

方正证券研究中心

机械行业分析师：李俭俭

分析师助理：彭民

TEL: (86731) 85832355

E-mail: lijianjian@foundersc.com

联系人：傅敏

电话：(86731) 85832274

电邮：fumin@foundersc.com

历史表现



市场数据

	本月	近三月	近六月
涨跌幅(%)	6.52	21.47	59.12
相对大盘	-8.78	-16.25	-12.29
涨跌幅(%)			

股票数据

总股本(万股)	25506
流通股(万股)	17492
第一大股东	南京南瑞集团

盈利预测

	08	09E	10E
每股收益(元)	0.49	0.9	1.2
每股净资产(元)	3.84	4.64	5.84
市盈率	77.5	42.2	31.6

请务必阅读最后特别声明与免责条款

资产注入预期强烈高成长智能电网龙头

国电南瑞(600406)投资价值分析

公司研究·投资价值

2009.08.11 增持

当前股价：35.20

机械行业

※智能电网催生行业机遇

智能化已成为世界电网发展的新趋势，以目前国网年均 2500 亿元左右的投资额来计算，未来 12 年我国电网总投资约为 3 万亿元。而建设坚强智能电网势必需要在原有的投资基础上新增投资规模，预期未来 12 年坚强的智能电网建设有望达到 4 万亿元，年均新增投资约 800 亿元，为行业发展提供了新的空间与机遇，特别是二次设备企业将显著受益。

※1-6 月营业收入创新高，费用控制开始改善

09 年上半年，公司实现营业收入 6.04 亿元，较去年同期增长 31.65%，实现净利润为 7640 万元，每股基本收益为 0.3 元，同比增长 42.24%。上半年公司期间费用率为 19.31%，同比下降了 4.2 个百分点，费用控制的加强，将明显提升公司未来的盈利能力。另外公司 09 年将继续享受增值税先征后退的优惠政策，可望继续获得 6000 万元营业外收入。

※技术优势明显，新亮点层出

国内电网调度龙头，高端省调市场占有率超过 70%，在智能电网研发、风电场监控、数字化变电站方面技术领先。预计公司将依托技术优势在智能电网建设中抢占先机，两块业务将维持 25% 以上增速发展，毛利 30% 左右。而受国家产业结构调整的影响，公司农网业务将继续保持 20% 左右小幅增长，并将逐步淡出火电厂及工业自动化业务。轨道交通业务受益我国 4 万亿内需拉动计划，预计 09 年市场份额有望扩大到 40%，全年增速 40% 以上，营收占比不断提高，到 2012 年可望占到 40%。

※集团资产注入题材，提升公司估值水平

此次资产注入后，集团旗下的还包括大坝工程监测、水情水调、稳控业务等其他二次设备资产，其中南瑞继保是集团内盈利能力最强的资产，但是集团仅参与南瑞继保 15% 的股权。我们认为南瑞继保短期内注入上市公司或单独上市前景尚不明朗，而稳控、水情水调环境监测、大坝工程监测等资产注入的可能性最大。随着未来更多的优质资产进入上市公司，将带来公司基本面改善，建议投资者密切关注。

※盈利预测与投资评级

我们预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.9 元、1.2 元与 1.5 元左右，对应的动态 PE 分别为 40 倍、30 倍和 24 倍，考虑到我国智能电网建设将会为公司带来超额收益，其估值水平尚属合理，短期给予公司“增持”投资评级。我们预期未来 1-2 年南瑞集团对上市公司存在后续资产注入的可能性，公司估值水平还有进一步提升空间，长期给予公司“买入”投资评级。

目 录

一、坚强智能电网催生的行业机遇	4
1、投资结构改善，电网投资建设再加速	4
2、4 万亿电网投资预期催生高成长性前景	5
3、分阶段看智能电网布局重点与投资机会	5
4、中国特色凸显，二次设备为最大受益者	6
二、营业收入创新高，费用控制开始改善	7
1、公司经营现状	7
2、费用控制明显改善，盈利能力得提升	8
3、显著受益软件增值税补贴，占净利近两成	8
三、四大主营业务板块分析	9
1、“二大二小”业务结构构成	9
2、电网调度自动化	11
3、变电站自动化	11
4、轨道交通电气、保护自动化	13
5、农村电网自动化	14
四、集团资产注入题材，提升公司估值水平	15
1、收购资产盈利能力强，将大幅增厚公司业绩	15
2、整体上市预期强烈，作为旗下唯一上市公司受益最大	17
3、当前估值水平尚属合理	18
五、盈利预测与投资评级	19

图 表 目 录

图表 1： 2002-2009.051 电源投资总量及增速	4
图表 2 2002-2009.05 电网投资总量及增速	5
图表 3 2009-2011 电网投资预期	5
图表 4 智能电网建设三大阶段与重点	6
图表 5 国电南瑞主要受益环节与竞争对手	6
图表 6 营业收入大幅增长 32%，创历史新高	7
图表 7 行业竞争加剧，毛利率维持 30%	7
图表 8 2006-2009.06 公司费用率	8
图表 9 2009 年 1-6 月份公司利润构成	9
图表 10 “二大二小”业务构成	9
图表 11 2006-2009.06 公司主营业务构成	10
图表 12 农网毛利继续提升，调度毛利轻微下挫	10
图表 13 电网调度业务营业收入与毛利率	11
图表 14 变电站业务营收与毛利有望趋于平稳	12

图表 15	同业竞争加剧，市场份额下降.....	12
图表 16	轨道交通业务大增 47%，毛利率小幅下滑	13
图表 17	2009 各大城市轨道交通规划建设一览	13
图表 18	2007-2009.06 轨道交通业务营业收入与毛利率	15
图表 19	收购资产 2008 业务构成(亿元).....	15
图表 20	三大收购业务营收与毛利.....	16
图表 21	三项收购资产的业务特点与优势.....	16
图表 22	收购资产整合带来的优势一览.....	17
图表 23	南瑞集团其它未上市相关资产.....	17
图表 24	各板块 2009 年估值与市净率比较.....	18
图表 25	智能电网板块公司 2009 年估值比较.....	18
图表 26	盈利预测表	19
图表 27	资产负债预测表	19
图表 28	现金流量表	20
图表 29	主要财务指标表	21

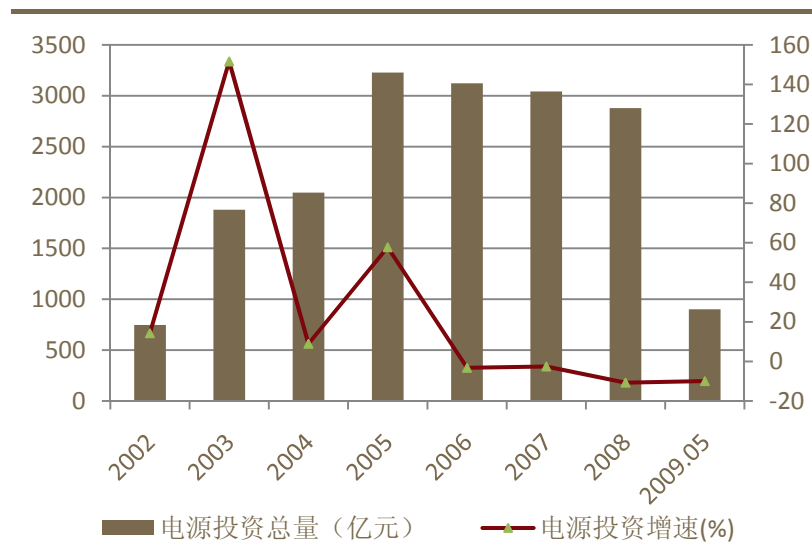
一、坚强智能电网催生的行业机遇

国家电网公司认为，我国智能电网应涵盖发电、调度、输变电、配电和用户各个环节，是一个闭环系统。智能电网首先应该是坚强的电网，能够实现能源资源的大范围优化配置，保障安全可靠的电力供应。国家电网正在全面建设坚强的智能电网，即建设以特高压电网为骨干网架、各级电网协调发展的坚强电网，并实现电网的信息化、数字化、自动化、互动化，在供电安全、可靠和优质的基础上，进一步实现清洁、高效、互动的目标。

1、投资结构改善，电网投资建设再加速

2003 年全国爆发了较为严峻的电力紧缺，这使得大量资金更加疯狂地涌向电源建设领域，电网、电源投资失衡的矛盾再次加剧。但电源投资的大幅增加也带动了电网投资的增加。近年来，电网投资落后于电源投资的局面正在逐步改变。2008 年我国电力投资规模继续增加，总投资额 5763.29 亿元，同比增长 1.52%，其中电源投资额 2878.73 亿元，同比下降 10.78%，电网投资额则达到 2884.56 亿元，同比增长 17.69%。电网基本建设投资在电力投资中所占比重首度达到 50%。

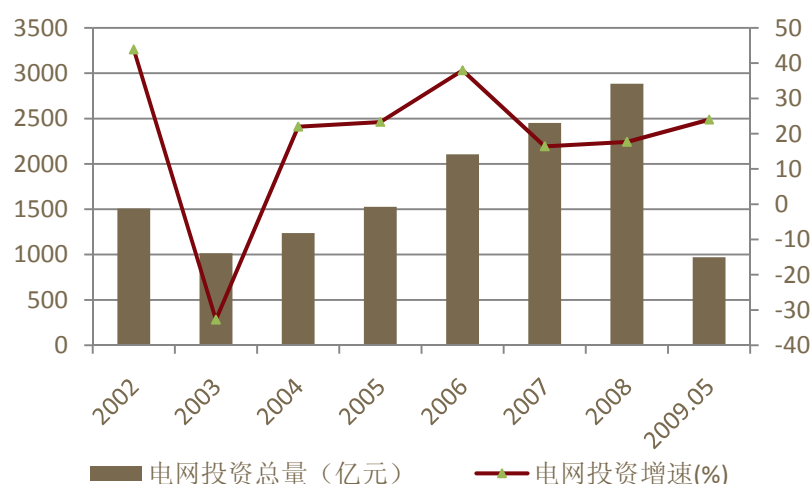
图表 1： 2002-2009.05 电源投资总量及增速



资料来源： 方正证券研究中心

最新数据显示，今年 1-5 月电源建设投资 449.06 亿元，同比继续下降 10%，电网投资 971 亿元，同比增加 24%，电网建设投资力度的加大，高速增长趋势有望保持，电网投资所占比重有望再增 10 个百分点，预计 2009 年我国电源电网的投资比例将大致为 40%:60%。投入电网的资金主要用于特高压、超高压电网以及跨区送电工程建设。截至 2008 年年底，全国电网 220 千伏及以上输电线路回路长度已达 36.48 万公里，同比增长 11.10%，220 千伏及以上变电设备容量达到 138714 万千伏安，同比增长 17.80%。

图表 2 2002-2009.05 电网投资总量及增速

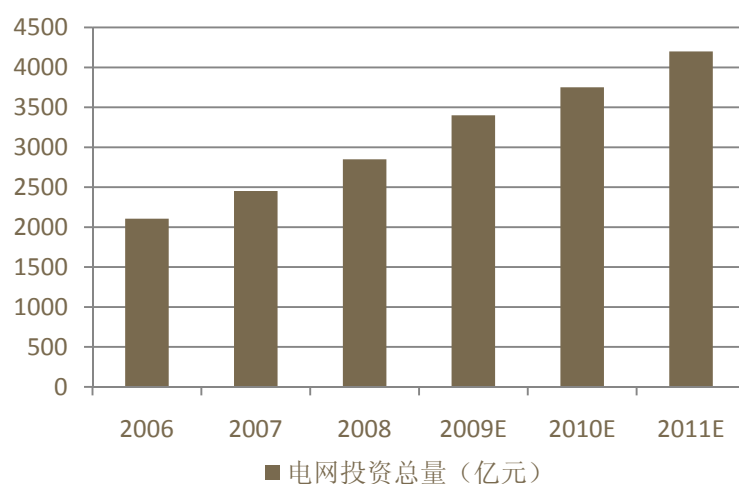


资料来源：方正证券研究中心

2、4 万亿电网投资预期催生高成长性前景

智能化已成为世界电网发展的新趋势，从长期发展方向来看，未来 10 年智能电网都将成为中国电网发展的主要方向。我们以目前国网年均 2500 亿元的投资额来计算，未来 12 年我国电网总投资约为 3 万亿元。而建设坚强智能电网势必需要在原有的投资基础上新增投资规模，按照市场预期未来 12 年坚强的智能电网建设投资有望达到 4 万亿，年均新增投资约 800 亿元。坚强智能电网的明确提出有效的减缓了对未来电网投资下降的担忧，未来几年电网投资还将持续快速增长势头，让电力设备行业未来业绩高成长性更加明确。

图表 3 2009-2011 电网投资预期



资料来源：方正证券研究中心

3、分阶段看智能电网布局重点与投资机会

根据国家电网规划，我国将分三个阶段推进“坚强智能电网”的建设，建设重点与投资机会如表 3 所示。

图表 4 智能电网建设三大阶段与重点

阶段与时间	重点	投资机会
规划试点 2009-2010 (约 1600 亿元)	重点开展“坚强智能电网”发展规划工作，制定技术和管理标准，开展关键技术研发和设备研制，及各环节试点工作。	可再生能源发电运行控制和功率预测技术取得突破；特高压两纵两横加快建设，向家坝-上海±800kV 直流、宁东-山东±660kV 直流建成，西北 750kV 电网“十一五”规划完成；高级调度系统在各网省局试点，调度系统市场增长 30%以上；全数字化变电站大面积试点，数字化开关和数字化互感器得到试用；750kV 柔性输电建成示范工程，百兆级 SVG 和 500kV 短路电流限制器研制并建设示范工程；用电管理采集系统在公用变、商业用户和大客户全面建设；分布式电源接入方案，实用性配电自动化系统和配电管理系统研发试点。
全面建设 2011-2015 (约 2 万亿元)	加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用	特高压建设继续，高级调度系统全面推广，原有调度系统更新、升级；全数字化变电站全面建设；500kV 短路电流限制器大规模采用，柔性输电控制系统示范工程启动。在用户终端应用方面，智能电表和用电信息采集系统深入到居民小区，双向互动在大城市部分推广。而配电自动化管理、分布式电源接入开始试点。
引领提升 2016-2020 (约 1.7 万亿)	高度调度系统，全数字变电站全面普及。柔性输电技术全面应用，智能配电网基本建成。	特高压电网建设，全数字化变电站成为标准配置；智能电表全面覆盖，双向互动；自愈、灵活、可调度智能配电网建成；分布式能源、实用型储能装置、电动汽车充电站在主要城市广泛应用。

资料来源：方正证券研究中心

4、中国特色凸显，二次设备为最大受益者

欧美国家智能电网建设主要集中在用电和配电领域，其主要特点是智能电表的推广和分布式能源的发展。我国“智能电网”的建设目标是以特高压电网为骨干网、各级电网协调发展的坚强电网为基础，构建以信息化、自动化、数字化、互动化为特征的国际领先、自主创新、中国特色的坚强智能电网。

建设重心主要集中在输电侧，最大受益者为二次设备企业。特高压智能输电网络涉及到智能电网调度技术，主要参与企业有国电南瑞、国电南自、北京四方、北京科东、东方电子、许继电气等公司。数字化变电站领域的主要企业有国电南瑞、南瑞继保、北京四方、深圳南瑞等企业。在电力电子输电技术领域荣信股份和思源电气具备技术优势。

图表 5 国电南瑞主要受益环节与竞争对手

发 电		输 送	调 度	变 电		配 电		用 电	
风电并网 无功补偿	分布式电源功率 预测、调节调峰	变压器开 关换流阀	智能调度	数字化变 电站	柔性交流 输电	装备智能 化改造	配电自动 化	用电信息 采集系统	智能电表
荣信股份 思源电气	国电南瑞	特变电工	国电南瑞	国电南瑞					
		许继电气	国电南瑞	国电南自	许继电气	平高电气	国电南瑞	国电南瑞	科陆电子
		平高电气	东方电子	许继电气	国电南自	思源电气	许继电气	科陆电子	长城开发
		天威保变		思源电气	荣信股份			威胜集团	威胜集团

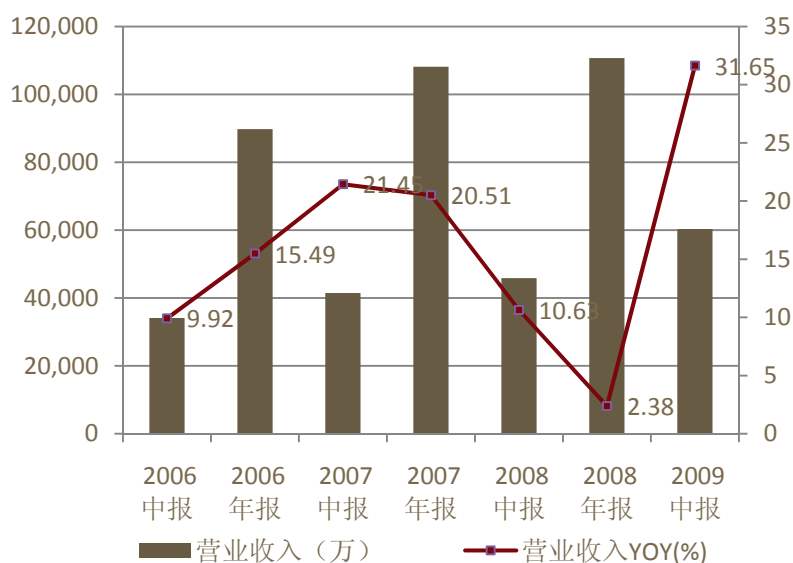
资料来源：方正证券研究中心

二、营业收入创新高，费用控制开始改善

1、公司经营现状

2008 年公司实现营业收入 11.07 亿元，同比增长 2.8%；实现净利润 1.41 亿元，同比下降 15.57%；摊薄后每股收益 0.49 元。09 年上半年，公司实现营业收入 6.04 亿元，较去年同期增长 31.65%，营业利润为 5900 万元，同比增长 82.7%，实现净利润为 7640 万元，每股基本收益为 0.2996 元，同比增长 42.24%。

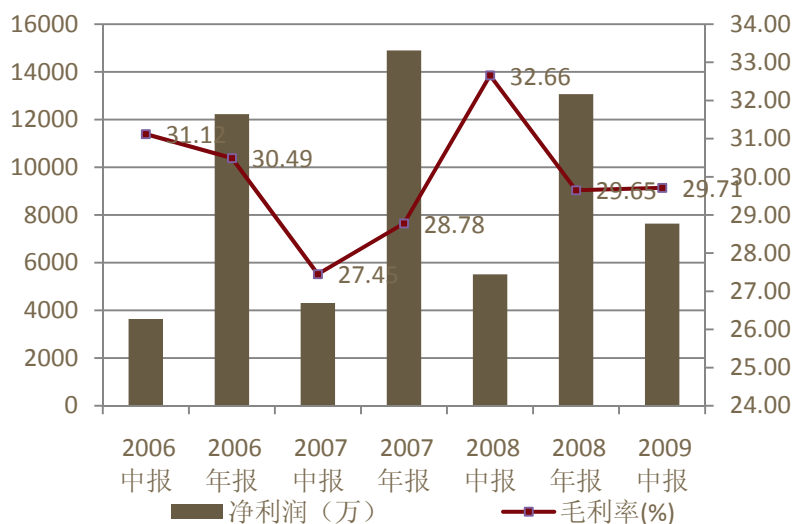
图表 6 营业收入大幅增长 32%，创历史新高



资料来源：方正证券研究中心

上半年公司新签合同 11.30 亿元，完成年度预算的 51.36%，实现营业收入 6.04 亿元，完成年度预算的 43.63%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元，完成年度预算的 45.79%。业绩目标完成良好。

图表 7 行业竞争加剧，毛利率维持 30%

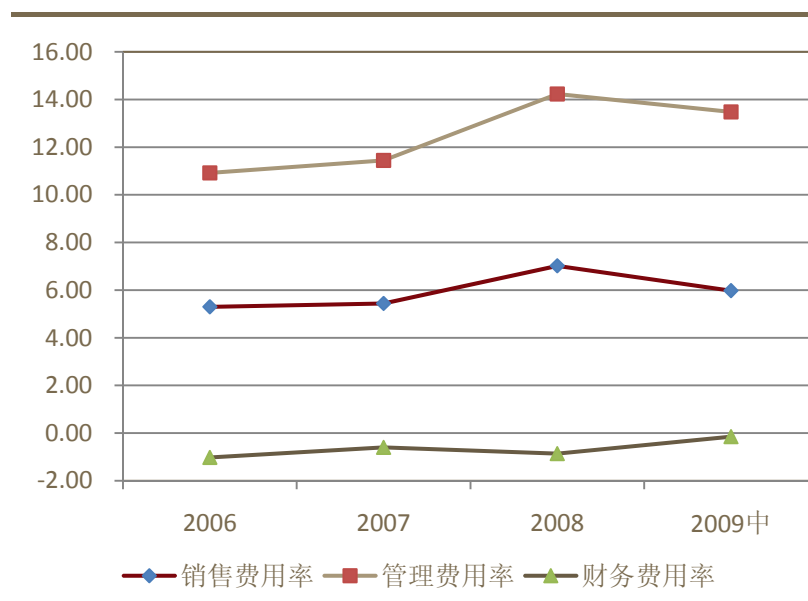


资料来源：方正证券研究中心

2、费用控制明显改善，盈利能力得提升

上半年公司期间费用率为 19.31%，同比下降了 4.2 个百分点。销售费用和管理费用率分别较 08 年下降 1.04 和 0.75 个百分点，财务费用则增加了 0.75 个百分点。一直以来期间费用率居高不下是公司的诟病，也因此经常引来市场非议，显然公司已经认识到了费用控制改善的必要性，并取得了初步成效。不过仍然接近 20% 的期间费用率仍然存在改善空间，一旦费用控制得到加强，未来将会对公司业绩改善产生明显效果。

图表 8 2006-2009.06 公司费用率



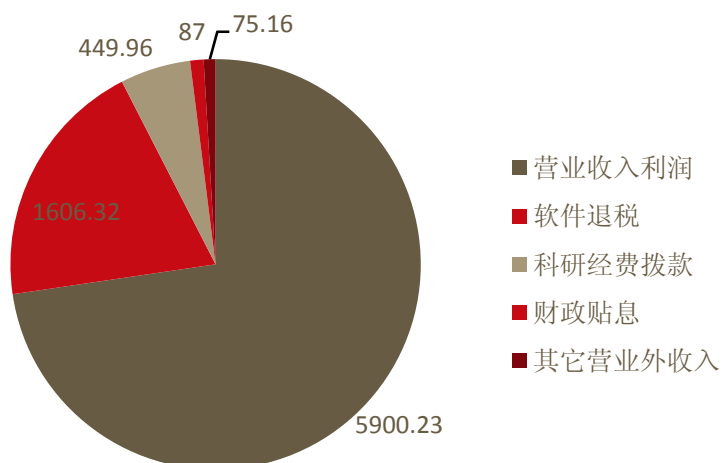
资料来源：方正证券研究中心

我们认为由于公司销售模式以招投标为主，咨询代理费用及中标服务费等销售费用下降难度较大；管理费用则有望随着公司调整人员结构和优化资产配置而降低；财务费用因为公司资金充足，定期存款带来的利息收入将保证其为负值，预计 09 年期间费用率将进一步下降，有望实现 18.5% 的期间费用率。

3、显著受益软件增值税补贴，占净利近两成

此外，1-6 月份公司获得营业外收入 2218.4 万元，实现净利润 2189.7 万元，占净利润总额的 28.7%。其中 72.4% 的营业外收入来自于软件退税，公司作为软件企业，享受软件收入的增值税超过 3% 以上部分先征后退的优惠政策，近三年以来，公司该项退税收入较为稳定，预计 09 年公司依然可获得 6000 万左右的营业外收入。

图表 9 2009 年 1-6 月份公司利润构成



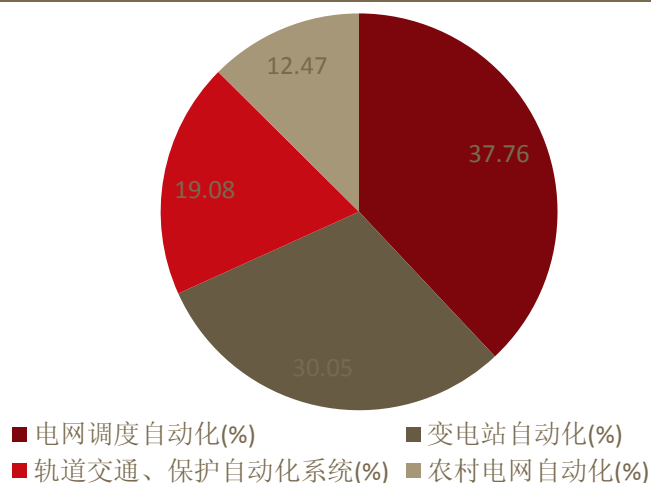
资料来源：方正证券研究中心

三、四大主营业务板块分析

1、“二大二小”业务结构构成

公司主要经营电网调度自动化、变电站自动化、轨道交通电气与保护自动化、农村电网自动化等 4 大板块；另外还从事火电厂及工业控制自动化以及相关产品技术研发与产品的软硬件开发、生产、销售及与之相关的系统集成服务。

图表 10 “二大二小”业务构成

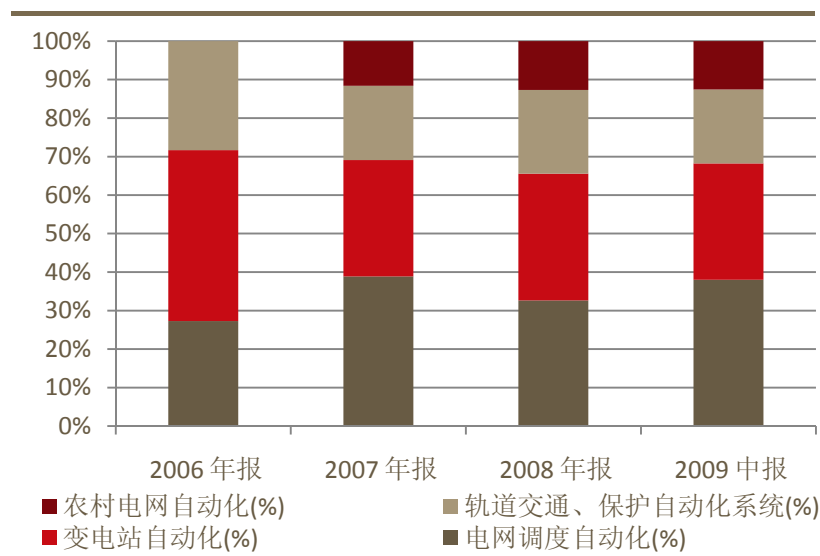


资料来源：方正证券研究中心

面对全球金融危机蔓延的严峻局面，国家出台了一系列保增长、扩内需、调结构的重大决策及部署，今年上半年，受国家智能电网加大投资建设力度的影响，变电站业务、农村电网业务上半年分别同比增长了 37.98% 与 40%，分别占总营业收入比为 30.05% 与 12.47%。而受国家产业结构调整部署，公司将完全淡出火电厂及工业自动

化业务，上半年同比下降 70.48%。我国目前轨道交通行业投资迅猛增长，轨道交通业务跟着受益，上半年同比增长了 47.7%，占总营业收入比为 19.08%，并随着新产品轨道信号控制系统的突破，占比还将继续扩大，有望与电网调度、变电站业务“平分天下”。

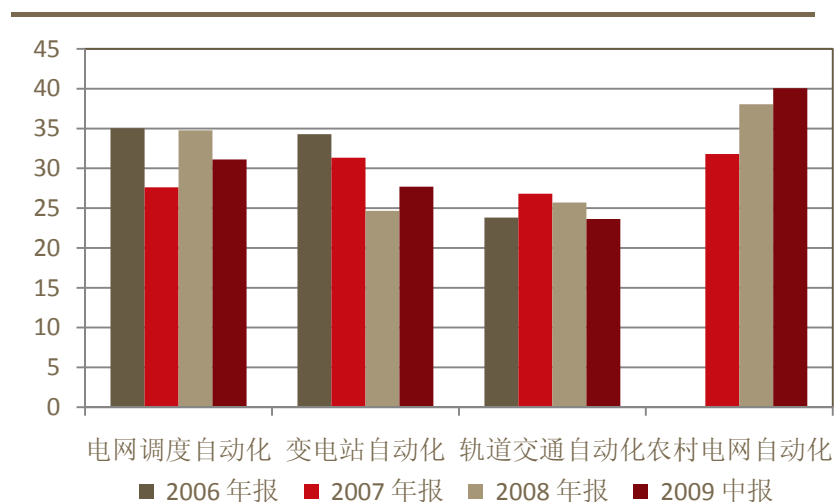
图表 11 2006-2009.06 公司主营业务构成



资料来源：方正证券研究中心

从业务毛利率变动情况来看，受同业竞争加剧的影响，电网调度业务与轨道交通业务毛利率明显下降，分别同比下降了 9.63%与 5.06%。农网自动化业务则保持毛利率继续上升的势头，变电站业务毛利趋于稳定。公司 1-6 月份毛利率为 29.7%，同比下降 3 个百分点，显示高利润业务竞争加剧，毛利水平有望走向行业平均趋稳。

图表 12 农网毛利继续提升，调度毛利轻微下挫



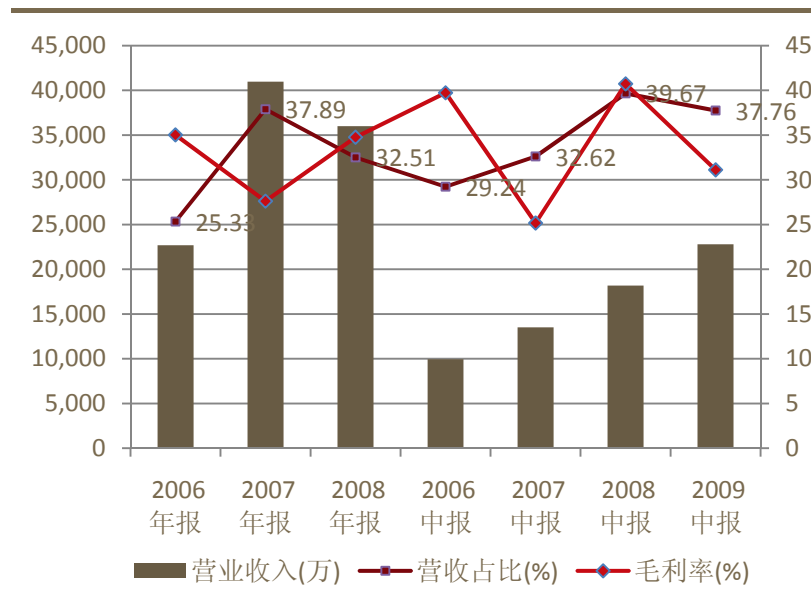
资料来源：方正证券研究中心

公司将不断增加高科技含量新技术、新需求在行业投资比重，进一步提升自身技术优势，并积极培育新兴产业，依托高精尖产品，确保在激烈竞争中占据优势，缓解利润率下滑势头，保持科研产业协调、快速发展。

2、电网调度自动化

电网调度自动化业务是公司的优势业务，也是公司目前最大的业务，1-6 月份实现营业收入 2.28 亿元，同比增长 25.32%，收入比重达到 37.76%，利润率为 31.12%，同比减少 9.63 个百分点。

图表 13 电网调度业务营业收入与毛利率



资料来源：方正证券研究中心

在电网的智能调度方面，现有的五级调度体系中，除县级调度外，自动化程度基本达到 100%，年均市场容量约在 8~10 亿元左右，随着智能电网的推进，智能调度在电网建设中的地位将大幅提升。目前，在调度自动化系统方面，公司电网调度自动化产品在网省调高端市场约占 70% 以上份额。在南方电网总调及南网所辖五个省调，以及南网五省的省会城市调度和海南省全部三个地调，均采用国电南瑞产品。其它国内市场方面，上半年公司中标了华北智能电网研发、江苏省调升级、宁夏省调升级等高端网省调系统、大批量地调和集控站系统等项目。海外市场，公司负责了苏丹国家电网调度项目。行业龙头优势凸显，稳定的智能调度是智能电网的核心，电网智能调度和储能设施的配套是智能电网建设中居重要地位，作为电网调度老大，受益最大。

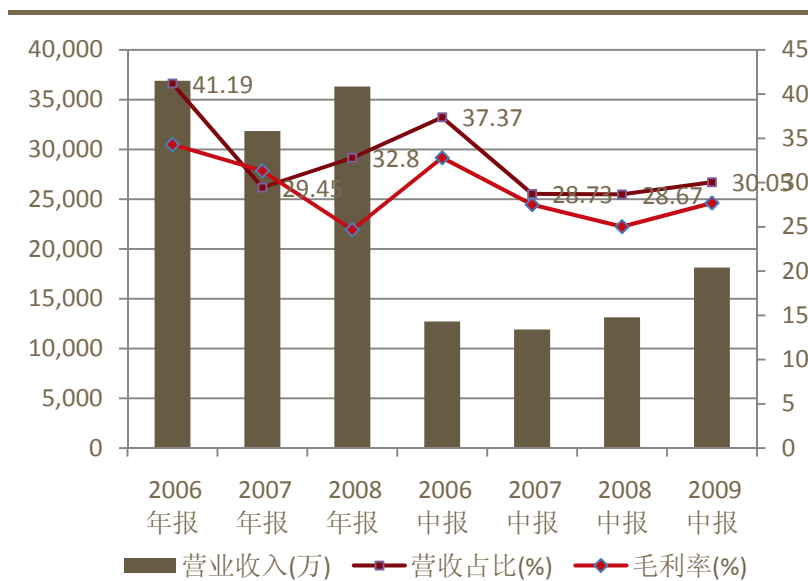
另外智能电网建设的发电环节将显著提高可再生能源、间歇式能源的入网比例，而国电南瑞在新能源与分布式电源功率预测、调节调峰设备占据绝对优势，目前国内尚无强有力竞争者。我们预计公司今年还将在智能电网研发、风电场监控方面取得大幅度的增长，这些方面受技术壁垒影响，高端产品毛利下降可能性不大，将维持 30% 左右，业务增速维持在 25% 以上。

3、变电站自动化

变电站自动化是公司的传统业务，1-6 月份实现营业收入 1.81 亿元，同比增长 37.98%，收入比重达到 30.05%，毛利率为 17.69%，

同比小幅上升 2.68 个百分点，扭转了毛利率持续走低的困境。

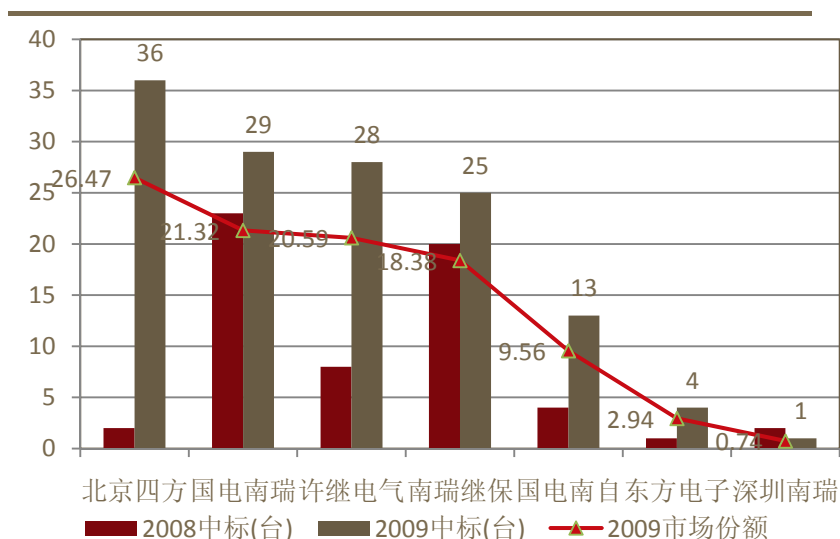
图表 14 变电站业务营收与毛利有望趋于平稳



资料来源：方正证券研究中心

公司变电站自动化业务主要为 220KV 电压级别产品，在 1-6 月份的国家电网统一招标中，公司中标 29 台，同比多出 6 台，09 年市场份额为 21.32%，同比下降 11.64%，行业竞争激烈。目前公司主要竞争对手有国电南自、许继电气、北京四方、南瑞继保等。上半年北京四方中标 36 台，市场份额由 2.86%提升到 26.47%，而许继电气中标 28 台，市场份额也提升到 20.59%，非常接近于国电南瑞，市场竞争加剧，公司领先的市场份额正逐步为竞争对手所蚕食，行业环境趋于恶化。

图表 15 同业竞争加剧，市场份额下降



资料来源：方正证券研究中心

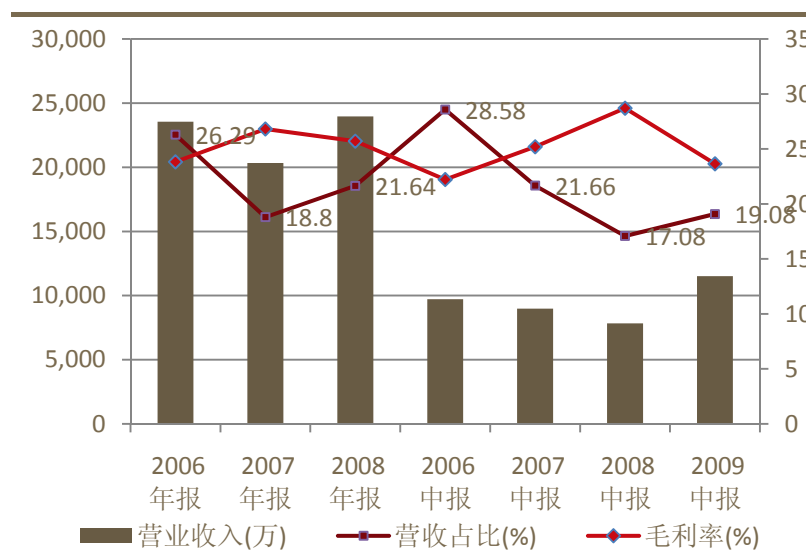
如果国家最近不推出数字化变电站，预计 09 年公司该块业务

增速将有所减慢，但是仍将保持在 25%左右增速，毛利率有望接轨行业平均水平趋稳，受调度特别是轨道交通业务高速增长的影响，收入占比也将有所下降。如果考虑未来 1-2 年 IEC61850 数字变电站标准在我国全面推出，公司将依托在数字化变电站以及柔性输电方面具有技术领先优势，抢占先机，产品份额与毛利率都将显著提升，有望维持 30%以上的高增速与 30%以上的毛利水平。

4、轨道交通电气、保护自动化

轨道交通电气、保护自动化业务主要由全资子公司南京中德保护控制系统有限公司和国电南瑞北京控制系统有限公司经营。和保护自动化系统是公司未来几年成长性最好的业务，1-6 月份实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 47.1%，利润率为 23.64%，同比减少 5.06 个百分点。

图表 16 轨道交通业务大增 47%，毛利率小幅下滑



资料来源：方正证券研究中心

目前我国正处于轨道交通建设的繁荣阶段，数据显示全国 14 座城市共 46 条线路正在开工建设，建设总里程 1212.3 公里；并有 19 个城市轨道交通建设规划得到了国家批准，计划至 2015 年前后规划建设 70 条轨道交通线路，总长度约 2100 公里，总投资超过 8000 亿元。以每公里控制系统平均造价 1000 万元计算，其市场容量约为 210 亿元，市场巨大。

图表 17 2009 各大城市轨道交通规划建设一览

城市	总投资	建设线路与实施阶段
武汉	500 亿元	2011 年，建成武汉至孝感、黄石、咸宁三条城际铁路；2013 年，武汉至黄冈城际铁路也将完工
长沙	221 亿元	2015 年前实施 2 号线一期工程和 1 号线一期工程；2 号线连接大河西先导区的高新开发区和武广新长沙站，1 号线沿芙蓉路修建。2020 年前实施 2A 线工程和 3 号线一期工程。

南昌	141 亿元	2009 年-2015 年期间，大力推进地铁 1 号线（西客站至艾溪湖）建设，全长 28 公里。
郑州	261 亿元	2015 年前建成贯穿城市东西向和南北轴向的 1、2 号线的主要路段，形成“十”字形核心线路。
苏州	146 亿元	2009-2013 年，2 号城市快速轨道交通骨干线路，全长 26.386 公里，其中高架线 6.57 公里。
青岛	446 亿元	2009-2014 年，一期工程线路，由西镇经火车站到青岛火车站北站，全长 27.9 公里；2013 年至 2017 年，二期工程长 26.8 公里；2016 年至 2020 年，三期工程长 32.3 公里。
北京	1900 亿元	在建线路 13 条，到 2015 年，将基本形成“三环、四横、五纵、七放射”总里程 561 公里的轨道交通网络。
乌鲁木齐	600 亿元	开始建设中心城区与甘泉堡、五家渠、昌吉市之间的快速交通通道，形成区域一体化和城乡一体化相适应的快速交通网络。全长 166 公里，形成“三主两辅 T 轴”布局
太原		规划城市轨道线路 3 条，覆盖城市主要发展地区和重要客运走廊；同时规划城际快速轨道与城市轨道形成衔接，衔接阳曲、太原、榆次、清徐、规划新机场、规划两火车站。

资料来源：隧道网 方正证券研究中心

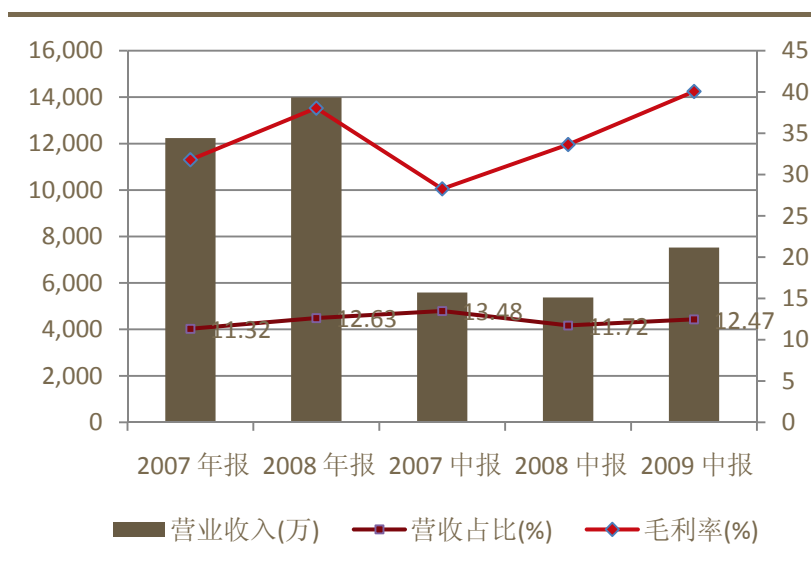
轨道交通自动化业务将显著受益于我国城市轨道交通建设的加速，后续成长性明确，主要包括综合监控系统、设备监控系统以及环境监控系统。目前公司在该领域的主要竞争对手为和利时、国电南自等。上半年继西安、广州地铁后又成功中标苏州地铁综合监控系统（合同超 1.83 亿元），相关业务步入高速成长期，同时公司正在着手新产品轨道信号控制系统的开发，现在正处于技术突破期。单套信号控制系统的产值约为综合监控系统的 10 倍，待形成产业化后市场庞大，有望成为为公司最大业务之一，与电网调度、变电站业务“平分天下”。

目前公司项目储备丰富，今年可结算收入包括南京、广州、重庆等城市地铁项目。预计 09 年轨道交通自动化业务增速有望维持 40%以上，市场份额将由 20%扩大到 40%，营业收入占比可能达到 25%左右，并将继续扩大，预计 2012 年营收占比可达到 40%。

5、农村电网自动化

受益于国家电网和南方电大力推行城农网改造，农村电网自动化自 07 年购入以来，表现良好，目前是公司盈利能力最好的业务。1-6 月份实现营业收入 2.28 亿元，同比增长 25.32%，收入比重达到 37.76%，利润率为 31.12%，同比增加 6.43 个百分点。

图表 18 2007-2009.06 轨道交通业务营业收入与毛利率



资料来源：方正证券研究中心

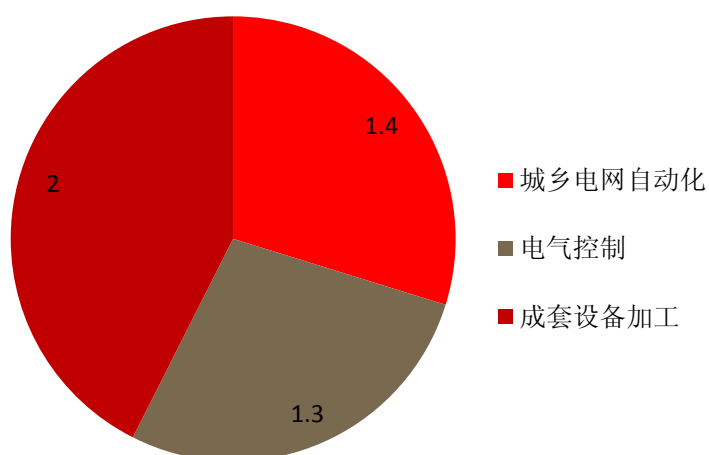
考虑农网自动化业务的较低技术门槛，另外地方性企业较南瑞具有明显区域性竞争优势，该项业务未来将呈小幅增长态势，预计未来1-2年业务增速维持在20%左右，并将继续保持毛利率35%以上。

四、集团资产注入题材，提升公司估值水平

1、收购资产盈利能力强，将大幅增厚公司业绩

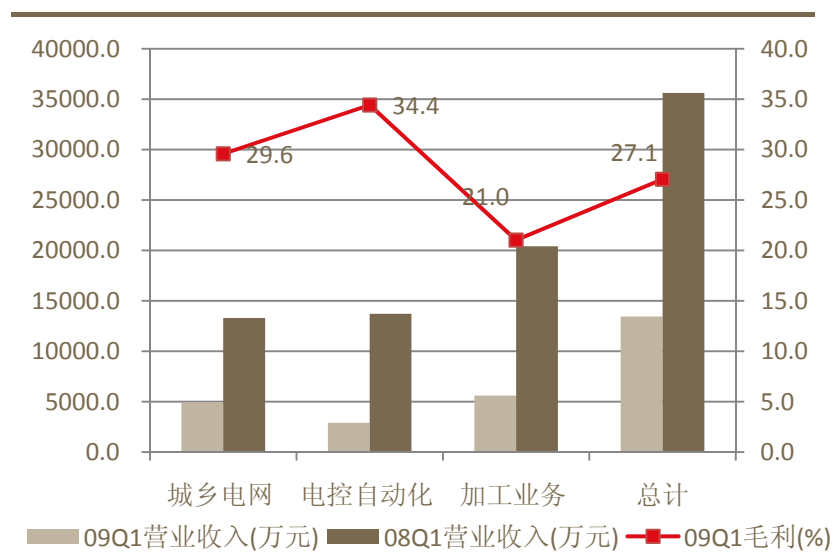
公司7月份公告以4.02亿元收购南瑞集团城乡电网自动化、电气控制及成套设备加工业务相关资产。此次收购资产08年实现销售收入4.74亿元，共实现净利润7038万元，净利率达到14.85%，09年1季度实现销售收入1.34亿元，毛利率为27.1%，盈利能力强。

图表 19 收购资产 2008 业务构成(亿元)



资料来源：方正证券研究中心

图表 20 三大收购业务营收与毛利



资料来源：方正证券研究中心

此次注入的电气控制业务其主要产品为发电机励磁系统系列产品，还包括风电控制系统研发项目：风电整机控制系统、风电变流变桨控制系统、机组的电网接入、风电场综合监控等，而这些都是风电机组中最关键的核心零部件，目前仍是国内风电设备制造业中最薄弱的环节，基本依赖进口。成套设备加工业务的注入将明显减少公司与南瑞集团之间的关联交易。这也是公司多年来受投资者质疑的一大诟病。通过此次整合将显著提高公司的综合实力与盈利能力。

图表 21 三项收购资产的业务特点与优势

业务特点		业绩与优势
城乡电网自动化	中低压继电保护	目前，已有 4000 多套保护装置及 6 万多台厂站系统在全国电网成功运行，是国内中低压厂站保护、保护监控一体化技术和产品的主要供应商之一，除了电力系统外，还广泛应用于包各大型工矿企业的变电站、发电厂，并远销国际市场
电气控制	电力系统中发电设备运行与控制自动化、电力系统电力电子技术、风电控制系统研发	其中发电机励磁专业长期保持国内龙头地位，拥有较高市场占有率，其中大中型机组励磁系统已有逾千台运行业绩，并且高端市场占有率近 40%，采用南瑞励磁产品的 600MW 及以上容量的发电机组已接近 100 台，打破了该行业长期存在的国外垄断现象
成套设备加工	电网调度自动化、变电站自动化、轨道交通自动化、农网自动化等产品研发、生产制造	生产工艺先进，是国内业界最大的电力系统自动化设备生产制造基地之一，拥有国际先进的以表面贴装（SMT）设备为主的电子工艺及生产加工系统；以自动和半自动调试环境为主的产品电性能测试及生产调试系统。

资料来源：方正证券研究中心

图表 22 收购资产整合带来的优势一览

能力提升	整合前	整合后
提高公司整体 监控技术和继电保护技术在低电压等级变电站 竞争能力，避 控制系统中融合趋势日益明显，公司面临技术 免同业竞争 变革带来的威胁		收购的南瑞集团电气控制业务资产中的励磁系统属 于电厂自动化领域，与国电南瑞的火电厂 DCS、辅机 控制等业务的客户端趋同，收购后，公司可整合资源 实现协同效应，在产品功能、市场资源方面实现共享， 将大大增强国电南瑞在火电厂自动化领域的竞争力
加快公司风电 控制系统研发 和产业化进程	风电控制技术是目前国家重点支持的核心关键 技术，主要受外国所垄断，目前南瑞专注于风 电场 SCADA 和综合监控系统上研究，而南瑞集 团电控业务资产在机组控制等方面取得了突破	通过收购南瑞集团电气控制业务资产，可迅速拥有风 电控制系统部分核心技术，为下一步加大投入，实现 风电控制业务的产业化奠定技术基础
减少日常关联 交易	国电南瑞本身没有成套设备加工业务，其产品 配套硬件设备以委托加工或采购方式满足生产 需要	收购完成后，将完善公司上下游产业链，大大减少与 南瑞集团之间的关联交易，增强公司的独立性
提高公司技术 创新能力	在电网调度、轨道交通自动化、数字变电 站新产品、新市场的研发拓展上，公司还需要 进行许多关键技术突破	随同资产转让还包括专业技术人员，具有电力系统自 动化专业技术的科研开发、工程服务、生产检测、市 场营销的丰富经验，将进一步拓展公司的研发思路， 增强公司持续科技创新能力注入新的活力

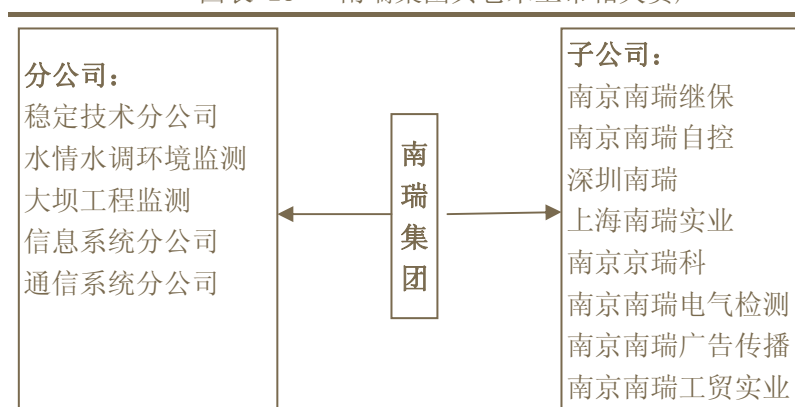
资料来源：方正证券研究中心

收购资产以 08 年净利润计算，市净率仅为 5.73 倍，远低于上 市公司目前 8.66 倍的 PE 水平，收购价格比较低，对公司有利。收 购资产中收入占比最大的成套设备是公司电网调度、变电站自动化 的配套产品，以前的收入确认属于向国电南瑞销售，收购完成后将 不再在报表中产生收入。我们以 20%的业务增速对收购资产进行测 算，考虑成套设备报表合并抵消 1.8 亿元左右的收入，将提高公司 毛利率。我们预计 09 年收购资产实现销售收入 3.89 亿元，实现净 利润 6500 万元，增厚公司 EPS 业绩 0.27 元。

2、整体上市预期强烈，作为旗下唯一上市公司受益最大

通过此次城乡电网自动化、电气控制及成套设备加工业务等 3 块资产注入后，集团旗下的还包括大坝工程监测、水情水调、稳控 业务等在内的二次设备其他资产，盈利能力均不输于上市公司。

图表 23 南瑞集团其它未上市相关资产



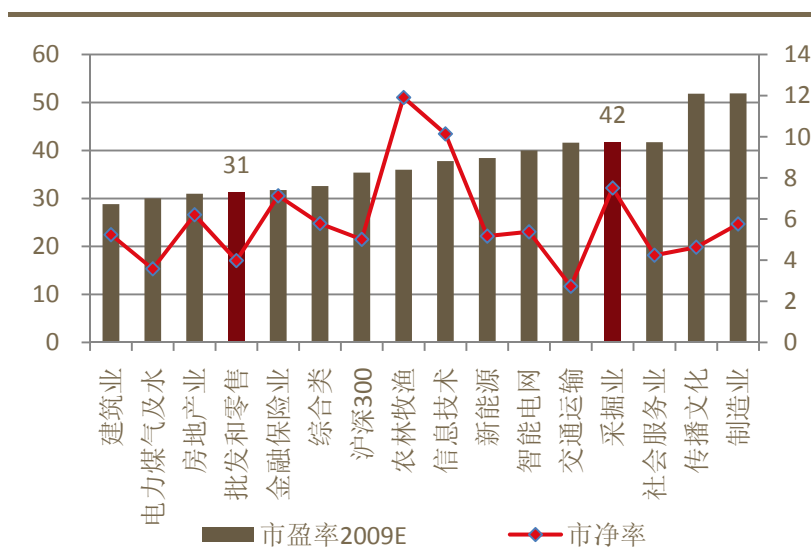
资料来源：方正证券研究中心

其中南瑞继保产品毛利润率高达 40% 以上，净利率也在 20% 以上，是南瑞集团内盈利能力最强的资产，但是南瑞集团仅参与南瑞继保 15.3% 的股权。通过我们调研所掌握情况，南瑞继保短期内注入上市公司或单独上市都尚不明朗。我们认为稳控、水情水调环境监测、大坝工程监测业务等优质资产接下来注入上市公司的可能性最大。随着未来更多的优质资产进入上市公司，将带来公司基本面改善，建议投资者密切关注。

3、当前估值水平尚属合理

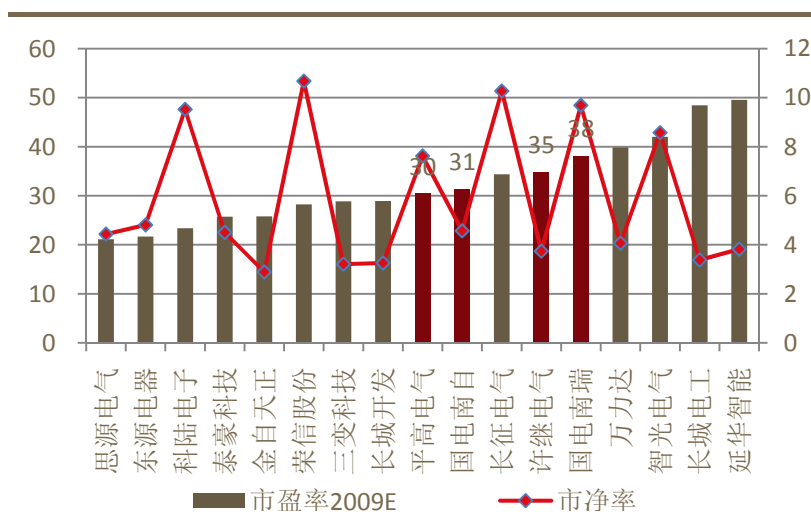
从板块对比来看，目前沪深 300 平均估值水平为 35 倍，智能电网板块为 40 倍，市净率为 5.38 倍，估值水平偏高，但是考虑对电网投资加速的预期，以及国家电网坚强智能电网规划，相关企业将从中显著受益，成长性明确，相对 13% 的估值溢价属合理范围。

图表 24 各板块 2009 年估值与市净率比较



资料来源: wind 方正证券研究中心

图表 25 智能电网板块公司 2009 年估值比较



资料来源: wind 方正证券研究中心

目前国电南瑞估值水平为 38，高于平高电气、国电南自、许继电气等主要竞争对手，但是略低于行业平均水平，考虑未来南瑞集团资产注入预期以及智能电网建设带来的发展前景，估值虽然较主要对手小幅偏高，但尚属合理范围。

五、盈利预测与投资评级

不考虑城乡电网自动化业务、电控业务和加工业务，我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.63 元、0.85 元和 1.04 元。考虑下半年城乡电网自动化、电气控制及成套设备加工业务注入后，将进一步完善公司产业链，增强其研发实力，增厚公司 09-11 年 EPS 分别为 0.27 元、0.35 元和 0.46 元。综合考虑公司 2009-2011 年 EPS 为 0.9 元、1.2 元与 1.5 元左右。

目前公司股价为 36 元，对应的动态 PE 分别为 40 倍、30 倍和 24 倍，考虑到我国智能电网建设可能会为公司带来超额收益，其估值水平尚属合理，短期给予公司“增持”投资评级。我们预期未来 1-2 年南瑞集团对上市公司存在后续资产注入的可能性，公司估值水平还有进一步提升空间，长期给予公司“买入”投资评级。

图表 26 盈利预测表

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1107.3	1439.5	1799.4	2249.2
主营业务成本、税金	789.7	1027.5	1289.6	1610.8
主营业务利润	317.6	412.0	509.8	638.4
其他业务利润	(10.7)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
营业费用	77.7	100.8	126.0	157.4
管理费用	157.6	181.3	184.8	205.5
财务费用	(9.6)	(8.4)	3.8	28.2
营业利润	81.2	133.3	190.2	242.2
投资收益	(0.0)	5.0	10.0	20.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收支	59.4	60.0	65.0	65.0
利润总额	140.6	198.3	265.2	327.2
减：所得税	9.9	29.7	39.8	49.1
减：少数股东损益	5.4	7.6	10.1	12.5
净利润	125.3	161.0	215.3	265.6

资料来源：方正证券研究中心

图表 27 资产负债预测表

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	550.1	450.8	1031.7	2031.7
应收帐款净额	547.6	694.1	887.4	1109.2
存货净额	440.4	552.1	690.2	862.7
其他流动资产	42.9	115.2	143.9	179.9

流动资产合计	1581.0	1812.2	2753.2	4183.6
固定资产净额	312.9	360.4	419.7	495.2
无形资产	9.6	8.7	7.7	6.7
长期投资及其他	42.9	42.9	42.9	42.9
资产总计	1946.5	2224.2	3223.6	4728.4
短期借款	23.0	0.0	643.3	1700.5
应付帐款	384.0	496.9	552.1	647.0
其他流动负债	557.7	631.9	782.7	955.9
流动负债合计	964.7	1128.9	1978.1	3303.5
长期借款	0.0	0.1	0.2	0.3
其他长期负债	2.9	7.9	12.9	13.4
长期负债合计	2.9	8.0	13.1	13.7
负债合计	967.5	1136.8	1991.2	3317.1
少数股东权益	0.0	3.8	8.9	15.1
股东权益	978.9	1083.6	1223.5	1396.1
负债和股东权益总计	1946.5	2224.2	3223.6	4728.4

资料来源：方正证券研究中心

图表 28 现金流量表

现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动产生的现金流				
净利润	130.7	161.0	215.3	265.6
少数股东权益	10.7	3.8	5.1	6.3
折旧及摊销	18.1	20.8	31.0	37.4
坏帐准备	0.0	24.9	3.9	24.6
应收帐款的减少/(增加)	24.6	(171.3)	(197.2)	(246.5)
存货的减少/(增加)	(137.1)	(111.8)	(138.0)	(172.5)
待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	(72.2)	(28.8)	(36.0)
其他长期资产的减少/(增加)	0.1	0.0	0.0	0.0
应付帐款的增加/(减少)	96.7	112.9	55.2	94.9
预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债的增加/(减少)	2.2	74.3	150.8	173.2
其他长期负债的增加/(减少)	0.0	5.0	5.0	0.5
其它	(1.6)	0.1	0.0	0.0
经营活动产生的现金流净额	144.2	47.3	102.3	147.5
投资活动产生的现金流				
收回投资与投资收益	0.2	0.0	0.0	0.0
资本投资	47.4	67.3	89.4	111.9
其它	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流净额	(47.3)	(67.3)	(89.4)	(111.9)
筹资活动产生的现金流				
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
支付股利	52.7	56.3	75.3	93.0
银行贷款的净增加	0.0	(22.9)	643.4	1057.4

其它	28.5	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流净额	(81.2)	(79.2)	568.0	964.4
现金的净流入/（净流出）	15.2	(99.2)	580.9	1000.0
现金期初余额	528.5	548.3	449.1	1030.0
现金期末余额	543.7	449.1	1030.0	2030.0

资料来源：方正证券研究中心

图表 29 主要财务指标表

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
ROE	12.8%	14.9%	17.6%	19.0%
ROA	6.4%	7.2%	6.7%	5.6%
已获利息倍数	-8.61x	-15.55x	52.19x	9.77x
资产负债率	49.7%	51.1%	61.8%	70.2%
流动比率	163.9%	160.5%	139.2%	126.6%
固定资产/总资产	16.1%	16.2%	13.0%	10.5%

资料来源：方正证券研究中心

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 究中心（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦（310006）
电话：	（86731）85832274	（86571）87782600
传真：	（86731）85832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com