

评级：强烈推荐

电气设备

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

跨越式发展不是梦

——国电南自调研点评

事件：

2010 年 5 月 29 日，参加了国电南自 2010 年第四次临时股东大会。会议就组建南京国电南自电网自动化有限公司、组建南京国电南自电厂自动化有限公司、投资成立国电南自(扬州)电力自动化有限公司三个事项进行投票表决并顺利通过。会后与公司管理层进行了交流。

交流内容要点：

- 2007~2009 年三年间在“1+4+1”发展战略指导下，成功实现内部整合。

2007 年南自总厂旗下有 50 多家子公司，很多子公司存在内部员工持股现象，子公司之间存在较多的同业竞争，在此局面下，领导层决定先关起来门解决内部问题，通过对南自总厂旗下子公司众多产品的调研，公司提出了“1+4+1”发展战略，实施公司及南自总厂内部整合。三年间，通过资产注入、资产整合等多种方式成功解决了公司内部大部分问题。到 2009 年底，国自总厂资产已全部注入国电南自，国电南自旗下有 5 家分公司（主营业务），25 家子公司。

- 内部整合基本完毕后，从 2010 年起实施“两轮驱动、三足鼎立、创新管理、跨越发展”战略，公司开始扩张式、跨越式发展阶段。

在“1+4+1”战略指导下，三年时间基本完成了内部整合问题。2009 年底，领导层对行业内外众多企业进行密集调研和学习，到 2010 年初，确定了公司新的发展战略和发展目标，即“两轮驱动、三足鼎立、创新管理、跨越发展”的发展战略和 2013 年实现“8661”以及“十二五”期间成为过百亿企业的发展目标（“8661”目标是到 2013 年，实现年订货 80 亿，营业收入 60 亿，利润 6 个亿，净资产收益率超过 10%）。公司将开始扩张式、跨越式发展阶段。

- 公司升级为华电集团二级单位，并成为集团公司未来主营板块之一，集团对公司发展给予厚望，并将大力支持公司发展。

2010 年前，华电集团主营方向为“发电、金融、煤炭”，在此背景下，华电集团曾计划将华电工程（集团）有限公司（当时的国电南自直接行政管理人，以下简称“华电工程”）通过装入国电南自上市，后由于郑州划拨地转让出让地未能按期实现，造成本次定向增发中止，随后，华电集团定位国电南自、华电工程独立发展壮大。2010 年，华电集团提升了国电南自行政级别至二级单位，归属于华电集团直接管理，华电集团也调整集团主营方向为四大块“发电、金融、工程、制造”，其中“工程”指华电工程、“制造”指国电南自。新的历史背景下，集团对公司的发展给予厚望，并将大力支持公司发展。

- 定向增发只是公司实施跨越式发展的开始。

公司从 1999 年上市以后，尚未进行过扩张式的增发，2008 年唯一一次增发是解决南自总厂资产注入问题，不过，公司仍然能够年年分红。这次智能电网、新能源、节能减排等新兴产业发展机会难得，在内部整合完成的基础上，公司抓住这样有利机会，实现公司跨越式发展。所以，这次增发项目瞄准智能电网、新能源及



节能减排等，是公司实现跨越式发展的一个开始。

● 关于创新管理

实施跨越式发展，扩张是关键，但管理是根本，需要解放思想，创新管理，激发公司员工的积极性。目前国有企业股权激励尚不现实，但可以在其它方面做好很多良好的创新管理模式，比如公司成立南京国电南自电网自动化有限公司、南京国电南自电厂自动化有限公司是内部整合的深化，通过资产重组将电网、电厂分公司变子公司，扩大主营业务自主经营权，加快市场拓展，是“1+4+1”战略向“三足鼎立”战略具体体现，同时也利于公司朝着集团化方向发展。

● 关于“8661”经营目标实现的保障

实施跨越式发展存在一定难度，但公司对 8661 的实现有信心，一方面是华电集团的要求，一方面是自身发展的要求。整合后的公司结构清晰，不存在大的制度和政策上的约束问题，公司将充分利用品牌和上市平台优势，加快新技术、新产品的独立或合作开发，借助“南自”品牌迅速占领市场，公司积极和相关企业合作开拓海外市场，如西电集团、北京全三维；公司建立扬州智能电力设备产业园，占地 500 多亩，一部分用于产能扩张，一部分用于合作开发。目前，公司与重庆海吉在产业园合资成立子公司开发在线状态检测系统，未来，公司还将在更多企业合作共同打造智能电网技术体系。通过内部与外部扩张相结合模式，确保“8661”经营目标的实现。

投资评级：

● 给予公司“强烈推荐”评级

综合考虑公司的历史及目前的公司结构、管理等多方面因素，我们认为公司跨越式发展是有保障的，内部整合的完成为扩张式发展奠定了基础，增发项目提供了多个业绩增长点，积极向外多方合作也将加快扩张计划。我们预计公司 2010~2011 年 EPS 为 0.34/0.69/1.05，对应的 PE 为 63.3/31.4/20.6 倍，给予公司“强烈推荐”评级。

图 1：盈利预测简表

项目	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,896	2,263	3,192	4,409
YOY	12.9%	19.4%	41.1%	38.1%
净利润(百万元)	89	121	243	370
YOY	10.5%	35.1%	101.7%	52.2%
每股收益(元)	0.31	0.34	0.69	1.05
每股净资产(元)	4.0	3.6	4.1	5.0
市盈率(倍)	68.8	63.3	31.4	20.6
市净率(倍)	5.5	6.0	5.2	4.3
净资产收益率	10.1%	10.8%	18.8%	23.8%

数据来源：第一创业研究所整理



主要财务指标预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,129	2,769	2,984	3,339
货币资金	90	487	432	417
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	1,518	1,670	1,753	1,841
预付款项	99	108	119	143
存货	423	504	679	938
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	804	971	1,092	1,192
长期投资及金融资产	195	195	195	195
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	335	469	539	593
在建工程	78	102	142	178
无形资产	175	184	193	203
其他非流动资产	21	22	23	24
资产总计	2,932	3,740	4,075	4,531
流动负债	1,893	2,365	2,505	2,663
短期借款	625	563	591	620
应付账款	642	706	776	854
预收帐款	160	168	177	185
其他	164	706	716	734
长期负债	108	109	110	111
长期借款	100	100	100	100
其他	8	9	10	11
负债合计	2,001	2,474	2,615	2,774
少数股东权益	107	107	107	107
股本	284	353	353	353
资本公积	356	356	356	356
留存收益	41	41	41	41
股东权益合计	1,125	1,266	1,461	1,757
负债和股东权益	3,127	3,740	4,075	4,531

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	20	49	115	168
净利润	114	121	243	370
折旧摊销	40	31	38	42
财务费用	-169	-152	-83	-88
投资损失	-47	64	71	78
存货减少	39	-82	-175	-259
其它	0	0	0	0
投资活动现金流	-158	-196	-169	-176
资本支出	-139	-153	-122	-135
长期投资	0	0	0	0
其他	-19	-43	-47	-41
筹资活动现金流	79	543	-1	-7
债务融资	201	-163	28	30
权益融资	1	780	0	0
其它	-123	-74	-29	-37
汇率变动影响	0	0	0	0
现金净增加额	-59	397	-55	-15

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,896	2,263	3,192	4,409
减:营业成本	1,398	1,652	2,310	3,168
营业税金及附加	13	16	22	31
销售费用	219	261	369	509
管理费用	155	185	229	272
财务费用	53	58	12	13
资产减值损失	12	11	12	13
加:公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	22	2	2	2
营业利润	142	82	241	406
加:营业外收入	75	79	83	87
减:营业外支出	1	0	0	0
利润总额	142	161	324	493
减:所得税费用	28	24	49	74
净利润	114	136	275	419
归属母公司净利润	89	121	243	370
少数股东损益与调整	25	16	32	49
EPS (元)	0.31	0.34	0.69	1.05

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12.9%	19.4%	41.1%	38.1%
营业毛利	19.1%	22.7%	44.5%	40.7%
EBIT	11.7%	12.3%	53.5%	50.8%
净利润	10.5%	35.1%	101.7%	52.2%
获利能力				
毛利率	26.3%	27.0%	27.6%	28.2%
EBIT/收入	10.3%	9.7%	10.5%	11.5%
净利率	6.0%	6.0%	8.6%	9.5%
ROE	10.1%	10.8%	18.8%	23.8%
ROIC	8.4%	9.6%	13.3%	17.4%
偿债能力				
资产负债率	64.0%	66.2%	64.2%	61.2%
利息保障倍数	3.69	3.77	28.92	39.63
速动比率	0.90	0.96	0.92	0.90
经营现金流/当期债务	0.01	0.02	0.04	0.06
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.61	0.78	0.97
应收账款天数	292.2	269.3	200.5	152.4
存货天数	110.3	111.4	107.3	108.1
每股指标 (元)				
EBIT/股本	0.69	0.62	0.95	1.43
每股经营现金流	0.07	0.14	0.33	0.48
每股净资产	3.96	3.59	4.14	4.98
估值比率				
P/E	68.8	63.3	31.4	20.6
P/B	5.5	6.0	5.2	4.3
P/S	3.2	3.4	2.4	1.7
EV/EBITDA	28.9	31.4	21.2	14.5

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