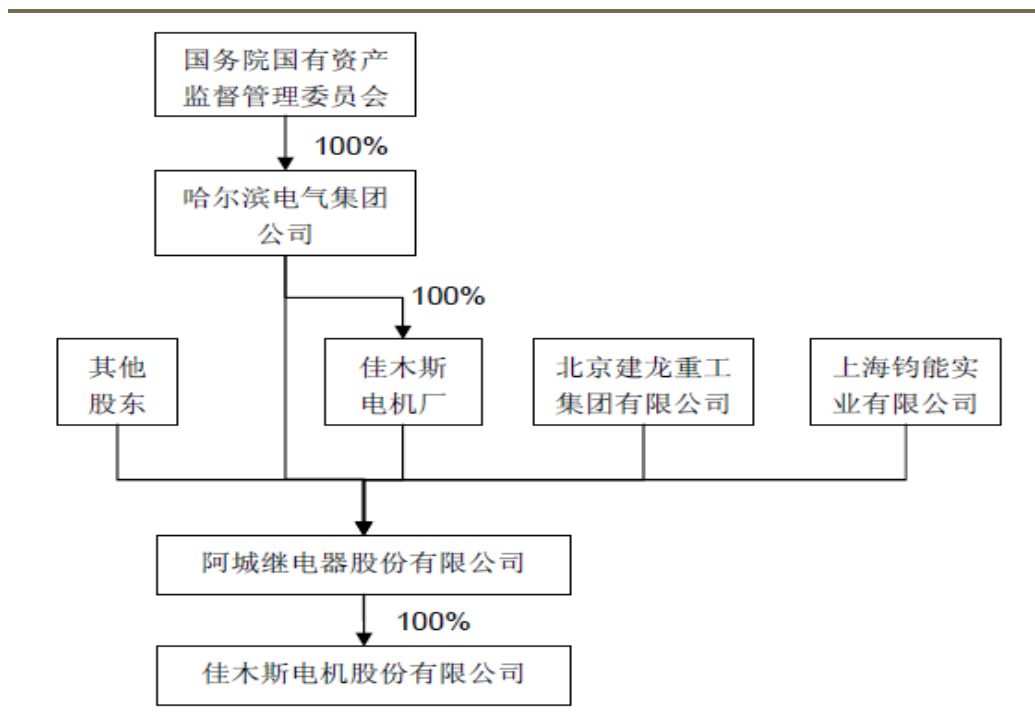
资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 4 重组前标的公司股权结构图



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 5 重组完成后标的公司股权结构图



资料来源：公司公告 方正证券研究所

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;
 增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%;
 中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;
 中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;
 减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	北京
地址:	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼研究所 (410015)	北京市西城区阜成门外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼研究所 (100037)
电话:	(86731) 85832274	(8610) 68584803
传真:	(86731) 85832380	(8610) 68584803
网址:	http://www.foundersec.com	http://www.foundersec.com
E-mail:	yjzx@foundersec.com	yjzx@foundersec.com