

审慎推荐-A (维持)**国电南自** 600268.SH

目标估值: 13.8-16.8 元

当前股价: 15.85 元

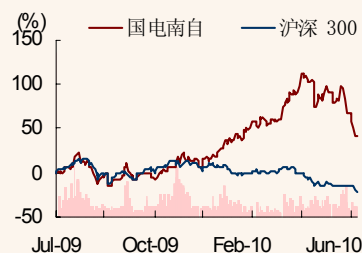
2010 年 7 月 7 日

完成业务整合，形成三大主业的发展战略**基础数据**

上证综指	2421
总股本(万股)	28386
已上市流通股(万股)	26550
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	41
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	67.6%
主要股东	南京电力自动化总厂
主要股东持股比例	38.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-25	14	32
相对表现	-18	41	56

**相关报告****王鹏, CFA**

0755-25310483

wpeng@cmschina.com.cn

S1090207100175

近期我们对国电南自进行了实地调研。国电南自于 2009 年对公司下属业务进行了重新整合，并将公司发展战略调整为以电力自动化产业、新能源节能减排自动化产业、智能化一次设备产业为核心的“三足鼎立”的发展模式。目前公司正积极推进 2010 年 3 月公布的非公开增发项目，争取实现核心业务的跨越式发展。

□ **完成业务整合，形成“三足鼎立”的发展模式：**2009 年公司全面实施了对下属业务的专业整合和资产重组，制定了以电力自动化产业、新能源节能减排自动化产业、智能化一次设备产业为核心的“三足鼎立”的发展模式。

1) 公司原有电网自动化业务、电厂自动化业务(包括电气专业、热工专业、水处理环保和辅控专业)、水利水电自动化业务、工业自动化业务(包括轨道交通自动化、信息与安防业务)四大业务组成电力自动化产业;

2) 公司设立了新能源科技有限公司，专业发展新能源和节能减排自动化产业，产品包括高压变频调速系统和静电除尘器等节能减排产品，以及风电变流器、光伏逆变器和监控系统等新能源产品;

3) 公司与中国西电共同出资设立西电南自，并与重庆大学技术团队合资成立南自海吉，共同打造国电南自的智能化一次设备产业。

□ **上升为华电集团的二级单位，成为集团四大业务板块的支柱企业之一：**国电南自现已成为华电集团的二级单位，由华电集团直接管理。在华电集团的电力、煤炭、金融、工程技术四大业务板块中，国电南自成为集团高科技业务的支柱企业。华电集团将为公司的发展提供强大的支持。

□ **非公开增发项目将大幅提高公司盈利能力：**2010 年 3 月国电南自公布非公开增发方案，拟增发 4600 万股，募集资金不超过 7.8 亿元，投资于智能电网、新能源与节能减排和智能一次设备领域的 7 个项目。国电南自在这些项目中都具有成熟的技术储备，项目建设期均不超过两年，达产后可贡献净利润 2.6 亿元。

□ **维持“审慎推荐-A”投资评级：**如暂不考虑增发摊薄的影响，预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.38, 0.49 和 0.87 元，按 2010 年 40 倍市盈率估值，目标价格为 13.8-16.8 元，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1679	1896	2229	2753	3757
同比增长	36%	13%	18%	24%	36%
营业利润(百万元)	47	68	91	131	294
同比增长	-11%	46%	34%	44%	124%
净利润(百万元)	81	89	109	139	246
同比增长	15%	10%	22%	28%	77%
每股收益(元)	0.43	0.47	0.38	0.49	0.87
PE	34.9	31.6	39.0	30.5	17.2
PB	3.3	3.1	4.3	3.9	3.3

资料来源: 招商证券

□ **智能化一次设备发展空间巨大：**智能化一次设备是在发展智能电网的背景下，电网公司对一次设备进行技术升级的必然趋势。只有实现了一次设备的智能化，才能实现整个电网的智能化监测和管理。因此智能化一次设备具有广阔的发展空间。2010年3月，国电南自和中国西电两家上市公司共同出资建立江苏西电南自智能电力设备有限公司（简称西电南自），注册资本6000万元，国电南自持股45%。西电南自将吸收中国西电在一次设备领域和国电南自在二次设备领域的技术领先优势，发展智能化一次设备产业。未来西电南自将为中国西电的变压器、断路器等一次设备提供智能组件。

此外，国电南自与重庆大学技术团队合资成立扬州国电南自海吉科技有限公司（简称南自海吉），国电南自持股60%。该公司主要生产电气设备绝缘在线监测及故障诊断系统。南自海吉和西电南自将成为国电南自在智能化一次设备产业的支柱企业。

□ **新能源和节能减排产业将成为公司未来主要的业绩增长点：**国电南自新能源科技有限公司将负责高压变频器和大功率无功补偿设备的市场开发，以及风电、核电、光伏等新能源技术的发展。公司面临华电集团变频器改造的巨大市场，集团内部电厂的变频器改造项目预计有300台左右。2009年公司分别中标华电集团所属电厂120台高压变频改造项目，当年执行的合同有64台。2010年公司将继续开发变频器市场，同时加快5000kW大功率变频器和四象限变频器的研制工作。本次非公开增发项目中，公司将把变频器产能提高至年产100台。

在新能源领域国电南自的风电场监控系统、核电站控制系统都已实现销售业绩，风电变流器也开始挂网测试。本次非公开增发项目中，公司将投资1亿元建设风电机组控制系统和风电变流器生产线，形成2.5MW及以上风电机组控制系统200套、1.5MW及以上风电变流器200套的年生产能力。公司的光伏逆变器已经开始批量供货，订单估计将超过2000万元。目前公司正在积极开发光热发电控制系统。

□ **电力自动化产业中轨道交通自动化、信息与安防业务将快速发展：**我们预计2010年公司电力自动化产业有望保持20%以上的增长。其中轨道交通自动化增长潜力很大。公司在轨道交通自动化领域的主要产品有铁路供电网SCADA系统、牵引供电系统微机保护装置、变电所综合自动化系统、城市轨道交通综合自动化系统等。国电南自在国内高铁项目、电气化铁路工程和地铁项目中具有较高的市场占有率。2009年公司轨道交通自动化专业订货1.08亿元，同比增长22%。2010年该项业务有望保持高速增长。

南自信息技术有限公司主要产品包括电力系统视频监控系统、厂区视频监控系统、楼宇自动化管理系统、社会治安动态视频监控系统等。2009年信息及安防产品订货1.79亿元，同比增长26%。该项业务未来具有良好的发展空间。

□ **风险提示：**公司所处的二次设备行业竞争日趋激烈，只有通过不断的技术提升和新产品的开发，才能保持高速发展和领先的市场地位。未来技术研发和对市场机遇的把握将成为公司发展的关键。

表 1: 国电南自 2010 年 3 月公布的非公开增发项目

募集项目	所属技术领域	规划产能	募集基金投资 (万元)	达产净利润 (万元)
智能变电站自动化系统及电子互感器项目	智能电网	智能变电站自动化系统 400 套, 电子式互感器 3000 只	15200	5208
智能用电自动化系统	智能电网	智能用电自动化主站系统 10 套、电能量采集管理系统终端 1000 套、负荷管理终端 5000 套和智能电表 30 万台。	12000	3632
智能配电网自动化系统及智能开关	智能一次设备	智能配电网自动化系统 20 套, 智能配电开关设备 8000 台	12100	4224
智能一次设备在线监测系统	智能一次设备	变压器在线监测系统 1000 套、高压气体绝缘开关在线监测系统 3000 套、高压容性设备在线监测系统 200 套	12000	3671
智能电厂自动化系统	电力自动化	智能电厂自动化系统 4 套	7700	3427
大功率风电机组控制系统及变流器	新能源	2.5MW 及以上风电机组控制系统 200 套、1.5MW 及以上风电变流器 200 套。	10000	2982
大功率高压变频调速系统	节能减排	大功率高压变频调速系统 100 套	9000	2994
合计			78000	26138

资料来源: 招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1679	1896	2229	2753	3757
营业成本	1261	1398	1658	2071	2834
营业税金及附加	11	13	16	19	26
营业费用	180	219	245	275	308
管理费用	123	155	183	215	254
财务费用	54	53	38	44	43
资产减值损失	5	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	22	3	3	3
营业利润	47	68	91	131	294
营业外收入	74	75	83	91	100
营业外支出	1	1	1	2	2
利润总额	120	142	172	220	393
所得税	17	28	34	43	77
净利润	103	114	138	177	315
少数股东损益	22	25	30	38	69
归属于母公司净利润	81	89	109	139	246
EPS (元)	0.43	0.47	0.38	0.49	0.87

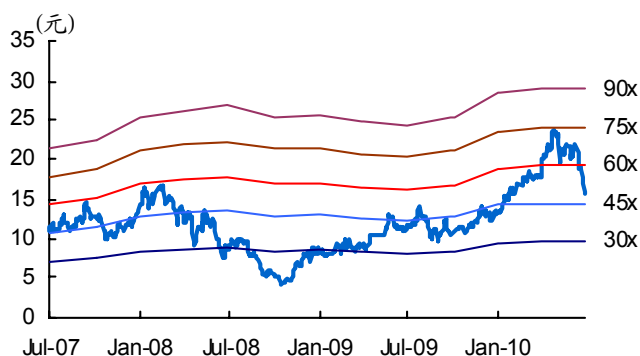
资料来源: 招商证券

表 3: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1678.9	1896.1	2228.8	2752.7	3756.6
电网自动化保护设备	781.6	973.5	1148.7	1363.6	1688.1
电厂自动化保护设备	367.5	418.8	335.1	351.8	372.9
水利水电自动化保护设备	116.2	155.0	162.8	172.5	186.3
工业自动化保护设备	320.9	225.5	272.8	332.9	416.1
其他	42.9	77.3	81.2	85.3	89.5
新能源及节能减排	-	-	180.0	396.0	950.4
其他业务收入	49.7	46.0	48.3	50.7	53.3
收入增长率	35.9%	12.9%	17.5%	23.5%	36.5%
电网自动化保护设备	9.4%	24.6%	18.0%	18.7%	23.8%
电厂自动化保护设备	-4.1%	14.0%	-20.0%	5.0%	6.0%
水利水电自动化保护设备	-	33.4%	5.0%	6.0%	8.0%
工业自动化保护设备	-	-29.7%	21.0%	22.0%	25.0%
其他	-	80.1%	5.0%	5.0%	5.0%
新能源及节能减排	-	-	-	120.0%	140.0%
其他业务收入	-1.3%	-7.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	24.9%	26.8%	25.6%	24.8%	24.6%
电网自动化保护设备	26.4%	29.1%	28.9%	27.1%	26.4%
电厂自动化保护设备	21.9%	20.9%	20.5%	20.7%	21.3%
水利水电自动化保护设备	23.7%	22.1%	21.8%	22.2%	21.5%
工业自动化保护设备	28.0%	31.9%	31.5%	31.3%	30.6%
其他	12.9%	11.4%	11.2%	11.5%	12.1%
新能源及节能减排	-	-	21.6%	22.4%	23.5%
其他业务收入	17.6%	45.7%	41.2%	38.5%	35.6%

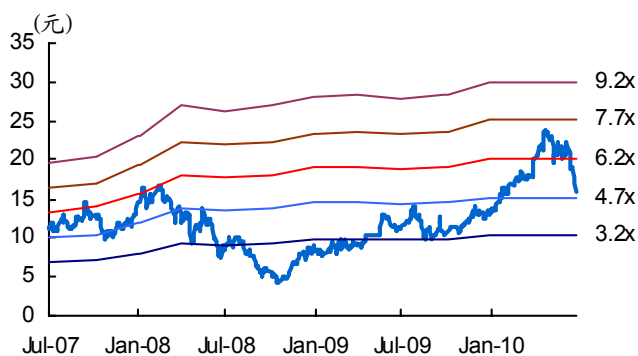
资料来源: 招商证券

图 1: 国电南自历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 国电南自历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1981	2129	2291	2593	3241
现金	149	90	90	90	90
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8	2	2	2	3
应收款项	1259	1399	1516	1726	2172
其它应收款	92	117	138	170	233
存货	384	423	459	524	660
其他	88	99	86	80	83
非流动资产	646	804	918	1057	1210
长期股权投资	159	195	195	195	195
固定资产	198	335	464	617	783
无形资产	150	155	139	125	113
其他	138	119	119	119	119
资产总计	2627	2932	3209	3650	4451
流动负债	1299	1793	2086	2385	2932
短期借款	269	625	732	836	820
应付账款	480	642	754	932	1271
预收账款	152	160	188	233	317
其他	399	366	412	385	524
长期负债	354	109	9	9	9
长期借款	340	100	0	0	0
其他	14	9	9	9	9
负债合计	1654	1902	2095	2394	2941
股本	189	189	284	284	284
资本公积金	360	356	261	261	261
留存收益	318	378	431	535	720
少数股东权益	106	107	137	175	245
母公司所有者权益	868	924	977	1081	1265
负债及权益合计	2627	2932	3209	3650	4451

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	24	20	245	251	317
净利润			109	139	246
折旧摊销			32	36	41
财务费用			38	44	43
投资收益			(3)	(3)	(3)
营运资金变动			(35)	(31)	(133)
其它			104	66	123
投资活动现金流	(187)	(158)	(160)	(180)	(200)
资本支出			(160)	(180)	(200)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	116	79	(85)	(71)	(117)
借款变动			7	4	(16)
普通股增加			95	0	0
资本公积增加			(95)	0	0
股利分配			(56)	(35)	(61)
其他			(36)	(41)	(40)
现金净增加额	(47)	(59)	0	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1679	1896	2229	2753	3757
营业成本	1261	1398	1658	2071	2834
营业税金及附加	11	13	16	19	26
营业费用	180	219	245	275	308
管理费用	123	155	183	215	254
财务费用	54	53	38	44	43
资产减值损失	5	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	22	3	3	3
营业利润	47	68	91	131	294
营业外收入	74	75	83	91	100
营业外支出	1	1	1	2	2
利润总额	120	142	172	220	393
所得税	17	28	34	43	77
净利润	103	114	138	177	315
少数股东损益	22	25	30	38	69
母公司所有者净利润	81	89	109	139	246
EPS (元)	0.43	0.47	0.38	0.49	0.87

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	36%	13%	18%	24%	36%
营业利润	-11%	46%	34%	44%	124%
净利润	15%	10%	22%	28%	77%
获利能力					
毛利率	24.9%	26.3%	25.6%	24.8%	24.6%
净利率	4.8%	4.7%	4.9%	5.0%	6.5%
ROE	9.3%	9.7%	11.1%	12.8%	19.4%
ROIC	5.5%	5.2%	5.4%	6.7%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	62.9%	64.8%	65.3%	65.6%	66.1%
净负债比率	23.2%	28.1%	25.9%	22.9%	18.4%
流动比率	1.5	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.9	3.5	3.8	4.2	4.8
应收帐款周转率	1.6	1.4	1.5	1.7	1.9
应付帐款周转率	3.1	2.5	2.4	2.5	2.6
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.47	0.38	0.49	0.87
每股经营现金	0.13	0.11	0.86	0.89	1.12
每股净资产	4.59	4.88	3.44	3.81	4.46
每股股利	0.15	0.15	0.10	0.12	0.22
估值比率					
PE	35.9	32.6	40.2	31.5	17.7
PB	3.4	3.1	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	61.4	49.1	40.4	30.8	17.2

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏，CFA：工学学士，MBA，7 年证券从业经验，从 2007 年起任招商证券电力设备行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。