

电气自控设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

国电南瑞

600406

推荐

中期业绩超预期，集团资产整合的推进及业绩的释放给予市场更强的信心

国电南瑞今日公告 09 年中报，报告期营业收入同比增长 31.65%，净利润同比增长 42.24%，每股收益 0.30 元，业绩增长超出市场预期。

投资要点：

- 09 年上半年整个电力设备行业增速放缓的背景下，公司收入依然达到 30% 以上的增速水平。自 08 年四季度开始，行业设备商收入确认后延现象明显。虽然 09 年二季度有所好转，但上半年电力设备行业上市公司总体收入增长速度依然较上年同期有所下降。这一背景下，公司各项业务均达到了较高的增长水平，体现了公司较强的竞争力。收入的增长因为上年延迟确认的部分在二季度开始有所确认，另外按照我们前期报告的判断，轨道业务在手订单开始在今明两年确认。而今年开始两网公司加大投资结构调整，城农网的建设投资也保证了公司业务的增长。按照目前的进度，公司完全存在超出 09 年财务预算收入增长 24.89% 的可能性。
- 结构调整带来的毛利率的变化在预期之中，综合毛利率依然保持在 30% 的较高水平。网调业务毛利率下降至 31%，同比下降幅度较大。我们认为由于合同中系统集成与软件收入确认的比重差异带来的毛利率变化属于正常，上年同期的同类业务毛利率也属于历史较高水平，我们认为全年毛利率仍有可能因为业务结构差异而变化，保持在 30-35% 是相对合理的。变电站自动化业务毛利率终于有所提升，依然延续我们前期观点，目前价格战已经使得产品毛利率达到低谷，下滑空间不大。另外值得关注的是公司在农网自动化领域的优势愈发明显，毛利率显著上升。
- 费用控制有效，将是 09 年业绩超过年初预算的保证。一季报已经有费用率下降的体现，二季度由于延迟收入的确认，费用率下降更为明显。公司年初制订的经营目标中，预算费用率完全可能超预期的控制，全年预算业绩存在超预期的可能性。
- 我们更多的是看到管理层的改变，资产注入的有序推进及业绩的明显释放给予市场更强的信心。前期看到的公司以较低价格收购集团优质资产，体现了集团对于公司的支持。未来依然会有进一步整合预期，包括大坝、水情水调、稳控业务在内的二次设备其他资产，包括帕威尔在内的优质一次设备资产，盈利能力均不输于上市公司。我们已经看到公司的业绩释放，作为二次设备最优秀的公司，未来在智能电网的建设推进过程中，公司业绩将会得到进一步释放。
- 维持公司“推荐”的投资评级。考虑此次资产注入后，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 为 1.03 元、1.29 元和 1.61 元。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 50 元，维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 50.00 元

当前股价： 38.64 元

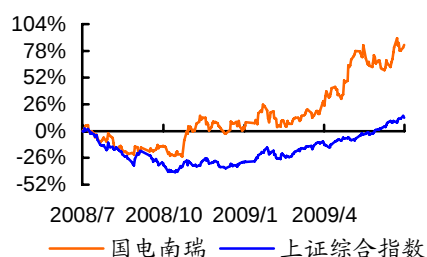
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3296.62
总股本(百万)	255
流通股本(百万)	175
流通市值(亿)	68
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	9.37	48.58	76.27
上证综合指数	13.82	33.94	64.42



相关报告

《国电南瑞-优质资产注入大幅增厚公司 EPS，后续整合预期更加明确》2009-7-14
《国电南瑞-一季报依然存在收入延迟确认，产品结构变化影响毛利率》2009-4-13
《国电南瑞-股东大会纪要》2009-3-10

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	181	226	283
同比(%)	-12%	44%	25%	25%
毛利率(%)	29.6%	29.0%	29.0%	28.7%
ROE(%)	12.8%	16.0%	16.6%	17.2%
每股收益(元)	0.49	0.71/1.03	0.89/1.29	1.11/1.61
P/E	81.17	56.18/38.72	44.93/30.91	35.96/24.77
P/B	10.39	8.97	7.47	6.19
EV/EBITDA	107	65	44	33

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	2015	2551	3170	营业收入	1107	1384	1756	2177
现金	548	685	869	1078	营业成本	779	983	1246	1552
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	69	86	管理费用	158	176	206	234
存货	440	556	704	877	财务费用	-10	-9	-7	-10
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	125	177	237
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	2493	3080	3742	利润总额	141	195	244	304
流动负债	965	1355	1717	2096	所得税	10	14	17	21
短期借款	23	284	380	444	净利润	131	181	226	283
应付账款	315	406	511	638	少数股东损益	5	0	0	0
其他	627	666	826	1014	归属母公司净利润	125	181	226	283
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	90	148	219	289
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.71	0.89	1.11
其他	3	3	3	3					
负债合计	968	1358	1719	2098	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	694	921	1204	营业利润	-28.2%	53.6%	41.9%	33.7%
归属母公司股东权益	979	1134	1361	1644	归属于母公司净利润	-12.0%	44.5%	25.0%	25.0%
负债和股东权益	1946	2493	3080	3742	获利能力				
					毛利率	29.6%	29.0%	29.0%	28.7%
					净利率	11.3%	13.1%	12.9%	13.0%
					ROE	12.8%	16.0%	16.6%	17.2%
					ROIC	15.8%	15.3%	18.7%	21.5%
					偿债能力				
					资产负债率	49.7%	54.5%	55.8%	56.1%
					净负债比率	2.38%	20.90%	22.09	21.16%
					流动比率	1.64	1.49	1.49	1.51
					速动比率	1.18	1.08	1.08	1.09
					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	2.73	2.72	2.70
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.71	0.89	1.11
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.14	0.71	0.94
					每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.45	5.34	6.44
					估值比率				
					P/E	81.17	56.18	44.93	35.96
					P/B	10.39	8.97	7.47	6.19
					EV/EBITDA	107	65	44	33

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