

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751072 pilotyd@gmail.com

战略转型带动公司跨越式发展

事件描述

我们近日调研了国电南自，与公司证券部负责人做了交流。我们认为公司具有长线投资价值，要点如下：

- 公司升级为华电集团二级单位，经营战略转变，“8661”目标引领公司高速发展
- 传统业务增长稳定，工业自动化增长迅速
- 与中国西电合作设立西电南自，抢占智能一次设备先机
- 定向增发募投项目进展顺利，多个项目有望在 2011 年进入丰收期

我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.37、0.56、0.88 元，对应当前股价的 PE 为 46、30、19 倍，给予国电南自“谨慎推荐”的评级。

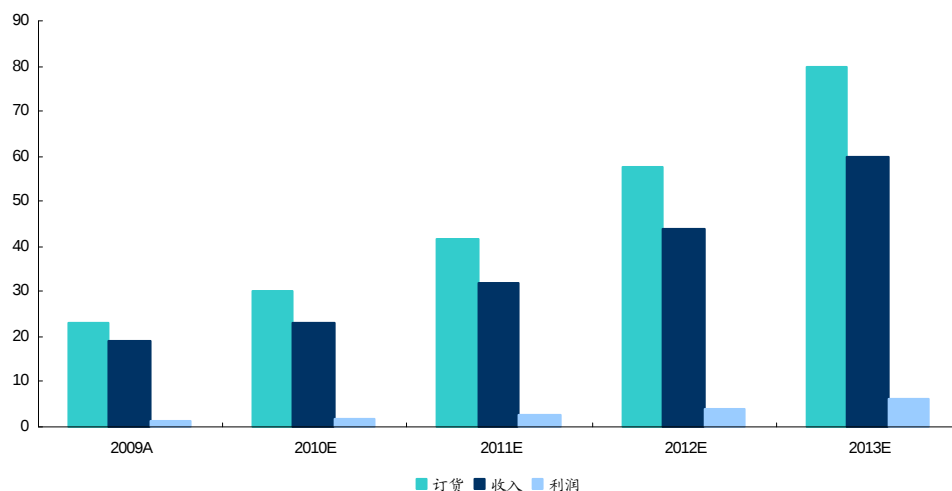
事件评论

第一，公司升级为华电集团二级单位，经营战略转变，“8661”目标引领公司高速发展

2010 年，华电集团提升了国电南自行政级别至二级单位，公司发展迈入崭新阶段。调整的意义主要有两方面，一是以前由于大股东南自厂的上级单位华电工程与国电南自发展经营不一致的矛盾不复存在，公司可以更加自主地发展；二是公司可以直接得到华电集团的支持，对公司的电厂、新能源，以及相关业务都有极大裨益。公司经营战略调整为“三足鼎立”，即电力自动化、新能源和节能减排、智能一次设备，符合当前发展方向。

公司的经营目标是到 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%（即“8661”目标）。随着 2011 年智能电网建设进入第二阶段，华电集团在电厂业务以及新能源业务给予公司大力支持，公司各项业务的市场都得到有力的保障。因此，我们认为公司如期甚至超额完成经营目标是大概率事件。

公司 2009 年全年累计订货 22.91 亿元，收入 18.96 亿元，利润 1.138 亿。对应 2013 年的发展目标，公司订货和收入的复合增长率约 33%，净利润的符合增长率达 50%。考虑到 2010 年公司进行完整整合后需要一定的磨合期，并且非公开增发的募投项目都已研发完毕进入试运行阶段，2011 年有望进入收获期。我们认为公司 2010 年的业绩增长不会很明显，业绩增速主要将在 2010 年以后体现。

图 1：2009 年-2013 年国电南自经营情况预测（亿元）


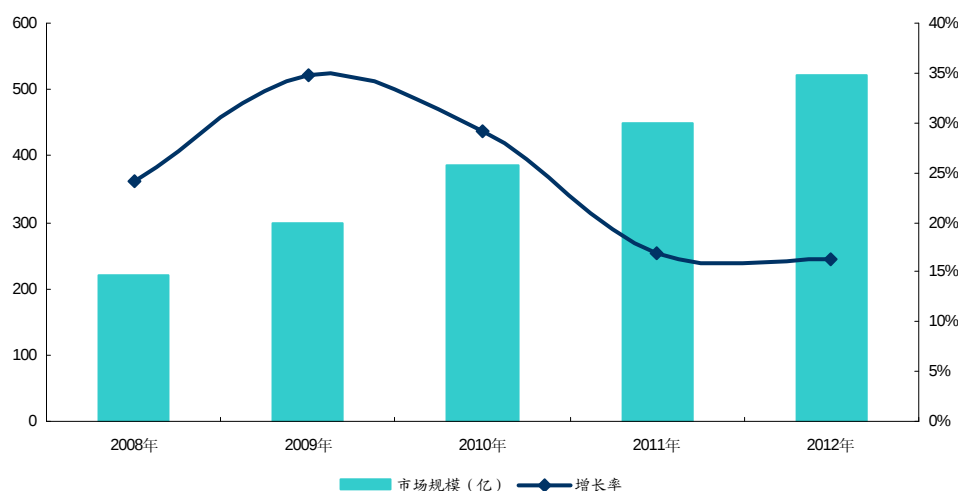
资料来源：长江证券研究部

第二，传统业务增长稳定，工业自动化增长迅速

目前构成公司主营业收入的四大板块中，增速最快的是工业自动化，主要包括轨道交通和安防系统，预计今年增长 40%。

轨道交通自动化主要围绕电气化工程综合自动化开展，包括远动系统、综自系统、视频监控系统、交直流系统、SCADA 系统等。09 年公司的轨道交通业务营业收入 10340 万、净利润 2375.77 万。今年预计有 10 条左右的轨道交通自动化系统招标，主要集中在下半年，上半年仅两条。我们预计轨道交通业务今年全年增长 40%。

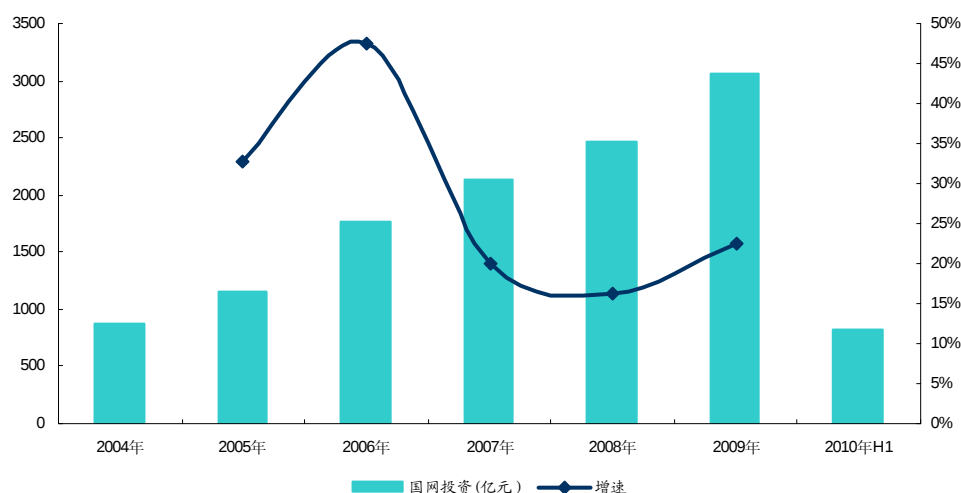
公司信息安防系统的收入来自控股子公司南自信息技术有限公司，南自信息发展迅速，2008 和 2009 年连续两年获得“中国安防十大民族品牌”。09 年收入 11681 万，净利润 1016 万，中标一系列重大工程，如国庆 60 周年天安门天安门广场视频监控系统等。目前公司规模远小于海康威视等龙头企业，但能与这些企业共同荣膺十大民族品牌，我们认为南自信息未来发展空间巨大。我们预计今年安防业务同比增长 40% 左右。

图 2：2008 年-2012 年中国安防视频监控行业市场预测


资料来源：长江证券研究部

目前收入占比最大的是电网自动化业务，由于国家电网上半年完成电网建设与改造投资 824.03 亿元，完成智能电网投资 15.15 亿元，投资总额比去年同期下降不少。因此我们预计今年电网自动化业务增长 10% 左右。在数字化变电站试点建设中，公司不论从市场份额、还是技术都位居行业前列。公司承建的 550kV 桂林数字化变电站提供全套二次设备，这是国内唯一一座全部由同一家企业提供全套二次设备的数字化变电站。所采用的电子互感器、智能组件等设备完全自主生产。第二批 69 座数字化变电站最快将于今年四季度开始招标，随着 2011 年智能电网进入全面推进阶段，我们认为公司电网自动化业务将有明显增长。

图 3：2004 年-2010 年 H1 国家电网投资规模（亿元）



资料来源：国家电网，长江证券研究部

电厂自动化板块主要分为电气专业、节能减排专业、热工自动化专业、水处理环保和辅控专业。今年火电装机增速约为 8%，我们认为公司电厂监控和热工自动化业务受到火电建设增速放缓的影响，今年增幅不会太大。静电除尘和高压变频器都是电厂节能减排技改的重要内容，考虑到“十一五”节能减排指标的压力，我们认为这两项业务将有较大幅度增长，下半年高压变频器业务有望取得来自华电集团的较大订单。综合来看，我们预计电厂自动化业务增长 10%。

水电自动化中的水利水电业务竞争非常激烈，主要竞争对手包括南瑞集团、水科院，毛利率预计将有所下降。但随着今年水电项目审批力度加大、南水北调工程的进展。公司大坝、水情水调业务会有较快增长，我们预计水电自动化全年增长 15% 左右。

第三，与中国西电合作设立西电南自，抢占智能一次设备先机

公司与中国西电合作设立西电南自，公司将建在扬州产业园，国电南自占 45% 的股权。中国西电提供市场支持，以及一次设备产品的技术支持；国电南自提供二次设备产品技术支持、生产制造支持。西电南自生产的智能设备组件将与中国西电的变压器、断路器等一次设备配套销售。一二次设备生产商合作生产智能一次设备在国内尚属创举，智能一次设备适应未来智能变电站需求，是今后的发展方向，这种合作模式将使得公司取得行业领先地位。我们预计 11 年可以较大幅度贡献收入。

智能一次设备主要有三部分组成：高压设备、传感器/执行器、智能组件。智能组件通过传感器或/和执行器，与高压设备形成有机整体，实现与宿主设备相关的测量、控制、计量、监测、保护等全部或部分功能。智能一次设备是智能变电站的基础，目前数字化变电站试点中都要求主设备具有在线监测功能。

第四，定向增发募投项目进展顺利，多个项目有望在 2011 年进入丰收期

本次定向增发是公司上市以来的首次融资，预计将于年内完成。募投项目也已展开，我们认为结合公司在数字化变电站中的积极探索，带动多项募投项目。我们认为，随着 2011 年智能电网建设第二阶段的到来，公司募投项目中智能电网业务将有明显增长。此外，公司的风电控制系统和变流器已经在华电集团的风场进行试运行，风电并网标准有望于 2011 年初公布，届时公司风电相关产品将充分享受关键零部件进口替代进程。

表 1：国电南自非公开增发募投项目统计

项目名称	投资总额（万元）	IRR	建设期（年）	产能
智能变电站自动化系统及电子式互感器	15249	28.27%	2	400 套智能变电站系统、3000 只电子式互感器
智能配电网自动化系统及智能开关	12127	25.29%	2	20 套智能配电网自动化系统、8000 套智能配电开关设备
智能用电自动化系统	12018	22.79%	2	10 套智能用电自动化系统主站、1000 套电能采集管理系统中断、5000 套符合管理终端、300000 只智能电表
大功率风电机组控制系统及变流器	10067	23.24%	2	200 套 2.5MW 及以上风电机组控制系统、200 套 1.5MW 及以上系统
大功率高压变频调速系统	9030	26.10%	1	100 套大功率高压变频调速系统
智能电厂自动化系统	7741	29.60%	2	4 套 600MW 机组智能电厂自动化系统
智能一次设备在线监测系统	12000	22.50%	2	1000 套变压器在线监测系统、3000 套高压气体绝缘开关、200 套高压容性设备在线监测系统

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.37、0.56、0.88 元，对应当前股价的 PE 为 46、30、19 倍，我们给予国电南自“谨慎推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1896	2156	2981	4167	货币资金	90	216	298	417
营业成本	1398	1594	2182	3028	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	498	562	799	1138	应收账款	1516	1728	2390	3340
% 营业收入	26.3%	26.1%	26.8%	27.3%	存货	423	482	659	915
营业税金及附加	13	15	21	29	预付账款	99	112	154	214
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	219	191	264	369	流动资产合计	2129	2539	3503	4889
% 营业收入	11.5%	8.9%	8.9%	8.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	155	176	243	340	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	长期股权投资	262	262	262	262
财务费用	53	41	29	23	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	1.9%	1.0%	0.6%	固定资产合计	456	455	448	439
资产减值损失	12	8	39	55	无形资产	155	147	140	133
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	2	2	2	2
投资收益	22	0	0	0	递延所得税资产	19	2	8	11
营业利润	68	131	204	322	其他非流动资产	-90	-90	-90	-90
% 营业收入	3.6%	6.1%	6.9%	7.7%	资产总计	2932	3317	4272	5645
营业外收支	74	13	50	80	短期贷款	725	864	199	641
利润总额	142	144	254	402	应付款项	844	962	1316	1827
% 营业收入	7.5%	6.7%	8.5%	9.7%	预收账款	160	182	252	352
所得税费用	28	29	50	80	应付职工薪酬	3	3	5	6
净利润	114	116	204	322	应交税费	9	10	16	25
归属于母公司所有者					其他流动负债	51	57	78	109
的净利润	89.3	104.1	183.7	290.3	流动负债合计	1793	2078	1866	2960
少数股东损益	25	12	20	32	长期借款	100	100	100	100
EPS（元/股）	0.31	0.37	0.56	0.88	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	8	8	8	8
经营活动现金流净额	20	114	-107	-165	负债合计	1902	2186	1974	3068
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	924	1012	2160	2406
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	107	119	139	171
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1031	1131	2299	2578
固定资产投资	-135	-72	-80	-92	负债及股东权益	2932	3317	4272	5645
其他	-23	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-158	-72	-80	-92		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.315	0.367	0.557	0.880
股权融资	1	0	991	0	BVPS	4.88	5.35	11.41	12.72
银行贷款增加（减少）	201	139	-666	442	PE	53.08	45.55	29.98	18.97
筹资成本	123	-56	-56	-67	PEG	1.10	0.95	0.62	0.39
其他	-246	0	0	0	PB	3.42	3.12	1.46	1.31
筹资活动现金流净额	79	83	270	376	EV/EBITDA	34.03	21.75	14.48	11.19
现金净流量	-59	126	83	119	ROE	9.7%	10.3%	8.5%	12.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。