

轨道交通突飞猛进、智能电网爆发在即

——国电南瑞（600406）2010 年中报点评

2010 年 8 月 31 日

推荐/维持

国电南瑞

财报点评

周宏宇 电力设备行业研究员

010-6650 7323

执业证书编号：S1480109050693

zhouhy@dxzq.net.cn

事件：

国电南瑞（600406）8 月 31 日公布了 2010 年中报：报告期内，公司全面完成预定的经营目标，实现新签合同 17.89 亿元，同比增长 40.13%；按追溯调整后合并会计报表口径，实现营业收入 9.95 亿元，同比增长 33.06%，归属于母公司净利润 1.64 亿元，同比增长 43.02%，实现每股收益 0.32 元。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	351	216	388	610	565	377	619
增长率（%）	-13.8%	16.1%	42.2%	104.6%	61.1%	74.6%	59.5%
毛利率（%）	27.2%	29.8%	29.7%	33.3%	28.8%	28.8%	35.0%
期间费用率（%）	17.8%	28.5%	14.2%	15.6%	18.1%	21.6%	13.0%
营业利润率（%）	7.9%	0.5%	14.9%	14.9%	9.7%	5.7%	22.1%
净利润（百万元）	47	9	68	94	80	33	131
增长率（%）	-40.6%	-12.7%	50.1%	227.3%	70.0%	275.7%	93.1%
每股盈利（季度，元）	0.173	0.034	0.265	0.369	0.312	0.065	0.257
资产负债率（%）	49.7%	46.1%	47.5%	60.1%	57.2%	58.1%	55.7%
净资产收益率（%）	4.78%	0.89%	6.57%	9.69%	7.57%	3.16%	11.09%
总资产收益率（%）	2.41%	0.48%	3.45%	3.86%	3.24%	1.32%	4.92%

评论：

积极因素：

- 报告期内，公司电网调度自动化业务营业收入同比增长了 20.32%，营业成本同比仅增加了 4.57%，营业利润率同比增加 9.02%，公司继续保持在电网调度自动化领域的领先优势；
- 变电站保护及自动化业务营业收入同比增长了 20.46%，主要由于公司加大了市场开拓力度，市场占有率提升所致；
- 轨道交通保护及自动化业务营业收入同比增长了 104.16%，主要系市场需求增长、公司相关产品竞争优势增强所致。

消极因素:

- 报告期内，由于竞争加剧，公司营业利润率同比下降了1.16%，其中：变电站保护和综合自动化下降了3.81%；轨道交通保护及电气自动化下降了3.79%；农电/配电自动化及终端设备下降了3.85%；电气控制及自动化下降了2.31%。

表 1 分产品经营情况

分产品	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	营业利润率 (%)	营业收入同比 (%)	营业成本同比 (%)	营业利润率同 比 (%)
电网调度自动化	274.22	164.17	40.13	20.32	4.57	9.02
变电站保护及综合自动化	329.67	219.69	33.36	20.46	27.77	-3.81
轨道交通保护及电气自动化	235.09	188.07	20	104.16	114.32	-3.79
火电厂及工业控制自动化	6.64	5.02	24.37	71.68	65.44	2.85
农电/配电自动化及终端设备	79.75	49.55	37.88	5.99	12.98	-3.85
电气控制自动化	55.38	35.52	35.86	6.12	10.1	-2.31
用电自动化及终端设备	12.65	7.94	37.23	——	——	——
合计	993.4	669.96	32.56	32.8	35.12	-1.16

资料来源：公司公告

业务展望:

- 随着太阳能、风电、核电等清洁能源的大规模开发利用，清洁能源产业及接入系统领域快速发展，配调一体化、小区用电智能化、智能电表、智能家电等中低压智能化设备的推广应用，电动汽车充电站等新增电力增值服务，公司产业发展面临巨大的市场空间和广阔的发展前景。
- 6月29日，由国家电网公司编制的《智能电网技术标准体系规划》和《智能电网关键设备(系统)研制规划》在北京发布。智能电网将主要围绕发电、输电、变电、配电、用电、调度等六大环节及通信信息平台进行建设，全面覆盖传统电力系统的所有领域。智能电网涉及相关产业很多，包括电力设备、信息通讯、新能源等，其中仅电网技术这一块的商机可能就超过万亿元。
- 我国轨道交通行业正处于跨越式发展期，据有关资料，至2015年前后，北京、上海、广州等22个城市将建设79条轨道交通线路，总长2259.84公里，总投资8820.03亿元。轨道交通自动化技术作为保证轨道交通经济安全运行、支撑轨道交通快速发展的必要基础，市场前景广阔。
- 2009年10月，公司股东大会审议通过了非公开发行股份的议案，目前申报材料正在证监会审核中，该方案实施后，公司将新增产能如下：城市轨道交通指挥中心调度决策系统3套，接入在建或已建线路 10 条；智能变电站自动化系统400 套；30 套智能用电信息采集系统主站、150000 套智能用电终端设备和400000 块智能电表；风电机组控制系统 600 套，风电场接入系统 40 套；智能配电网一体化支撑系统30 套；配电网智能调度系统 10 套；智能配电网停电管理系统 10 套；智能配电网信息集成及可视化系统20 套；智能配电网终端 15000 台；列车自动监控系统与计算机联锁系统4套。

盈利预测与投资评级:

预测2010-2012年营业收入分别为：24.3亿、32.1亿、39.4亿元，每股收益：1.31、1.56、1.74元，分别对应38倍、32倍、29倍PE，维持“推荐”评级。

表 2 盈利预测与估值

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	1,107	1,779	2,426	3,207	3,935
主营收入增长率	2%	61%	36%	32%	23%
净利润（百万元）	125	250	371	443	495
净利润增长率	-12%	100%	48%	20%	12%
ROE	13%	24%	25%	26%	25%
EPS（元）	0.49	0.98	1.31	1.56	1.74
P/E	102	51	38	32	29

资料来源：东兴证券

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008 年加盟东兴证券研究所，从事电力和电力设备行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。