

评级：强烈推荐（维持）

电力设备及新能源

公司研究报告

 第一创业研究所
 何本虎 S1080210110002

电话：0755-25832648

 邮件：hebenhu@fcsc.cn

许继电气（000400）跟踪点评

——整合启动，价值显现，维持“强烈推荐”

事件：

6 月 24 日，公司公布了集团股权重组方案。在许继集团、平安信托与中国电科院于 2009 年 7 月 17 日签署的《合作框架协议》以及上述三方于 2010 年 2 月 11 日签署的《关于许继集团有限公司之投资合作事项之总体协议》和《关于许继集团有限公司之增资协议》的基础上，中电装备、中国电科院与平安信托、许继控股及许继集团于近日签署了《关于许继集团有限公司整合重组之总体安排协议》。

点评：

1、重组完成后，平安信托退出许继集团

本次重组的具体内容包括：（1）、中国电科院将所持许继集团 60%的股权划转至中电装备持有；平安信托将所持许继集团 40%股权中的 20.0038%股权转让给许继控股；（2）、中电装备、平安信托、许继控股和许继集团就平安信托直接和间接持有许继集团合计 40%股权及许继集团持有本公司的部分股份进行股权置换。股权置换完成后，中电装备成为许继集团控股股东，持有许继集团 100%的股权。

本次重组的核心内容看，平安信托与许继集团的股权关系从持有集团股权转变为直接持有上市公司股权，持股比例为 10.518%，折合为 3978 万股。

图表 1 公司限售 A 股变化一览表

	许继集团	平安信托
置换前	29.90%	0
置换后	19.382%	10.518%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



2、平安信托退出价格为30.68元

公告指出，平安信托退出的标的股份价格以 2010 年 9 月 30 日为评估基准日，评估基准日前 30 个交易日许继电气的每日加权平均价格算术平均值为基础确定标的股份每股价格。

标的股份数量=标的股权置换价格/标的股份置换价格，以此计算出置换的许继电气标的股份数量为 3,978 万股。

依据我们测算，评估基准日前 30 个交易日许继电气的每日加权平均价格算术平均值为基础确定标的股份每股价格为 30.68 元，这是平安信托退出价格，相对于公告前日的收盘价 28.61 元的溢价幅度为 7.2%。我们认为，这可以作为许继电气上市公司价值的参考之一。

3、对许继集团盈利能力的理解

对于许继电气的市场预期，显然不仅仅停留在集团的股权重组，而更核心在于集团的整体上市。这样，许继集团的盈利能力就至关重要。

从集团的收入变化看，2009 年 2010 年的增长分别为 38%和 39%，较为准确地反映了公司行业地位背景下的高增长，2010 年的接近 80 亿的收入规模也具备了大公司的潜力。但从盈利能力看，并不理想，特别是 2010 年。

2010 年 2 月 11 日，中国电科院与平安信托、许继集团在《合作框架协议》的基础上签署了《关于许继集团有限公司之投资合作事项之总体协议》、《关于许继集团有限公司之增资协议》。

根据该等协议文件：（1）、许继集团将通过分立或转让方式剥离非主业资产，本公司股份仍由存续的许继集团持有。（2）、许继集团以 2009 年 6 月 30 日为评估基准日，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、江苏华电铁塔制造有限公司 80%的股权、江苏振光电力设备制造有限公司 80%的股权及重庆顺泰铁塔制造有限公司 100%的股权资产认缴，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。

对于公司盈利能力的变化，我们有三点基本看法：（1）2009 年的盈利显示财务改善后的正常水平。平安信托对许继集团的入主，最大的变化来自于集团财务状况的改善，这在许继电气上市公司部分得到了充分体现，因此，我们认为 2009 年的销售净利率的提高符合财务改善的特征。（2）2010 年与 2009 年不完全具备可比性。由于集团的非核心资产的剥离在 2010 年 2 月已经完成，因此，中原证券等业务对 2009 年和 2010 年的影响有所不同。（3）2010 年业绩过于谨慎。综合盈利能力看，在理论上，集团应显著好于上市公司。考虑到规模效应，保守估计的 2010 年的净利率水平在 7%~8%左右较为合理，显著高于实际利润水平。



图表 2 许继集团盈利能力一览表（单位：万元）

	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	415674	571587	796464
净利润	14658	45495	18043
归属母公司净利	4106	18045	-2795
销售净利率	3.1%	8.0%	2.3%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

4、看好许继电气的核心理由不变

我们看好许继电气的核心理由有两个方面：（1）行业高度景气。许继集团的核心业务来自于直流业务和智能电网，“十二五”期间看，两项业务都具备高景气度。另外，快速发展的新能源汽车业务在公司业务中的占比也在迅速提高。（2）整合价值潜力巨大。许继集团作为国家电网整合优质资产的重要平台，市场潜力巨大，简单考虑集团的整体上市就有足够的想象空间。

我们认为，平安信托退出许继集团意味着集团整合的序幕已经拉开，也是解决了公司整体上市进程中的最大不确定因素，增加了整体上市的预期。

5、盈利预测及投资建议

不考虑资产重组和减值准备，预计上市公司 2011 年、2012 年和 2013 年每股收益分别为 0.82 元、1.13 元和 1.54 元。我们给予公司 2011 年和 2012 年目标市盈率分别为 40 倍和 30 倍，对应的价格区间为 33 元 ~ 34 元，这是公司股价的最保守底线。

由于我们认为资产整合的大趋势不会改变，虽然时间和进度不确定。因此，我们依旧看好许继电气的长期价值，维持“强烈推荐”。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120