

电气自控设备

业绩增长明确 估值尚待调整

报告日期: 2010-06-21

 评级: 中性
 上次评级: 谨慎推荐

 目标价: NA
 上次预测: NA

 当前价格 (元) 41.04
 52 周价格区间 (元) 31.4-63.61
 总市值 (百万) 20935.32
 流通市值 (百万) 20935.32
 总股本 (亿股) 5.10
 流通股 (亿股) 5.10
 公司网址 www.naritech.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
国电南瑞	13.31	42.79	136.83
上证综合指数	-5.37	-17.49	-12.75

财富证券研究发展中心

易卓

证书编号 S0530109110976

(86731)84779517

yizhuo@cfzq.com

相关研究报告:

电气设备行业回顾与展望: 智能电网的布局时期, 2010 年 4 月 7 日

电气设备行业回顾与展望: 新能源与智能电网, 2010 年 5 月 6 日

预测指标	2008A	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	1107.3	1778.7	2520.1
净利润 (百万元)	130.7	250.1	359.1
每股收益 (元)	0.247	0.490	0.704
每股净资产 (元)	1.92	2.060	2.21
市盈率	166.15	83.70	58.30
P/B	21.39	19.92	18.57

资料来源: 财富证券

事件: 近期我们实地调研了国电南瑞科技股份有限公司, 与公司管理层就公司经营现状与未来发展规划进行了沟通。

投资要点

- 公司主要业务为电网调度自动化、变电站保护及综合自动化、轨道交通保护及电气自动化、农/配电自动化及终端设备四项。公司 2010 年的财务预算是收入增长 25% 以上, 按目前股本摊薄后为 0.635 元左右。我们认为, 从公司目前的经营状况来看, 超预期没有什么问题。
- 公司未来的看点, 除了主营业务增长保持高速外, 新开辟的业务汽车充电站二次设备系统集成, 与智能电表, 将有可能在 10 年出现亮点。另外, 公司轨道交通方面正抓紧研究的地铁电流回流储备系统, 也将有利于轨道交通业务方面的业务拓展与产品链整合。
- 我们对公司正在积极进行的非公开定向增发募投项目持乐观态度, 根据项目建设期规划, 我们预计智能电网项目中, 智能用电信息采集系统及配套产品、风电机组控制及风电场接入系统将会分别于 2010-2011 年研发成功, 并在 2011 年前后开始贡献业绩。
- 大股东南瑞集团的资产注入预期, 由于一部分原因, 可能会与我们之前的构想发生变化, 但是我们依然看好未来资产注入带来的良好预期。
- 公司目前的估值风险, 由于公司是我国电力二次设备的龙头, 是不同于其他的电气设备制造的公司, 而是具有以提供电气设备自动化为主的行业软件系统集成商的特点, 所以公司享有软件行业高估值的溢价, 但是目前股价依然偏高, 我们认为公司股价面临调整需求, 建议投资者届时重点关注。目前将评级下调为“中性”。

1、公司整体经营状况

公司主要业务为电网调度自动化、变电站保护及综合自动化、轨道交通保护及电气自动化、农/配电自动化及终端设备等四项主营。

公司 2010 年的财务预算是收入增长 25%以上，EPS 大概在 1.27 元左右（送配摊薄前），按目前股本摊薄后为 0.635 元左右。我们认为，从公司目前的经营状况来看，超预期没有什么问题。

首先，国电南瑞 2010 年第一季度实现主营业务收入 3.77 亿元，同比增长 28.09%；归属于母公司所有者的净利润 0.33 亿元，同比增长 43.50%。营业收入和净利润的大幅增长给 2010 年的销售和盈利带来良好预期。

其次，分行业来看，电网调度方面公司占据龙头地位，在网省调市场的市场占有率达到了 70%以上，在地调市场公司市场占有率大约为 40%，由于公司在高端市场已具备较高技术优势和品牌优势，未来仍将会继续保持较高的市场占有率，今年的合同增长超过 30%，**整体增长将在 20%-30%之间。**

变电站自动化与系统集成方面，公司是国内变电站综合自动化系统领域的研究和实践方面最大的集成供货商，其高压及特高压变电站综合自动化产品在全国市场的占有率达 40%以上，预计 2010-2012 年智能电网全面建设时期，**数字化变电站主业年均增长率将有 30%左右。**

第三块轨道交通业务，得益于各地轻轨建设进度明显加快和高铁建设的全面铺开，公司这一块业务进入了高速发展。由于轨道交通是按工程进度来确认业绩，所以今年的轨道交通方面上海地铁 10 号线与南京地铁 2 号线业绩已经确认，上半年还做了北京地铁 9 号线与房山线，其他在手的苏州，重庆，西安等项目进展良好，**10 年整个轨道交通电气保护及其自动化市场订单签订份额达到了 36%左右，所以预计全年轨道交通业务将有 50%以上的增长。**

农网/城乡网自动化方面，由于这一块优质资产是公司最近才整合完毕的，其中 2007 年 5 月公司购集团的农电自动化业务资产；2009 年 7 月收购集团的城乡电网自动化业务，所以农电/配电自动化目前是公司盈利能力最好的业务，2009 年该业务的营业收入增长达 61.99%，毛利率达到 39.91%。受益于国家电网和南方电网大力推行城农网改造尤其是“中西部”农网完善工程，**这一块业务将继续保持 30%以上的年增长率，从公司招投标的项目来看，这一块也将维持 35%以上毛利率水平。**

2、非公开定向增发募投项目

2009 年 10 月，公司股东大会通过了非公开发行不超过 2600 万股的决议，拟募集资金 7.6 亿元，定向增发不超过 10 家机构，主要用于智能电网 4 个和轨道交通自动化 2 个募投项目。根据项目建设期规划，我们预计智能电网项目中，智能用电信息采集系统及配套产品、风电机组控制及风电场接入系统将会分别于 2010-2011 年研发成功，并在 2011 年前后开始贡献业绩，因为这一块的研究跟实验是随着招投标项目的铺开逐渐摸索的，所以公司对这一块的业绩并没有确切的估计。其他的，轨道交通建设项目由于建设期都需要 2 年以上，因此我们乐观预计也必须到 2012 年才能贡献业绩，而且由于该项目属于进口替代性质的产品，国内没有应用案例，所以我们对该项目持乐观预期。

3、公司未来的看点

公司除了主营业务增长保持高速外，新开辟的业务汽车充电站二次设备系统集成，与智能电表，将有可能在 10 年出现亮点。

具体来说，汽车充电站/充电桩里面，公司是做充电站整体设施里面的二次设备

系统的，已经跟国网有合作，但是公司对目前订单很难估计。

我们根据国网公司 2009 年底出台的规划来看，国网将在 2010 年新建 75 个充电站和 6029 个充电桩，而且近期几个大的政策出台，也大力促进的新能源汽车的发展，所以这一块的发展形势明显快于国网公司的规划，我们预计近期汽车充电站的建设速度从 2011 年开始会有一个加速上扬的趋势。今年这一块的市场不是很大，按照二次设备系统 10% 的成本占比也就 3 亿左右的市场规模，基于公司与国网公司在汽车充电站领域的合作背景考虑，这里面必定有公司的一份额。

智能电表的市场开拓，公司已经开始生产了，公司主要的电表，包括大型工业用跟普通家用用户端都有。现在公司已经生产了几十万块电表，主要是先在省里的用户端运行，积累产品的在线无故障运行时间指标，逐步达到国网的这个硬性指标水平，才能在国网智能电表招标中有资格竞标。同样的，依托于之前与国网的合作背景考虑，公司是肯定占有份额的。

另外，公司在轨道交通方面继续拓展业务，正在抓紧研究地铁电流回流储备系统，该系统可将节约的用电用于各种低电压设备的供电，达到节能的目的。目前国内各个地铁站主要都是用的国外的系统，公司这一块业务的软件部分模块已经出来了，订单也有了，相比较国外的产品，公司产品的优势是可以结合公司的在综合监控系统，从而实现低成本统一管理。

4、集团资产注入预期

今年公司的主要重点将放在增发的事项上，预计到今年年底能实现增发，因此今年之内集团资产注入事项的可能性不大。

但是我们依然对上市公司的资产注入做了一定的预期分析，首先按照国电南瑞将被打造为智能电网时代的二次设备行业领先者这一目标，集团首先注入的将是信息技术和通讯技术分公司，其产品可用于智能电网的信息系统集成和双向数据传输；其次将是稳定技术分公司，其产品主要用于厂站、特高压输电线路和区域电网安全稳定控制系统；然后是水电领域的二次设备，即大坝及工程检测、水情水调及环境检测业务。

但是具体考虑到最有可能被注入的具有同业竞争背景的二次设备厂商南瑞继保来说，由于南瑞集团持股比例仅 15% 多，而且公司已形成了一定的规模，因此这一块注入的可能性不确定，所以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，我们认为其他信息通讯技术、水电领域、电网系统这一块的资产注入预期较大。从集团的收入来看，2009 年收入为 80 亿元，其中新收购的 5 家企业收入为 35 亿元左右，上市公司 18 亿元左右，通信、信息板块 7 亿多元，电网防御系统 12 亿元左右，水电板块 7-8 亿元左右。未来集团中与公司业务相关度较高的这一部分业收入估计在 20-25 亿之间。

5、通过调研，我们认为公司具有一定的相对投资优势：

- (1) 公司具有智能电网的研发前瞻性，公司是智能电网相关标准的起草人之一；
- (2) 在电力设备行业沉积的时间较长，一直是电力行业的高端技术的领先者之一；
- (3) 公司作为智能电网数个细分行业龙头，是智能电网相关支持政策的最大受益者；
- (4) 国家电网公司的是公司的控股股东，与国网的订单属于系统内订单，具有相对选择优势；
- (5) 即便没有智能电网的建设，公司作为系统软件集成商，将来系统软件升级、还有城市电力功能要求的变化都会对公司的产品产生需求。另外一方面，将来的技术延伸，还有产品的维护都会有公司产品的市场。

6、公司目前的估值风险

公司是我国电力二次设备的龙头，是对一次设备提供监察，测量，控制，调节等产品服务的，是“国家规划布局内重点软件企业”、“国家火炬计划软件产业基地骨干企业”，是不同于其他的电气设备制造的公司，而是具有以提供电气设备自动化为主的行业软件系统集成商的特点，所以公司享有软件行业高估值的溢价，但是目前股价依然偏高，我们认为公司股价面临调整需求，建议投资者届时重点关注。目前将评级下调为“中性”。

■ 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.