

电气自控设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

国电南瑞

600406

强烈推荐

智能电网领域增长明确，看好智能电表以及汽车充电站业务的储备

我们于2010年3月2日参加了国电南瑞股东大会并与南瑞集团及上市公司高管做了沟通。

投资要点：

- **上市公司业务的高增长相当明确，2010年预算1.27元依然可能超预期。**按照公司2010年的财务预算，收入增长25.37%，归属于母公司所有者的净利润增长29.48%。分业务方面，轨道业务08-09年的新签订单开始在09-10两年明显确认，我们判断2010年该项业务的增长依然可能超过50%。电网调度自动化依然是公司的优势产品，调度自动化、农电自动化等传统产业合同增长超30%；相对而言变电站自动化近几年行业竞争激烈，价格战可能导致收入增长幅度放缓。另外从公司费用控制来看，2010年预算数字销售费用率下降0.6%至5.7%，管理费用率下降1%至10.4%，费用控制力度明显体现。我们认为以公司完成09年的经营目标毫无悬念，如果考虑2010年公司电表业务的增长，我们认为完全可能超预期。
- **南瑞集团2010年预算收入125亿，同比增长超过50%。**集团网站公布09年全年新签合同额105亿元，营业收入超80亿元，其中通过外延式收购的业务（变压器、电网自动化、信息自动化等公司）占比40%左右。对于前期集团目标2012年达到300亿的收入目标，我们认为通过外延式以及内涵式的双向增长可以实现。集团六大业务板块（电网及工业自动化、继电保护、发电和水利自动化、信息通信、新能源新技术、一次设备业务板块），未来股份公司的发展将集中在二次设备领域，有步骤地整合依然会推进。我们认为未来存在包括大坝、水情水调、稳控业务在内的二次设备其他资产的进一步整合预期。
- **智能电网领域的增长明确，看好智能电表业务以及汽车充电站业务的储备。**公司拟启动的定向增发，在智能电网建设和城市轨道交通建设两大方向的业务规模扩大，提升竞争力和市场占有率。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。短期我们判断公司智能电表业务在2010年可能会超预期，对公司带来0.10元左右的业绩贡献。而公司也已经开始汽车充电桩的进行，作为国网公司在智能电网建设中最重要研发制造平台之一，公司与国网公司在汽车充电站领域的合作前景广阔，而初期汽车充电桩至少5-7个亿的市场规模必然有南瑞一杯羹。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**考虑内生增长及电表业务可能超预期，上调公司2010-2012年EPS为1.41元、1.87元和2.47元。我们看好的是公司长期以来的技术优势和行业地位，而在未来相关业务收购以及资产注入预期逐步兑现的条件下，公司2010年的EPS将可能达到2.00元，上调6-12个月目标价80元，维持“强烈推荐”评级。

6-12个月目标价：80.00元

当前股价：56.19元

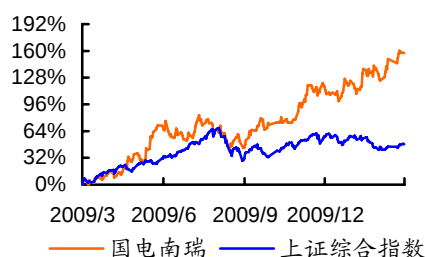
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3073.11
总股本(百万)	255
流通股本(百万)	255
流通市值(亿)	143
EPS (TTM)	0.98
每股净资产(元)	4.12
资产负债率	57.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国电南瑞	13.68	18.52	78.95
上证综合指数	4.72	-6.01	13.19



相关报告

《国电南瑞-短看业绩明显释放增强市场信心，长看资产整合预期带来更高成长》
2010-1-28

《国电南瑞-业绩释放明显，智能电网拓展和资产整合预期给予市场更强信心》
2009-10-15

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1779	2434	3178	4107
同比(%)	29%	37%	31%	29%
归属母公司净利润(百万元)	250	360	476	630
同比(%)	44%	44%	32%	32%
毛利率(%)	30.7%	30.8%	31.1%	31.6%
ROE(%)	23.8%	26.2%	25.8%	25.4%
每股收益(元)	0.98	1.41	1.87	2.47
P/E	57.10	39.68	29.98	22.68
P/B	13.59	10.41	7.72	5.76
EV/EBITDA	62	38	28	21

资料来源：中投证券研究所

- **对于未来资产注入预期的假设性盈利预测。**我们对于集团资产整合相对乐观，从前期南自院合并武高所成立国网电力科学院，可以看出国网下属科研院所的整合已经相当明确；另一方面，我们认为国网公司清退下属企业职工股的进度不断推进，南瑞继保回归集团的预期更加明确。但是考虑到南瑞继保业已形成的规模和股东结构，我们认为其回归集团和进入上市公司的进程将存在时间上的不确定性。因此我们仅考虑市场预期中的包括大坝、水情水调、稳控业务在内的二次设备其他资产的进一步整合预期。

我们判断这部分资产收入规模 10 个亿，净利润接近 2 个亿，净资产 10 个亿左右。假设公司通过向集团定向增发的方式进行资产注入，以目前 55 元的价格，2 倍 PB 进行增发，假设 2010 年公司增发完成后（假设此次增发价格 45 元），2010 年进行资产注入（计算的二次增发后总股本为 3 亿股，注入资产 30% 的利润增长），则 2010 年公司 EPS 将达到 2.00 元，按照 2010 年 40 倍 PE 估值，给予 6-12 个月内目标价 80.00 元。

- **风险提示：**

我们在本篇报告中对国电南瑞的未来成长性做了合理的预期，而这一预期的实现要依赖于集团资产整合进程的推进，我们还将持续跟踪。对于目标价的判断，我们给予的是 6-12 个月内目标价，不排除因为市场情绪问题造成的短期调整。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1993	2766	3604	4682	营业收入	1779	2434	3178	4107
现金	362	495	646	873	营业成本	1233	1685	2189	2808
应收账款	721	1035	1348	1743	营业税金及附加	16	22	29	38
其它应收款	66	83	111	143	营业费用	112	130	169	219
预付账款	84	115	150	192	管理费用	203	253	315	407
存货	745	1018	1323	1697	财务费用	-1	-0	1	-10
其他	15	21	26	34	资产减值损失	17	17	17	17
非流动资产	461	553	611	666	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	7	0	0	0
固定资产	378	487	549	611	营业利润	205	327	457	628
无形资产	14	9	4	-0	营业外收入	75	75	75	75
其他	57	45	46	43	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2454	3319	4215	5348	利润总额	279	402	532	703
流动负债	1400	1943	2363	2866	所得税	29	42	56	74
短期借款	100	283	213	100	净利润	250	360	476	630
应付账款	404	556	721	925	少数股东损益	0	0	0	0
其他	896	1104	1430	1841	归属母公司净利润	250	360	476	630
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	226	368	508	677
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.98	1.41	1.87	2.47
其他	3	3	3	3					
负债合计	1403	1946	2366	2869	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	255	255	255	255	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	29.2%	36.8%	30.6%	29.2%
留存收益	796	1118	1594	2224	营业利润	57.0%	59.6%	39.7%	37.4%
归属母公司股东权益	1051	1373	1849	2479	归属于母公司净利润	44.5%	43.9%	32.3%	32.2%
负债和股东权益	2454	3319	4215	5348	获利能力				
					毛利率	30.7%	30.8%	31.1%	31.6%
					净利率	14.1%	14.8%	15.0%	15.3%
					ROE	23.8%	26.2%	25.8%	25.4%
					ROIC	24.6%	26.1%	29.9%	33.3%
					偿债能力				
					资产负债率	57.2%	58.6%	56.1%	53.6%
					净负债比率	7.13%	14.52%	8.98%	3.49%
					流动比率	1.42	1.42	1.53	1.63
					速动比率	0.89	0.90	0.96	1.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.84	0.84	0.86
					应收账款周转率	3	2	2	2
					应付账款周转率	3.43	3.51	3.43	3.41
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.98	1.41	1.87	2.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.49	1.30	1.74
					每股净资产(最新摊薄)	4.12	5.38	7.25	9.72
					估值比率				
					P/E	57.10	39.68	29.98	22.68
					P/B	13.59	10.41	7.72	5.76
					EV/EBITDA	62	38	28	21

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、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