

国电南瑞(600406)

增发将为公司插上腾飞的翅膀

——国电南瑞非公开增发点评

李新渠

+86 10 5836 2760

lixq@bhq.com

事件:

9月19日,公司发布公告称拟以不低于30.94元/股的价格非公开发行2600万股募集约7.6亿元,所募资金将分别投向城市轨道交通指挥中心调度决策系统、智能变电站自动化系统、智能用电信息采集系统及配套产品、风电机组控制及风电场接入系统、智能配电网运行控制系统以及城市轨道交通列车自动监控与计算机联锁系统等6大项目。

评论

1. 公司在未来的智能电网争夺战中抢得先机

2009年5月,国家电网公司正式提出了建设统一的坚强智能电网的发展目标,在此背景下,相关工作目前已经正式启动,智能电网建设已明显加速。在本次非公开增发的6大项目中,智能变电站自动化系统、智能用电信息采集系统及配套产品、智能配电网运行控制系统和风电机组控制及风电场接入系统基本都与智能电网密切相关。我们认为,通过此次增发,将使公司能够在智能电网新技术发展、新技术引领方面做好准备,利于在前景广阔的智能电网市场中抢得先机。

a) 智能变电站自动化系统

智能变电站是智能电网的六大基础环节之一,是电网基础运行数据的采集源头和命令执行单元,是智能电网建设的重要节点。智能变电站自动化技术在数字化变电站技术基础上对设备和系统的自描述、自适应、自诊断、自愈、智能告警、基于全站、全网信息的运行控制策略等高级应用方面进行了全面的升级和提高,因此,随着智能电网建设的逐步推进,未来有望取代常规变电站和数字化变电站,成为智能化电网的基本组成单元。

b) 智能用电信息采集系统及配套产品

“智能用电”作为智能电网建设的重要组成部分,可实现全覆盖实时的用电信息采集、用户侧双向能源的接入与输出计量、海量数据分析处理、电网实时电价与增值业务的互动,保障电网安全运行,引导区域用户最佳用能消费,提高电网服务质量,实现社会群体节能。通过该项目的实施,将能进一步延伸公司产业链,使公司成为能够提供智能用电信息采集主站、智能终端设备、智能电表等产品全面解决方案的企业,增强公司在智能用电领域的行业竞争力。

c) 智能配电网运行控制系统

智能配电网运行控制系统是在配电自动化系统上一层的运行控制系统,它基于智能化的配电终端,可实现分布式电源和微电网的智能接入、自愈控制以及配电网安全预警分析等功能。同时,智能配电网运行控制系统可集成所有配电网相关系统信息,并利用数据可视化技术进行分析和展现,建立完整的信息共享体系和完善的停电管理机制,从而实现上下级电网的协调运行和调度,确保配电网的智能化运行。智能配电网作为智能电网的中枢环节,可实现能量流和信息流的上传下达,接纳分布式能源,是连接微电网与主网的桥梁。该项目实施有利于巩固和加强公司在国家智能电网建设配电领域的主导地位和技术领先优势。

d) 风电机组控制及风电场接入系统

风电机组控制系统可实现风电机组的运行控制功能及其并网和脱网、优化功率输出、故障检测和安全保护等功能;风电场接入系统可实现风电场接入电网安全稳定运行、低电压穿越、运行状态监控、无功补偿与电压控制、有功和频率调节等功能。如果该项目得以成功实施,有望使公司率先成为国内首家成熟的风电机组控制系统及风电场接入系统产品供应商,将为国内整机厂提供机组控制系统解决方案,并为国内已运行、在建、规划建设的风电场提供接入系统解决方案,满足风电大规模接入电网需求。

评级:

买入

上次评级: 买入

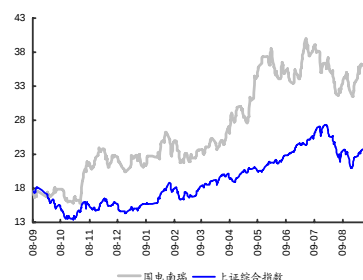
目标价格

44.00

当前价格

37.06

2009.09.19



相关报告

国电南瑞: 即将迎来又一个春天

——国电南瑞价值投资报告

毛利率环比提升明显, 期待费用控制改善

——国电南瑞1季报点评

增持更多来源于信心

——集团增持国电南瑞股票点评

全年业绩有望大幅增长

——国电南瑞09年中报点评

2. 利于公司抓住轨道交通行业发展机遇

受益于城市轨道交通行业的大规模投入。预计到2050年,我国将全部建成约4500 公里的轨道交通线路,投资规模超过12000亿元,我国轨道交通已进入跨越式发展期。由于轨道交通自动化产品占轨道交通建设比重较大,将明显受益于城市轨道交通行业的大规模投入。公司的非公开增发项目中,城市轨道交通指挥中心调度决策系统和城市轨道交通列车自动监控与计算机联锁系统项目都与此有关,这将有助于公司抓住我国轨道交通建设快速发展机遇,提升行业竞争力。

a) 城市轨道交通指挥中心调度决策系统

该项目的建设内容为:建设轨道交通指挥中心调度决策系统开发测试环境、开发轨道交通指挥中心调度决策系统、建设轨道交通指挥中心调度决策系统生产体系、建设轨道交通指挥中心调度决策系统技术服务体系。目前,城市轨道交通指挥中心调度决策系统完全依赖于国外技术,如果该项目得以成功实施,将有助于打破国外公司在此领域的垄断地位,使公司成为国内率先能够提供城市轨道交通指挥中心调度决策系统的企业,有利于公司扩展在轨道交通自动化领域的深度及广度,提升公司在城市轨道交通行业的竞争力。

b) 城市轨道交通列车自动监控与计算机联锁系统

列车自动监控系统是轨道交通信号系统的重要组成部分,它通过与列车自动防护系统和列车自动驾驶系统的协调配合,完成对城市轨道交通信号系统的自动化管理和全自动行车调度指挥。计算机联锁系统则通过接收来自列车自动监控系统的命令,在满足安全的前提下,管理进路、道岔和信号的控制,并将进路、道岔和信号的状态信息提供给其他系统。列车自动监控系统与计算机联锁系统作为保证轨道交通列车运行安全,实现行车指挥,提高运输效率的关键系统设备,其投资额仅低于土建和车辆,未来市场空间广阔。公司通过实施该项目,有助于打破国外公司在轨道交通信号领域的垄断地位,提升公司在轨道交通行业的竞争力,并为今后的持续发展奠定良好的基础。

3. 将大大增强公司盈利能力

本次非公开发行募集资金拟投资项目,都与我国加强智能电网和城市轨道交通建设的产业方向息息相关,属于亟需的关键技术或者设备,具备广阔的市场前景,并且募投项目内部收益率在28.00%—41.26%之间,具有良好的盈利能力。预计在项目建成投产后,公司年销售收入和利润水平预计将有较大幅度增长。

募集资金项目情况

项目名称	项目投资总额(单位: 万元)	建设期(年)	内部投资收益率	设计产能
城市轨道交通指挥中心调度决策系统	7,500	2	41.26%	年产指挥中心调度决策系统3套,接入在建或已建线路10条
智能变电站自动化系统	12,000	2	31.58%	年产智能变电站自动化系统400套
智能用电信息采集系统及配套产品	16,700	1.5	29.08%	30套智能用电信息采集系统主站、150000套智能用电终端设备和400000块智能电表
风电机组控制及风电场接入系统	16,800	2	28%	年产风电机组控制系统600套,风电场接入系统40套
智能配电网运行控制系统	12,000	2.5	28.64%	智能配电网一体化支撑系统30套;配电网智能调度系统10套;智能配电网停电管理系统10套;智能配电网信息集成及可视化系统20套;智能配电网终端15000台。

城市轨道交通列车自

动监控与计算机联锁 11,000 3 33.66% 年产4套列车自动监控系统与计算机联锁系统

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

4. 风险因素

虽然公司在电力自动化和城市轨道交通自动化领域拥有雄厚的技术积累和丰富的产业化经验，但此次增发项目基本都针对进口替代及瞄准行业发展前沿领域，因此，在项目进度能否达到预期方面存在一定的风险。

5. 投资评级

我们认为本次增发项目与智能电网和轨道交通建设息息相关，具备广阔的市场前景，公司今后的持续快速发展值得期待。预计09-11年EPS为0.88元、1.18元和1.42元，维持投资评级为“买入”。

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	1082	1107	1669	2452	2952
EBITDA(百万元)	132	100	223	311	383
净利润	142	125	225	301	363
摊薄 EPS(元)	0.56	0.49	0.88	1.18	1.42
PE(X)	46.9	53.3	29.7	22.2	18.4
EV/EBITDA(X)	47.0	61.3	27.8	20.3	16.1
PB(X)	6.9	6.8	5.6	4.6	3.7
ROIC	10.64%	7.62%	12.28%	11.37%	11.78%
总资产周转率	0.66	0.59	0.73	0.77	0.72

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	535	548	835	1226	1476	营业收入	1082	1107	1669	2452	2952
应收票据	25	15	27	40	49	营业成本	770	779	1184	1757	2114
应收账款	512	494	823	1209	1456	营业税金及附加	11	11	16	24	29
预付款项	47	43	55	72	93	销售费用	59	78	83	121	145
其他应收款	45	39	50	74	89	管理费用	124	158	184	267	315
存货	301	440	487	722	869	财务费用	-6	-10	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	11	11	10	10	10
长期股权投资	0	12	12	12	12	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	169	165	204	290	341	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	136	148	124	112	81	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	113	81	192	273	340
无形资产	13	18	16	14	13	营业外收支净额	53	59	50	50	50
长期待摊费用	0	2	2	1	1	税前利润	167	141	242	323	390
资产总计	1804	1946	2634	3774	4479	减: 所得税	18	10	17	23	27
短期借款	23	23	317	804	884	净利润	149	131	225	301	363
应付票据	52	69	81	120	145	归属于母公司的净利润	142	125	225	301	363
应付账款	331	315	487	722	869	少数股东损益	7	5	0	0	0
预收款项	411	560	610	684	772	基本每股收益	0.56	0.49	0.88	1.18	1.42
应付职工薪酬	16	23	23	23	23	稀释每股收益	0.56	0.49	0.88	1.18	1.42
应交税费	-44	-73	-73	-73	-73	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	44	47	47	47	47	成长性					
其他流动负债	3	0	0	0	0	营收增长率	20.5%	2.4%	50.7%	46.9%	20.4%
长期借款	0	0	23	46	69	EBIT 增长率	-1.3%	-30.2%	144.9%	40.6%	23.5%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	23.6%	-12.0%	79.3%	33.9%	20.6%
负债合计	839	968	1518	2377	2739	盈利性					
股东权益合计	966	979	1184	1464	1807	销售毛利率	28.8%	29.6%	29.0%	28.4%	28.4%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	13.2%	11.3%	13.5%	12.3%	12.3%
净利润	149	131	225	301	363	ROE	14.7%	12.8%	19.0%	20.5%	20.1%
折旧与摊销	14	18	21	28	33	ROIC	10.64%	7.62%	12.28%	11.37%	11.78%
经营活动现金流						估值倍数					
流	141	144	88	1	217	PE	46.9	53.3	29.7	22.2	18.4
投资活动现金流						P/S	6.2	6.0	4.0	2.7	2.3
流	-202	-47	-98	-100	-50	P/B	6.9	6.8	5.6	4.6	3.7
融资活动现金流						股息收益率	0.8%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
流	22	-81	297	490	83	EV/EBITDA	47.0	61.3	27.8	20.3	16.1
现金净变动	-39	16	286	392	250						
期初现金余额	550	535	548	835	1226						
期末现金余额	511	551	835	1226	1476						

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	8231.1	20156.0	28336.8	35008.3	33118.5	36543.7	40321.9	44352.6	46915.7	49617.1	52465.6
所得税	579.4	1410.9	1983.6	2450.6	3311.8	3654.4	4032.2	4435.3	4691.6	4961.7	5246.6
NOPLAT	10545.6	7651.7	18745.0	26353.2	32557.7	29806.6	32889.4	36289.7	39917.4	42224.1	44655.4
营运资金净变动	-9314.4	2801.1	-17727.5	-32736.8	-17803.5	30393.9	-4209.6	-4628.9	-4386.4	605.4	621.9
资本支出	0.0	-10000.0	-10000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0
自由现金流	12258.7	-6874.6	-13604.4	13019.0	58858.2	27683.8	30988.0	35169.8	42774.2	45524.8	48360.7

WACC	6.9%	Ke	9.8%	估值		g				
永续增长率	1%	Kd	5.0%			0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
终值	25699.6	t	15%	WACC	6.50%	26.49	27.83	29.41	31.31	33.63
企业价值	732139.2	Rf	5%		7.00%	24.52	25.62	26.90	28.41	30.23
非核心资产价值	139494.3	E(Rm)	0.1		7.50%	22.83	23.74	24.79	26.01	27.46
债务价值	34263.90	Rm - Rf	5%		8.00%	21.36	22.12	22.99	23.99	25.17
股权价值	697875.3	D/A	4.9%		8.50%	20.07	20.71	21.44	22.27	23.23
股本	25506.00	E/A	95.1%		9.00%	18.93	19.48	20.09	20.79	21.59
每股价值	27.36122143	Beta	0.95		9.50%	17.92	18.39	18.91	19.50	20.17

分析师覆盖的股票范围

李新渠：电力设备和新能源行业分析师

重点覆盖上市公司：华锐铸钢、国电南瑞、平高电气、浙富股份、金风科技、荣信股份、安泰科技、置信电气、南洋股份

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石化行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜） 研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn