

评级：强烈推荐（首次）

电力设备

公司研究报告

第一创业证券研究所
郭强 S1080209110064
联系人：刘波
电话：0755-824855029
邮件：liubo2@fcsc.cn

深度整合，“内涵、外延”推动跨越发展

——国电南自 2010 年第六次临时董事会会议决议点评

事件：

2010 年 5 月 13 日，国电南自召开 2010 年第六次临时董事会会议，会议通过同意《关于组建南京国电南自电网自动化有限公司的议案》、同意《关于组建南京国电南自电力自动化有限公司的议案》、同意《关于组建南京国电南自新能源科技有限公司的议案》、同意《关于投资设立国电南自(扬州)电力自动化有限公司的议案》、同意《关于投资设立扬州国电南自海吉科技有限公司的议案》、同意《关于公司放弃优先受让“南京南自科林系统工程有限公司”股权的议案》、同意《关于召开公司 2010 年第四次临时股东大会的议案》的决议。

我们认为：公司以“三足鼎立”为发展战略，“内涵、外延”促跨越式发展。本次决议中，组建南京国电南自电网自动化有限公司、南京国电南自电力自动化有限公司、南京国电南自新能源科技有限公司属于自动化领域“内涵”整合，投资设立国电南自(扬州)电力自动化有限公司、投资设立扬州国电南自海吉科技有限公司属于“外延”增长空间。通过内部深度整合，外延拓展增长点，我们认为公司 2010 年~2012 年摊薄 EPS 为 0.38、0.65、1.16 元，年复合增长率超过 50%。目标价格区间 26~28 元。给予“强烈推荐”评级。

项目	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,896	2,277	3,337	4,582
YOY	12.9%	20.1%	46.6%	37.3%
净利润(百万元)	89	133	229	411
YOY	10.5%	49.3%	71.9%	79.3%
每股收益(元)	0.47	0.38	0.65	1.16
每股净资产(元)	5.4	3.6	4.1	5.0
市盈率(倍)	43.6	29.2	17.0	9.5
市净率(倍)	3.8	5.7	5.0	4.1
净资产收益率	11.0%	13.4%	20.2%	29.5%

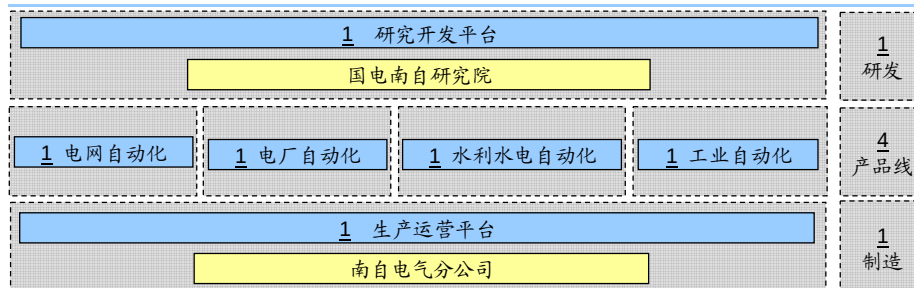
点评：

● “三足鼎立”代替“1+4+1”，“内涵、外延”齐发力促跨越式发展。

➢ “1+4+1”完成资产整合，奠定发展基础。公司的上级南自总厂（以下简称“总厂”）是一家有着近 70 年历史的国有企业，由于历史原因，总厂拥有 50 多个分厂，产品众多，主营业务不够集中，研发、销售力量严重分散，缺乏整体竞争力。2007 年起，公司新任领导班子提出“1+4+1”的运营模式，开始逐步对南自总厂旗下的自动化资源进行有效整合，通过纵向流程平台建设、横向同类产品项合并，打造一个研究开发平台、四个自动化产品领域和一个生产运营平台的企业运营框架。目前，南自总厂旗下资源整合已进入尾声。整合后的，国电南自旗下仍有 25 家分公司。



图 1: “1+4+1”发展战略引领公司对南自总厂旗下资产进行有效整合



数据来源: 第一创业证券整理

图 2: “1+4+1”战屡整合后的公司结构

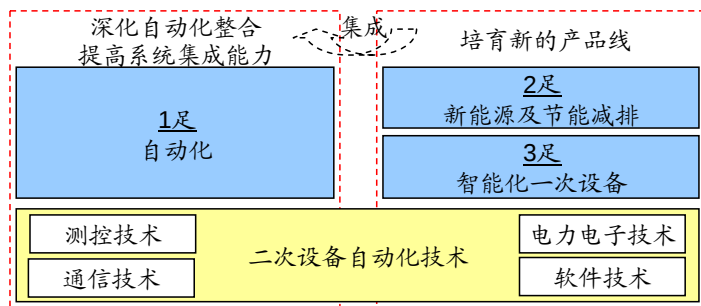
子公司	简称	主营	持股比例
南京国电南自软件工程有限公司	南自软件	电力设备	97.50%
南京国电南自凌伊电力自动化有限公司	南自凌伊	电力设备	90%
南京国电南自电网稳定控制有限责任公司	南自稳定	电力设备	86%
北京华电南自天元控制系统科技有限公司	南自天元	电力设备	70%
南京费迪电气检测技术有限公司	南自费迪	电力设备	99%
华电信息科技有限公司	华电信息	电力信息	60%
深圳市海达实业有限公司	南自海达	商贸	90%
南京新宁电力技术有限公司	南自新宁	电力设备	80%
南京南自机电工程有限公司	南自机电工程	电力自动化产品	70%
南京南自电网控制技术有限责任公司	南自控制	电力自动化产品	70%
南京南自机电自动化有限公司	南自机电自动化	电力自动化产品	70%
南京南自电力仪表有限公司	南自仪表	电力自动化设备	55%
南京南自新电自动化系统有限公司	南自新电	电力自动化产品	100%
南京电力自动化研究所有限公司	南自研究所	电力技术服务	100%
南京南自继电保护配件有限公司	南自继保	仪器仪表	100%
南京南自成套电气设备有限公司	南自成套	电力设备配套	30%
南京美康实业有限公司	美康实业	服务业	30%
中国华电电站装备工程集团南京输变电成套设备有限公司	华电装备	电力自动化产品	100%
南京国电南自轨道交通工程有限公司	南自轨交	电力自动化产品	100%
南京河海南自水电自动化有限公司	南自水电自动化	水电站自动化产品	50%
南京河海南自水电自动化软件工程有限公司	南自水电工程	质量检测	100%
南京南自信息技术有限公司	南自信息	计算机控制及网络技术的软、硬件开发	69.47%
南京尚安数码科技有限公司	尚安数码	计算机控制及网络技术的软、硬件开发	100%
南京南自科林系统工程有限公司	南自科林	电厂自动化及水处理产品	60%
南京南自电气科技有限公司	南自电气	电力自动化产品	70%

数据来源: 公司公告, 第一创业证券整理

- “三足鼎立”深化自动化领域整合, 继续推进子公司整合, 打造整体解决方案能力, 建设战略新兴产品线。在“1+4+1”战略完成的基础上, 10 年伊始, 领导层又提出了“三足鼎立”发展战略, 即打造自动化、新能源及节能减排、智能一次设备作为公司未来发展的支柱产业。自动化产业在电网自动化、电厂自动化、水利水电自动化及工业自动化四条产品线的基础上继续深化整合, 以打造系电网、电厂、水利、工业自动化系统总包和提供系统整体解决方案为目标, 进一步对子公司进行整合; 新能源及节能减排和智能一次设备产业方向瞄准国家新能源、节能减排政策、智能电网政策产业, 利用公司自动化硬、软件技术和人才储备, 建设如风电机组控制系统与变流器、大功率高压变频器、高压设备在线监测装置与系统等战略新兴产品线。
- “三足鼎立”实施后, 形成以电网、电厂、水电、工业、新能源为核心若干家子公司, 有利于专业规范化、集中优质资源、形成规模竞争优势, 抓住各领域市场机遇, 应对进一步加剧的市场竞争环境。

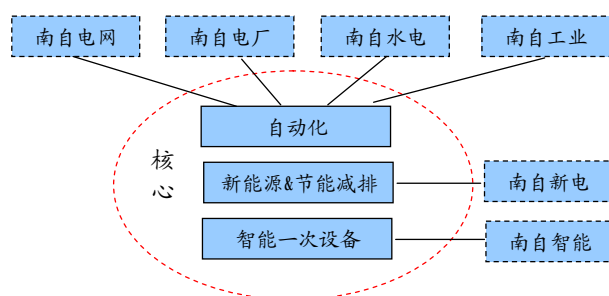


图 3：“三足鼎立”推动企业腾飞



数据来源：第一创业证券整理

图 4：“三足鼎立”实施后的理想核心分公司结构



数据来源：第一创业证券整理

● 以提供智能电网整体解决方案为目标，整合成立南京国电南自电网自动化有限公司，打造智能电网龙头企业

➢ 拟将原电网分公司、南自研究院部分、南自电气部分进行合并整合，以南京新宁电力技术有限公司（以下简称：新宁电力）为平台组建南京国电南自电网自动化有限公司（以下简称：南自电网），涵盖研发、生产制造、销售、调试、工程服务全部流程，负责经营电网自动化业务。南自电网下设 1 个子公司：南京国电南自软件工程有限公司（以下简称：软件公司）。

➢ 本次资产整合共涉及了公司现行体制下研究院、电网自动化分公司、南自电气分公司 3 个板块，包括研究院管理下的 3 个研究所：继电保护与控制技术研究所（简称继保所）、系统自动化技术研究所（简称系统所）、通用平台技术研究所（简称通用所）；电网分公司管理下的 3 家公司控股子公司，即新宁电力、软件公司、城乡电网；南自电气分公司管理下的江宁电气加工部。

➢ 南自新电主营产品属于“三足鼎立”之一的电力自动化产品中的电网自动化。

● 以提供智能电厂整体解决方案为目标，整合成立南京国电南自电力自动化有限公司，打造智能电厂龙头企业

➢ 拟将原电厂分公司的人员业务进行重组划分，分别组建成立电力自动化和新能源 2 个子公司。现拟以南京国电南自凌伊电力自动化有限公司（以下简称：凌伊公司）为平台，组建南京国电南自电力自动化有限公司（以下简称：南自电力），涵盖研发、生产制造、销售、调试、工程服务全部流程，负责提供智能电厂解决方案，负责经营电厂电气、厂站自动化、电子商务等电力自动化业务，下设 2 个子公司：北京华电南自天元控制系统科技有限公司（以下简称：南自天元），主要经营热控及电力信息化业务；北京华电信息科技有限公司（以下简称：华电信息），主要负责运营电子商务。原电厂分公司所承担的国电南自的节能减排、新能源等专业的工程业务由公司即将新组建的全资子公司南京国电南自新能源科技有限公司负责实施，与南自电力脱离。

➢ 本次资产整合共涉及了公司现行体制下电厂自动化分公司、南自电气分公司 2 个板块，包括电厂分公司本部、原电厂分公司管理下的 3 家公司控股子公司，即凌伊公司、南自天元、华电信息；南自电气分公司管理下的浦口园区电气加工部门。

➢ 南自新电主营产品属于“三足鼎立”之一的电力自动化产品中的电厂自动化。

● 以布局新兴战略产品线为目标，整合成立南京国电南自新能源科技有限公司

➢ 公司拟将原电厂分公司的人员业务进行重组划分，分别组建成立电力自动化和新能源 2 个子公司。现拟将电厂分公司拆分部分资产，以南京南自新电自动化系统有限公司（以下简称：南自新电）为平台组建南京国电南自新能源科技有限公司（以下简称：南自新能源），主要负责经营新能源及节能减排业务，即以风电、太阳能、核电等新能源技术和电力电子技术为核心，拓展变频、无功补偿等主要产品和服务，下设 1 个子公司：南京国电南自新能源工程有限公司（以下简称新能源工程），由南京南自电网控制技术有限公司（以下简称“南自电网控制”）重组更名，主要经营太阳能发电控制业务。

➢ 南自新电主营产品属于“三足鼎立”之一的节能减排。



● 依托华电集团，以自建与共建两种模式打造扬州智能电力设备产业园，投资设立国电南自(扬州)电力自动化有限公司

➤ 新设公司注册资本 30000 万元（分期投入，第一期为 6000 万元），国电南自拟以现金出资 28500 万元，持股比例 95%；国电南自的控股子公司——南京国电南自电力自动化有限公司出资 1500 万元，持股 5%。新设公司拟在江苏省扬州市经济技术开发区注册。

➤ 该公司主营业务为：电力系统设备在线监测系统及装置、智能开关、智能用电自动化系统及装置、分布式能源接入系统及装置等。

● 投资设立扬州国电南自海吉科技有限公司仅仅是共建模式打造智能电力设备产业园的开始

➤ 国电南自拟出资 3150 万元，重庆大学技术团队（11 位自然人股东）拟以其持有的经评估后的“重庆海吉科技有限公司”70%股权作价 2100 万元为出资额，共同投资设立“扬州国电南自海吉科技有限公司”。国电南自将持有南自海吉 60%股权，重庆大学技术团队（11 位自然人股东）持有南自海吉 40%股权。

➤ 重庆海吉开发、生产及经营的主导产品为 HG-DZJ 型电力系统电气设备绝缘在线监测及故障诊断系统，该产品包括变压器油中六种溶解气体及微水含量在线智能监测诊断系统；变压器局部放电在线监测系统、电容性电气设备及金属氧化物避雷器绝缘在线监测系统等十多种系列产品，监测特征量多、功能齐全，智能化程度高，可靠性和灵敏度满足工程运行要求。整体水平达到了国际先进水平。

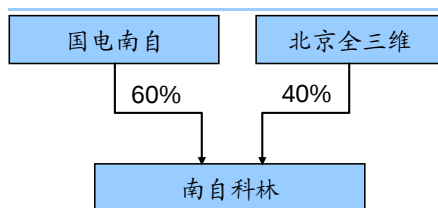
➤ 重庆海吉主营产品属于“三足鼎立”之一的智能一次设备。

● 开启技术和项目合作新模式，放弃优先受让“南京南自科林系统工程有限公司”股权，

➤ 10 年 4 月 28 日，国电南自与全三维签署战略合作框架协议，双方在汽轮机改造工程、特种汽轮机设计及制造等方面进行战略合作。国电南自充分发挥在发电集团的行业优势，为合作双方争取发电厂汽轮机节能通流技术改造和中、小汽轮机整机制造项目，以及开发国外同类项目。全三维将提供其拥有的各项专利和技术与国电南自所属子公司开展专业合作。

➤ 此次股权受让，为两家公司向实质性合作铺平了道路。

图 5：南自科林股权结构



数据来源：第一创业证券整理

● 估值与投资建议

➤ 我们预计公司 2010 年~2012 年摊薄 EPS 为 0.36、0.65、1.16 元，年复合增长率超过 50%。目标价格区间 26~28 元，给予公司“强烈推荐”评级。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120