

业绩符合预期，分配十送十

2009 年年报点评

报告关键点：

- 业绩符合预期，拟十送十
- 经营计划比较保守，资产并购预期明确
- 暂时不调整公司盈利预测，维持目标价位60元，维持“买入-A”投资评级

报告摘要：

- 国电南瑞发布2009年年报，实现销售收入17.78亿元，同比增长29.2%，实现归属于母公司净利润2.5亿元，同比增长44.5%，每股收益0.98元。符合之前我们的预期。拟每10股送红股10股并派发现金红利1.5元(含税)。
- 各项业务情况：**电网调度自动化收入增长21.9%，毛利率下降5.2个百分点；变电站自动化收入增长26.7%，毛利率上升0.5个百分点；轨道交通自动化收入增长53.6%，毛利率下降2.4个百分点；火电及工业自动化收入下降39.2%，毛利率上升28.8个百分点；城农网自动化收入增长62%，毛利率持平；电气控制自动化收入下降2.1%，毛利率增长4.7个百分点。用电自动化收入5.9万元，但毛利率高达83.2%。我们预计2010年轨道交通、城农网仍会高增长、新增加的用电自动化业务收入规模将迅速扩大。
- 2010 年经营计划比较保守：**2009 年度公司新签合同26.5 亿元，同比增长39.47%；2010 年，公司计划新签合同33 亿元，计划实现销售收入22.3 亿元、归属于上市公司普通股股东的净利润3.24 亿元。不考虑新业务的增长，公司计划和我们之前预期非常吻合，考虑新业务智能用电的收入和利润规模迅速扩大，我们预计公司2010年股属于母公司净利润将增长50%。
- 资产并购预期明确：**在年报中，公司明确2010年要内涵式发展与外延式扩张并重，完成非公开增发股票，募集发展资金，加速实现公司在智能电网、轨道交通自动化产业扩张。巩固传统产业优势，培育新增长点，通过并购、合作新建等资本运作方式，扩大经济规模。
- 盈利预测与投资评级：**我们暂时不调整公司盈利预测，不考虑增发摊薄，09-11年EPS分别为1.00元、1.30元、1.71元。之前公司采用现金收购方式从国网电科院进行了多次资产收购，国网电科院还有许多资产没有进入国电南瑞，未来还有资产注入的空间。建议投资者踊跃参与增发。维持目标价位60元，维持“买入-A”投资评级。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **60.00 元**

期限： 3 个月 上次预测： 60.00 元

现价： 52.88 元

报告日期： **2010-01-27**

市场数据

总市值(百万元)	13,487.57
流通市值(百万元)	13,487.57
总股本(百万股)	255.06
流通股本(百万股)	255.06
12 个月最高/最低	21.18/53.20 元
十大流通股东(%)	28.13%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.68	41.10	75.71
绝对收益	7.07	37.60	133.07

研究员

张龙
首席行业分析师

021-68766113

zhanglong@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,081.5	1,107.3	1,999.7	2,511.5	3,401.7
Growth(%)	20.5%	2.4%	80.6%	25.6%	35.4%
净利润	149.0	130.7	255.6	332.1	436.3
Growth(%)	23.6%	-12.0%	104.0%	29.9%	31.4%
毛利率(%)	28.8%	29.6%	29.5%	29.5%	29.5%
净利润率(%)	13.2%	11.3%	12.8%	13.2%	12.8%
每股收益(元)	0.56	0.49	1.00	1.30	1.71
每股净资产(元)	3.79	3.84	4.49	5.34	6.45
市盈率	89.7	102.0	50.0	38.5	29.3
市净率	13.2	13.1	11.2	9.4	7.8
净资产收益率(%)	15.4%	13.4%	22.3%	24.4%	26.5%
ROIC(%)	39.0%	22.6%	48.3%	30.8%	33.9%
EV/EBITDA	106.8	148.6	53.4	42.0	31.4
股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%

前期研究成果

- 国电南瑞 :10 月 29 日股东大会交流纪要
2009-10-30
- 国电南瑞：新收购资产增厚业绩得到体现
2009-10-15
- 国电南瑞：募集资金项目符合产业发展方向
2009-09-21

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2010-1-26**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,081.5	1,107.3	1,999.7	2,511.5	3,401.7	成长性					
减: 营业成本	770.2	779.0	1,409.8	1,770.6	2,398.2	营业收入增长率	20.5%	2.4%	80.6%	25.6%	35.4%
营业税费	10.9	10.7	16.8	21.1	28.6	营业利润增长率	-4.0%	-28.2%	155.2%	34.2%	33.2%
销售费用	58.8	77.7	146.8	184.3	249.7	净利润增长率	23.6%	-12.0%	104.0%	29.9%	31.4%
管理费用	123.7	157.6	200.0	233.8	316.7	EBITDA 增长率	3.7%	-28.4%	186.3%	27.1%	31.1%
财务费用	-6.5	-9.6	5.2	-3.4	-3.3	EBIT 增长率	-1.8%	-32.8%	196.5%	29.4%	33.6%
资产减值损失	11.3	10.7	14.0	26.9	41.4	NOPLAT 增长率	25.3%	-14.9%	113.7%	26.4%	31.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	47.2%	-0.2%	98.6%	19.6%	2.6%
投资和汇兑收益	-	-0.0	-	-	-	净资产增长率	14.2%	1.4%	17.0%	18.8%	20.8%
营业利润	113.1	81.2	207.2	278.1	370.4	利润率					
加: 营业外净收支	53.5	59.4	75.3	89.6	112.7	毛利率	28.8%	29.6%	29.5%	29.5%	29.5%
利润总额	166.5	140.6	282.5	367.7	483.1	营业利润率	10.5%	7.3%	10.4%	11.1%	10.9%
减: 所得税	17.5	9.9	26.9	35.6	46.9	净利润率	13.2%	11.3%	12.8%	13.2%	12.8%
净利润	149.0	130.7	255.6	332.1	436.3	EBITDA/营业收入	10.7%	7.5%	11.9%	12.0%	11.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	9.9%	6.5%	10.6%	10.9%	10.8%
货币资金	535.1	548.3	660.0	312.1	633.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	31	54	56	68	54
应收帐款	557.1	532.3	1,050.2	1,314.0	1,777.9	流动营业资本周转天数	50	62	43	57	53
应收票据	24.9	15.3	46.0	57.7	78.2	流动资产周转天数	442	495	358	366	342
预付帐款	47.5	42.9	-13.5	57.3	-38.6	应收帐款周转天数	160	183	144	168	163
存货	301.0	440.4	655.4	968.3	1,311.6	存货周转天数	90	121	99	117	121
其他流动资产	-	1.7	-	0.0	-	总资产周转天数	544	610	461	478	427
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	151	175	145	168	137
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	12.1	13.0	15.6	18.7	ROE	15.4%	13.4%	22.3%	24.4%	26.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	6.7%	8.1%	9.5%	9.6%
固定资产	169.0	165.4	459.0	496.6	521.2	ROIC	39.0%	22.6%	48.3%	30.8%	33.9%
在建工程	136.1	147.5	100.5	72.3	55.4	费用率					
无形资产	12.5	17.9	170.8	168.7	166.8	销售费用率	5.4%	7.0%	7.3%	7.3%	7.3%
其他非流动资产	17.6	21.0	30.2	36.2	42.2	管理费用率	11.4%	14.2%	10.0%	9.3%	9.3%
资产总额	1,804.4	1,946.5	3,171.5	3,499.1	4,566.5	财务费用率	-0.6%	-0.9%	0.3%	-0.1%	-0.1%
短期债务	23.0	23.0	424.8	29.7	28.6	三费/营业收入	16.3%	20.4%	17.6%	16.5%	16.6%
应付帐款	374.4	362.1	683.3	858.1	1,162.3	偿债能力					
应付票据	52.1	69.1	115.9	145.5	197.1	资产负债率	46.5%	49.7%	63.9%	61.1%	64.0%
其他流动负债	386.7	510.4	799.7	1,102.0	1,531.2	负债权益比	86.9%	98.8%	177.0%	157.1%	177.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.75	1.64	1.19	1.27	1.29
其他非流动负债	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9	速动比率	1.39	1.18	0.86	0.81	0.84
负债总额	838.8	967.5	2,026.4	2,138.2	2,922.1	利息保障倍数	-16.50	-7.49	41.20	-81.54	-112.27
少数股东权益	42.7	-	-	-	-	分红指标					
股本	255.1	255.1	255.1	255.1	255.1	DPS(元)	-	0.20	0.30	0.39	0.51
留存收益	667.9	723.9	890.0	1,105.8	1,389.4	分红比率	0.0%	40.7%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	965.6	978.9	1,145.1	1,360.9	1,644.5	股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	149.0	130.7	255.6	332.1	436.3	EPS(元)	0.56	0.49	1.00	1.30	1.71
加: 折旧和摊销	14.2	18.1	25.5	27.6	29.3	BVPS(元)	3.79	3.84	4.49	5.34	6.45
资产减值准备	6.1	10.7	14.0	26.9	41.4	PE(X)	89.7	102.0	50.0	38.5	29.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.2	13.1	11.2	9.4	7.8
财务费用	0.1	1.0	2.2	5.2	-3.4	P/FCF	-	100.9	101.2	-46.9	31.8
投资收益	-	0.0	-	-	-	P/S	11.8	11.5	6.4	5.1	3.8
少数股东损益	6.6	5.4	-	-	-	EV/EBITDA	106.8	148.6	53.4	42.0	31.4
营运资金的变动	-72.9	-42.6	-68.2	-185.4	5.9	CAGR(%)	30.6%	49.5%	48.5%		
经营活动产生现金流量	140.6	144.2	232.0	197.8	509.6	PEG	2.9	2.1	1.0	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-202.0	-47.3	-429.2	-37.6	-38.1	ROIC/WACC	4.1	2.3	5.0	3.2	3.5
融资活动产生现金流量	22.0	-81.2	320.0	-491.4	-128.7	REP	5.7	9.8	2.4	3.1	2.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034