



严浩军 牛品
021-53519888-1911
niupin_elec@yahoo.cn

整合效应尚未完全显现

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	12.78
12mth A 股价格区间 (元)	21.70/6.17
总股本 (百万股)	189.24
无限售 A 股/总股本	51.21%
流通市值 (百万元)	1238.38
每股净资产 (元)	4.59
PBR (X)	2.78
DPS (Y08 拟, 元)	10 派送 1.50 元

主要股东 (Y08)

国电南京电力自动化设备总厂	58.15%
金鑫证券投资基金	3.51%
光大保德信优势配置股票型投资	3.19%

收入结构 (Y08)

电网自动化保护设备	46.55%
电厂自动化保护设备	21.89%
水利水电保护设备	19.11%
工业自动化保护设备	6.92%
其他	2.56%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: NP09-CT09

相关报告:

■ 公司动态:

2008 年公司实现营业收入 16.79 亿元, 同比增长 12.80%; 实现利润总额 1.20 亿元, 同比增长-9.04%; 实现归属母公司净利润 0.81 亿元, 同比增长 1.21%; 基本每股收益为 0.43 元, 每股净资产为 4.59 元。公司拟每 10 股送红利 1.50 元。

■ 主要观点:

受毛利下滑影响, 利润增速低于销售收入增速

由于二次设备产品价格下调, 报告期内公司毛利下降 1.70 个百分点。由于回款不利以及生产规模扩大, 公司贷款增多, 报告期内财务费用大增。上述两因素影响, 公司营业利润大幅下降 29.47%。2008 年公司累计订货同比增长 13.67%, 我们预计公司营业收入将保持平稳增长。

增值税返还是公司利润的主要来源

报告期内营业外收入净额占公司利润总额 61.07%, 是公司净利润的主要组成部分。营业外收入主要来自于公司控股子公司的增值税返还。我们预计未来两年公司及其下属子公司仍将享受增值税返还政策。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持公司“大市同步”评级。

预计 09 年、10 年每股收益分别为 0.53 元、0.63 元, 动态市盈率为 24.11 倍, 略高于行业平均水平, 给予公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,488.33	1,678.89	1,842.29	2,096.78
年增长率 (%)	23.78	12.80	9.73	13.81
归属于母公司的净利润	79.94	80.91	100.97	118.52
年增长率 (%)	15.21	1.21	24.79	17.38
每股收益 (元)	0.42	0.43	0.53	0.63
PER (X)	30.43	29.72	24.11	20.29

注: 有关指标按最新总股本为 189.24 百万股计算

一、公司动态

1、利润增速低于销售收入增速

报告期内公司营业收入同比增长12.80%，利润总额同比增长-9.04%。利润总额增速低于营业收入增速的主要原因有三方面：一是产品价格下调，公司综合毛利率下降；二是财务费用增长过快；三是投资收益大幅下降。

全年订货累计229,888.30 万元，与上年相比增长了13.67%。其中，电网自动化分公司累计订货 90,420.82 万元，电厂自动化分公司累计订货63,385.55 万元，水利水电自动化分公司累计订货19,925.08 万元，工业自动化分公司2008 年累计订货56,156.85 万元。公司计划2009 年营业收入将达到17.95 亿元。

2、竞争激烈毛利率小幅下滑

报告期内，公司综合毛利率为25.13%，较去年同期减少1.7个百分点，这主要是受二次设备市场价格普遍下调的影响。我们认为，由于电力需求下降，发电企业很多暂缓或调整投资计划，而二次设备行业竞争激烈，2009年公司产品价格难以回升。

表 1 国电南自主营产品毛利率情况

主营业务产品	毛利率(%)	同比增减(%)
电网自动化保护设备	26.36	-1.32
电厂自动化保护设备	21.89	-3.64
水利水电保护设备	23.74	-3.04
工业自动化保护设备	27.98	-1.55
其他	12.90	-2.46
合计	25.13	-1.70

数据来源：公司定期报告 上海证券研究所整理

3、贷款增加财务费用大幅增长

报告期内公司财务费用同比增长42.54%。财务费用大幅增长的主要原因是本年贷款增加。贷款增加一方面是因为公司扩大规模扩张导致流动资金贷款增加，另一方面是因为应收账款回款小于销售额。

报告期内公司投资收益与去年相比减少63.00%，主要原因为部分参股公司由于持股比例发生变化，改为成本法进行核算。

4、营业外收入主要来自增值税退税

报告期内公司营业外净收入为7331万元，同比增长11.57%，占公司利润总额的61.07%。营业外收入中主要是政府补贴收入。政府补贴主要来自于公司所享受的增值税优惠政策。

公司控股子公司新宁电力、软件工程、南自凌伊、电网稳控、南自天元、机电自动化、电网控制、控制系统、新电公司、河海南自、信息技术、科林公司、输变电成套被认定为软件企业，其软件产品享受增值税退税的优惠政策。我们认为，未来两年公司仍将享受增值税返还政策。

二、投资建议

1、公司业绩、估值及投资策略

我们预计 2009 年、2010 年国电南自可实现营业收入 18.42 亿元、20.97 亿元，同比增长 9.73%、13.81%；实现归属于公司股东的净利润 1.01 亿元、1.19 亿元，同比增长 24.79%、17.38%；每股收益分别为 0.53 元、0.63 元，动态市盈率为 24.11 倍。

相对估值而言，国电南自估值略高。我们认为，与行业内其他公司相比，公司成长性较低，目前我们给予公司评级为：**6 个月内，大市同步**。

三、附表

附表 1 国电南自损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
营业总收入	1,488.33	1,678.89	1,842.29	2,096.78
营业成本	1,095.16	1,261.02	1,394.12	1,592.60
营业税金及附加	12.11	10.96	11.97	13.63
营业费用	178.76	179.84	193.44	220.16
管理费用	100.95	123.04	125.28	136.29
财务费用	38.08	54.28	55.27	62.90
投资收益	5.67	2.10	2.31	2.54
营业外收入	66.49	74.36	89.24	107.08
营业外支出	0.78	1.05	1.47	2.06
利润总额	131.97	120.05	152.29	178.76
所得税费用	17.34	16.94	22.84	26.81
净利润	114.63	103.10	129.44	151.94
归属于母公司所有者的净利润	79.94	80.91	100.97	118.52
少数股东权益	34.69	22.20	28.48	33.43
每股收益 (元)	0.42	0.43	0.53	0.63

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所整理; 每股收益按增发后股本 189.24 百万股摊薄计

附表 2 国电南自相对估值比较 (2009-03-16)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	
国电南自	600268.SH	12.78	0.43	0.53	0.63	29.72	24.11	20.29	2.78
国电南瑞	600406.SH	22.40	0.70	0.75	0.90	32.00	29.87	24.89	5.83
许继电气	000400.SZ	14.00	0.10	0.55	0.70	140.00	25.45	20.00	2.46
思源电气	002028.SZ	28.98	1.26	1.58	2.02	23.00	18.34	14.35	4.77
荣信股份	002123.SZ	38.80	1.02	1.48	2.07	38.04	26.22	18.74	7.70
科陆电子	002121.SZ	21.80	0.85	1.33	1.90	25.65	16.39	11.47	6.43
长园集团	600525.SH	15.69	0.96	1.07	1.36	16.34	14.66	11.54	3.08
奥特迅	002227.SZ	16.61	0.48	0.72	0.97	34.60	23.07	17.12	3.22
智光电气	002169.SZ	15.79	0.37	0.68	0.94	42.68	23.22	16.80	4.36
行业平均水平						42.45	22.27	17.02	4.51

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 严浩军 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。