

# OFweek 智能电网每周观察

2011.7.25-2011.7.31

## 目 录

目录.....	1
【跨国公司全新战略发展模式：与中国企业寻求合作】.....	2
【国电南自借助 ABB 中国完善智能电网产业链】.....	6

## 跨国公司全新战略发展模式：与中国企业寻求合作

就在刚刚过去的6月份，有关跨国公司的两则资讯引起了记者的注意和思考。

其一，施耐德电气中国（以下简称施耐德电气）与北京利德华福技术有限公司（以下简称利德华福）签订收购协议，以6.5亿美元收购这家由私募股权公司控股的中国清洁技术企业。

其二，ABB中国（以下简称ABB）与国电南京自动化股份有限公司（以下简称国电南自）签署协议，共同拟投资出资组建合营公司，其中，国电南自拟出资8.89亿元，占合营公司51%股份；ABB拟出资8.55亿元，占49%的股份。

在这两组简单的新闻中，我们不难发现：从10年前的独立发展，至如今积极寻求中国本土合作伙伴，跨国公司在全新的市场环境下，呈现出全新的战略发展模式。

### 利德华福再易“东家”

在《电气中国》今年1~2月合刊《高压变频争霸：谁是霸主》一文中，曾这样描述利德华福：2010年，利德华福更像一只打盹儿的狮子。股权的再三变更，确实束缚住这只狮子原本的威力，文章提出“午休，抑或小憩？无论如何，这只打盹儿的狮子2011年该醒了”。

如今，这只沉睡的狮子确实醒了：与施耐德电气“联姻”！着实令业界吃了一惊。

做出这样的判断，首先是由于此次交易的价格。“6.5亿美元？！太贵了吧。”记者采访了几位业内人士，这几乎是他们共同向记者传达的第一信息。

或许是人们首先联想到利德华福2009年的首次易主。那一年，海外私人股本基金骏麒投资，仅用2亿美元便收购了利德华福94%的股权，而此次股权再次变更，出价整整是一年半前的3倍多。

广发证券的研究报告从财务角度分析道：“利德华福今年销售额将达1亿欧元，息税折旧摊销前利润（EBITDA）为20%，对应2011年PS约为4.5左右，PE估计超过或接近30倍，收购价格偏高。”

除价格偏高以外，令大家吃惊的第二个原因恐怕是买方为施耐德电气。众所周知，施耐德电气在传动业务更多地集中于低压领域，中高压业务并非优势所在，因此，此

次大方出手自然引来了人们的更多的关注。

### 利德华福将给施耐德电气带来什么？

面对这个问题，施耐德电气方面表示，利德华福拥有的中压变频器技术优势，将为推动节能增效业务起到关键性作用；在占全球中压变频器市场约 40% 份额的中国市场，其中压系统变频器领域占据强势地位；特别是在诸如水泥、采矿、冶金和电力等终端市场；利德华福拥有 150 名销售代表和 100 名服务工程师的区域覆盖网络。

施耐德电气全球工业事业部执行副总裁 Clemens Blum 表示：“利德华福的产品系列对于我们的工业自动化系列产品和解决方案是一个非常好的补充。中压变频器是针对我们的采矿、选矿和冶金以及供水和污水处理等关键目标领域的节能增效解决方案的关键要素。此项交易还将使我们在这一关键市场中扩大客户面和业务范围。它还将使我们有机会提高在多个国家、特别是新兴经济体中的市场渗透度。”

广发证券的研究报告对此认为，施耐德完成收购后，将成为其全球体系的重要一环，我们看好利德华福公司的发展，特别是施耐德看好利德华福这家中国企业所具备的制造优势、成本控制优势，拓展海外市场能力。

施耐德电气预计，在 2020 年之前，节能增效每年将增加 450 亿美元的市场机会，其中很大一部分将来自新兴经济体的工业终端市场。变频器可以为工业用电机提供最高 50% 的节能幅度。中压变频器特别适用于能源密集型市场，例如发电、采矿、选矿和冶金、石油和天然气、供水和水处理等。全世界估计有约 70% 的中压电机尚未配备变频器。

不过，广发证券的研究报告同时对利德华福在国内的后续发展持谨慎态度：受国内资本市场特别是创业板中小板推出的影响。不排除会出现核心骨干员工出现一定幅度流失的风险。另外从现阶段来看，施耐德更多的看重利德华福的成本和现阶段的市场优势而非技术优势，更难以将施耐德领先的电力电子技术转移到利德华福身上。

### ABB 非控股的合资

6 月 14 日，国电南自晚间发布公告，公司与 ABB 中国签署协议，共同拟出资组建合营公司，合营公司组建完成后，将整合双方电网自动化业务。据悉，与 ABB 合营的这家新公司为国电南自的控股子公司，合营公司出资额 17.4 亿元，其中国电南自拟出资 8.89 亿元，占合营公司 51% 股份；ABB 拟出资 8.55 亿元，占 49% 的股份。

一方是在输变电行业领头的跨国公司，一方则是国内二次设备的龙头公司，此次双方的联手合作自然也引发了业界的强烈关注，关注点主要集中于以下两方面：一、

双方合力二次设备业务。随着智能电网业务的扩大，中国二次设备市场近两年被即刻放大，国电南自作为国内二次设备的龙头企业之一，无疑拥有巨大的发展潜力，两者“联姻”形成新的利益共同体，必将有利于双方拓展该领域的业务。二、此次合作，ABB 仅占 49%的股份，控股方在本土公司国电南自——这与跨国公司过去一贯为控股方的作风形成天壤之别。全球顶级电力设备企业有 ABB、西门子、GE 三家，市场人士认为，中国本土企业与其中任何一家跨国企业合作，要外资甘心放弃控股权，在电力企业已有的合资案例中实属少见。

ABB 是世界 500 强企业，专注电力和自动化技术领域，拥有广泛的产品线。2010 年全球销售收入 320 亿美元，在中国的销售收入为 44 亿美元。多年来深耕中国市场，而中国市场没有辜负 ABB 的努力，一直作为其在全球的第一大市场。从总的销售规模比较，ABB 是国电南自 2010 年 23.4 亿元的 10 倍。

### 为何 ABB 可以接受仅占 49%的控股权呢？

有分析指出，其实在电网自动化市场，ABB 落后于竞争对手国电南自，去年国电南自电网自动化业务为 10.8 亿元（占总销售收入的 46.15%），ABB 在中国二次电力设备市场销售规模大约在 3.5 亿元左右，因此控股权在国电南自方自然合情合理。

“市场的竞争格局已经发生了变化，ABB 在中国二次设备市场步步后退，份额越来越小，与此同时，市场上新的王者出现。从 ABB 的角度讲，它在中国市场重新获得更大份额的实际价值，要大于从 51%到 49%相差 2%的控股权荣誉感。”业内人士说。

据悉，ABB 的二次设备在上世纪 90 年代中期之前，中国变压器保护装置 40%以上的份额由 ABB 一家控制，其余 40%~50%由西门子、GE 等洋品牌瓜分，洋品牌售价 50 万美元。1997 年，国电南自研制出第一台进口替代产品，售价仅为 50 万元人民币。中国本土惯用的低价策略作用显现，逐步把拒绝低价竞争的 ABB 等洋品牌从二次电力设备市场上逼退。因此从市场角度来说，如果 ABB 不调整新的战略，惟恐将会错过中国近些年持续升温的智能电网盛宴。

而对于国电南自来说，受益最大的部分则是，公司将可能在国际市场中获得跨越式发展。国电南自在成为国内二次设备龙头之后，一直希望走出去，占领国际二次设备市场。但没有更广泛直接的销售渠道，若自己在国际上铺设销售网络和售后服务网络，成本太高。而 ABB 业务遍布全球 100 多个国家，国电南自二次设备与 ABB 成为一家后，ABB 国际上二次设备销售和售后服务网络，同样可以销售国电南自合资公司的产品。

由此，ABB 与国电南自，双方在各取所需中成就了本次的“联姻”。

## 跨国公司寻求联盟渐成趋势

仔细研究会发现，跨国公司进入中国经历了三个阶段：从 1979~1991 年，跨国公司投资规模较小，以加工贸易为主；从 1992~2000 年，跨国公司投资规模逐步扩大，制造业为主要领域；自 2001 年中国加入世界贸易组织后，跨国公司对华投资呈现“全方位”趋势，区域更广且领域更宽。

从本文上述两大“联姻”不难看出，和 10 年前跨国公司力求独立发展形成天壤之别的是，如今它们更倾向于“联合”某个本土公司形成“联盟阵地”。

跨国公司为何不按照自己的意愿单独建设一家工厂，难道因为资金出现了重大问题？

“其实合资或者并购本土公司的资金，我们也完全可以建设一个全新的工厂，资金问题基本上不会成为跨国公司发展中的障碍。”在今年一季度，记者曾与某跨国公司详细聊过此事，对方这样向记者答道。

“那为何要选择并购的方式呢？利用被并购企业固有的厂房吗？”记者追问道。

“实际上新建的车间要远比固有的车间先进。在车间与厂房方面被并购的企业没有很明显的优势。其实，跨国公司更看中对方是否拥有雄厚的技术底蕴以及市场开发能力。”对方一语道出玄机。

由此不难看出，技术与市场才是跨国公司关注的两个核心根本问题。若选择新的工厂，虽然可以拥有 100% 的控股权与一流的车间，但技术瓶颈与一只精干的销售队伍则成为新工厂的绊脚石。因此在此背景下，跨国公司更倾向于本土企业联合，通过共同构筑新利益集团从而取得良好的市场占有率。

上述两个案例，恰恰则是两个典型的案例：施耐德电气寄希望通过与利德华福的合作，补充、提升自身在中压变频器领域的技术实力；ABB 则通过与国电南自的合作，提高二次设备领域销售。两家虽然从不同的角度给予了不同的考虑，但反映出的共同趋势则是，跨国公司正在通过与本土公司联合谋求新的发展。

而在最近两年，选择与施耐德电气、ABB 一样，寻求与本土公司合作的公司已越来越多。全球金融危机是跨国公司投资中国市场的一个分水岭，这个分水岭的意义在于，跨国公司终于发现，中国不再是一个简单的赢利市场，而是决定他们未来命运的主战场。

于是，在新背景下，跨国公司纷纷在战略中做出了巨大调整，显然与本土公司合

作无疑是十分重要的一环。

## 国电南自借助 ABB 中国完善智能电网产业链

### 1. 事件一

公司与 ABB 中国合资成立子公司。根据公司与 ABB（中国）有限公司于 2011 年 6 月 12 日在北京签署的《合资经营合同》，双方拟合资成立“南京国电南自自动化有限公司”。投资双方合计出资人民币 17.45 亿元，其中国电南自持有 51% 股权，“ABB 中国”持有 49% 股权。

合资公司将协议收购南自、ABB 中国电网自动化业务。“合资公司”组建完成后，“合资公司”将协议收购国电南自全资子公司“南京国电南自电网自动化有限公司”100% 股权及“南京国电南自城乡电网自动化有限公司”的相关资产、业务，协议收购“ABB 中国”所属“厦门 ABB 输配电自动化有限公司”和“上海 ABB 工程有限公司”电网自动化相关资产。“合营公司”可同时使用“SAC 商标”和“ABB 商标”。

#### 点评：

南自借助 ABB 中国完善产业链。ABB 在华的电网自动化业务主要有变电站自动化系统、变电站自动化产品及电力通讯等。与 ABB 中国合资后，南自将快速拥有电网调度自动化、配电自动化、电力通讯等产品的技术，完善了南自智能电网产业链，能够充分享受智能电网投资增加带来的机会。

与 ABB 合作，走向全球市场。由于“合营公司”可同时使用“SAC 商标”和“ABB 商标”，“合营公司”可通过使用“ABB 商标”将南自产品推向海外，使南自品牌获得世界认可。此外，“合资公司”的建立也为双方今后更深入的技术合作和产业合作提供可操作的平台。

收入预期保守。预计“合营公司”2013 年实现营业收入（不含税）约 24.44 亿元人民币，我们认为这一预期较为保守。

### 2. 事件二

合作涉足储能领域。公司拟与 Energy Storage Solutions International Ltd. (国际储能方案有限公司，以下简称 ESSI) 投资设立“南京国电南自储能技术有限公司”（以

下简称“南自储能公司”)，共同致力于储能技术及业务的研发和应用，迅速开拓储能市场。其中，公司持有 51% 股权，ESSI 持有 49% 股权。

#### 点评：

储能是智能电网的重要发展方向。根据中国化学与物理电源行业协会预测，2018 年国内储能需求将达到 466 万 MWH，2008-2018 年复合增长率达到 45.92%。其中，2018 年矾硫酸电池总需求为 1404MWH，2008-2018 年复合增长率为 16.88%。

液流电池是新能源发电储能的首选技术之一。液流储能电池具有能量转换效率高、蓄电容量大、选址自由、寿命长、成本低廉的优点，适合于在风能、太阳能发电系统作为大规模电能储存使用，是大规模电能储存的首选技术之一。2011 年 5 月“国家风光储输示范工程”项目招标结果显示，首期中标的 7.5 万千瓦电化学储能包括四个磷酸铁锂电池系统和一个 2MW\*4h 的液流电池系统。

国内液流生产厂商较少，公司提前布局。液流储能技术在美国、德国、日本和英国等发达国家已有示范性应用，我国目前尚处于研究开发阶段。参加“国家风光储输示范工程”项目招标的公司包括北京普能世纪科技有限公司、大连融科储能技术发展有限公司和国电南瑞股份有限公司，中标单位为普能。ESSI 已有液流电池生产技术，与公司成立合资公司后，将逐步实现液流电池的产业化。

短期无法贡献业绩，着眼长期。预计该公司 2014 年可实现产能约 3.5 亿元人民币。由于储能需求尚未释放，短期对公司业绩无贡献；长期看，储能电池将是公司利润的重要增长点。

### 3. 事件三

公司拟成立“南自能源设计院”。公司拟出资 2800 万元（以评估值为准）认购江苏中科华誉能源技术发展有限公司新增股份，持有其增资后 70% 股权。“江苏华誉”增资后注册资本将达到 3700 万元，并更名为“南京国电南自能源设计研究院有限公司”。增资完成后，“南自能源设计院”在国电南自的战略管控下独立自主开展工程设计、咨询等各项业务。

#### 点评：

“南自能源研究院”将具有电力、煤炭工程设计及总承包资质。完成相关资产和业务整合后，国电南自将其电力行业（新能源发电）建设工程设计以及总承包的资质、业务和资产以协议转让方式注入到“南自能源设计院”。原“江苏华誉”股东将其持有的技术专利等资产协议转让给“南自能源设计院”。组建“南自能源设计院”，将为公

司开展煤炭、矿井建设和风能、光伏发电业务，从承接煤炭（矿井）和风电场、光伏发电站设计到项目完成提供了完整的产业链，为公司开展相关业务奠定了良好的基础。

“南自能源研究院”还将具有地热开发系统及设备。“江苏华誉”研发设计的《矿井回风源热泵系统及设备》已获得国家专利，与其合资，丰富和完善了国电南自地热这一新能源专业，有利于进一步丰富公司新能源板块业务，为公司成为为低碳经济提供专业解决方案的专业化公司奠定了良好的基础。

预计增资完成后该公司 2013 年可实现营业收入（不含税）5000 万元。

#### 4. 事件四

南自与华电工程合资开发分布式能源项目。公司拟与中国华电工程（集团）有限公司合资成立“华电分布式能源工程技术有限公司”，注册资本为 20000 万元，国电南自拟以现金出资 7000 万元人民币，持股比例为 35%，“华电工程”拟以现金出资 13000 万元人民币，持股比例为 65%。公司成立后，充分发挥各方优势，开发和承揽分布式能源项目，占领分布式能源市场。

#### 点评：

参与分布式能源项目开发，加速公司发展。华电分布式能源工程技术有限公司将借助国内分布式能源快速发展契机，扩大国内市场占有率，加快航改型燃机的本地化进程，同时开展设计应用服务，提供完整分布式能源解决方案。参与实施分布式能源站建设有利于公司将现有自动化控制技术延伸至分布式能源系统，积极参与分布式能源站 EPC 项目建设，拓展用户侧的联产（冷热电三联供）总系统业务、培育新的产业、拓展和完善公司的产业链，从而有利于提高公司的核心竞争力，实现公司快速发展。

#### 5. 我们的观点

经过一系列的合作，公司现在已经形成了三大业务主链：一是以智能电网为基础的电力自动化业务，二是新组建的新能源与节能减排业务，三是智能化一次设备业务。

通过资产整合，公司三条产业链基本涵盖了设计、一次设备、二次设备、工程建设全产业链供应能力，公司核心竞争力显著提升。公司将充分利用智能电网投资加大的契机、利用华电集团的资源，凭借自己独特的成套设备供应能力，促进公司业务的快速发展。

#### 6. 盈利预测与估值

我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.42 元、0.69 元和 0.92 元。考虑到同类上市公司中公司市值较小，以及未来两年公司将高速增长，给予公司 40-45 倍动态市盈率，公司合理估值区间为 16.80-18.90 元，维持“买入”的投资评级。

## 7. 主要投资风险

新产品市场开拓进展不达预期风险；行业增速下滑风险；市场竞争风险。