

# 融资平台打通，高增长和并购可期

## 报告关键点:

- 增发获批，融资平台打通，为公司发展提供助推器，高增长和并购可以期待
- 不考虑摊薄、收购和资产注入，维持盈利预测，2010年-2012年EPS分别为0.85元、1.49元、2.63元，维持目标价位80元和“买入-A”投资评级

## 报告摘要:

- 国电南瑞发布公告，9月6日证监会会有条件审核通过非公开发行A股股票的申请，我们就此进行点评。
- 融资平台打通，为发展提供助推器：**上市之后国电南瑞还没有从资本市场再次成功融资，2008年公司曾试图增发，但没有得到证监会批准，同业竞争及关联交易是其中最大的障碍。为解决这些问题，公司、集团和国网公司做出了极大努力，包括收购集团的农网自动化、城乡电网自动化、电气控制及成套设备加工业务相关资产，集团从北京分公司和中德公司撤资，近期国网和集团公司为解决同业竞争与关联交易做出相关承诺等。本次非公开发行得到批准，融资平台的功能得到实现，为公司今后的发展提供助推器。
- 新增股本预计不超过3%：**按照之前的增发方案，拟募集资金7.6亿元，按照目前的股价计算，发行约1430万股，新增股本约2.8%，对业绩的摊薄非常小。
- 募集资金项目符合产业发展方向：**募集资金项目为：城市轨道交通指挥中心调度决策系统、城市轨道交通列车自动监控与计算机联锁系统、智能变电站自动化系统、智能用电信息采集系统及配套产品、智能配电网运行控制系统、风电机组控制及风电场接入系统。前两项城市轨道交通项目将扩张公司在该领域深度与广度。后四项智能电网项目加强公司在智能电网主导地位和技术领先优势、切入新能源领域。
- 轨道交通业务高增长将持续：**上半年公司轨道交通业务实现收入2.35亿元，同比增长104.16%，毛利率下降3.79个百分点，我们预计随着轨道交通信号和调度业务开展，毛利率将比目前有所提升。轨道交通业务新签合同额同比超过100%，我们预计收入将保持50%以上增长。
- 智能电网新业务将使公司高速增长：**上半年公司智能电网相关业务收入尚未明显体现，上半年公司在智能配网、用电管理系统、充电站的市场份额占50%以上。智能电表也在变电站中积累业绩，预计不久可参与国网公司的招投标。受益智能电网建设，在传统业务增长的同时，光电互感器、智能配网、智能用电、新能源接入等新业务将实现高速增长。
- 外延式并购发展给出明确时间表：**公司前期公告了解决同业竞争及关联交易将采取的措施，我们预期北京科东5年内将整合进入国电南瑞，3年内许继电气相关业务将和国电南瑞进行重组整合，至少安徽继远及其子公司将在2011年2月前将转让给国电南瑞，国网电科院内的二次设备资产整体注入到上市公司将很快进行。
- 盈利预测与投资评级：**不考虑摊薄、收购和资产注入，我们维持之前盈利预测，2010年-2012年EPS分别为0.85元、1.49元、2.63元，按照2011年40倍市盈率，同时考虑资产收购很快进行，给予30%溢价，维持目标价位80元和“买入-A”投资评级。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 80.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 80.00 元

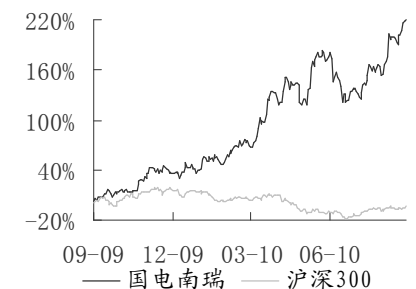
现价: 53.15 元

报告日期: 2010-09-06

## 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 27,112.88     |
| 流通市值(百万元)  | 27,112.88     |
| 总股本(百万股)   | 510.12        |
| 流通股本(百万股)  | 510.12        |
| 12 个月最高/最低 | 32.01/65.80 元 |
| 十大流通股东(%)  | 63.75%        |
| 股东户数       | 18,147        |

## 12 个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月   |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 17.09 | 5.52  | 222.52 |
| 绝对收益 | 19.76 | 13.93 | 219.20 |

## 研究员

|              |                        |
|--------------|------------------------|
| 黄守宏          | 高级行业分析师                |
| 010-66581627 | huangsh@essence.com.cn |
| 证书编号         | S1450210030003         |
| 汲亚飞          | 行业分析师                  |
| 010-66581629 | jiyf@essence.com.cn    |

## 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 1,107.3 | 1,778.7 | 2,737.1 | 4,429.9 | 7,123.5 |
| Growth(%) | 2.4%    | 60.6%   | 53.9%   | 61.8%   | 60.8%   |
| 净利润       | 125.3   | 250.1   | 432.1   | 760.2   | 1,340.7 |
| Growth(%) | -12.0%  | 99.6%   | 72.8%   | 75.9%   | 76.4%   |
| 毛利率(%)    | 29.6%   | 30.7%   | 32.3%   | 33.6%   | 34.5%   |
| 净利润率(%)   | 11.3%   | 14.1%   | 15.8%   | 17.2%   | 18.8%   |
| 每股收益(元)   | 0.25    | 0.49    | 0.85    | 1.49    | 2.63    |
| 每股净资产(元)  | 1.92    | 2.06    | 3.15    | 4.20    | 6.04    |
| 市盈率       | 197.3   | 98.9    | 57.2    | 32.5    | 18.4    |
| 市净率       | 25.3    | 23.5    | 15.4    | 11.6    | 8.0     |
| 净资产收益率(%) | 13.4%   | 23.8%   | 26.9%   | 35.5%   | 43.5%   |
| ROIC(%)   | 26.7%   | 55.3%   | 55.4%   | 52.9%   | 57.3%   |
| EV/EBITDA | 142.5   | 55.2    | 61.7    | 33.6    | 19.3    |
| 股息收益率     | 0.2%    | 0.1%    | 0.5%    | 0.9%    | 1.6%    |

## 前期研究成果

|                      |            |
|----------------------|------------|
| 国电南瑞: 智能电网带来的高增长可期   | 2010-08-31 |
| 国电南瑞: 外延式并购发展给出明确时间表 | 2010-08-19 |
| 国电南瑞: 业绩符合预期, 分配十送十  | 2010-01-28 |

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-28

| 利润表               | 2008           | 2009           | 2010E          | 2011E          | 2012E          | 财务指标           | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>1,107.3</b> | <b>1,778.7</b> | <b>2,737.1</b> | <b>4,429.9</b> | <b>7,123.5</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 779.0          | 1,233.3        | 1,853.9        | 2,940.1        | 4,667.7        | 营业收入增长率        | 2.4%        | 60.6%       | 53.9%        | 61.8%        | 60.8%        |
| 营业税费              | 10.7           | 16.3           | 25.2           | 40.8           | 65.5           | 营业利润增长率        | -28.2%      | 152.7%      | 74.1%        | 82.6%        | 81.9%        |
| 销售费用              | 77.7           | 112.5          | 168.9          | 273.3          | 439.5          | 净利润增长率         | -12.0%      | 99.6%       | 22.5%        | 146.1%       | 77.0%        |
| 管理费用              | 157.6          | 202.7          | 301.1          | 487.3          | 712.3          | EBITDA 增长率     | -28.4%      | 163.9%      | 78.4%        | 88.0%        | 73.0%        |
| 财务费用              | -9.6           | -1.4           | 2.7            | 11.1           | 8.9            | EBIT 增长率       | -32.8%      | 184.5%      | 76.7%        | 84.3%        | 80.2%        |
| 资产减值损失            | 10.7           | 17.1           | 28.2           | 25.2           | 43.0           | NOPLAT 增长率     | -15.0%      | 105.3%      | 24.1%        | 147.3%       | 75.8%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | -0.7%       | 74.1%       | 74.5%        | 65.2%        | 29.0%        |
| 投资和汇兑收益           | -0.0           | 7.0            | -              | -              | -              | 净资产增长率         | 1.4%        | 7.4%        | 44.7%        | 34.7%        | 45.6%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>81.2</b>    | <b>205.1</b>   | <b>357.2</b>   | <b>652.2</b>   | <b>1,186.4</b> | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 59.4           | 74.3           | -1.0           | 192.7          | 313.7          | 毛利率            | 29.6%       | 30.7%       | 32.3%        | 33.6%        | 34.5%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>140.6</b>   | <b>279.4</b>   | <b>356.2</b>   | <b>844.9</b>   | <b>1,500.1</b> | 营业利润率          | 7.3%        | 11.5%       | 13.0%        | 14.7%        | 16.7%        |
| 减: 所得税            | 9.9            | 29.3           | 49.9           | 91.0           | 165.7          | 净利率            | 11.3%       | 14.1%       | 11.2%        | 17.0%        | 18.7%        |
| <b>净利润</b>        | <b>125.3</b>   | <b>250.1</b>   | <b>306.3</b>   | <b>753.9</b>   | <b>1,334.4</b> | EBITDA/营业收入    | 7.5%        | 12.3%       | 14.3%        | 16.6%        | 17.8%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   | EBIT/营业收入      | 6.5%        | 11.5%       | 13.1%        | 15.0%        | 16.8%        |
| 货币资金              | 548.3          | 361.5          | 591.2          | 654.4          | 1,057.6        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 54          | 55          | 60           | 67           | 56           |
| 应收帐款              | 532.3          | 786.6          | 1,255.3        | 2,099.4        | 3,430.4        | 流动营业资本周转天数     | 34          | 42          | 59           | 66           | 71           |
| 应收票据              | 15.3           | 13.0           | 20.2           | 32.8           | 52.7           | 流动资产周转天数       | 495         | 362         | 337          | 323          | 318          |
| 预付帐款              | 42.9           | 84.3           | 149.2          | 252.1          | 415.4          | 应收帐款周转天数       | 183         | 140         | 138          | 136          | 136          |
| 存货                | 440.4          | 745.3          | 1,115.9        | 1,769.6        | 2,809.5        | 存货周转天数         | 121         | 120         | 123          | 117          | 116          |
| 其他流动资产            | 1.7            | 2.4            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 总资产周转天数        | 610         | 445         | 425          | 411          | 382          |
| 可供出售金融资产          | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 147         | 125         | 142          | 147          | 131          |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 12.1           | 11.9           | 20.0           | 20.0           | 20.0           | ROE            | 13.4%       | 23.8%       | 20.1%        | 36.8%        | 44.7%        |
| 投资性房地产            | -              | -              | -              | -              | -              | ROA            | 6.7%        | 10.2%       | 7.6%         | 12.3%        | 14.8%        |
| 固定资产              | 165.4          | 378.1          | 538.5          | 1,104.1        | 1,097.1        | ROIC           | 26.7%       | 55.3%       | 39.4%        | 52.9%        | 57.3%        |
| 在建工程              | 147.5          | 3.1            | 301.8          | 160.4          | 102.2          | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 17.9           | 13.7           | 13.4           | 13.2           | 13.0           | 销售费用率          | 7.0%        | 6.3%        | 6.2%         | 6.2%         | 6.2%         |
| 其他非流动资产           | 21.0           | 38.5           | 7.6            | 7.3            | 7.8            | 管理费用率          | 14.2%       | 11.4%       | 11.0%        | 11.0%        | 10.0%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>1,946.5</b> | <b>2,454.3</b> | <b>4,013.2</b> | <b>6,113.3</b> | <b>9,005.6</b> | 财务费用率          | -0.9%       | -0.1%       | 0.1%         | 0.2%         | 0.1%         |
| 短期债务              | 23.0           | 100.0          | 200.0          | 492.1          | 400.0          | 三费/营业收入        | 20.4%       | 17.6%       | 17.3%        | 17.4%        | 16.3%        |
| 应付帐款              | 362.1          | 421.5          | 711.1          | 1,127.7        | 1,790.4        | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 69.1           | 63.4           | 101.6          | 161.1          | 255.8          | 资产负债率          | 49.7%       | 57.2%       | 60.0%        | 65.0%        | 65.9%        |
| 其他流动负债            | 510.2          | 812.3          | 1,431.4        | 2,228.8        | 3,511.0        | 负债权益比          | 98.8%       | 133.5%      | 149.8%       | 186.0%       | 192.9%       |
| 长期借款              | -              | -              | -              | -              | -              | 流动比率           | 1.64        | 1.42        | 1.30         | 1.21         | 1.31         |
| 其他非流动负债           | 2.9            | 3.1            | 3.1            | 3.1            | 3.1            | 速动比率           | 1.18        | 0.89        | 0.84         | 0.76         | 0.83         |
| <b>负债总额</b>       | <b>967.5</b>   | <b>1,403.4</b> | <b>2,409.0</b> | <b>3,981.3</b> | <b>5,939.6</b> | 利息保障倍数         | -7.49       | -146.71     | 134.09       | 60.53        | 134.48       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 255.1          | 255.1          | 510.1          | 510.1          | 510.1          | DPS(元)         | 0.10        | 0.05        | 0.25         | 0.45         | 0.79         |
| 留存收益              | 723.9          | 795.9          | 1,098.3        | 1,630.4        | 2,569.0        | 分红比率           | 40.7%       | 10.2%       | 30.0%        | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>978.9</b>   | <b>1,050.9</b> | <b>1,608.4</b> | <b>2,140.6</b> | <b>3,079.1</b> | 股息收益率          | 0.2%        | 0.1%        | 0.5%         | 0.9%         | 1.6%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>2012E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 净利润               | 130.7          | 250.1          | 432.1          | 760.2          | 1,340.7        | EPS(元)         | 0.25        | 0.49        | 0.85         | 1.49         | 2.63         |
| 加: 折旧和摊销          | 18.1           | 22.7           | 31.1           | 71.8           | 76.1           | BVPS(元)        | 1.92        | 2.06        | 3.15         | 4.20         | 6.04         |
| 资产减值准备            | 10.7           | 17.1           | 28.2           | 25.2           | 43.0           | PE(X)          | 197.3       | 98.9        | 57.2         | 32.5         | 18.4         |
| 公允价值变动损失          | -              | -              | -              | -              | -              | PB(X)          | 25.3        | 23.5        | 15.4         | 11.6         | 8.0          |
| 财务费用              | 2.2            | 2.8            | 2.7            | 11.1           | 8.9            | P/FCF          | 192.2       | -3,747.1    | -213.1       | 154.3        | 41.6         |
| 投资收益              | 0.0            | -7.0           | -7.0           | -7.0           | -7.0           | P/S            | 22.3        | 13.9        | 9.0          | 5.6          | 3.5          |
| 少数股东损益            | 5.4            | -              | -              | -              | -              | EV/EBITDA      | 142.5       | 55.2        | 61.7         | 33.6         | 19.3         |
| 营运资金的变动           | -20.3          | -133.5         | 53.0           | -352.4         | -546.9         | CAGR(%)        | 79.8%       | 75.0%       | 60.9%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>144.2</b>   | <b>149.2</b>   | <b>540.2</b>   | <b>508.8</b>   | <b>915.0</b>   | PEG            | 2.5         | 1.3         | 0.9          | -0.3         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-47.3</b>   | <b>-473.0</b>  | <b>-499.8</b>  | <b>-494.1</b>  | <b>-4.1</b>    | ROIC/WACC      | 3.0         | 6.3         | 6.3          | 6.0          | 6.5          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-81.2</b>   | <b>27.2</b>    | <b>242.7</b>   | <b>52.9</b>    | <b>-503.2</b>  | REP            | 8.7         | 2.5         | 2.7          | 1.8          | 1.3          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

黄守宏，执业证书编号 S1450210030003，电力设备与新能源行业高级分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16 年电力行业工作经验。2007.7 加盟安信证券研究中心。

汲亚飞，执业证书编号 S1450110040335，电力设备与新能源行业分析师，清华大学工学硕士，3 年电力行业工作经验。2010.4 加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034