

湘财证券研究所

电力设备与能源小组

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

E-mail: hwt2894@xcsc.com

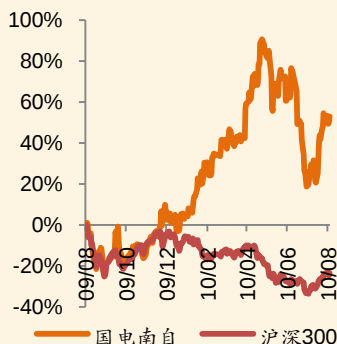
6-12 个月目标价: 19.2 元

当前股价: 30 元

基本资料

总股本 (百万): 284
流通股 (百万): 265
总市值 (亿): 54.5
10 年 EPS (元): 0.39
10 年 BVPS (元): 3.52
资产负债率: 69.25%

近期国电南自走势



相关研究报告

20100423-调研报告-“三足鼎立”增强内生动力, 华电集团大力支持提高外延价值

20091214-调研报告-数字化变电站和电厂节能业务有望成为新的盈利亮点

□ 营收同比增长 7.6%, 净利润同比增长 27.43%

2010 年 1-6 月份, 国电南自实现营业收入 8.92 亿元, 同比增长 7.60%, 归属于母公司净利润 1955 万元, 同比增长 27.43%, 销售毛利率 27.97%, 同比提高 0.86%。实现订单 15.62 亿元, 同比增长 14%, 其中电网自动化公司实现订货 7.64 亿元, 电力自动化公司实现订货 2.15 亿元, 新能源及节能减排业务实现订货 1.38 亿元, 水电自动实现订货 9299 万元, 轨道交通工程公司实现订货 9774 万元, 信息技术公司实现订货 1.55 亿元。

□ 工业自动化保护设备和电厂自动化保护设备增长较快

分业务来看, 工业自动化保护设备营收增长 47.44%, 毛利率 30.73%, 减少 3 个百分点; 电厂自动化保护设备营收增长 32.30%, 毛利率 27.54%, 增加 2.4 个百分点; 电网自动化保护设备营收下降 12.18%, 毛利率 28.24%, 增加 1.39 个百分点; 水利水电营收增长 18.43%, 下降 1.72 个百分点。

□ 首次中标百万机组核电站辅机程控项目

电力自动化公司中标广西防城港核电站一期 LOT29 (除盐水处理) 控制系统及过程仪表设备, 这是公司首次中标百万机组核电站辅机程控项目, 为今后公司进入核电行业奠定基础。

□ 光伏逆变器和超大功率变频器取得重大突破

公司承接宁夏大唐国际青铜峡光伏并网电站项目, 标志着公司在超大功率光伏并网逆变器的设计和应用领域取得重大突破, 该项目确立了公司在国内太阳能应用领域的领先地位, 为后续抢占太阳能市场奠定了重要基础。目前, 超大容量级联型高压变频器 (6kV/5MW)、10kV 变频器等产品已进入试运行阶段即将进行批量生产。

另外, 公司中标新疆众和股份有限公司电子材料循环经济产业化项目配套 2×150MW 热电联产机组锅炉补给水处理系统工程。该工程是公司承接的第一套全膜法锅炉补给水处理系统, 标志着公司水处理专业水平又迈上了一个新台阶。

□ 上半年中标 5 个高铁项目

上半年, 公司加大在轨道交通 (高速铁路、地铁、城市轻轨) 等基础设施投资的重机遇, 在轨道交通自动化市场取得了良好成绩, 中标的重大项目包括铁路牵引供电综合自动化系统、综合自动化系统, 五个高铁项目 (沪杭配电所综合自动化系统、哈大客运专线变电所综合自动化系统和配电所自动化系统、宁杭客运专线综合自动化系统和配电所自动化系统)、武汉轨交二号线电力监控系统、沈阳二号线电力监控系统、苏州地铁综合自动化系统。

□ 继续推进内部管控模式转变, 进一步提高管理效率

2010 年起公司积极推进内部管控模式的转变, 即从分公司 (事业部) 体制转变为母子公司制。管控模式的转变将进一步提高管理效率和运营效率, 降低管理成本, 确保公司战略目标的实现。

□ 预计 2010 年 EPS0.39 元，维持“买入”评级，目标价 30 元

预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 0.39 元、0.56 元、0.88 元，维持“买入”评级，目标价 30 元。

表 1、主营业务营收和毛利预测

(营业收入 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电网自动化保护设备	821	782	973	1,137	1,454	1,874
yoy(%)		-4.80%	24.55%	16.79%	27.89%	28.92%
电厂自动化保护设备	374	368	419	486	583	676
yoy(%)		-1.86%	13.96%	16.00%	20.00%	16.00%
水利水电自动化保护设备	107	116	155	187	217	249
yoy(%)		8.55%	33.37%	20.46%	16.38%	14.56%
工业自动化保护设备	98	321	225	290	367	462
yoy(%)		225.89%	-29.73%	28.70%	26.45%	25.87%
智能化一次设备					150	450
yoy(%)						200.00%
新能源节能减排					300	550
yoy(%)						83.33%
其他	41	43	77	81	85	90
yoy(%)		3.64%	80.16%	5.00%	5.00%	5.00%
主营业务收入	1,442	1,629	1,850	2,181	3,157	4,351
yoy(%)		12.94%	13.56%	17.88%	44.74%	37.85%
其他业务收入	46	50	46	48	51	53
yoy(%)		8.43%	-7.50%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入	1,488	1,679	1,896	2,229	3,207	4,404
yoy(%)		12.80%	12.94%	17.56%	43.88%	37.33%
(营业成本 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电网自动化保护设备	594	576	690	804	1,028	1,328
电厂自动化保护设备	279	287	331	389	471	549
水利水电自动化保护设备	78	89	121	146	172	198
工业自动化保护设备	69	231	154	206	261	329
其他	35	37	69	72	76	80
智能化一次设备					113	338
新能源节能减排					231	424
主营业务成本	1,055	1,220	1,364	1,618	2,351	3,245
其他业务成本	40	41	35	36	38	40
营业成本	1,095	1,261	1,398	1,654	2,389	3,285
(毛利率)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电网自动化保护设备	27.68%	26.36%	29.15%	29.25%	29.30%	29.15%
电厂自动化保护设备	25.53%	21.89%	20.94%	19.89%	19.16%	18.76%

水利水电自动化保护设备	26.78%	23.74%	22.14%	21.75%	20.94%	20.42%
工业自动化保护设备	29.53%	27.98%	31.86%	29.14%	28.97%	28.85%
其他	15.36%	12.90%	11.36%	11.00%	11.00%	11.00%
智能化一次设备					25.00%	25.00%
新能源节能减排					23.00%	23.00%
主营业务毛利率	26.83%	25.13%	26.29%	25.83%	25.52%	25.42%
其他业务毛利率	13.53%	17.11%	24.75%	25.00%	25.00%	25.00%
综合毛利率	26.42%	24.89%	26.25%	25.81%	25.51%	25.42%

数据来源：湘财证券研究所

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1235.79	1678.89	1896.14	2229.20	3207.27	4404.42
增长率(%)	2.78%	35.86%	12.94%	17.56%	43.88%	37.33%
归属母公司股东净利润	70.25	80.91	89.31	111.69	159.22	250.53
增长率(%)	1.24%	15.17%	10.39%	25.05%	42.56%	57.34%
每股收益(EPS)	0.247	0.285	0.315	0.393	0.561	0.883
每股股利(DPS)	0.094	0.094	0.100	0.126	0.179	0.282
每股经营现金流	0.475	0.276	0.256	-0.178	-2.112	-0.153
销售毛利率	25.40%	24.89%	26.25%	25.81%	25.51%	25.42%
销售净利率	7.34%	6.14%	6.01%	6.34%	6.24%	7.02%
净资产收益率(ROE)	10.67%	9.32%	9.67%	11.17%	14.37%	19.60%
投入资本回报率(ROIC)	15.42%	21.97%	15.74%	5.15%	6.74%	8.26%
市盈率(P/E)	77.58	67.36	61.02	48.80	34.23	21.75
市净率(P/B)	8.28	6.28	5.90	5.45	4.92	4.26
股息率(分红/股价)	0.005	0.005	0.005	0.007	0.009	0.015

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1235.79	1678.89	1896.14	2229.20	3207.27	4404.42
减: 营业成本	921.87	1261.02	1398.35	1653.83	2389.17	3284.88
营业税金及附加	9.77	10.96	13.23	15.60	22.45	30.83
营业费用	150.07	179.84	219.00	245.21	336.76	440.44
管理费用	65.50	123.04	154.73	173.88	243.75	308.31
财务费用	37.23	54.28	52.72	49.06	55.39	53.74
资产减值损失	1.78	5.10	11.67	5.00	5.00	5.00
加: 投资收益	3.21	2.10	21.94	4.00	5.00	6.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	52.78	46.73	68.38	90.62	159.74	287.73
加: 其他非经营损益	52.22	73.31	73.56	75.00	75.00	75.00
利润总额	105.00	120.05	141.94	165.62	234.74	362.73
减: 所得税	14.24	16.94	28.05	24.24	34.46	53.43
净利润	90.75	103.10	113.89	141.38	200.28	309.29
减: 少数股东损益	20.51	22.20	24.58	29.69	41.06	58.77
归属母公司股东净利润	70.25	80.91	89.31	111.69	159.22	250.53

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	131.18	130.63	95.08	22.29	32.07	44.04
应收和预付款项	1000.25	1447.89	1616.50	2050.84	3226.87	4021.32
存货	270.17	384.10	422.50	611.14	882.09	1170.96
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	137.36	159.21	194.67	194.67	194.67	194.67
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	178.45	284.69	412.84	648.05	783.26	818.48
无形资产和开发支出	59.07	173.74	177.42	156.07	134.72	113.37
其他非流动资产	0.36	7.92	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1776.84	2588.18	2919.02	3683.06	5253.69	6362.84
短期借款	130.00	269.00	625.00	881.53	1685.41	1867.06
应付和预收款项	624.47	1005.43	1055.45	1513.59	2146.01	2850.89
长期借款	280.00	340.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其他负债	0.44	0.44	107.71	55.44	45.44	45.44
负债合计	1034.92	1614.88	1888.17	2550.57	3976.87	4863.40
股本	177.00	189.24	189.24	189.24	189.24	189.24
资本公积	245.31	360.10	356.06	356.06	356.06	356.06
留存收益	236.08	318.40	378.35	454.30	562.57	732.93
归属母公司股东权益	658.39	867.73	923.65	999.60	1107.87	1278.23
少数股东权益	83.53	105.57	107.20	136.89	177.95	236.71
股东权益合计	741.93	973.30	1030.85	1136.49	1285.82	1514.94
负债和股东权益合计	1776.84	2588.18	2919.02	3683.06	5253.69	6362.84

现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	134.95	78.38	72.72	-50.59	-599.61	-43.57
投资性现金净流量	-20.27	-187.34	-158.21	-238.52	-136.25	-36.25
筹资性现金净流量	-36.72	116.46	78.83	216.32	745.64	91.79
现金流量净额	77.96	7.50	-6.67	-72.79	9.78	11.97

财务分析和估值指标汇总

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	25.40%	24.89%	26.25%	25.81%	25.51%	25.42%
三费/销售收入	20.46%	21.27%	22.49%	21.00%	19.83%	18.22%
EBIT/销售收入	8.50%	7.15%	7.49%	7.63%	7.55%	8.46%
EBITDA/销售收入	10.34%	9.12%	9.59%	11.27%	10.08%	10.30%
销售净利率	7.34%	6.14%	6.01%	6.34%	6.24%	7.02%
资产获利率						
ROE	10.67%	9.32%	9.67%	11.17%	14.37%	19.60%
ROA	5.91%	4.64%	4.86%	4.62%	4.61%	5.85%
ROIC	15.42%	21.97%	15.74%	5.15%	6.74%	8.26%
增长率						
销售收入增长率	2.78%	35.86%	12.94%	17.56%	43.88%	37.33%
EBIT 增长率	-12.55%	14.34%	18.23%	19.83%	42.29%	53.88%
EBITDA 增长率	-11.81%	19.81%	18.71%	38.22%	28.63%	40.35%
净利润增长率	9.96%	13.61%	10.46%	24.14%	41.67%	54.43%
总资产增长率	10.32%	45.66%	12.78%	26.17%	42.64%	21.11%
股东权益增长率	6.95%	31.80%	6.44%	8.22%	10.83%	15.38%
经营营运资本增长率	25.19%	28.11%	7.02%	24.17%	74.45%	19.97%
资本结构						
资产负债率	58.24%	62.39%	64.68%	69.25%	75.70%	76.43%
投资资本/总资产	42.38%	43.30%	54.12%	57.51%	58.46%	54.72%
带息债务/总负债	12.56%	16.66%	33.10%	38.48%	44.89%	40.45%
流动比率	1.86	1.54	1.20	1.10	1.07	1.10
速动比率	1.50	1.24	0.96	0.85	0.84	0.85
股利支付率	37.80%	32.82%	31.78%	32.00%	32.00%	32.00%
收益留存率	62.20%	67.18%	68.22%	68.00%	68.00%	68.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.70	0.65	0.65	0.61	0.61	0.69
固定资产周转率	7.18	8.46	5.66	6.40	11.32	20.16
应收账款周转率	1.41	1.32	1.35	1.25	1.15	1.26
存货周转率	3.41	3.28	3.31	2.71	2.71	2.81
业绩和估值指标						
EBIT	105.00	120.05	141.94	170.09	242.02	372.42
EBITDA	127.80	153.12	181.76	251.23	323.16	453.55
NOPLAT	46.37	40.79	51.36	81.43	142.72	253.78
净利润	70.25	80.91	89.31	111.69	159.22	250.53
EPS	0.247	0.285	0.315	0.393	0.561	0.883
BPS	2.319	3.057	3.254	3.521	3.903	4.503
PE	77.58	67.36	61.02	48.80	34.23	21.75
PEG	4.64	2.66	1.49	2.02	0.82	0.40
PB	8.28	6.28	5.90	5.45	4.92	4.26
PS	4.41	3.25	2.87	2.44	1.70	1.24
PCF	40.39	69.54	74.95	-107.73	-9.09	-125.09
EV/EBIT	33.27	32.37	30.22	27.94	23.12	15.67
EV/EBITDA	27.33	25.38	23.60	18.91	17.32	12.87
EV/NOPLAT	75.34	95.28	83.52	58.36	39.21	23.00
EV/IC	4.64	3.47	2.72	2.24	1.82	1.68
ROIC-WACC	15.42%	21.97%	15.74%	4.96%	6.48%	7.96%
股息率	0.005	0.005	0.005	0.007	0.009	0.015

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。