

投资品 - 电气设备

业绩低于预期，收购资产贡献较大

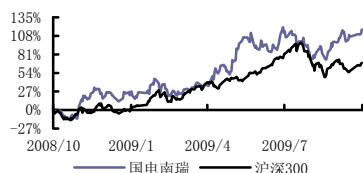
— 国电南瑞（600406）09 年 3 季报点评

2009 年 10 月 15 日

评级： 增持

市场数据	2009 年 10 月 14 日
当前价格（元）	39.29
52 周价格区间（元）	15.81-39.88
总市值（百万）	10021.31
流通市值（百万）	6872.42
总股本（百万股）	255.06
流通股（百万股）	174.92
日均成交额（百万）	78.67
近一月换手（%）	33.86%
第一大股东	南京南瑞集团公司
公司网址	http://www.naritech.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
国电南瑞	9.50%	2.32%	124.64%
沪深 300	-2.00%	-6.58%	66.82%

陆勤、颜彪

010-65018178
0755-83199599-8136luqin@csc.com.cn
yanbiao@csc.com.cn

分析师申明

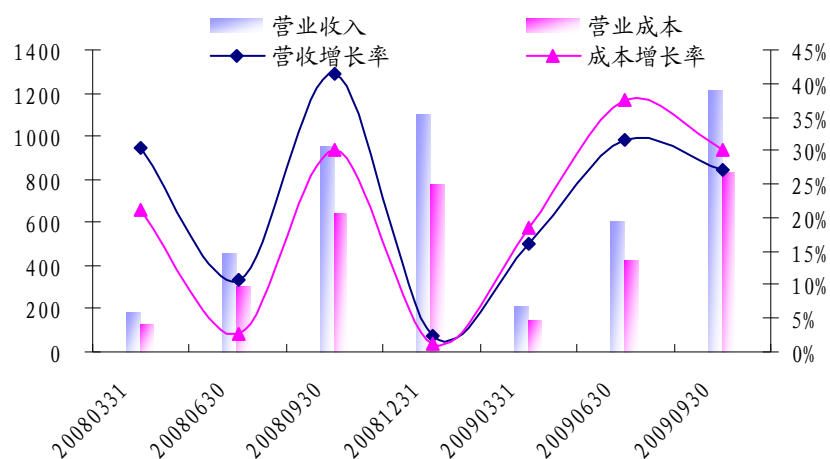
陆勤、颜彪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1107.30	1768.52	2225.67	2698.78
净利润（百万元）	125.31	236.81	307.14	377.29
每股收益（元）	0.49	0.93	1.20	1.48
净利润增长率%	-11.99%	88.98%	29.69%	22.84%
市盈率	80.18	41.25	31.81	25.89
市净率	10.23	8.21	6.52	5.39
EV/EBITDA	114.23	38	27	21

资料来源：世纪证券研究所

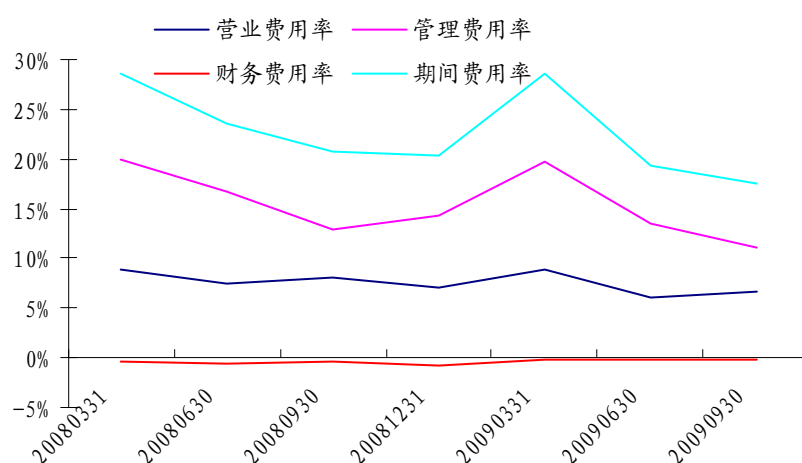
- 业绩增长低于预期。09 年 1-9 月，公司实现营收 12.14 亿元，同比增长 27.1%；营业利润 1.5 亿元，同比增长 59%；归属于上市公司净利润为 1.71 亿元，同比增长 45.62%；实现每股收益 0.67 元。
- 收购资产并表收益增厚业绩。报告期内，公司完成对集团城乡电网自动化、电气控制和成套加工业务资产的收购，收购资产前 3 季度的净损益为 5112.88 万元，占利润总额的 22.47%，显著增厚公司业绩。集团包括水情水调、温控业务在内的其他资产也有望注入，公司盈利能力提高值得期待。
- 毛利率持续提升无碍。09 年在继电保护和变电站自动化招标中，市场份额下滑幅度较大（09 年前三次变电站自动化市场份额下降到 26.3%）；另外受对手低价竞争影响，公司毛利率受到一定影响。但我们认为，毛利率将继续提升，09 年毛利率预计达到 29.6%，10 年为 30.2%；新注入资产和募投项目的高毛利率成为保障。
- 成本费用控制能力加强。报告期，公司营收增长 27.12%，成本增长 30.11%，但营业利润同比增长 59%，显示公司成本费用控制能力加强。7-9 月，销售和管理费用率分别同比下降 1.61 和 2.17 个百分点，我们认为公司未来成本费用有继续下降的空间。
- 智能电网项目为公司未来成长提供保障。公司拟募投 7.6 亿元，用于智能电网（包括风电控制和接入系统）及城市轨道交通自动化项目建设，根据项目的回报率，我们认为虽然短期看增发将摊薄公司业绩，但长期将为公司提供持续竞争力。
- 不考虑增发摊薄，我们预计 2009-2011 年 EPS 分别为 0.93 元、1.20 元和 1.48 元，考虑到公司在智能电网建设中的实力和地位，给予“增持”评级。

Figure 1 公司历年营收、净利润及其增长率 (单位: 百万元)



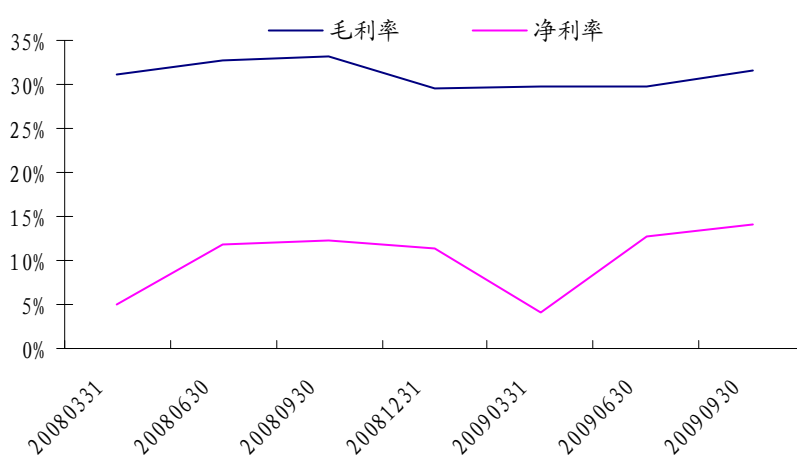
数据来源: 世纪证券研究所

Figure 2 公司近两年期间费用率变化情况



数据来源: 世纪证券研究所

Figure 3 公司历年毛利率、净利率变化情况



数据来源: 世纪证券研究所

Figure 4 公司在国网二次设备招标中变电站自动化市场份额

	2008年	2009前两次	2009第三次	2009前三次
北京四方	3.30%	26.50%	17.20%	23.70%
南瑞	38.30%	21.30%	37.90%	26.30%
许继	13.30%	20.60%	0.00%	14.40%
南瑞继保	33.30%	18.40%	8.60%	15.50%
南自	6.70%	9.60%	8.60%	9.30%
深圳南瑞	3.30%	0.70%	20.70%	6.70%

数据来源：国网公司、世纪证券研究所

Figure 5 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1581	2000	2430	2779	营业收入	1107	1769	2226	2699
现金	548	550	550	579	营业成本	779	1245	1553	1873
应收账款	494	800	1007	1221	营业税金及附加	11	18	22	27
其它应收款	39	80	100	121	营业费用	78	96	121	147
预付账款	43	37	109	56	管理费用	158	195	245	297
存货	440	497	620	748	财务费用	-10	-2	-0	1
其他	17	35	45	54	资产减值损失	11	10	10	10
非流动资产	365	690	871	974	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	0	0	0	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	165	527	756	863	营业利润	81	206	275	344
无形资产	18	13	13	9	营业外收入	60	60	70	80
其他	170	151	101	101	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1946	2690	3301	3753	利润总额	141	266	345	424
流动负债	965	1500	1804	1939	所得税	10	29	38	47
短期借款	23	223	215	20	净利润	131	237	307	377
应付账款	315	498	621	749	少数股东损益	5	0	0	0
其他	627	778	968	1170	归属母公司净利润	125	237	307	377
非流动负债	3	0	0	0	EBITDA	90	244	348	442
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.93	1.20	1.48
其他	3	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	968	1500	1804	1939	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	255	255	255	255	营业收入	2.4%	59.7%	25.8%	21.3%
资本公积	185	185	185	185	营业利润	-28.2%	153.9%	33.5%	25.0%
留存收益	539	750	1057	1373	归属于母公司净利润	-12.0%	89.0%	29.7%	22.8%
归属母公司股东权益	979	1190	1497	1813	获利能力				
负债和股东权益	1946	2690	3301	3753	毛利率	29.6%	29.6%	30.2%	30.6%
现金流量表					净利率	11.3%	13.4%	13.8%	14.0%
单位: 百万元					ROE	12.8%	19.9%	20.5%	20.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	17.0%	23.7%	23.7%	27.6%
经营活动现金流	144	210	263	486	偿债能力				
净利润	131	237	307	377	资产负债率	49.7%	55.8%	54.6%	51.7%
折旧摊销	18	40	73	97	净负债比率	2.38%	14.89%	11.90%	1.03%
财务费用	-10	-2	-0	1	流动比率	1.64	1.33	1.35	1.43
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.18	1.00	1.00	1.05
营运资金变动	-16	-110	-142	-15	营运能力				
其它	21	45	25	26	总资产周转率	0.59	0.76	0.74	0.77
投资活动现金流	-47	-385	-255	-200	应收账款周转率	2	2	2	2
资本支出	37	400	250	200	应付账款周转率	2.41	3.06	2.77	2.73
长期投资	-10	-12	0	0	每股指标 (元)				
其他	-20	3	-5	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.93	1.20	1.48
筹资活动现金流	-81	176	-8	-258	每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.82	1.03	1.91
短期借款	0	200	-9	-195	每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.67	5.87	7.11
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	77.96	41.25	31.81	25.89
资本公积增加	-18	0	0	0	P/B	9.98	8.21	6.52	5.39
其他	-63	-24	0	-63	EV/EBITDA	103	38	27	21
现金净增加额	15	2	0	29					

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.