

增 持 首 次

国电南自（600268）

2010 年 7 月 15 日

业务整合、模式转变，公司迎来成长新机遇

电力设备和新能源行业：张 浩
SAC 执业证书编号：S0850209040620
zhangh@htsec.com

2010 年 7 月 14 日收盘于 16.40 元，六个月目标价 18.73 元

021-23219383

1. 公司在华电集团战略地位提升，将获得集团大力扶持

2009 年公司股东华电工程提出非公开预案，要把工程建设业务注入到上市公司，净利润一个亿以上，但是由于工程建设业务会大幅降低公司的估值，市场反应不是很好。同时，由于增发中华电工程郑州一块土地的使用性质未能符合要求，非公开发行未能成行。

此次资产注入中止之后，公司重新确定未来的战略发展方向，新的增发项目将面向电力自动化、新能源与节能减排以及智能一次设备三大业务，发展格局逐渐清晰。同时，国电南自在华电体系的地位提升，从三级单位提升为二级单位，并且成为华电的四大主业之一（电力、煤炭、金融、装备制造）。背靠华电大树，公司多项相关业务得到集团扶持。

2. 同中国西电的合作对公司未来发展意义重大

公司与中国西电合作成立西电南自公司，公司占 40% 股权，未来合资公司的任务是将中国西电的一次设备和国电南自二次设备进行融合，打造智能化的一次设备产业链。这种尝试在国内还是首次，我们认为这种一次设备集成二次设备的做法会成为一种必然的趋势，中国西电和国电南自在这一步上领先于其他国内企业。借助中国西电强大的产能需求，公司的二次设备找到了很好的市场。中国西电一次设备的智能组件需求预计每年有 4-5 个亿的规模。

3. 公司业务模式发生巨大变化，新业务顺应新的产业结构要求

过去公司走的是“1+4+1”的模式，主业分四块：电网保护自动化、发电保护自动化、工业自动化和水利自动化，四块业务共用一个生产经营平台（南自电气分公司）和一个研发平台（国电南自研究院）。过去三年，公司正是在“1+4+1”的模式下，通过内部整合和资产注入不断形成自身的业务结构。

2010 年开始，公司将业务和经营重新调整，形成三足鼎立、双轮驱动的新模式。

所谓三足鼎立是指：

（1）将传统的四块自动化业务组合为电力自动化产业，研发经营自主。

（2）成立新能源产业公司，主要从事新能源相关产品和节能减排产品的研发生产，其中新能源相关主要是风电、光伏电站产品和变流器等，节能减排主要是高压变频和电力除尘业务（过去归属工业自动化板块）。

（3）成立一次设备智能化项目组从事一次设备智能化的研发生产，目前产品包括在线监测系列产品、关口智能电表；此外，为西电南自配套的产能也会是重要的一块。

所谓双轮驱动是指：未来公司将产品销售和资本运作作为业绩增长的两个方向，产品销售是内生的，依托现有技术和人员，利用资本市场、资本运作等外延手段快速发展公司。

4. 公司经营目标与增发事项

公司长期目标是到 2013 年实现“8661”目标，即实现订单 80 亿元、收入 60 亿元、利润 6 亿元、净资产收益率超过 10%。现有业务只占未来版图的 1/3，增加新能源和节能减排（估计占 30%-40%）以及智能化一次设备两部分增量。

以下几点将为公司经营目标的实现奠定基础：（1）西电集团与华电集团战略合作框架协议签订，加强在智能电网和新能源方面的合作，利用双方的技术、市场、渠道优势实现共赢；中国西电和国电南自成立西电南自子公司加强智能化一次设备的合作。（2）华电集团的大力扶持，利用发电集团的优势，公司未来在电厂自动化、高压变频改造、风电等节能减排和新能源领域显著受益。（3）扬州建立智能电网产业园，预计总额投资规模 20 亿元左右，规划 500 多亩地（目前公司总的占地规模才 300 亩地），将完成公司注册等业务，预计下半年 11 月份左右可以投产，进度很快。（4）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，未来公司还将与其他一些公司合作共同开辟智能电网领域。（5）公司此次定向增发，募投项目将重点打造新能源与节能减排、智能化一次设备两块新增业务。

目前公司增发项目正在推进之中，计划募集不超过 7.8 亿元投向数字化变电站、智能用电、高压变频、在线监测等 7 个领域。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。目前增发正在审批之中，我们认为作为公司上市之后的首次融资，对于公司未来三年的经营计划将是最重要一步。

表 1 公司募投项目概况

	行业归类	项目总投资 (万元)	项目建 设期	达产后生产能力	实现净利润 (万元)
智能变电站自动化系统及电子式互感器	智能一次设备、 电力自动化	15249	2 年	智能变电站自动化系统 400 套，电子式互感器 3000 只	5208
智能配电网自动化系统及智能开关	智能一次设备、 电力自动化	12127	2 年	智能配电网自动化系统 20 套，智能配电开关 8000 台	4224
智能一次设备在线监测系统	智能一次设备	12071	2 年	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	3671
智能用电自动化系统	电力自动化	12018	2 年	10 套智能用电自动化系统主站、1000 套电能采集管理系统终端、5000 套负荷管理终端和 300,000 只智能电表	3632
智能电厂自动化系统	电力自动化	7741	2 年	4 套智能电厂自动化系统	3427
大功率风电机组控制系统及变流器	新能源节能减排	10057	2 年	2.5MW 及以上风电机组控制系统 200 套，1.5MW 及以上变流器 200 套	2982
大功率高压变频调速系统	新能源节能减排	9030	1 年	100 套大功率高压变频调速系统	2994
总计		78293			26138

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 分业务情况分析

5.1 电力自动化业务

（1）电网自动化

对于智能电网建设，未来重点投入方向将主要是变电和配用电端。

从 10 年智能电网试点看，整体进程有些低于预期，下半年招标进程或有加速可能，但预计 10 年的业绩贡献不会很大。之前规划的 46 个新建智能化变电站以及 28 个变电站智能化改造试点预计难以完成，配网的北京、杭州、厦门和银川四个试点也有一定推延，预计下半年智能化变电站以及其余 19 个城市的配网自动化试点招标进度将加快。

公司电网自动化分公司 2009 年累计订货 113617.90 万元，实现主营业务收入 97346.17 万元，分别同比增长 25.65% 和 24.55%。在智能化变电站方面，公司为南方电网超高压 500kV 桂林变电站设计的整体化解决方案体现了公司在智能化变电站领域的领先优势。500kV 桂林变电站是国内首个 500kV 超高压变电站实现站控层、间隔层、过程层数字化的变电站，也是国内首个 500kV 电子式互感器、智能终端、数字化保护测控装置、监控系统等全系列一、二次智能设备的成功应用项目。

公司城农网子公司成立，将直接面对城市、农村配电网建设。7月12日上午消息，国家能源局召开全国农村电网改造升级工作会议，将启动为期三年的新一轮农网升级改造，预计三年投资2000亿元。

（2）电厂自动化

基于数字化电厂的概念，公司提供一体化的控制系统，涉及DCS、NCS、ECMS等一整套系统。考虑到整个火电新增装机下滑的趋势，预计未来电厂自动化业务增速趋缓。但考虑集团公司自身的电厂自动化业务对公司的扶持，预计公司电厂自动化仍会有小幅增长。华电集团旗下电厂建设较多，目前一个数字化电厂（600MW-1000MW）自动化投入一亿元以上。

电厂自动化2009年累计订货48145.46万元，实现主营业务收入41883.66万元。其中ECMS方面中标广东省粤电惠来电厂一期3、4号2×1000MW超超临界燃煤机组工程厂用电监控系统（ECMS）；福建石狮鸿山热电厂2×600MW超临界供热发电机组厂用电监控系统（ECMS）；湖北西塞山电气总承包工程等。DCS中标华电珙县2×600MWDCS系统；福建漳平和永安4×300MW国内最大循环流化床锅炉（CFB）机组DCS系统；牡丹江第二热电厂2×300MWDCS+NCS+ECMS+脱硫DCS机组仪电一体化控制系统等。

（3）工业自动化

2009年，工业自动化板块2009累计订货28777.35万元，实现主营业务收入22549.58万元。公司工业自动化主要包括轨道交通自动化、信息与安防。

轨道交通自动化将充分受益高铁和城市轨道交通建设。公司轨道交通自动化产品涵盖铁路和城市轨道交通，订单增长迅速。公司的产品主要有城市轨道交通综合自动化系统、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，均为核心部件，毛利率水平较高。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，轨道交通自动化专业订货10792.54万元，与上年相比增长22%，轨道交通是公司未来的重要增长点。

信息安防业务发展很快，市场规模非常大。随着安防监控朝着数字化、网络化方向飞速发展，信息及安防产品市场需求呈快速发展趋势。报告期内，公司信息及安防产品订货17984.81万元，与上年相比增长26%。该项业务具有良好的市场前景，将成为公司的利润增长点。信息安防的主要竞争者包括海康威视和大华股份，这两家都在做产业链的延伸，收入规模做得比较大。公司的技术起点很高，优势在于系统集成和解决方案，完成的标志性工程——国庆60周年庆典天安门广场视频监控系统、TCL光电科技（惠州）有限公司厂区监控系统、苏州三星电子液晶显示器有限公司监控系统、沃尔玛（江苏）连锁超市监控系统、山东省500KV超高压站联网监控、南京栖霞寺视频监控系统等。现在下游的主要方向是电站、司法系统等，可以实现复制增长。

（4）水利水电自动化

水利水电自动化分公司2009年累计订货17179.38万元，实现主营业务收入15500.03万元，同比分别增长-13.78%和33.37%。报告期内，水利水电自动化分公司已顺利完成资产重组工作。三家子公司通过吸收合并的方式进行了全面整合，整合后的南京河海南自水电自动化有限公司，在技术创新能力、无形资产、市场渠道等方面的优势得以进一步提升。

5.2 新能源和节能减排业务

新能源节能减排目前是一个独立的主体，所有相关的业务都拆出来装进这个主体，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。主要业务由国电南自新能源科技有限公司负责。

风电、光伏变电站的升压系统和逆变器以及核电常规岛的自动控制系统。风电和光伏电厂的升压站公司之前就有产品，风电逆变器已经出样机了，目前在华电下面的风场挂网，南自的优势在于可以轻松的找到大股东的风场进行挂网。公司的大股东华电工程本身有块业务是风场施工，可以采购公司的升压设备，同时，华电集团下面的风场也可以用公司产品。公司的新能源并网接入设备已经得到了华电集团的表扬，未来华电集团大量采购的可能性很大。常规岛自动化控制系统不是很难，但是要有资质。

高压变频器依托集团优势将是新的增长点。公司高压变频业务是从工业自动化分出来的业务。目前产品主要面向电厂，华电集团去年共给公司 120 台订单（变频改造项目），年底交付了 64 台，其余结转到今年，明年年底前全部交货。集团内部电厂的变频器改造项目预计有 300 台左右，所以公司电厂高压变频改造将增长迅速。

公司目前产品功率在 1250 KW-2500KW，产品包括机联式、三电平和两电平三种形式，目前正在积极推进 5000KW 产品和四象限产品的研发，2500 KW 以上产品正在鉴定。华电集团四象限变频器（用于悬梁臂和港口设备）需求量较大，但是目前主要进口，公司担负着四象限变频的开发重任（增发项目之一，投产期一年，产能 100 台）。公司同时还在研发大功率的无功补偿。

电除尘业务：从工业自动化分出来。公司之前主要是做了华电内部的改造项目，一个亿左右，目前主要承接外面的项目，增速不快。

5.3 智能一次设备

公司智能一次设备目前主要自己做的有两块：在线监测和关口智能电表。再有一块就是向西电南自提供智能一次设备组件。这几块业务都在扬州智能电网产业园进行。

随着国内输变电投资的爆发，尤其是高压，特高压项目的快速增长，电网安全日益受到关注，由此催生了相应设备的研发与应用。过去电网对于故障的检测主要是通过离线人工检查的方式，效率低，预判性很差；在线监控的出现有效弥补了离线监控的不足，节省人工并且可以对变压器、GIS、电缆等相关设备进行实时监控，提前预知或有故障，是电网安全的重要保障。

公司跟重庆大学成立南自海吉公司，国电南自占 60% 股权，主营在线监测业务。重庆大学在这方面拥有国家重点实验室，技术国内领先。公司在线监测募投项目除了跟理工监测一样的油色谱业务（变压器监测）外，公司还做断路器、开关、容性设备等的监测。在线监测的总市场应该超过 50 个亿。预计今年开始有订单，明年逐步产生收益。

6. 盈利预测与投资评级

根据预测条件和财务模型，不考虑增发摊薄，我们预测 2010-2012 年公司的每股收益分别为 0.42 元、0.58 元和 0.86 元。假如按照公司目标，即按照 2013 年利润总额 6 亿元，净利润 5.1 亿元（所得税率 15%），归属母公司净利润 4.08 亿元算，预计增发摊薄后 2013 年 EPS 将达到 1.22 元左右，目前对应动态市盈率为 13 倍左右。

按照 2010 年 40-45 倍 PE 估值，对应的价格区间为 16.65-18.73。考虑公司处于战略转型期，全面整合后公司将迎来新的发展契机，我们给予公司“增持”的投资评级。

7. 不确定性因素：二次设备行业竞争激化；国家智能电网投资增速低于预期；公司产能释放以及市场开拓。

表2 国电南自盈利预测假设条件（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入						
电网自动化保护设备	82102	78158	97346	118762	142092	194585
电厂自动化保护设备	37449	36753	41884	25414	26685	28019
水利水电保护设备	10707	11622	15500	17825	19608	21568
工业自动化保护设备	9847	32089	22550	28187	34388	41953
新能源节能减排				20600	34300	56710
智能化一次设备					10520	34190
其他	4142	4293	7734	8121	8527	8953
合计	144246	162915	185013	218909	276119	385978
Yoy						
电网自动化保护设备		-4.80%	24.55%	22.00%	19.64%	36.94%
电厂自动化保护设备		-1.86%	13.96%	-39.32%	5.00%	5.00%
水利水电保护设备		8.55%	33.37%	15.00%	10.00%	10.00%
工业自动化保护设备		225.89%	-29.73%	25.00%	22.00%	22.00%
新能源节能减排					66.50%	65.34%
智能化一次设备						225.00%
其他		3.64%	80.16%	5.00%	5.00%	5.00%
合计		12.94%	13.56%	18.32%	26.13%	39.79%
主营利润率						
电网自动化保护设备	27.68%	26.36%	29.15%	29.00%	28.80%	28.50%
电厂自动化保护设备	25.53%	21.89%	20.94%	19.90%	19.15%	18.82%
水利水电保护设备	26.78%	23.74%	22.14%	21.49%	20.83%	20.33%
工业自动化保护设备	29.53%	27.98%	31.86%	29.85%	29.45%	29.10%
新能源节能减排				20.50%	22.50%	23.00%
智能化一次设备					20.00%	21.00%
其他	15.36%	12.90%	11.36%	11.00%	11.00%	11.00%
合计	26.83%	25.13%	26.29%	25.97%	25.71%	25.53%
其他收入	4587	4974	4601	4601	4601	4601
其他成本	3965	4123	3462	3462	3462	3462
营业收入	148833	167889	189614	223510	280720	390579
yoy		12.80%	12.94%	17.88%	25.60%	39.13%
营业成本	109514	126102	139835	165512	208578	290910
yoy		15.15%	10.89%	18.36%	26.02%	39.47%
营业利润率	26.42%	24.89%	26.25%	25.95%	25.70%	25.52%

资料来源：海通证券研究所

表3 国电南自损益表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	123579	167889	189614	223510	280720	390579
增长率	2.78%	35.86%	12.94%	17.88%	25.60%	39.13%
营业成本	92187	126102	139835	165512	208578	290910
毛利率	25.40%	24.89%	26.25%	25.95%	25.70%	25.52%
营业税金及附加	977	1096	1323	1559	1958	2725
销售费用	15007	17984	21900	24586	28072	36714
销售费用率	12.14%	10.71%	11.55%	11.00%	10.00%	9.40%
管理费用	6550	12304	15473	17881	21896	28122
管理费用率	5.30%	7.33%	8.16%	8.00%	7.80%	7.20%
财务费用	3723	5428	5272	4128	3547	3615
资产减值损失	178	510	1167	0	0	0
期间费用	25458	36227	43812	46595	53516	68451
期间费用率	20.60%	21.58%	23.11%	20.85%	19.06%	17.53%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	321	210	2194	400	400	400
营业利润	5278	4673	6838	10244	17068	28894
EBIT	14222	17433	19466	21722	27966	39859
增长率	18.10%	22.58%	11.66%	11.59%	28.75%	42.53%
EBIT margin	11.51%	10.38%	10.27%	9.72%	9.96%	10.21%
营业外收入	5294	7436	7501	7500	7500	7500
营业外支出	72	105	145	150	150	150
利润总额	10500	12005	14194	17594	24419	36244
增长率	14.73%	14.34%	18.23%	23.95%	38.79%	48.43%
所得税	1424	1694	2805	2639	3663	5437
所得税率	13.57%	14.11%	19.76%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	9075	10310	11389	14955	20756	30807
少数股东损益	2051	2220	2458	3140	4359	6470
归属于母公司所有者净利润	7025	8091	8931	11814	16397	24338
增长率	1.24%	15.17%	10.39%	32.28%	38.79%	48.43%
总股本（万股）	28386	28386	28386	28386	28386	28386
EPS（元/股）	0.25	0.29	0.31	0.42	0.58	0.86

资料来源：海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	52.51	39.69	28.60	22.58
P/B	5.95	3.06	2.85	2.58
P/S	2.90	2.46	1.96	1.41
EV/EBITDA	16.04	20.80	15.70	11.39

偿债能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率	1.84	1.03	1.09	1.21
借款/股东权益	0.70	0.38	0.34	0.30
已获利息倍数	3.69	5.26	7.88	11.03
流动比率	1.19	1.50	1.43	1.46
速动比率	0.95	1.24	1.14	1.14
现金比率	0.05	0.32	0.21	0.19

盈利能力指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	26.25	25.95	25.70	25.52
息税摊销折旧利润率	12.37	12.08	13.06	12.82
净利润率	4.71	5.29	5.84	6.23
净资产收益率	8.66	6.11	7.77	10.24
资产回报率	3.05	3.01	3.72	4.64
投资回报率	4.79	4.23	5.43	7.27

经营效率指标	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	1.34	1.46	1.66	1.87
存货周转率	3.47	3.60	3.72	3.88
总资产周转率	0.68	0.65	0.67	0.81
固定资产周转率	7.11	4.64	3.91	5.10

盈利增长（%）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	12.94	17.88	25.60	39.13
营业利润增长率	46.31	49.81	66.62	69.28
EBIT 增长率	11.66	11.59	28.75	42.53
EBITDA 增长率	13.06	15.11	35.85	36.60
净利润增长率	10.39	32.28	38.79	48.43

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	189614	223510	280720	390579
营业成本	139835	165512	208578	290910
营业利润	6838	10244	17068	28894
营业费用	21900	24586	28072	36714
管理费用	15473	17881	21896	28122
利润总额	14194	17594	24419	36244
EBIT	19466	21722	27966	39859
折旧摊销	3982	5269	8701	10227
EBITDA	23448	26991	36667	50086
投资收益	2194	400	400	400
营业外收支净额	7356	7350	7350	7350
所得税	2805	2639	3663	5437
少数股东损益	2458	3140	4359	6470
归属于母公司的净利润	8931	11814	16397	24338
基本每股收益（元）	0.31	0.42	0.58	0.86

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	8986	60619	46402	51615
应收款项	151622	160511	188403	243776
存货	42250	49654	62573	87273
流动资产	212887	282593	312259	403419
固定资产	41284	70716	88380	80414
总资产	293248	392575	440477	524769
应付帐款	64167	66205	83431	116364
流动负债	179278	188488	218588	276172
长期借款	10000	10000	10000	10000
长期负债	10885	10885	10885	10885
总负债	190163	199373	229473	287057
少数股东权益	10720	13861	18219	24689
股东权益	103085	193201	211004	237712
付息负债	72500	72500	72500	72500
每股净资产（元）	3.25	6.32	6.79	7.50

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	8931	11814	16397	24338
折旧摊销	3982	5269	8701	10227
营运资金变动	18054	10553	16644	33855
经营活动现金流	2000	15093	18821	15887
固定资产投资	15167	34701	26365	2261
无形资产投资	452	0	0	0
资本支出	14708	34889	26937	3360
投资活动现金流	-15821	-34489	-26537	-2960
公司自由现金流	-13160	-21710	-11109	6893
股权自由现金流	4209	-25219	-14124	3820
债务变化	11600	0	0	0
股票发行	0	4875	0	0
融资活动现金流	7883	71029	-6501	-7714
现金净流量	8986	60619	46402	51615
每股经营现金流（元）	0.07	0.53	0.66	0.56

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

张 浩：电力设备和新能源行业

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞、合康变频、荣信股份、积成电子、英威腾、长园集团、国电南自。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。