

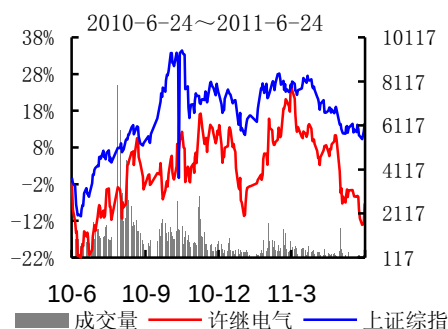
许继电气(000400) 资产注入迈出第一步

研究员: 张洪道
执业证书编号: S0570510120030
电话: 025-83290941
E-mail: xfh1978@gmail.com
地址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 推荐(维持)

电气设备 II
当前价格(元): 28.61
目标价格(元): 32.0

股价走势图



相关研究

- 1 《许继电气(000400):智能电网、直流输电、资产注入,三概念集于一身》2011.6
- 2 《许继电气(000400):业绩同比增长良好 期待集团整体上市》2010.8

投资要点:

➤ 中电装备、中国电科院与平安信托、许继投资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》，将平安信托所持的许继集团 40%的股权置换为许继电气 10.516%的股权，中电装备实现对许继集团的全资控股。

➤ 我们预计中电装备将会重启资产注入，将部分资产打包，仍然以定向增发的方式注入上市公司，逐步实现许继集团的整体上市和中电装备的资产配置战略；同时中电装备对许继电气的持股比例得以增加，强化了国家电网的实际控制人地位。

➤ 预计注入上市公司的资产范围与上次方案相比，会发生部分变更，甚至不限于许继集团的资产；换流阀、电动汽车充电装备等优质资产将不会变化；注入资产的评估价值和盈利预期将有较大提升，保守预测将能增厚 2011 年 EPS 约 0.30~0.40 元。

➤ 我们认为平安信托股权置换的实施是许继电气资产注入和许继集团整体上市的第一步；此次资产置换对公司形成实质性利好，使公司具备了显著的长期投资价值。我们维持许继电气的“推荐”评级，并暂定目标价 32.0 元。

1、平安信托股权从许继集团置换到许继电气

中国电力技术装备有限公司（以下简称“中电装备”）、中国电科院与平安信托、许昌许继投资控股有限公司（系平安信托的全资子公司）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》。

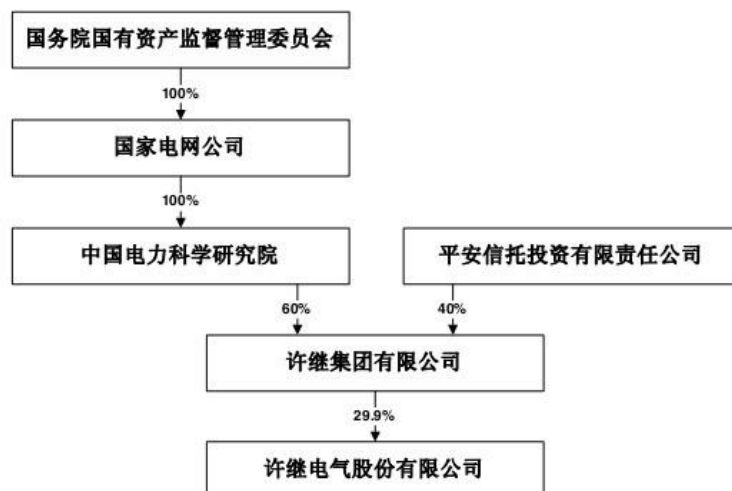
根据协议，本次权益整合重组分两步进行：

第一步，完成许继集团股权重组，即中国电科院将所持许继集团 60%的股权无偿划转给中电装备，平安信托将所持许继集团 40%的股权中的 20.0038%股权转让给许继控股；

第二步，平安信托和许继控股将所持许继集团 40%的股权置换给中电装备，许继集团将所持许继电气 10.516%股份相应置换给平安信托和许继控股。

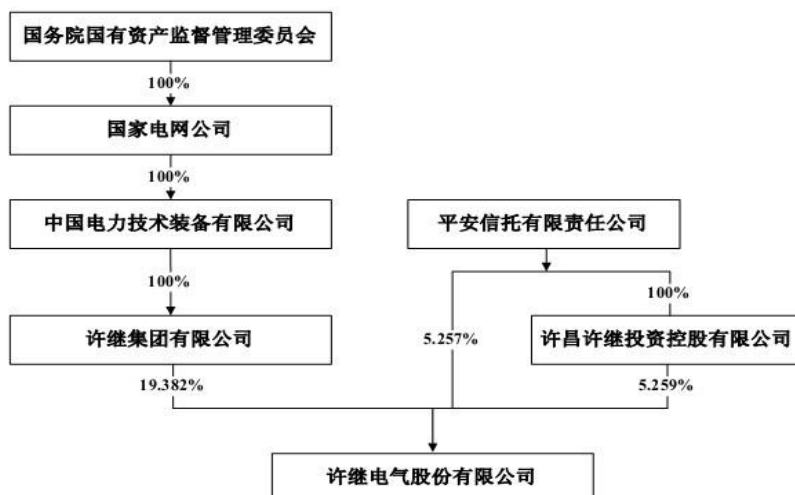
此次股权置换前后许继电气及许继集团的股权结构变化如下：

图表 1 股权置换前许继电气及许继集团股权结构图



资料来源：公司公告

图表 2 股权置换后许继电气及许继集团股权结构图



资料来源：公司公告

上述股权置换方案尚需经国资委及其他相关部门批准，存在一定的不确定性；但我们认为最终将在 3 季度完成该协议方案。

2、重启资产注入迈出第一步

2009 年许继电气第一次临时股东大会决议提出，拟向许继集团定向发行股份购买集团资产；但在 2010 年 11 月撤回了资产注入方案。我们认为其主要原因是制定该方案时的环境与条件发生了极大改变，在这期间国家电网成为许继集团的实际控制人、资产管理和处置权转移到中电装备公司。在中电装备公司厘清旗下业务和资产，对控股子公司进行准确定位前，叫停资产注入是合理和正常的。

中电装备公司经过一年多运作，主要资产架构已经基本成形，业务定位已经较为明确；许继集团资产注入已经基本具备重启的条件；而第一步首先就是以股权置换的方式，将平安信托所持许继集团股权置换到许继电气，实现中电装备对许继集团的全资控股。

我们预计在完成了本次协议所规定的股权转让后，中电装备将会重启资产注入，将部分资产打包，仍然以定向增发的方式注入上市公司，逐步实现许继集团的整体上市和中电装备的资产配置战略；同时中电装备对许继电气的持股比例得以增加，强化了国家电网的实际控制人地位。

我们预计注入上市公司的资产范围与上次方案相比，会发生部分变更，甚至不限于许继集团的资产。乐观预计相关方案会在 2011 年底提出，2012 年实现。

原注入方案含八项资产，如大功率电力电子资产（包括直流输电换流阀、风力发电联网控制设备、直流融冰装置）、许继晶锐科技公司（包括换流阀内冷却水装置、外冷却设备以及风电并网变流器水冷装置等）、许继电源公司（包括电力直流操作电源、电力专用 UPS、电动汽车充电装置等）。

预计新的资产注入方案中换流阀、阀冷设备、电动汽车充电装备等优质资产的注入将不会变化；注入资产的评估价值和盈利预期也将有较大提升，保守预测新的资产注入方案能增厚 2011 年 EPS 约 0.30~0.40 元。

随着直流输电工程的全面开展，2012 年进入多个工程的付款期；国家电网电动汽车充换电站建设也进入快速发展期，充换电装置面临市场爆发，总之，集团注入资产将处于多个市场潜力巨大的领域，将成为上市公司新的利润增长点。

3、投资建议

我们认为平安信托股权置换的实施是许继电气资产注入和许继集团整体上市的第一步；此次资产置换对公司形成实质性利好，使公司具备了显著的长期投资价值。

我们预测许继电气 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.52 元、0.72 元和 1.03 元，对应最近三年

的市盈率分别为：52.7 倍、38.2 倍和 26.6 倍；虽然资产注入预计在 2012 年完成，但假定注入资产对 2011 年 EPS 的提升幅度约为 0.35 元，则注入后公司业绩为 0.87 元，对应 2011 年 EPS 为 31.4 倍。我们维持许继电气的“推荐”评级，并暂定目标价 32.0 元。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。