

许继电气（000400）：中国平安入主许继集团，提升投资价值 增持（维持）

电气设备

2008年3月21日

李亚辉（执笔），组长：施海仙

021-58824282 转 863 liyh@txsec.com

事件描述：

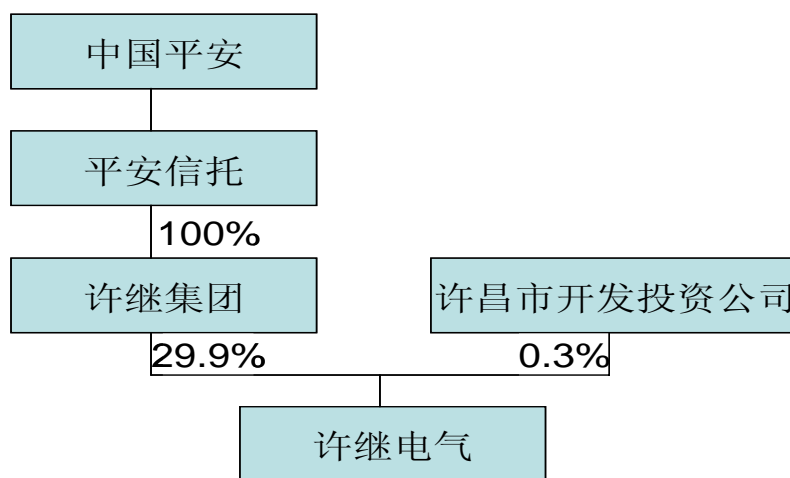
许继集团100%股权的拍卖底价为8亿元，平安信托最终以9.6亿元竞拍购得许继集团100%股权，股权转让涉及许继电气国有股间接转让、上市公司间接收购和许继集团持有的中原证券的间接转让，按照相关规定，需逐级上报至国资委和证监会审批。待交易双方签订《股权转让协议》后，公司将申请股票复牌交易。

评论：

1. 许继集团是许继电气最大股东，持有公司29.9%的股权。此次拍卖标的为许昌市人民政府持有的许继集团65%股权和许继集团工会委员会持有的许继集团35%股权。平安信托是中国平安的控股子公司，股权转让后中国平安将成为许继电气的实际控制人。
2. 作为国内输变电设备龙头，许继集团的主业是电力装备的制造和提供电力装备系统集成方案。根据许继集团股权转让公告开出的受让条件：许继集团买家中国平安必须继续建设的“一城三基地”项目中的“城”，即是以许继集团为依托，建设以电气产品的研发、制造为支柱的中国高科技电气城；在受让许继集团股权后，中国平安将对集团的未来发展提供全方位的金融服务和不少于40亿元的长期资金支持，并承诺在《股权转让协议》签订后60个工作日内，提供不低于上述资金总额50%的发展支持资金，余款在一年内提供；将会完善许继集团公司治理结构和激励机制。中国平安的入主，将为许继集团带来强大的资金支持，也将间接解决许继电气资金短缺的现状。
3. 公司拟向许继集团定向增发7369万股，定价16.42元/股，收购许继集团持有的天宇电气等五家公司股权和直流换流阀资产，合计估价约12.1亿元。我们预计公司在集团引入战略投资者完成后开始启动定向增发，由于引入战略投资者涉及国有资产转让，程序较为复杂，我们认为公司最快08年下半年能完成定向增发。
4. 直流输电业务是公司未来业绩的增长点。按照规划2020年前有25条直流项目，直流输电市场需求旺盛。目前公司直流控制保护、换流阀业务市场占有率分别为75%、50%。目前公司新订单有向家坝—上海±800kV直流输电工程、东北—华北联网高岭背靠背换流站工程、中俄联网黑河背靠背换流站工程、云南—广东±800kV直流输电工程等。

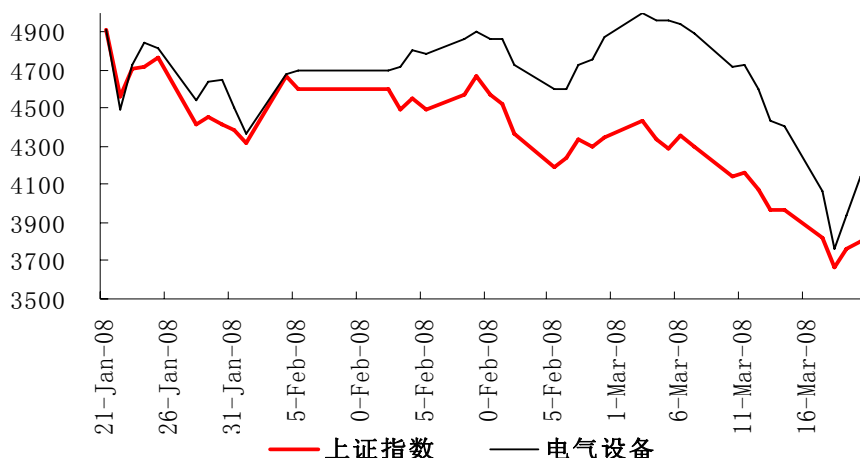
5. 不考虑定向增发，预计公司07-09年EPS分别为0.38元、0.55元、0.76元；考虑定向增发，公司09年EPS (摊薄) 为0.97元，增厚09年每股收益0.21元。由于公司受益于直流输电的建设，集团引入中国平安作为战略投资者，集团输变电装备产业拟整体进入公司，公司存在投资机会，维持“增持”的投资评级。
6. **风险提示：**自08年1月21日公司停牌以来，上证指数、天相电气设备指数分别下跌了22.59%、15.69%，近期公司复牌后，提醒投资者注意短期风险；公司定向增发议案还处于审批过程中，存在一定的不确定性。

图表 1：许继集团股权转让后许继电气股权结构图



资料来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

图表 2：自 2008.1.21 日以来上证指数和天相电气设备指数表现



资料来源：天相投资分析系统

图表 3: 盈利预测表 (单位: 万元)

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
营业收入	182,679	200,147	242,551	312,153	399,731
增长率 (%)	7.32%	9.56%	21.19%	28.70%	28.06%
减: 营业成本	136,009	133,577	162,797	214,071	266,245
营业税金及附加	613	766	922	1,186	1,519
销售费用	12,253	17,567	20,617	25,909	31,978
管理费用	13,573	18,657	21,830	26,533	31,978
财务费用	9,951	14,363	17,415	22,413	28,701
期间费用率 (%)	19.58%	25.28%	24.68%	23.98%	23.18%
投资收益	190	-71	200	200	200
营业利润	14,419	18,144	19,171	22,242	39,509
增长率 (%)	-14.99%	25.83%	5.66%	16.02%	77.64%
加: 营业外收入	24	64	0	0	0
减: 营业外支出	278	161	485	624	799
补贴收入	2,826	3,559	4,317	5,556	7,115
利润总额	16,992	21,606	23,003	27,174	45,825
减: 所得税费用	901	3,723	3,076	101	6,127
净利润	16,091	17,883	19,928	27,073	39,698
归属母公司所有者的净利润	11,684	12,794	14,510	20,674	28,907
增长率 (%)	-18.88%	9.50%	13.41%	42.47%	39.82%
少数股东损益	4,407	5,089	5,417	6,399	10,792
每股收益 (全面摊薄) (元)	0.31	0.34	0.38	0.55	0.76

数据来源: 公司年报、天相投资顾问有限公司

图表 4: 定向增发对每股收益的影响

		2007E	2008E 注(1)	2008E 注(2)	2008E 注(3)	2009E
净利润	定向增发前 (万元)	14,510	20,674	20,674	20,674	28,907
	定向增发后 (万元)	14,510	33,545	27,110	23,892	43,709
每股收益	定向增发前 (元)	0.38	0.55	0.55	0.55	0.76
	定向增发后 (摊薄) (元)	0.32	0.70	0.64	0.60	0.97
	定向增发增厚每股收益 (元)		0.15	0.09	0.05	0.21

数据来源: 公司公告、天相投资顾问有限公司

注: 注(1): 假设从 08 年 1 月 1 日开始合并报表; 注(2): 假设 08 年 6 月 30 日完成定向增发; 注(3): 假设 08 年 9 月 30 日完成定向增发。

07 年、08 年净利润预测值参考《非公开发行股票预案》, 09 年净利润同比增长 15%。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014