

电气自控设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

国电南瑞

600406

推荐

一季报依然存在收入延迟确认，产品结构变化影响毛利率

国电南瑞今日公告 09 年一季报，收入增长 16%，归属于母公司所有者的净利润同比下降 7%，一季报 EPS0.0344 元。

投资要点：

- **收入增长低于预期，订单增速依然维持在高位。**我们了解到公司整体订单增速依然保持在 20%以上的高速，而通过对国网二次设备统一招标情况的分析，公司累计订单情况依然乐观。09 年一季度收入增速低于订单增速的主要原因在于公司项目交货受工程线路建设进程影响较大，而前期 08 年末确认收入项目也未在 09 年一季度实现收入确认。我们判断 09 年国家加大工程建设力度，公司全年增长依然明确。按照公司 09 年的财务预算，收入增长 24.89%依然可以实现。
- **综合毛利率下滑 1 个点主要是由于产品结构变化引致。**我们判断一季报综合毛利率的下降主要原因在于电网调度业务结构的差异，包括合同中系统集成与软件收入确认的比重差异以及产品需求方地域差异等。08 年一季度综合毛利率已经处于 31%的较高水平，因此我们认为 09 年一季度综合毛利率同比略有下降也在情理之中。其他业务方面，变电站自动化近几年行业竞争激烈，而目前的价格战已经使得产品毛利率达到低谷，下滑空间不大；轨道方面，项目工期较长，从目前待交货订单来看，毛利率相对稳定；农网自动化业务则会受益于行业的加大投资，保持较快的增速，公司技术方面的优势也能保证毛利率。
- **费用控制有效，09 年有下降空间。**09 年公司预算数字销售费用率和管理费用率分别由 08 年的 7.02%和 14.23%下降至 6.37%和 13.05%，费用控制力度明显体现。一季报已经有费用率下降的体现。我们认为以公司完成 09 年的经营目标问题不大，存在超预期的可能性。
- **管理层方面，集团以及上市公司未来的发展方向比较明确。**未来依然可能会通过重组、并购等方式，对于与核心业务密切相关的业务进行整合。我们对于集团资产整合相对乐观，从前期南自院合并武高所成立国网电力科学院，可以看出国网下属科研院所的整合已经相当明确。南瑞集团也会是国家电网公司推进智能化电网的研发平台，考虑到智能化电网投资中 50%左右将是系统集成，公司该项业务市场空间巨大。
- **维持公司“推荐”的投资评级。**维持 2009-2011 年 EPS 为 0.75 元、0.94 元、1.17 元的盈利预测，我们看好的是公司长期以来的技术优势和行业地位，而在未来资产注入预期更加明确的催化因素下，理应享有更高的估值水平，目标价 28 元，维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 28.00 元

当前股价： 24.04 元

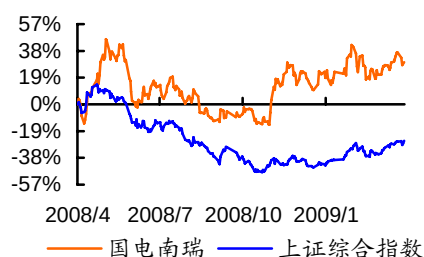
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2444.23
总股本(百万)	255
流通股本(百万)	175
流通市值(亿)	42
EPS (TTM)	0.49
每股净资产(元)	3.84
资产负债率	49.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国电南瑞	9.67	6.84	42.67
上证综合指数	13.23	28.32	22.18



相关报告

《国电南瑞-股东大会纪要》2009-3-10

《国电南瑞-客户交货延缓 08 年收入确认，不影响 09 年业绩增长》2009-2-17

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1107	1384	1756	2177
同比(%)	2%	25%	27%	24%
归属母公司净利润(百万元)	125	191	240	300
同比(%)	-12%	52%	26%	25%
毛利率(%)	29.6%	29.6%	29.7%	29.3%
ROE(%)	12.8%	16.3%	17.0%	17.5%
每股收益(元)	0.49	0.75	0.94	1.17
P/E	48.93	32.18	25.58	20.47
P/B	6.26	5.24	4.35	3.59
EV/EBITDA	62	36	24	18

资料来源：中投证券研究所

表 1: 国电南瑞收入预测

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
变电站自动化	363.21	417.69	501.23	601.48
增长率	-11.37%	15.00%	20.00%	20.00%
电网调度自动化	359.95	467.94	608.32	760.39
增长率	13.02%	30.00%	30.00%	25.00%
轨道交通电气、保护自动化系统	239.61	311.49	404.94	526.42
增长率	17.84%	30.00%	30.00%	30.00%
农村电网自动化	139.85	181.81	236.35	283.62
增长率	14.26%	30.00%	30.00%	20.00%
合计	1,107.30	1,383.60	1,755.51	2,176.59
增长率	2.38%	24.95%	26.88%	23.99%

资料来源: 中投证券研究所

表 2: 毛利率预测

主营毛利率(%)	2007A	2008E	2009E	2010E
变电站自动化	24.67%	24.67%	25.67%	25.67%
电网调度自动化	34.77%	34.77%	33.77%	32.77%
轨道交通电气、保护自动化系统	25.70%	25.70%	25.70%	25.70%
火电厂及工业控制自动化	15.94%	16.94%	16.94%	16.94%
农村电网自动化	38.03%	35.03%	35.03%	35.03%
合计	29.65%	29.60%	29.68%	29.32%

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1581	2010	2544	3161	营业收入	1107	1384	1756	2177
现金	548	685	869	1078	营业成本	779	974	1235	1538
应收账款	494	646	817	1014	营业税金及附加	11	14	17	21
其它应收款	39	51	64	80	营业费用	78	83	106	131
预付账款	43	54	68	85	管理费用	158	176	206	234
存货	440	551	698	869	财务费用	-10	-10	-11	-14
其他	17	23	28	35	资产减值损失	11	12	12	12
非流动资产	365	477	529	573	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	12	12	12	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	165	356	449	516	营业利润	81	135	191	255
无形资产	18	13	8	3	营业外收入	60	70	67	68
其他	170	96	59	41	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1946	2487	3073	3734	利润总额	141	205	258	322
流动负债	965	1315	1661	2022	所得税	10	14	18	23
短期借款	23	248	330	378	净利润	131	191	240	300
应付账款	315	402	506	632	少数股东损益	5	0	0	0
其他	627	665	825	1013	归属母公司净利润	125	191	240	300
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	90	157	230	303
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.75	0.94	1.17
其他	3	3	3	3					
负债合计	968	1318	1664	2025	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	255	255	255	255	成长能力				
资本公积	185	185	185	185	营业收入	2.4%	25.0%	26.9%	24.0%
留存收益	539	729	969	1269	营业利润	-28.2%	66.2%	41.8%	33.1%
归属母公司股东权益	979	1169	1409	1709	归属于母公司净利润	-12.0%	52.1%	25.8%	25.0%
负债和股东权益	1946	2487	3073	3734	获利能力				
					毛利率	29.6%	29.6%	29.7%	29.3%
					净利率	11.3%	13.8%	13.7%	13.8%
					ROE	12.8%	16.3%	17.0%	17.5%
					ROIC	15.8%	16.5%	20.0%	22.9%
					偿债能力				
					资产负债率	49.7%	53.0%	54.1%	54.2%
					净负债比率	2.38%	18.80%	19.84	18.64%
					流动比率	1.64	1.53	1.53	1.56
					速动比率	1.18	1.11	1.11	1.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.62	0.63	0.64
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.41	2.72	2.72	2.70
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.75	0.94	1.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.18	0.75	0.99
					每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.59	5.52	6.70
					估值比率				
					P/E	48.93	32.18	25.58	20.47
					P/B	6.26	5.24	4.35	3.59
					EV/EBITDA	62	36	24	18

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434