

800 亿元收入引发的猜想

电气设备

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

电气部件与设备

报告日期

2009-02-22

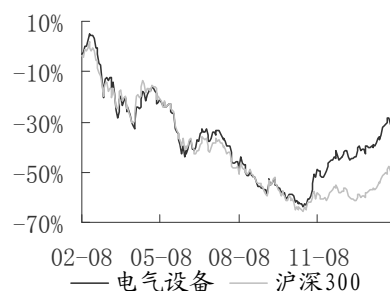
报告关键点:

- 国家电网公司要对输变电设备企业进行大规模兼并收购的传言并非空穴来风
- 维持输变电设备“领先大市-A”的评级

报告摘要:

- 近期,电气设备产业界传言“2012年国家电科院收入要到达300亿元,中国电科院收入要达到500亿元,国家电网公司要对输变电设备企业进行大规模的收购兼并,拟形成一南一北类似ABB、西门子的两大电气设备总承包商”。
- 传言并非空穴来风:** 国网电科院网站上资料证实确有2012年收入达到300亿元的说法,我们从业界了解到国家电网公司在和电气设备企业进行兼并的洽谈。
- 分久必合:** 我国是目前最大的电力投资地区,但到目前仍没有成就世界级输变电设备企业,电网技术的发展方向要求一次设备企业和二次设备企业进行融合和合作,产业的整合既是提升重大装备制造水平的要求,也是技术发展的要求。
- 800亿元收入引发的猜想:** 1) 国家电网公司是最有能力重组国内输变电企业的单位。2) 我们猜想将依据地理位置的划分对输变电产业进行组合,北方的公司归属到中国电科院为基础的集团公司,南方的公司归属到国网电科院为基础的集团公司。兼并的方式将包括现资产划转、合资和收购,其中**归属地方国资委企业的资产划转是最容易实现的方式**,优质的民营企业最终也将纳入到这两大集团公司的体系中来,可能的实现方式是大股东资产转让。初期的重组将是简单的资产做加法,最终将进入精细化管理,在此过程中又会进行一系列的资产整合,包括对已收购上市公司的资产注入,最后实现两大集团公司的整体上市。3) 主辅分离、主多分离的要求不会成为重组的障碍,最大的障碍来自产业内不太可能纳入国家电网公司体系内大型电气设备国企的反对,能否实现最终取决于国家的态度。4) 如果国家电网公司兼并收购输变电企业组成两大产业集团成为现实,输变电设备产业的格局将发生翻天覆地的变化,尽管招投标将尽量公平竞争,我们可以肯定,进入到国家电网公司体系的电气设备公司将会得到一定程度的扶持,特别是最先进入的公司受益会更加明显。**纳入国家电网公司体系的主要上市公司可能的顺序为平高电气、许继电气、国电南自、思源电气、特变电工、荣信股份、天威保变。**
- 风险提示:** 本报告的目的仅仅是作为一种预见性的猜想,国家电网公司能否进行对输变电产业的重组还有很大不确定性,即便实施起来其间的过程也会是极其的复杂,在目前我们并不会据此调整行业的基本面判断及对公司的盈利预测和投资评级,请投资者防范风险。

12 个月行业表现



研究员

黄守宏

行业分析师

010-66581627

huangsh@essence.com.cn

前期研究成果

电气设备: 大珠小珠落玉盘

2008-12-23

电气设备: 加快电网发展拉动内需引爆输变电设备行业

2008-11-17

电气设备: 南方电网公司增加投资 600 亿元点评

2008-11-14

近期，电气设备产业界传言“2012 年国家电科院收入要到达 300 亿元，中国电科院收入要达到 500 亿元，国家电网公司要对输变电设备企业进行大规模的收购兼并，拟形成一南一北类似 ABB、西门子的两大电气设备总承包商”。

1. 传言并非空穴来风

得知这一消息，我们感到非常震惊。我国目前最大的输变电企业中国西电集团 08 年的收入才约 130 亿元，如果到 2012 年两大电网公司电网投资 4000 亿元的水平，按照 60%左右的比例是设备和线路材料的造价，变电和线路投资各 50%，设备的投资大约 1200 亿元，800 亿元收入将占到 60%以上的设备供货量，形成绝对的垄断。而这一传言并非空穴来风，国网电科院网站上的资料已经证实了到 2012 年达到 300 亿元收入的说法。

09 年 1 月 21 日，国网电科院一届一次职代会暨 2009 年工作会议提出新战略目标，力争用四年左右的时间，成为国家电网公司的研究开发中心、设备制造中心、技术服务中心、检验检测中心，初步建设成为国际一流的电力科研机构 and 产业规模达到 300 亿元的高新技术企业。

2006 年南瑞集团全年总计新签合同额 43 亿元，同比增长 22%，实现销售收入 32 亿元。2007 年，南瑞集团签订销售合同额超过 51 亿元，实现销售收入超过 38 亿元。2008 年南瑞集团和武高所合并后的国网电科院全口径新签合同额 65.93 亿元，增长 18.66%，合并报表口径新签合同额 36.04 亿元，增长 17.13%，主营业务收入增长 18.43%。2009 年国网电科院的目标是实现新签合同额 105 亿元，主营业务收入 75 亿元。我们了解到 2012 年现有国网电科院的产业要实现收入目标是 100 亿元，剩下的 200 亿元通过兼并收购来的企业实现。

我们还了解到目前国家电网公司已经在和国内的输变电制造企业进行接触，进行收购兼并的洽谈。

2. 分久必合

原机械部取消后，我国电气设备制造业陷入四分五裂的状况，很多原机械部的企业划归到地方国资委管理（如平高电气集团、许继电气集团等），由于电力建设投资逐年增加，技术的进步，民营的电气设备企业如雨后春笋般涌现，部分民营企业发展非常成功（如特变电工、思源电气、泰开等），在国家电网公司系统内各省网公司下的三产中亦出现发展非常成功的企业（如山东鲁能、湖南湘能等）。输变电设备行业下的细分行业众多，目前的现状是各细分行业都有非常多的企业，企业的数量随电压等级呈金字塔型分布，即便是中国西电集团 08 年的收入也仅 130 亿元，世界级的电气设备制造企业 ABB 集团 06 年的订单达到 284 亿美元，收入达到 244 亿美元，目前中国的电力投资是全世界最大的地区，国际上电气设备巨头都到中国来淘金，但中国本土却还没有成就伟大的输变电企业，不能不说是很大的遗憾。

智能电网、数字化变电站是未来电网的发展方向，在技术上要求一次设备、二次设备和电力电子三大专业的融合，这也是我们在前期的观点中一直强调看好同时拥有以上三大专业技术的公司原因，公开的资料表明我国目前同时在三大专业技术取得很大进展的企业仅有思源电气和许继电气集团，综合配套能力最强的中国西电集团有一次设备和电力电子，但缺少继电保护和变电站自动化技术。从技术要求的角度我们曾经预测一次设备企业和二次设备企业将走向融合或合作，如果国家电网公司对输变电企业的收购兼并成为现实，则融合的程度和进度都会大大超出我们原来的预期。藉国家电网公司之手对我国输变电设备企业进行整合，造就两大综合输变电设备集团公司，将提升我国电气设备制造业的水平，对国家来说亦是好事。

3. 800 亿元收入引发的猜想

3.1. 国家电网公司是最有能力重组国内输变电企业的单位

国家电网公司是我国最大的输变电设备市场，已经拥有国内实力最强的研究院和二次设备企业，下属省网公司的三产已经具有一定的规模，因此国家电网公司是最有能力完成输变电装备产业重组整合的单位，国家电网公司逐步加强的集中采购模式更加强了它重组整合的能力。山东鲁能集团曾经的辉煌让现有国家电网公司领导尝到过发展产业的甜头，在国家电网公司这个更大的舞台上发展产业所带来的吸引力是我们无法用语言表达的。

3.2. 重组方式的猜想

为便于重组后两大集团的管理与整合，我们猜想将依据地理位置的划分对输变电产业进行组合，北方的公司归属到中国电科院为基础的集团公司，南方的公司归属到国网电科院为基础的集团公司。

兼并的方式将包括现资产划转、合资和收购，其中归属地方国资委企业的资产划转是最容易实现的方式，优质的民营企业最终也将纳入到这两大集团公司的体系中来，可能的实现方式是大股东资产转让。

我们猜想，初期的重组将是简单的资产做加法，最终将进入精细化管理，在此过程中又会进行一系列的资产整合，包括对已收购上市公司的资产注入，最后实现两大集团公司的整体上市。

3.3. 对主辅分离、主多分离的理解

2008 年 9 月 16 日，国家发改委出台《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》，也就是我们平常所说的主辅分离、主多分离，《意见》主要是解决员工持股、投资国有企业关联企业，造成国有企业资产流失的问题，我们理解国家电网公司通过两大电科院进行产业重组并不在《意见》所规范范围之内。为解决关联交易，维护公平竞争，国家电网公司甚至可以在完成产业重组后将两大集团公司与主业剥离，两大产业集团可以直接归属于国资委管理，如此一来反而是替国家办了件大事。

3.4. 重组的障碍

我们理解重组的最大阻力将来自中国西电集团和兵装集团的反对，国家电网公司将电网与产业一体化确有可能会阻碍市场的公平竞争。如果国家电网公司的行为得到国家的默许，并在设备招投标中能兼顾各方的利益，反对的声音会在时间的流逝中减弱。当然最终还是取决于国家的态度，哪怕是最容易实现的地方国资委企业的资产划转都要经过各级政府部门的层层审批，第一个企业的操作将成为关键事件。

3.5. 对上市公司的影响的猜想

如果国家电网公司兼并收购输变电企业组成两大产业集团成为现实，输变电设备产业的格局将发生翻天覆地的变化，尽管招投标将尽量公平竞争，我们可以肯定，进入到国家电网公司体系的电气设备公司将会得到一定程度的扶持，特别是最先进入的公司受益会更加明显。我们认为对主要输变电设备上市公司影响如下：

国电南瑞：二次设备龙头公司之一，目前已经是国家电网公司体系下公司，我们了解到武高所下的企业也将启用“NARI”的商标，资产注入将是公司受益的方式。不考虑资产注入的 09-10 年 EPS 预测为 0.65 元，0.78 元。

平高电气：我国三大开关公司之一，第一大股东为平高电气集团，平高电气集团目前

归属平顶山市国资委，可以通过将平高电气集团的股权资产划转的方式进行收购，属最容易被收购的公司。不考虑增发产能扩大，我们预测的 08-10 年 EPS 为 0.46 元，0.6 元，0.7 元。

许继电气：二次设备龙头公司之一，第一大股东为许继电气集团，平安集团将入主许继电气集团，并将许继电气集团的输变电资产注入上市公司，由于中国电科院下没有二次设备龙头公司，不排除通过过桥方式并入中国电科院。不考虑集团资产注入，预测的 09 年 EPS 为 0.51 元。

国电南自：最大股东为国电南自总厂，厂网分家后归属华电集团，最早和南瑞集团（南京自动化研究院）是一家人，变压器保护是公司拳头产品，回归的可能性取决于华电集团的态度。预测的 08-10 年 EPS 为 0.44 元，0.6 元，0.68 元。

思源电气：优秀的民营企业，同时也是平高电气的第二大股东，公司目前有一次设备、电力电子，基于 IEC-61850 的继电保护和变电站自动化产品也在研发过程中，如果没有国网公司的产业整合，我们预计公司将会是产业整合的发起者之一，纳入国家电网公司体系的方式将会通过管理层的股权转让进入国网电科院。预测 08-10 年 EPS 为 1.21 元，1.43 元，1.91 元。

特变电工：变压器龙头公司，纳入国家电网公司体系的方式将会通过管理层的股权转让进入中国电科院。预测 08-10 年 EPS 为 0.79 元，1.45 元，1.70 元。

荣信股份：电力电子行业龙头公司，SVC 产品已经进入国家电网公司，纳入国家电网公司体系的方式将会通过管理层的股权转让进入中国电科院。预测 08-10 年 EPS 为 1.00 元，1.41 元，1.96 元。

天威保变：变压器龙头公司，已经被兵装集团收购，能否纳入国家电网公司体系取决于兵装集团。预测 08-10 年 EPS 为 0.92 元，1.1 元，1.15 元。

风险提示：本报告的目的仅仅是作为一种预见性的猜想，国家电网公司能否进行对输变电产业的重组还有很大不确定性，即便实施起来其间的过程也会是极其的复杂，在目前我们并不会据此调整行业的基本面判断及对公司的盈利预测和投资评级，请投资者防范风险。

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编：100034