

国电南自 (600268.SH)

且看旧貌换新颜

评级:

买入

目标价(元):

22.23-24.57

分析师

联系人

刘江啸

赵大陆

S1130208080249

021-58208341

021-58208344

liujx@qlzq.com.cn

zhaodl@qlzq.com.cn

2010年7月22日

基本状况

总股本(百万股)	283.86
流通股本(百万股)	265.50
市价(元)	17.66
市值(百万元)	5012.93
流通市值(百万元)	4688.73

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,678.89	1,896.14	2,271.74	3,022.21	4,112.73
营业收入增速	12.80%	12.94%	19.81%	33.04%	36.08%
净利润增长率	1.21%	10.39%	69.97%	45.52%	50.59%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.47	0.53	0.78	1.17
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	0.39	0.55	0.83
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	36.00%	41.82%	40.96%
市盈率(倍)	0.00	41.95	33.02	22.69	15.07
PEG	0.00	4.04	0.47	0.50	0.30
每股净资产(元)	4.59	4.88	3.36	4.03	5.11
每股现金流量	0.13	0.11	-0.03	-0.42	-0.54
净资产收益率	9.32%	9.67%	15.94%	19.29%	22.95%
市净率	0.00	4.06	5.26	4.38	3.46
总股本(百万股)	189.24	189.24	283.86	283.86	283.86

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 过去三十年间中国电网发展壮大成全球最大、最复杂电网。与日益扩张的超级“脆弱”电网长期斗争练就国内二次设备企业强大产品技术创新能力。截止目前,国内主力二次设备制造企业在电网保护控制等领域已经傲视全球。
- 国内二次设备研制领域业已形成以南瑞集团领头,国电南瑞(600406.SH)、国电南自(600268.SH)、北京四方、许继电气(000400.SZ)为第一方阵,众多专业化厂家跟随的局面。国电南自(600268.SH)是国内电力自动化设备制造鼻祖,多年研发、制造、实施经验累积造就公司中国电力二次设备研制强势企业地位。
- 在初步实现对供用电的安全保障后,国内电网向高效化、智能化迈进已成为必然。我们认为,以目前中国电网的规模和复杂程度,以及今后国民经济对电网建设的拉动,在不断扩张的中国电网中进行智能化所需投资将超过目前各界的预期:我们用“技术改造升级”的眼光去看待中国电网智能化,以过去十年平均每年2000亿元计算,20%的“技术改造升级”也将形成每年超过400亿元的智能化投资需要。
- 根据国家电网对电网智能化三个阶段中的任务划分,可以清晰判明,数字电厂、数字变电站、智能一次设备、配用电端智能化将成为建设重点。国电南自(600268.SH)联合国内电力一次设备制造龙头企业中国西电(601179.SH)打造业界最强一次设备智能化研制联盟将成为重点受益单位。
- 以1个研究所+4个专业方向+1个统一的制造中心的“1+4+1”模式完成对内部的整合之后,国电南自(600268.SH)针对今后业务发展方向,确立以电网自动化、厂站自动化+新能源、一次设备智能化为主的“三足鼎立”高效业务结构。
- 在强势管理团队领导和实施新的管理理念和业务结构下,我们预计公司经营业绩或将步入快速发展:2010~2012年公司销售收入或将达到22.72、30.22、41.13亿元;净利润或将达到1.52、2.21、3.33亿元;由此每股收益将为0.53、0.78、1.17元。
- 我们以2011年业绩预测的30倍PE±5%、22.23~24.57元作为目标股价区间,给予公司买入评级。

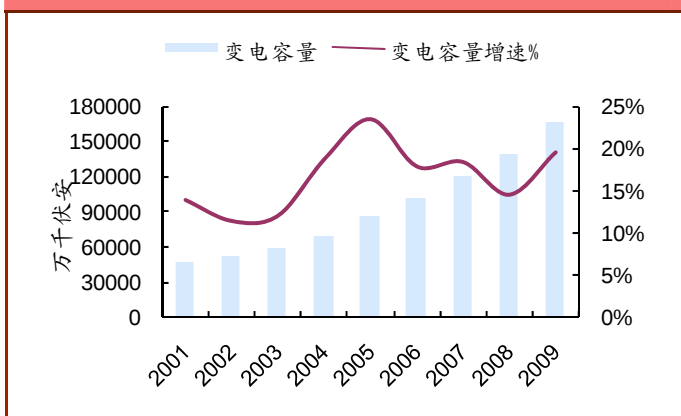
图表(7) 中国统一坚强智能电网基础拓扑结构.....	- 7 -
图表(8) 中国统一坚强智能电网运行管理基础结构.....	- 7 -
图表(9) 统一坚强智能电网三大建设阶段及任务.....	- 7 -
图表(10) 国内电力自动化设备研制上市公司序列大致归类.....	- 10 -
图表(11) 中国电网建设阶段性特征浅见	- 10 -
图表(12) 简单理解智能一次设备与二次设备的关系.....	- 11 -
图表(13) 国内三大变压器制造公司业绩对比.....	- 13 -
图表(14) 国内主力高压开关企业业绩	- 13 -
图表(15) 定向增发募集资金投入项目	- 15 -
图表(16) 公司历史订单与销售情况	- 15 -
图表(17) 分项产品销售预测	- 16 -
图表(18) 盈利预测简要结果	- 17 -
图表(19) 同业上市公司业绩预测相对估值比较.....	- 17 -

中国式坚强智能电网建设旷世仅有

现有国内电网已经成为全球最大最复杂电网

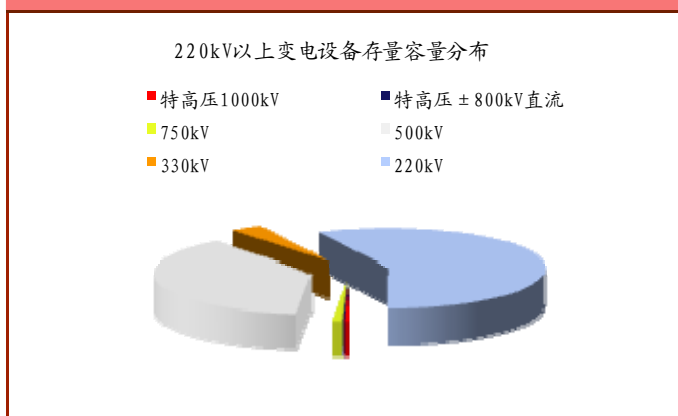
- 中国电网已经成为全球最大和最复杂的统一电网。网内输电线路里程长、变电容量巨大、电压等级多；客观上要求具备超级调度、运行、保护能力，以保障电网的安全运行，不至于对下游用电侧造成供电故障。
- 截止 2009 年年底，35kV 以上回路长度超过 125 万公里，其中 220kV 以上输电线路近 40 万公里。
- 截止 2009 年年底，国内电网变电容量已经超过 16 亿千伏安，同比增长近 20%。
- 截止 2009 年年底，国内电网 35kV 以上公用变设备存量容量超过 28 亿千伏安，其中 220kV 以上公用变设备存量容量达到 16.5 亿千伏安。
- 中国电网已经成为全球最复杂的电网：网内交流电压等级从 35kV 到 1000kV，涵盖 7 个电压等级；直流输电线路的建设最早始于上世纪八十年代，目前已经建成数条 $\pm 500\text{kV}$ 、 $\pm 660\text{kV}$ 直流线路，近期还将建设 $\pm 1000\text{kV}$ 直流输电线路。

图表(1) 变电容量及其增速



来源：齐鲁证券研究所

图表(2) 存量变电容量分布



来源：齐鲁证券研究所

中国统一电网建设运行模式历史上有效保障了电网的安全运行

- 从建设运行角度上，国内电网已经形成统一规划建设、集中指导、区域实际运行管理的状态，业已形成的国网、南网公司统一建设与指导性管理、七大电网分区域实际运行管理的模式有效地解决了安全保供的任务。
- 回顾世界电网运行管理的实践，我们发现，基于大电能输送和海量用户的复杂大电网必须采用集中管理的模式，否则无法保障电网的安全运行。
- 历史上，集中建设管理使得中国电网快速提升安全保供率，近年来有效保障了国内经济的发展。
- 在电源丰富、用户众多的北美，州电力管理体制虽然保障了区域电网运行一级区域间准市场化的合理电能调配，但是在面临目前电网老化、需要进行全网改造更新的迫切形势下，无法形成统一合理的整体框架和建设思路，由此，有可能造成整体运行效率下降甚至出现运行风险。
- 在交流自由联网理论下的欧美电网，由于没有坚持统一运营管理原则，不可避免地发生多起重大电网运营事故，导致全网崩溃。

图表(3) 中国电网区域结构



来源：国家电力信息网 齐鲁证券研究所

图表(4) 全球历次重大停电事故

年份	事故区域	损失功率(万千瓦)
1965	北美	2100
1978	法国	2900
1982	加拿大魁北克	1547
1982	瑞典	1140
1987	日本东京	817
1994	中国南方电网	173
1996	美国西部	1058
1996	美国西部	3050
2003	意大利	1421
2003	美加地区	7000
合计		21206

来源：齐鲁证券研究所

- 在电网端与发电端的关系上，必须采取指导性的市场管理原则，否则，在零散电网络局下，发电端将形成自然强势，导致整个用电环境和市场秩序的恶化。
 - 国外的经验可以给我们启迪：上世纪末北美对发输系统的市场化改革使得发电端追求自身利益最大化而强势提高售电价，畸高的电价几乎导致区域内经济波动。
 - 英国电网的私有化也因电网单方面追逐自身利益、以及私有化之后带来的管理问题最终导致失败，电网重新回归国有。

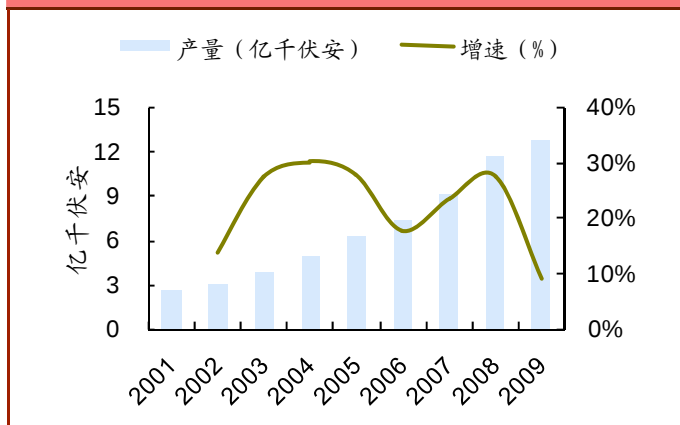
电网向高度自动化与智能化方向发展是客观规律

- 历史上中国电网建设运营管理部门长期在与一张“破碎大网”做“斗争”、不断完善电网结构、提升安全保供率的过程中，一直在孜孜不倦地追求发现新的电网建设、运行、管理原则，不断运用高技术提升中国电网整体运行质量与水平。
- 目前中国电网临时拉闸限电的状况在日常几乎绝迹，整体安全保供率已经达到世界先进水平，在此情形下，追求电网运营管理效率的提升已经成为当下中国电网建设的最高要求。

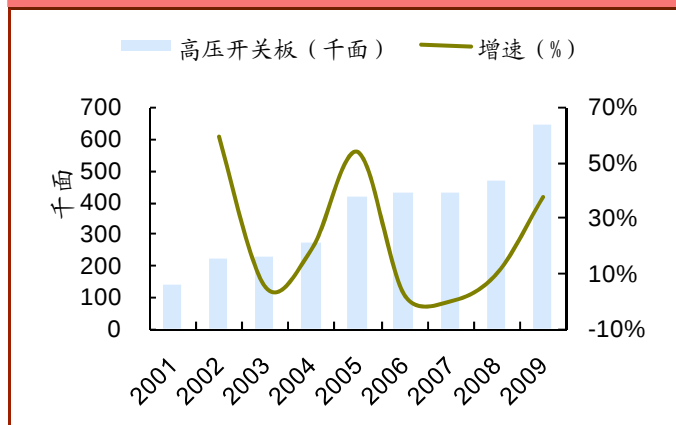
只有在中国才能建成全球技术等级最高、效率最高的统一坚强智能电网

- 也只有在中国，历史上形成先进电网理论，加上统一规划、统一部署、统一安排、设备采购市场化竞争的实施手段才能保障统一智能电网在电力系统发、输、配、送的各个环节做到有机联系、互相配合又互相保障；应该说，西方以用配电侧智能化的建设手段将仅仅解决电网整体控制保护的一部分问题，而其政令与经济运行的高度市场化，妨碍了西方国家走中国式统一电网的道路。
- 无需置疑，将全球最大、最复杂的电网改造建设成统一的智能电网将是对中国国家电网公司、中国输配电设备研制企业巨大的挑战。
 - 国内输变电一次设备研制几近全球最强：
 - (1) 变压器产能全球第一，1000kV/1000MVA 变压器已经由特变电工(600089.SH)、天威保变(600550.SH)在2008年研制成功。
 - (2) 开关产能全球第一，1000kV组合电器开关国产化几近完成，平高电气(600312.SH)、中国西电(601179.SH)已经具备为交流1000kV线路建设局部供货能力。

以国电南瑞（600406.SH）及其母公司南瑞集团为代表的中国电力自动化设备研制企业群落已经将 ABB、SIEMENS 等国外知名电网保护与主设备保护企业逐出中国，国内知名电力自动化设备研制企业所生产的控制保护设备在复杂多变的国内电网运行环境下经受住了严酷的考验，已经占据世界电网运行控制与保护的高地。

图表（5） 变压器产量及增速


来源：齐鲁证券研究所

图表（6） 高压开关产量及增速


来源：齐鲁证券研究所

➤ 中国式坚强智能电网建设对国内输变电设备制造集团形成的挑战在于：

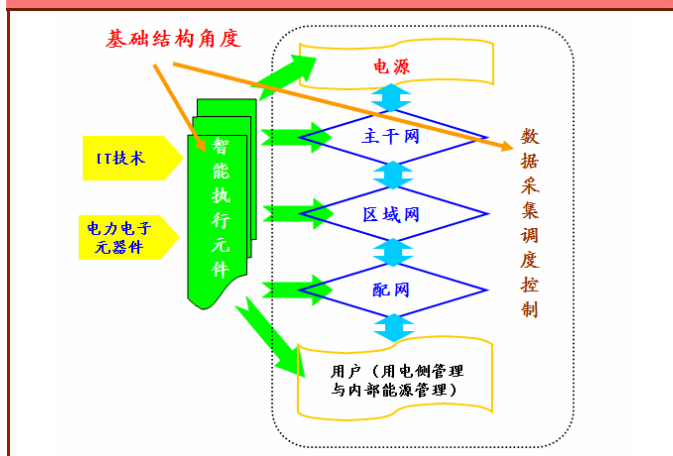
- （1）一次设备中，特高压变压器在满负荷与超负荷运行时的稳定性不足；特高压组合电器开关（GIS）核心零部件依然依赖进口。虽然变压器和组合电器开关的国产化率都已经达到 70% 以上标准，但是在核心制造技术和关键材料研制上的突破仍然是国内企业今后的重点方向。
- （2）全球首次将如此复杂的电网归置成一张统一运行管理的“大网”，其在控制机理、控制手段、安全稳定、灵活匹配性的方面的要求远远甚于历史上任何电网，这对国内顶尖电力自动化设备制造集团而言，要求的设计前瞻性、技术完备性、实验试验手段的先进性、产业集合性等都是空前的。

未来十年间从事输变电设备制造的网内企业和网外企业将分享超万亿市场

- 目前中国统一坚强智能电网建设标准和规范尚在由（南京）国网电科院主导规划设计，我们没有足够深、足够宽泛的技术理解底蕴，直接各个专业领域建设要求去归总估算中国统一坚强智能电网的规模。我们能够做到的是参照北美智能电网建设投资规模，大致估算今后国内在该领域中可能形成的投资。
- 美国总统奥巴马上台之初抛出北美智能电网改造规划，总投资 7000 亿美元。综合电网规模与复杂程度、持续发展潜力、以及智能化范围与路径，我们认为，中国统一坚强智能电网总投资或将与北美持平，甚至不排除最终将超过北美建设水平。
- 比较目前北美电网和中国电网的老化程度以及实施改造的技术准备，我们认为，基于目前中国在电网保护控制上的高水准，以及持续建设的实际，在未来上升到智能电网建设层面，所花成本应该较美国为低。
- 但是中国电网目前的复杂程度、预计未来将要达到的规模将远甚于北美电网，由此在技术等级以及持续建设规模上要大于北美电网。

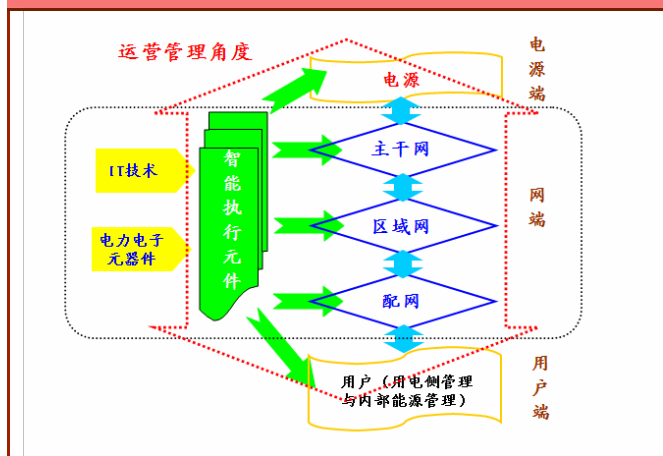
- 另外，中国全网统一模式与北美用户端智能化模式的差别将使得国内电网智能化在技术研发与实施改造成本上高于北美。

图表(7) 中国统一坚强智能电网基础拓扑结构



来源：齐鲁证券研究所

图表(8) 中国统一坚强智能电网运行管理基础结构



来源：齐鲁证券研究所

- 基于我们前期对智能电网结构的最基础解析，在以智能执行原件+控制保护系统的结构理解下，中国式统一智能电网在自动化控制方向上的研制投入将超过传统电网。
- 由于没有实际建设范例可以参考，我们姑且按照标准与规范制定+示范系统研发建设、区域电网智能化建设、全网归总智能化这三个步骤推断设备投入比例规模。
 - 我们认为统一智能电网前期的规划设计与标准制定工作，包括局部试验检验测试，将至少投入千亿；这其中，半数以上投资将用于框架设计、技术标准制定、控制系统研发等“软性”工作，南瑞集团及其属下国电南瑞（600406.SH），以及与整体系统框架设计相关的辅助性系统与设备研制厂家将是受益主体。
 - 第二阶段——区域电网智能化建设将是整个中国电网智能化建设进程中，电力自动化产业最火爆的阶段，大量一次设备、系统将进入智能化改造，同时新增大量智能一次设备以及新系统集成工作量，几乎所有电力自动化设备制造商都由此受益，其中具备高端系统研发与集成、高端智能一次设备制造商将成为受益最大的群体。
 - 第三阶段——全网归总智能化：在区域智能化的基础上，由具备强大技术实力和实施能力的国网自动化院体系内的企业进行全网统一。在未来的这一阶段，以国电南瑞（600406.SH）为核心的电网体系内的企业将是受益主体。

图表(9) 统一坚强智能电网三大建设阶段及任务

实施环节	应用手段	第一阶段	第二阶段	第三阶段
		2009 ~ 2010	2011 ~ 2015	2016 ~ 2020
发电端	常规电源厂网协调	AGC（自动发电）优化、水火电厂励磁参数实测	扩大 AGC 范围、实现三级电网大机组实时控制评价	完善 AGC、强化实时监控
	清洁能源并网	研制风电/光伏接入、运行和控制系统及试点；开发风电功率预测系统	初步实施应用风电/光伏接入、运行和控制系统；初步应用风电功率预测	风电/光伏全部应用成熟接入、运行和控制系统；全部实现风电功率预测
	大容量储能设备和技术的研发与应用	抽水蓄能规划与技术研发；钠硫电池、锂电、液流电池的研制与示范	加强抽水蓄能调度控制技术、建立评估管理体系；开展大容量储能试验运行	深化抽水蓄能控制智能化与技术的实用化；布置大容量储能与间歇电源
	风电/光伏/储能	100MW 风电、50MW 光伏、20MW 储能		
输电端	柔性输电技术应用	柔性直流示范、无功补偿/	各种补偿方式与设备示范	各种补偿方式与设备应

	串补应用	应用	用、统一潮流控制器示范
	设备状态检测	17 个单位进行试点	直至省网的全部设备状态监测
	线路智能化巡检	直升机智能巡检、无人机智能巡检	特殊线路、超高杆塔等人工巡检困难地区的巡检
	线路状态评估与状态检修	初步实现对线路的各项评估	全面实施状态检修
变电环节	智能变电站	部分在运站改造、新建部分智能站	完成枢纽站、中心站智能化; 110kV 以上全部智能化
	变电设备在线监测	17 个试点单位实施	省网以上全网覆盖集中监测
	变电站集约化运维	省级、地区级集中监控中心; 全面推广状态检修	建立监控标准化与组织形式
配电环节	配电自动化与调控一体化	19 个试点城市核心城区、三个农村地区智能化试点	大城市智能技术支持系统建设; 形成典型建设方案
	配电信息化系统建设	配电 GIS 地理信息系统建设; 多类信息系统重点试点; 在线、互动技术试点应用; 新标准下数据系统试点建设	完善 GIS; 重点城市全面铺开
	分布式发电/储能/微网	试点区域建设; 编制规范与进行设备研发	典型地区建设试点与建立规范、标准
用电环节	省级供电服务中心	服务中心试点建设	省级服务中心建设
	用电信息采集	27 个省网试点建设; 50kVA 以上用户系统建设; 15%覆盖率	实现全覆盖
	智能小区/楼宇	低电压载波、光纤试点智能用电小区建设; 楼宇智能建设试点; 上海局部试点	省内重点城市试点; 完善功能与商业化推广模式
	电动车充放电	75 座充电站、6209 个充电桩	4000 座充电站、推广充电桩; 初步形成充电网络; 开展相关技术研究
	检测中心	建设智能用电技术研究检测中心	拓展中心功能; 创国际一流; 建立技术、人才基地
调度系统	智能调度技术支持系统	局部试点; 完成框架、总体设计、系列功能规范	局部完成智能技术支持系统
	调度智能分析	省网以上仿真分析计算数据库	国、网、省调度异地联合计算; 全周期集中管理
	水电调度	智能在线调度; 水库调度高端应用实施; 站群联合优化调度	一体化智能在线调度与风险分析; 水电丰富地区水库调度高级应用
	新能源调度	风电调度智能化试点; 光伏功率调度研究	大风电基地风电调度自动化; 光伏调度功能研发
	调度数据网	330kV 以上加密认证与防火墙; 调度数据第二平面骨干网各子区安全防护	初步实现二次系统纵深防护到全面实现纵深防护
	备调系统	6 个备调; 12 个智能备调	5 个智能备调; “三华”范围智能备调
	基础与实用化工作	220kV 以上厂站自动化调度数据质量综合治理	省网以上数据质量综合治理实用化
通信信息平台	多网融合	通信网综合监控; 利用电力载波局部实现多网融合; 光纤到户	高中压网光纤化; 全覆盖; 全面实现配电、营销通信网络化与多网融合
	信息化平台试点	试点实现多种功能平台	

来源: 齐鲁证券研究所

- 在十年、总量近 4 万亿电网建设与智能化投资中，我们认为将至少有 70%以上将用于控制系统研制与一次、二次设备采购，其中，我们大致判断，控制保护系统的研制将是重点，其投资比例或将占据总投资的 20%以上。

国电南自（600268.SH）将成为网外电力自动化设备研制企业中切得最大蛋糕者

- 在总量有可能达到万亿以上的电力自动化设备研制市场上，我们认为，在网内企业占据 60%左右市场份额的情况下，针对另外的 40%市场份额，网外具备深厚技术研发底蕴和强大实施能力的国电南自（600268.SH）将是最主要的收益企业。

国电南自是中国式统一坚强智能电网建设的中坚力量

国电南自（600268.SH）是中国电力自动化设备研制的鼻祖

- 国电南自（600268.SH）的前身源自成立于 1940 年的“老水工”，经过半个多世纪的发展，目前已经成为国内最大的电力系统保护与自动化成套设备研发、制造企业，拥有多项自主知识产权。
- 在国内继电保护领域执牛耳的南瑞集团始于原南京电力自动化设备总厂研究院，该院 1979 年独立成为水电部南京自动化研究所，“南自所”经过近 20 年的发展壮大，成为目前在国内电网保护控制领域的领军企业——南瑞集团。
 - 在技术方向和产品方向上，国电南瑞（600406.SH）侧重于电网保护控制调度；其母公司南京自动化院暨南瑞集团在 2002 年年底电力系统厂网分离改革后归属到国家电网公司，自此，南瑞集团在电网保护控制领域内的科研、生产、应用得到长足进展，三十年的积累奠定南瑞集团、国电南瑞（600406.SH）在全球电网保护控制调度领域的领先地位。
- 与南瑞集团、国电南瑞（600406.SH）发展路径不同的是国电南自（600268.SH），以及前母公司南京电力自动设备总厂依托在电厂自动化、设备保护上的传统优势，在火电厂自动化控制、变电站综合自动化、铁路自动化等领域展开发展。

国内电力自动化设备研制细分行业国电南瑞（600406.SH）领军，国电南自（600268.SH）行二

- 2002 年国内电力系统实施“厂网分离”，南京自动化院暨南瑞集团归属国家电网公司；南京电力自动化设备总厂暨国电南自（600268.SH）归属华电集团。
- 进入华电集团之后，国电南自（600268.SH）控股股东南京电力自动化设备总厂成为华电集团三级子公司，上市公司成为四级公司；股东变更导致国电南自（600268.SH）在电力自动化设备研制方向上发生变化，在电网调度、保护技术与产品的研制上逐渐落后于南瑞集团。
- 厂网分离后，国电南自（600268.SH）虽然在国内电力自动化设备制造领域中将龙头地位逐渐让位给南瑞集团，但是在电厂自动化、主设备保护上继续保持优势，并且在在线监测、新能源、轨道交通自动化、安防监控等领域获得新的突破。
- 经过十年的变化发展，有历史渊源的两者逐步形成以南瑞集团暨国电南瑞（600406.SH）上市公司领衔、国电南自（600268.SH）随后的局面。

图表(10) 国内电力自动化设备研制上市公司序列大致归类

序列	公司	相对优势领域
第一梯队	国电南瑞	高端交流电网调度、继电保护控制；大型电厂、变电站自动化
	国电南自	高端电厂、变电站自动化；主设备保护；水电自动化；电网保护控制
	许继电气	直流保护；中端变电站自动化
	北京四方（拟上市）	中端厂网自动化
第二梯队	积成电子	中低端电网保护控制；中低端变电站自动化
	东方电子	中低端电网保护控制；中低端变电站自动化
	长园集团	电网保护控制（深圳南瑞）
	金智科技	火电厂自动化
	海德控制	用户端系统集成
	科远股份	火电厂自动化
	荣信股份	无功补偿
	思源电气	无功补偿；电网继电保护控制
	中元华电	电网保护控制器件

来源：齐鲁证券研究所

国电南自（600268.SH）电厂自动化、变电站综合自动化、主设备保护等领域继续保持优势

- 从历史上看，中国电力系统建设经历了电源为主电网为辅，到前期电源电网建设并重，再到目前侧重电网改造升级的阶段。

图表(11) 中国电网建设阶段性特征浅见

阶段	电网状况	技术特征	代表企业
建国后~七十年代末	从无到有，仅能满足基本电能传输，脆弱，电源不足经常停电	以苏联技术为蓝本，陈旧落后	南自厂（国电南自前身）、上海人民电器、阿继、许继
八十年代~九十年代末	面对快速经济发展和电源建设，电网迅猛扩张，但仍脆弱与捉襟见肘	西方技术开始进入中国，初步建立适合自身电网建设需要的技术理论体系，开始自主研发关键设备	南自厂、南自院（国电南瑞股东单位）、北京四方、许继电气、东方电子
千年后	电网已能基本保障社会经济发展，但应对突发事件能力较弱	已建立完善研发到产品生产能力，电网理论技术已经跨入世界先进行列	国电南瑞、国电南自、许继电气、北京四方，以及一批夹缝产品企业
目前	已建立完整电网运营体系，能够保障电能正常传输利用	电网技术理论领先全球，率先进入电网智能化研发实践	国电南瑞、国电南自、许继电气

来源：齐鲁证券研究所

- 国电南自（600268.SH）是中国电力自动化设备制造的鼻祖，历史上在火电厂自动化专业方向上一直占据国内领先地位；在南京自动化研究院（南京自动化院暨南瑞集团前身）在脱离南京电力自动化设备总厂之前，国电南自（600268.SH）的母公司一直是国内变电站综合自动化、主设备保护的龙头。
- 自上世纪七十年代末南京自动化院脱离南京电力自动化设备总厂后，尤其是 2002 年末南瑞集团并入国家电网公司之后，国电南自（600268.SH）在电网调度保护控制技术上新渐落后，但是，公司继续保持了在火电厂自动化、变电站综合自动化、主设备保护上维持住自身传统优势地位。
- 综合来说，国电南自（600268.SH）产品技术更侧重于硬件，而国电南瑞（600406.SH）则更侧重于软件。

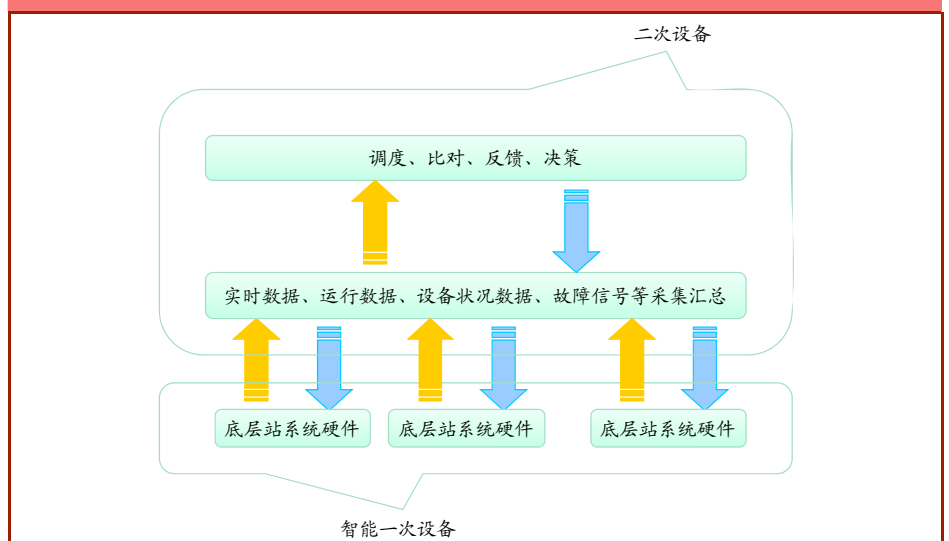
数字化电厂、数字化变电站、智能一次设备等专业将是国电南自（600268.SH）未来主攻方向

- 针对智能电网对一次设备智能化上的具体要求,加上对设备的全寿命管理的需要,今后的电力一次设备在研制上将更加注重与电网保护控制的配合,在设备运行状态监测、实现基础判断功能、初级应对执行上实施本地化。
- 我们理解,依托在火电厂自动化、变电站综合自动化上的传统优势,结合未来中国统一坚强智能电网在控制与执行上的简单区分,侧重于电力自动化设备研制的国电南自（600268.SH）将继续保持其在硬件设备研制上的传统优势。
 - 针对火电厂自动化向全数字化方向发展的趋势,公司将结合自身在电厂自动化上的传统优势,实现电厂总额和信息管理数字化。
 - 变电站综合自动化产品方向是公司的传统优势,尤其是在 500kV 变电站综合自动化上。数字化变电站是今后智能电网的基础单元。从已经建成试运行的 3 座 500kV 数字化变电站建设实际上看,国电南自（600268.SH）建设的广西玉林站在技术水准上不亚于国电南瑞（600406.SH）的浙江兰溪 500kV 数字站。基于公司在 500kV 数字化变电站上的优势,今后公司在该领域,尤其是高端站上将继续加大研制力度。
 - 智能电网执行环节的重要元件——智能一次设备将成为公司的另一个发展重点,公司侧重于硬件的特点使得其能够比其他公司更有实力去实现一次设备的智能化;公司与中国西电（601179.SH）在智能一次设备上的联合是目前国内最强的一二次设备制造联合体。

联合中国西电（601179.SH）打造国内最强智能一次设备研制联盟

智能一次设备是统一坚强智能电网运行基石

图表(12) 简单理解智能一次设备与二次设备的关系



来源：齐鲁证券研究所

- 智能一次设备与上层控制保护系统共同构成未来智能电网基础设备构架,如果把调度、控制、保护系统看作是智能电网的大脑的话,智能化一次设备就是灵活的手脚,必须由灵活的手脚去完成大脑的一系列指令。
- 传统意义上的一次设备只承担电能的形式转变和通断,不对电能传输过程与变化负责,同时对设备自身的运行状态没有监测。
- 从本质上看,智能化一次设备对所传输的电能以及应用中的一些常规性变化,有可能在本地做出及时应对;同时,智能化一次设备对设备本体的运行状态,未来的设备故障、老化预判都有较高要求,可以实现真实意义上的“状态检修”——也就是按需检修,达到减小检修差错,提升电网运行安全性的目的。

智能一次设备占据除控制系统之外最大的智能电网设备市场份额

- 按照历史电网建设实际经验,电力一次设备投资占到全部电网建设投资的 40%; 电力二次设备占到 10%。
- 某种程度上,我们可以把中国建设坚强统一智能电网看作是自人类有效利用电能以来最大的一次对电能传输系统的“技术改造”,而这次“技改”实施对象又正好是全球最大最复杂电网,实施者恰恰具备全球最强电网调度控制保护设备实际研发应用能力。
- 由于统一坚强智能电网对全网调度控制保护的要求极高,因而我们认为智能电网的“大脑”的开发研制,包括“大脑”周边“区域神经”——前期区域智能化的控制系统的研制,以及,相应系统的建设集成实践,将耗费巨大建设费用。
 - 我们预计,在前期系统标准制定、研发试制阶段,用于调度保护控制系统的投资比例或将达到投资的 60%以上。
 - 进入中段——区域智能化建设阶段,周边“大脑”、外围“神经”、全系统“大脑”的建设投资或将达到该阶段全部投资的 40%以上。
 - 进入全网智能化集成的最终阶段,我们认为几乎所有的投资将用于全网智能化“大脑”的升级构建调试。
- 出于审慎性考虑,假设建设统一坚强智能电网将会对传统电网建设产生局部替代,按照“技改”逻辑,如果替代程度达到 20~30%,则平均每年电网智能化投资新增量将达到 1000 亿元以上。
- 我们认为,对一次设备在智能化改造上的投入,主观判断,将提升一次设备 10%以上附加值,折算到市场份额,可能每年至少在 150 亿元以上。

国电南自(600268.SH)与中国西电(601179.SH)战略合作成就国内最大最强智能一次设备联合体

- 中国西电(601179.SH)是国内最大的输变电设备综合制造商,是国内唯一能够提供输变电一次成套设备的单位,位列中国电气制造百强之首,在国内输变电设备制造产业中占据最重要地位。
 - 中国西电(601179.SH)属下西变、常变的变压器制造能力位列国内前三甲,特变电工(600089.SH)、天威保变(600550.SH)、中国西电(601179.SH)构成中国电力变压器制造第一梯队。
 - 中国西电(601179.SH)属下西开股份、西开所、常开等是本土企业中具备最强高端电力开关研制能力的企业。中国西电(601179.SH)、平高电气(600312.SH)、新沈开构成中国电力开关制造第一梯队。

- 中国西电（601179.SH）属下西瓷、西整、西容是国内电力电瓷、电力电子器件与模块、电力电容电感的重要生产厂家。尤其是西电西整，是国内三具备直流换流阀制造能力的厂家之一，西整还是国内为数不多的能够提供电力电子器件——晶闸管的厂家之一。

图表(13) 国内三大变压器制造公司业绩对比

公司	变压器销售收入（亿元）	
	2008	2009
特变电工（600089.SH）	74.23	89.65
天威保变（600550.SH）	37.46	39.68
中国西电（601179.SH）	44.68	48.24

来源：齐鲁证券研究所

图表(14) 国内主力高压开关企业业绩

公司	2008 年销售收入（亿元）
平高集团	50.22
西电西开	52.35
新沈开	21.34

来源：齐鲁证券研究所

- 国电南自（600268.SH）与中国西电（601179.SH）在输变电一次设备智能化方向上的合作，可谓“强强联手”：将国电南自（600268.SH）在主设备保护、变电站综合自动化领域内的优势与中国西电（601179.SH）强大的输变电一次设备制造能力相结合，完全可以打造出中国国内最强智能化一次设备制造联合体。
- 国电南自（600268.SH）与中国西电（601179.SH）在智能一次设备上的合作已经进入实质实施阶段：继 2010 年 3 月 9 日国电南自（600268.SH）实际控制人中国华电集团与中国西电集团签署战略合作协议之后，2010 年 6 月 10 日公司公告将与中国西电（601179.SH）以资本合作方式共同投资组建“江苏西电南自智能电力设备有限公司”，未来的“西电南自”将以智能电网所需之输配电设备智能控制组件为主业产品。
 - 西电南自注册资本 6000 万元，国电南自（600268.SH）出资 2700 万元，持股 45%，中国西电（601179.SH）出资 3300 万元，持股 55%。
 - 西电南自初定经营范围是输变电设备组件的研发、设计、制造、安装、调试、营销和服务与技术咨询。
 - 中国西电（601179.SH）将为西电南自提供市场、以及一次设备产品制造技术支持。
- 2009 年中国西电（601179.SH）在一次设备上的销售额总计 99.94 亿元，假设一次设备智能化投资仅占售价的 10%，我们预计，今后中国西电（601179.SH）在一次设备智能化上将带给国电南自（600268.SH）超过 10 亿元的销售收入增长。
- 更让我们看重的是，与中国西电（601179.SH）的战略合作在实施过程中，国电南自（600268.SH）形成的智能一次设备研发技术、产能与实施能力将在整个中国产业、应用技术、服务能力智能化升级过程中发挥重大作用。我们将很快看到，智能化对中国产业经济与社会生活将产生的重大影响，或许这种影响是潜移默化和不为人察觉的。

公司管治华丽转身，拐点显现；国电南自（600268.SH）

踌躇满志，正待展翅高飞

两年内部整顿，根治顽疾、清除漏洞，重构业务体系与管理体系

- 众所周知，国电南自（600268.SH）最大的弊病是沉痾多年的公司内部治理问题：众多子公司、分公司分流大量上市公司利润，同时，上市公司成为众多体外公司新产品的无偿“孵化器”。

- 2008 年 4~6 月，公司新一届管理层开始对子公司进行整合：回收旗下十三家子公司股权。通过吸收子公司，直接减少了上市公司与子公司长期存在的全面业务竞争状态。
 - 这次收购，上市公司共支付股权转让费 13787.92 万元；按照 2007 年审计报告以及历年收益率，收购后，上市公司年新增净利润 2650.13 万元。
 - 除增厚上市公司利润之外，兼并子公司有助于上市公司规范市场运作流程，避免同系公司在市场上产生不必要的商业竞争，从而减少了市场费用，同时加强了整体竞争实力。
- 通过这次整顿，公司大大简化内部治理结构，初步具备较为清晰的管理框架，构建了“1+4+1”业务体系，便于公司进一步统一资源、统一管理政策的贯彻实施。
 - 成立国电南自研究院，成为公司乃至华电集团电力自动化系统与设备的研发平台。
 - 组建 4 个专业分公司：电网自动化、电厂自动化、水利水电自动化、工业自动化公司，对经营业务进行归口管理。
 - 组建“南自电气”生产平台，成为全公司生产制造中心。
- 在实施业务结构梳理整合的过程中，扁平化管理层级，归置研发、生产、销售人员，提升业务运行效率。

立足谋求未来长期高速发展，“三足鼎立”核心业务构架浮出水面

- 2009 年 5 月，在“1+4+1”的基础上进一步简化业务管理层级和结构，形成“三足鼎立”新业务结构：
 - 将原电网分公司、南自研究院部分、南自电气部分进行合并整合，以整合进来的南京新宁电力技术公司为平台组建南自电网自动化公司；负责上市公司电网自动化业务。
 - 以国电南自凌伊电力自动化公司为平台，组建国电南自电力自动化公司，负责提供智能电厂解决方案，涵盖电厂电气、厂站自动化、电子商务等电力自动化业务；组建国电南自新能源科技公司负责实施节能减排、新能源等专业业务。
 - 拟新设“国电南自（扬州）电力自动化有限公司”，注册资本 3 亿元；主营在线监测系统及装置、智能开关、智能用电自动化系统及装置、分布式能源接入系统及装置等；同时，该公司将负责建设、管理、经营“国电南自智能电力设备（扬州）产业园”。
- 未来公司将通过大力发展电力自动化产业、新能源和节能减排产业、智能一次设备产业，增强公司竞争力。
- 未来智能电网建设进程中，电力一次设备与二次自动化、智能化的融合将促进公司向综合性电力自动化设备制造集团迈进。

定增募投项目将是公司今后业务重点和重要利润来源

- 2009 年 3 月公司决议拟以每股 21.55 元定向增发不超过 4600 万股，募集 7.8 亿元用于智能变电站自动化系统及电子式互感器、智能配电网自动化系统及智能开关等项目建设。
- 对照国家电网公司建设统一坚强智能电网三个阶段以及阶段内任务，本次定向增发募集资金建设项目主要集中于电厂自动化、智能变电站、配电/用电系统智能化、以及风电控制与变频节能上。总体上看，本次定增募集资金项目偏向于用电侧以及硬件侧。

- 以公司在电厂自动化、变电站综合自动化、电子式互感器、变频系统上的优势，我们认为，本次定增项目在实施上具备完全可行性；而智能一次设备在线监测项目将与公司联合中国西电（601179.SH）共同建设的一次设备智能化项目充分融合，籍中国西电（601179.SH）的一次设备进入市场，快速获得经济效益。

图表 (15) 定向增发募集资金投入项目

项目	项目投资额 (万元)	募集资金利用额 (万元)	建设期 (年)	达产产能	
				产品名称	产能(套/台/只)
智能变电站自动化系统及 电子式互感器	15200	15200	2	智能变电站自动化系统	400
				电子式互感器	3000
智能配电网自动化系统及 智能开关	12100	12100	2	智能配电网自动化系统	20
				智能配电开关	8000
智能用电自动化系统	12000	12000	2	智能用电自动化系统	10
				电能采集管理系统	1000
				负荷管理终端	5000
				智能电表	300000
大功率风电机组控制系统 及变流器	10000	10000	2	2.5MW 以上风电机组控制系统	200
				1.5MW 以上风电机组控制系统	200
大功率高压变频调速系统	9000	9000	1	大功率高压变频调速系统	100
智能电厂自动化系统	7700	7700	2	600MW 机组智能电厂自动化系统	4
智能一次设备在线监测系统	12000	12000	2	变压器在线监测系统	1000
				高压气体绝缘开关在线监测系统	3000
				高压容性设备在线监测系统	200

来源：公司公告 齐鲁证券研究所

公司其他业务进展顺利，数字化变电站成为 2009 年产品技术进步亮点

- 公司水电自动化业务在新一代监控系统（DS8000E）以及其他新产品投入实际应用后，继续获得增长。
- 公司工业自动化业务板块中的轨道交通（高铁）自动化（包括远动系统、综合自动化系统、视频监控系统、交直流系统）在国内外高铁建设中继续高歌猛进；在城轨业务上亦获得进展；而安防信息系统的进展更为迅速，将成为公司新的利润来源。

图表 (16) 公司历史订单与销售情况

产品分项	2008		2009	
	订单量	销售收入	订单量	销售收入
电网自动化保护设备（万元）	90421	78158	113618	97346
电厂自动化保护设备（万元）	63386	36753	48145	41884
水利水电自动化保护设备（万元）	19925	11622	17179	15500
工业自动化保护设备（万元）	56157	32089	28777	22550

备注：2009 年公司对工业自动化与电网自动化业务在细分项上进行重新整合

来源：公司公告 齐鲁证券研究所

- 公司本次定向增发项目前期技术准备充分：数字化变电站系统产品、安监自动化系统、水环境自动监控系统、变频调速、线路保护等新项目现产品通过了相关单位的评审和鉴定。
- 值得重视的是，公司负责实施的南方电网公司超高压 500kV 桂林变电站是国内首个在超高压 500kV 变电站中实现站控层、间隔层、过程层全数字化的变电站，也是国内首个 500kV 电子式互感器、智能终端、数字化保护测控系统、监控系统一、二次设备全系列智能化应用的成功案例，其应用其技术水准和应用水平达到国际领先、国内先进，为公司今后在高端数字化变电站建设改造业务上的发展奠定极为有利的基础。

公司在 220kV 数字化变电站建设改造上的进展值得称道，2009 年在该细分产品领域中的进展也奠定了公司在中端变电站数字化上的优势地位。

盈利预测与估值定价

- 在对公司进行盈利预测时我们仍然按照电网、电厂、水电、工控四大板块分别进行预测。
- 由于公司在治理结构上进行了重大改革，我们预料，扁平化管治与业务管理结构将使得公司各项产品分项的毛利率逐步回升。出于审慎性原则，我们认为毛利率将在 2~3 年回升到同业水平。

我们预料公司电网自动化业务在智能电网建设进程中将获得稳定增长

- 我们给出公司电网业务稳定增长的理由是，公司在数字化变电站上的成就使得国电南自（600268.SH）有能力在 2011~2015 年电网区域智能化中获得足够订单。
- 我们认为，以目前公司在电网保护控制业务上的能力和履历，以及在电网业务方向上的技术准备，除国电南瑞（600406.SH）之外，其他电力二次设备制造上市公司尚无法与国电南自（600268.SH）进行有效竞争。

电厂业务是公司传统强项，数字化电厂赋予公司新的增长

- 国电南自（600268.SH）是国内首家完成 33 万千瓦火电厂自动化的电力二次设备制造企业，火电厂自动化业务是公司传统强项。我们认为，未来智能电网建设进程中，建设和改造传统电厂，使之运行全数字化将是工作重点。
- 在上述电厂运行智能化进程中，国电南自（600268.SH）或将依托华电集团，在数字化火电厂建设中，获得自身电厂业务业绩新的增长。我们认为，对电厂进行数字化改造，其毛利率将高于传统的火电厂自动化，由此我们判定，未来公司电厂自动化业务毛利率也将有所提高。

图表(17) 分项产品销售预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
电网自动化保护设备				
销售收入（百万元）	973.46	1236.30	1669.00	2420.05
增长率（%）	24.55	27.00	35.00	45.00
毛利率（%）	29.15	29.43	30.47	31.91
销售成本（百万元）	689.70	872.48	1160.39	1647.76
增长率（%）	19.83	26.50	33.00	42.00
毛利（百万元）	283.76	363.82	508.61	772.29
增长率（%）	37.75	28.22	39.80	51.84
电厂自动化保护设备				
销售收入（百万元）	418.84	494.23	642.50	770.99
增长率（%）	13.96	18.00	30.00	20.00
毛利率（%）	20.94	22.28	23.42	24.70
销售成本（百万元）	331.13	384.11	492.02	580.58
增长率（%）	15.34	16.00	27.00	18.00
毛利（百万元）	87.71	110.12	150.47	190.41
增长率（%）	9.03	25.55	40.88	26.54
水利水电自动化保护设备				
销售收入（百万元）	155.00	181.35	235.76	306.48
增长率（%）	33.37	17.00	30.00	30.00

毛利率 (%)	22.14	22.81	25.78	26.92
销售成本 (百万元)	120.68	139.99	174.99	223.99
增长率 (%)	36.17	16.00	25.00	28.00
毛利 (百万元)	34.32	41.36	60.77	82.50
增长率 (%)	24.37	20.52	46.92	35.76
工业自动化保护设备				
销售收入 (百万元)	225.50	259.32	324.15	388.98
增长率 (%)	-29.73	15.00	25.00	20.00
毛利率 (%)	31.86	30.00	31.00	32.00
销售成本 (百万元)	153.66	181.52	223.66	264.51
增长率 (%)	-33.51	18.13	23.21	18.26
毛利 (百万元)	71.83	77.80	100.49	124.47
增长率 (%)	-19.99	8.30	29.17	23.87

来源：齐鲁证券研究所

盈利预测简要结果

图表(18) 盈利预测简要结果

指标	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	1896.14	2271.74	3022.21	4112.73
增速 (%)	12.94	19.81	33.04	36.08
净利润 (百万元)	89.31	151.80	220.90	332.66
增速 (%)	10.4	70.0	45.5	50.6
每股收益 (元)	0.47	0.53	0.78	1.17
净资产收益率 (%)	9.67	15.94	19.29	22.95

来源：齐鲁证券研究所

绝对估值与相对估值测算

■ 绝对估值假设：

- 无风险利率=3.68%；风险溢价=6.30%；WACC=8.65%
- 行业 Beta=0.82；公司 Beta=0.90；永续增长率=4%
- 测算股价=17.66 元；测算股本=283.86 百万股

■ 绝对估值结果

- WACC 估值结果：每股价值 22.23 元。
- FCFE 估值结果：每股价值 22.51 元。

■ 相对估值比较显示，以我们对公司未来业绩预测值估算，在 A 股从事电力二次设备研制的上市公司中，国电南自（600268.SH）目前市价具备相对比较优势。

图表(19) 同业上市公司业绩预测相对估值比较

代码	名称	总股本 (百万股)	市价 (20100720)	摊薄 EPS			PE		
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600406.SH	国电南瑞	510.12	38.62	0.49	0.70	0.95	82.18	57.53	42.39
000400.SZ	许继电气	378.27	25.84	0.34	0.88	1.15	77.59	29.98	22.94
002339.SZ	积成电子	86.00	34.33	0.69	0.81	1.25	49.93	42.53	27.56

来源：其他个股每股收益预测取自聚源个股一致性预期 齐鲁证券研究所

估值定价与评级

- 历史上，电力自动化设备制造上市公司相对估值底限一般在 20~25 倍 PE。我们认为，身处国内电力自动化设备研制第一梯队内的上市公司

应享受估值溢价,溢价的给出是源自对未来中国统一坚强智能电网建设给予龙头电力自动化设备制造企业带来的技术提升和业绩增长。

- 我们以对公司 2011 年业绩预测值的 30 倍 PE $\pm$ 5% 作为股价预测区间,得到未来公司股价运行区间为 22.23 ~ 24.57 元。
- 比较对公司进行绝对估值测算的结果,我们认为,上述股价运行空间预测是审慎的。
- 鉴于目前 17.66 元的公司股价低于我们预测股价区间下沿 20% 以上,给予公司买入评级。

风险揭示

没有足够的专业技术人员去支撑公司未来项目发展的风险

- 电力自动化设备研制对研发人员的专业技术能力要求很高。在未来中国统一坚强智能电网建设中,需要大量具备专业技术能力且了解和理解电网、电厂运行规律的专有人才,才能保障项目实施的顺利进行。
- 公司位于中国电力自动化专业人才最集中的南京,具备地域优势;但同时,同城的国电南瑞(600406.SH)是国内电力自动化设备研制领域中的翘楚;加上同城存在大量小型电力自动化设备企业,未来对专业技术人才的争夺将空前激烈。
- 我们担心,随着公司新项目建设的渐次展开,在未来市场需求旺盛局面下,人才短板或将影响到公司战略方针的顺利实施,进而影响到公司业绩增长。

定向增发失败可能对公司新项目发展和未来成长造成影响

- 行业内“181”付款惯例,以及,历史沉疴使得公司负债率较高,应收账款余额较大;本次定向增发募集资金将有效缓解公司财务紧张状况,有利于公司今后的发展。
- 定向增发能否成功具备一定不确定性,一旦失败,将迟滞公司新项目的开展,进而影响到公司在专业技术领域中的深化发展和业绩发挥。

专利保护不够导致技术快速扩散、竞争加剧是国内电力自动化设备制造行业的顽疾

- 对专利技术保护不力不仅仅体现在电力自动化设备制造行业,但是在该行业中,这种“旁门左道”式的竞争手段应用极其普遍。公司是行业内的老牌企业,也是同业公司“挖角”对象,我们担心同业的不正当竞争手段或将对公司业务发展产生不利影响。

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	20100721	买入	17.66	22.23-24.57
2				
3				

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,896	2,272	3,022	4,113
增长率	12.9%	19.8%	33.0%	36.1%
营业成本	-1,398	-1,670	-2,181	-2,907
% 销售收入	73.7%	73.5%	72.2%	70.7%
毛利	498	601	841	1,206
% 销售收入	26.3%	26.5%	27.8%	29.3%
营业税金及附加	-13	-16	-21	-29
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-219	-239	-317	-432
% 销售收入	11.5%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用	-155	-193	-257	-350
% 销售收入	8.2%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	111	154	246	396
% 销售收入	5.8%	6.8%	8.1%	9.6%
财务费用	-53	-21	-22	-22
% 销售收入	2.8%	0.9%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	22	0	0	0
% 税前利润	15.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	68	132	225	374
营业利润率	3.6%	5.8%	7.4%	9.1%
营业外收支	74	70	70	70
税前利润	142	202	295	444
利润率	7.5%	8.9%	9.7%	10.8%
所得税	-28	-30	-44	-67
所得税率	19.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	114	172	250	377
少数股东损益	25	20	29	44
归属于母公司的净利润	89	152	221	333
净利率	4.7%	6.7%	7.3%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	114	172	250	377
少数股东损益	0	20	29	44
非现金支出	51	58	66	83
非经营收益	31	-45	-45	-45
营运资金变动	-176	-194	-390	-569
经营活动现金净流	20	12	-89	-110
资本开支	135	80	200	260
投资	-25	0	0	0
其他	1	0	0	0
投资活动现金净流	-158	-80	-200	-260
股权募资	1	-95	0	0
债权募资	201	0	0	0
其他	-123	-25	-54	-54
筹资活动现金净流	79	-120	-54	-54
现金净流量	-59	-188	-342	-423

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	90	-119	-490	-958
应收款项	1,518	1,745	2,321	3,159
存货	423	560	728	967
其他流动资产	99	117	153	203
流动资产	2,129	2,303	2,711	3,371
% 总资产	72.6%	72.0%	71.1%	71.4%
长期投资	195	195	195	195
固定资产	413	490	689	923
% 总资产	14.1%	15.3%	18.1%	19.6%
无形资产	177	193	198	211
非流动资产	804	896	1,100	1,347
% 总资产	27.4%	28.0%	28.9%	28.6%
资产总计	2,932	3,199	3,812	4,718
短期借款	725	725	725	725
应付款项	1,055	1,238	1,622	2,171
其他流动负债	12	48	54	63
流动负债	1,793	2,010	2,401	2,959
长期贷款	100	100	100	100
其他长期负债	9	9	9	9
负债	1,902	2,119	2,510	3,068
普通股股东权益	924	952	1,145	1,449
少数股东权益	107	127	157	201
负债股东权益合计	2,932	3,199	3,812	4,718

比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标				
每股收益 (元)	0.472	0.535	0.778	1.172
每股净资产 (元)	4.881	3.355	4.034	5.105
每股经营现金净流 (元)	0.106	-0.030	-0.416	-0.542
每股股利 (元)	0.150	0.100	0.100	0.100
回报率				
净资产收益率	9.67%	15.94%	19.29%	22.95%
总资产收益率	3.05%	4.74%	5.80%	7.05%
投入资本收益率	5.66%	7.14%	8.63%	10.38%
增长率				
营业总收入增长率	12.94%	19.81%	33.04%	36.08%
EBIT增长率	6.54%	38.79%	59.98%	60.79%
净利润增长率	10.39%	69.97%	45.52%	50.59%
总资产增长率	11.64%	9.09%	19.14%	23.79%
资产管理能力				
应收账款周转天数	255.8	260.0	260.0	260.0
存货周转天数	105.3	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	146.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	51.3	51.9	40.6	35.8
偿债能力				
净负债/股东权益	71.31%	87.40%	101.04%	108.03%
EBIT利息保障倍数	2.1	7.2	11.4	17.9
资产负债率	64.85%	66.24%	65.84%	65.02%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上**重要声明：**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501