

加快战略布局，有待华丽转身

研究结论

- **重申核心投资逻辑：大调整孕育大机遇。**今年公司经历了战略性的四大调整，发展战略由“1+4+1”调整为“三足鼎立”，公司级别上调为华电集团二级单位，与中国西电合作，适时推出融资方案，加上公司丰富的技术储备和不断优化的管理结构，国电南自进入跨越式发展期，未来几年公司有望保持 40% 以上的复合增长率，战略性调整孕育着大机遇。
- **加紧布局三足鼎立战略，确保 8661 目标如期实现。**公司在年初提出三足鼎立的发展战略，围绕电力自动化和电力电子两个方向，开始外延式的扩张战略，并提出 8661 的目标，到 2013 年，实现订货 80 亿、销售收入 60 亿、利润总额 6 亿，净资产回报率 10%，订货和销售收入包括权益部分。预计电力自动化业务实现 40 亿订货、新能源和节能减排实现 30 亿订货，智能一次设备实现 10 亿订货，其中权益订货在 15-20 亿。
- **智能变电站和电子式互感器处于领先地位。**公司自 2000 年开始数字化变电站和电子式互感器的研发工作，一直处于行业领先地位。在国网智能电网设备招标中，电子式互感器 6 个包中南自中标 4 个包，在贵州首批智能变电站招标中，南自也摘得电子式互感器 60% 以上的份额。今年二次设备四次招标中，南自在变电站保护设备和变电站自动化系统中，市场份额保持在 20% 左右，同比大幅提升，智能变电站的优势和内部整合是此次中标获取成功的重要因素。今年公司电子式互感器订单预计达到 1 亿。
- **得益于子公司制和多年技术积淀，新业务有望成为重要增长点。**新能源和节能减排专业，预计全年订单达到 2.2 亿以上，轨道交通订单预计 1.3 亿以上。信息安防抓住行业性机会，订单今年有望实现翻番增长，预计将达到 3 亿。这些新业务看似全新，实则有公司多年的技术储备和人才储备。在新的子公司制架构下，潜力得以发挥，有望成为未来重要增长点。
- **净利润率有较大的提升空间。**公司平均净利润水平大约在 5%，和同行相比，明显偏低，这主要源于：因历史因素公司比同行多承担 1000 多名员工，因上市后未实施再融资，财务费用比较高，同行部分产品毛利率处于较高水平。人员因素公司通过规模扩展来消化，将人力成本转变为人力资本，募集资金也会部分节省财务费用，因此，随着公司战略的进一步实施和融资的顺利进行，公司的净利润率有较大的提升空间。
- **维持买入评级，目标价 27。**我们维持前期的预测 10 年-12 年增发摊薄 EPS 分别为 0.40、0.59、0.86 元。募投项目达产后摊薄 EPS 为 1.03 元，我们认为给予投产后 EPS 25 倍 PE 较为合理，此外，公司 09 年的 PS 仅为 3.25，行业平均 PS 为 15，市值偏低，市值和净利润都存在很大的改善空间。维持买入评级，目标价 27 元。
- **股价催化剂：**智能电网、新能源、节能减排、增发通过。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

邹慧

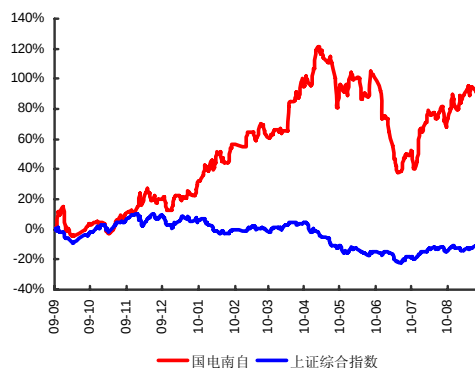
电力设备行业资深分析师
8621-63325888-6101
zhui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860207120117

曾朵红

电力设备行业分析师
8621-63325888-6089
zengduohong@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109081305

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2010 年 9 月 10 日)	21.57 元				
目标价格	27 元				
总股本/A 股 (百万股)	283.86 / 283.86				
A 股市值 (亿元)	61.23				
国家/地区	中国				
行业	电力设备				
报告日期	2010 年 9 月 13 日				

股价表现

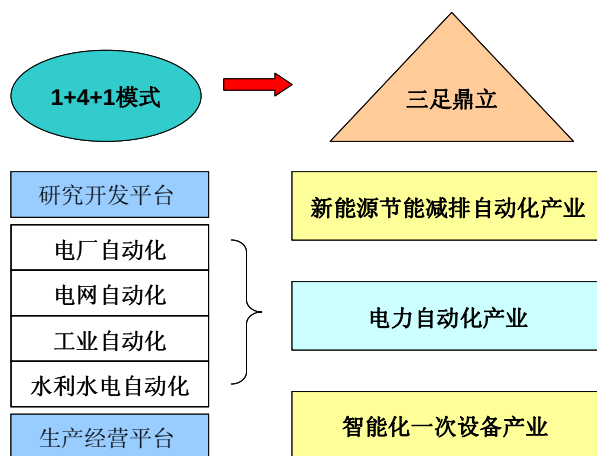


财务预测 (百万)

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1896	2276	2942	4400
同比(%)	20%	29%	50%	42%
归属母公司净利润	89	130	191	276
同比(%)	10%	46%	47%	44%
毛利率(%)	26.3%	26.7%	26.8%	26.6%
ROE(%)	9.7%	7.2%	9.7%	12.6%
每股收益(元)	0.32	0.40	0.59	0.86
P/E	79.90	54.90	37.31	25.84
P/B	6.92	3.69	3.37	3.01
EV/EBITDA	51	35	26	18

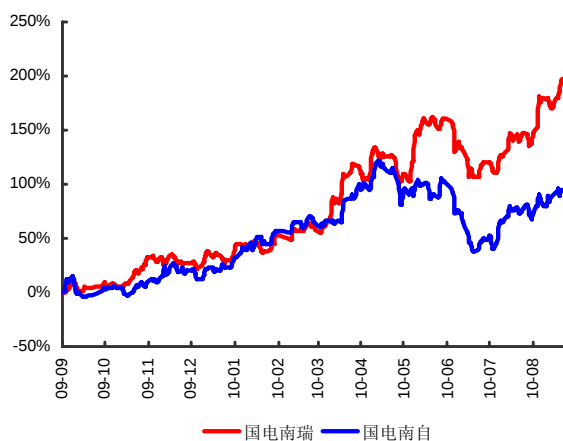
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

图 1 1+4+1 模式向三足鼎立模式转变



资料来源：东方证券研究所整理

图 2 国电南瑞和国电南自股价走势图对比



资料来源：wind、东方证券研究所

表 1 发电集团及全国的装机容量

公司	2008 年末的装机容量（万千瓦）
华电集团	6,908
华能集团	8,586
国电集团	7,020
大唐集团	8,242
中电投集团	4,571
全国总装机容量	79,253

资料来源：东方证券研究所整理

表 2 数字化变电站的研究和应用进展

时间	进展
2000 年;	开始数字化变电站自动化项目调研
2001 年	开始数字化变电站自动化硬件平台开发
2002 年	开始数字化变电站自动化软件平台开发
2003 年	开始数字化变电站自动化通讯系统开发
2004 年	开始基于 IEC61850 规约的数字化变电站自动化研究
2005 年	参加国网中心组织的互操作实验
2006 年	基于 IEC61850 规约的数字化变电站自动化系统在西安少陵变投运成功
2009 年	第一个 500KV 桂林数字化变电站投入运营, 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, 已成为南方电网公司数字化变电站建设示范站
2009 年	220kV 淇县变电站, 河南省规划的第一个 220kV 全数字化变电站
2009 年	220kV 郭家屯数字化变电站, 华北电网有限公司第一个真正意义上的数字化智能变电站
2009 年	110kV 辛立数字化变电站, 全部采用国电南自设备, 是公司在电力系统内第一个 110kV 全站集成和采用 IEC61850-9-2 组网的数字化变电站
2009 年	35kV 谈桥数字化变电站, 浙江省内第一座按数字化变电站要求建设的 35kV 变电站, 全部采用国电南自提供的智能设备

资料来源: 东方证券研究所整理

表 3 国网监控系统招标中标情况

年份	电压 (KV)	北京四方	东方电子	国电南瑞	国电南自	积成电子	南瑞继保	深圳南瑞	许继电气
2008 年两批	220	15%	2%	34%	11%	2%	23%	3%	11%
	330	33%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	33%
	500	0%	0%	80%	0%	0%	20%	0%	0%
2008 年汇总		14%	1%	36%	10%	1%	23%	3%	11%
2009 年四批	220	21%	1%	27%	8%	3%	13%	12%	15%
	330	0%	0%	22%	0%	0%	56%	11%	11%
	500	13%	6%	32%	6%	0%	35%	0%	6%
	750	0%	0%	38%	0%	0%	63%	0%	0%
2009 年汇总		19%	2%	28%	7%	3%	19%	10%	13%
2010 年第一批	220	0%	37%	24%	20%	0%	2%	2%	15%
	330	0%	0%	50%	50%	0%	0%	0%	0%
	500	0%	0%	50%	50%	0%	0%	0%	0%
	750	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
2010 年汇总		0%	33%	26%	22%	0%	4%	2%	13%
总计		16%	5%	29%	9%	2%	18%	8%	13%

资料来源: 国家电网、东方证券研究所整理

表 4 国网保护类二次设备招标中标情况

年份	电压 (kV)	国电南瑞	国电南自	南瑞继保	深圳南瑞	许继电气	北京四方
2008 年两批	10	0%	45%	24%	3%	11%	17%
	35	0%	6%	61%	15%	6%	12%
	66	0%	0%	25%	43%	1%	30%
	110	0%	2%	59%	14%	8%	17%
	220	0%	9%	32%	23%	7%	28%
	330	0%	0%	26%	12%	6%	56%
	500	0%	10%	58%	9%	7%	15%
2008 汇总		0%	9%	41%	20%	6%	24%
2009 年四批	10	0%	49%	1%	6%	15%	30%
	20	0%	0%	0%	0%	100%	0%
	35	0%	23%	19%	16%	24%	18%
	66	0%	5%	17%	31%	14%	33%
	110	6%	20%	14%	15%	20%	25%
	220	0%	13%	21%	19%	19%	28%
	330	0%	23%	40%	4%	20%	13%
	500	0%	11%	50%	7%	19%	13%
2009 汇总		1%	17%	24%	15%	20%	23%
2010 年第一批	10	0%	89%	0%	0%	6%	6%
	35	0%	45%	14%	15%	20%	6%
	66	0%	32%	55%	0%	10%	3%
	110	1%	20%	27%	20%	17%	15%
	220	0%	16%	22%	18%	24%	20%
	330	0%	26%	36%	8%	23%	8%
	500	0%	0%	31%	10%	5%	55%
2010 汇总		0%	22%	25%	15%	19%	19%
总计		1%	16%	27%	16%	18%	23%

资料来源：国家电网、东方证券研究所整理

表 5 新任董事、监事会成员履历

高管	南自职务	上任日期	华电集团职务
王日文先生	董事长	2010 年 2 月 8 日	中国华电集团公司总经济师
张国新先生	董事、总经理	2007 年 12 月 28 日	
刘传柱先生	董事	2010 年 3 月 31 日	中国华电集团公司安全生产部主任
霍利先生	董事	2010 年 3 月 31 日	中国华电集团公司工程管理部副主任
陶云鹏先生	董事	2010 年 3 月 31 日	中国华电集团公司资本运营与产权管理部副主任

陈礼东先生	董事	2008 年 12 月 28 日	
李长旭先生	监事主席	2010 年 3 月 31 日	中国华电集团公司审计部主任
朱家全先生	职工代表监事	2010 年 3 月 31 日	国电南京自动化股份有限公司党组书记
李国明先生	监事	2010 年 3 月 31 日	中国华电集团公司财务管理部预算管理处处副处长

资料来源：东方证券研究所整理

表 6 增发项目明细

序号	项目名称	所属板块	投资总额 (万元)	拟投入募集 资金 (万元)	净利润 (万元)	内部收益率 (税后)	建设期 (年)	生产规模
1	智能变电站自动化系统及电子式互感器	电力自动化、智能一次设备	15,249	15,200	5,208	26.27%	2	智能变电站自动化系统 400 套, 电子式互感器 3,000 只。
2	智能配电网自动化系统及智能开关	电力自动化、智能一次设备	12,127	12,100	4,224	25.29%	2	智能配电网自动化系统 20 套, 智能配电开关设备 8,000 台的生产规模。
3	智能用电自动化系统	电力自动化	12,018	12,000	3,632	22.79%	2	10 套智能用电自动化系统主站、1,000 套电能采集管理系统终端、5,000 套负荷管理终端和 300,000 只智能电表。
4	大功率风电机组控制系统及变流器	新能源节能减排自动化	10,057	10,000	2,982	23.24%	2	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。
5	大功率高压变频调速系统	新能源节能减排自动化	9,030	9,000	2,994	26.10%	1	100 套大功率高压变频调速系统的生产能力。
6	智能电厂自动化系统	电力自动化	7,741	7,700	3,427	29.60%	2	以 600MW 机组智能电厂的自动化系统为例, 将形成年完成 4 套的生产能力。
7	智能一次设备在线监测系统	智能一次设备	12,000	12,000	3,671	22.50%	2	变压器在线监测系统 1,000 套、高压气体绝缘开关在线监测系统 3,000 套、高压容性设备在线监测系统 200 套。
合计			78,222	78,000	26,138			

资料来源：东方证券研究所整理

表 7 分产品收入预测 (更新的)

		2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
电网保护及自动化类产品	收入 (万元)	97,346	111,948	128,740	154,488	185,386
	增长率	25%	15%	15%	20%	20%
	毛利率	29%	29%	30%	31%	31%
电厂保护及自动化类产品	收入 (万元)	41,884	33,507	38,533	44,313	48,744
	增长率	14%	-20%	15%	15%	10%
	毛利率	21%	23%	23%	22%	22%
工业自动化	收入 (万元)	22,550	30,442	41,097	55,480	69,351
	增长率	-30%	35%	35%	35%	25%

	毛利率	32%	31%	31%	31%	31%
水电自动化类产品	收入（万元）	15,500	18,600	22,320	26,784	30,802
	增长率	33%	20%	20%	20%	15%
	毛利率	22%	23%	23%	23%	23%
其他	收入（万元）	7,734	8,121	8,527	8,953	9,401
	增长率	80%	5%	5%	5%	5%
	毛利率	11%	12%	12%	12%	12%
新能源节能减排产品	收入（万元）	-	15,000	40,000	120,000	220,000
	增长率			167%	200%	83%
	毛利率		22%	22%	23%	23%
智能化一次设备产业	收入（万元）	-	10,000	15,000	30,000	60,000
	增长率			0%	100%	100%
	毛利率		25%	25%	25%	25%
总销售收入	收入（万元）	185,013	227,618	294,217	440,019	623,683
	增长率	14%	23%	29%	50%	42%
	毛利率	26.3%	26.7%	27.0%	26.9%	26.9%

资料来源：东方证券研究所整理

表 8 可比公司 PE 估值

可比公司	股价（2010-9-11）	09 EPS	10 EPS	11EPS	09 PE	10 PE	11PE
国电南瑞	59.54	0.49	0.70	0.98	121.51	84.74	60.97
金智科技	15.15	0.45	0.25	0.27	33.70	-	-
积成电子	39.97	0.49	0.76	1.11	80.99	52.49	35.92
理工监测	80.18	0.94	n/a	n/a	85.53	-	-
科远股份	51.48	n/a	0.95	1.18	-	54.30	43.73
思源电气	25.03	2.10	0.99	1.15	11.91	25.31	21.70
荣信股份	40.00	0.56	0.78	1.09	71.11	51.44	36.83
Average					67.46	53.66	39.83

资料来源：Wind 资讯

表 9 可比公司 PS 估值

可比公司	市值（2010-9-11）	09 年销售收入	10 年预期销售收入	09 PS	10 PS
国电南瑞	303.7	17.1	25.5	17.72	11.93
金智科技	30.9	4.3	-	7.25	-
积成电子	34.4	3.0	4.1	11.51	8.37
理工监测	53.5	1.4	-	39.50	-
科远股份	35.0	2.0	2.7	17.95	13.01
思源电气	110.1	19.0	20.9	5.78	5.26
荣信股份	134.4	9.9	14.0	13.52	9.57

东方电子	54.8	8.8	-	6.23	-
荣信股份	134.4	9.9	14.0	13.52	9.57
Average	99.01	8.38	13.54	14.78	9.62
国电南自	61.3	18.9	22.2	3.25	2.76

资料来源：Wind 资讯

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2129	2925	3293	4272	营业收入	1896	2276	2942	4400
现金	90	497	337	289	营业成本	1398	1670	2153	3228
应收账款	1399	1681	2019	2640	营业税金及附加	13	15	20	30
其它应收款	117	129	148	185	营业费用	219	250	321	475
预付账款	100	110	126	158	管理费用	155	173	221	323
存货	423	508	663	1000	财务费用	53	55	39	36
其他	0	0	0	0	资产减值损失	12	19	19	35
非流动资产	804	879	953	1020	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	195	195	195	195	投资净收益	22	4	5	6
固定资产	335	318	397	517	营业利润	68	98	175	278
在建工程	78	178	178	128	营业外收入	75	79	79	79
无形资产	177	168	159	151	营业外支出	1	1	1	1
其他	19	21	24	29	利润总额	142	176	252	356
资产总计	2932	3805	4246	5293	所得税	28	26	37	52
流动负债	1793	1771	2029	2821	净利润	114	150	215	303
短期借款	725	500	400	400	少数股东损益	25	20	24	27
应付账款	1016	1213	1565	2346	归属于母公司净	89	130	191	276
其他	51	58	65	74	EBITDA	139	196	260	369
非流动负债	109	101	101	102	EPS (元)	0.28	0.40	0.59	0.86
长期借款	100	100	100	100	主要财务比率				
其他	9	1	1	2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	1902	1872	2131	2922	成长能力				
少数股东权益	107	127	151	178	营业收入	20.0%	29.3%	49.6%	41.7%
股本	189	323	323	323	营业利润	46.3%	44.0%	77.4%	59.3%
资本公积	356	1097	1097	1097	归属于母公司净利	10.4%	45.5%	47.2%	44.4%
留存收益	378	385	544	772	获利能力				
归属母公司股东权益	924	1805	1964	2192	毛利率	26.3%	26.7%	26.8%	26.6%
负债和股东权益	2932	3805	4246	5293	净利率	4.7%	5.7%	6.5%	6.3%
现金流量表					ROE	9.7%	7.2%	9.7%	12.6%
单位: 百万元					ROIC	4.9%	7.4%	8.9%	11.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	20	62	131	155	资产负债率	64.8%	49.2%	50.2%	55.2%
净利润	114	150	215	303	净负债比率				
折旧摊销	40	47	52	61	流动比率	1.19	1.65	1.62	1.51
财务费用	54	55	39	36	速动比率	0.95	1.36	1.30	1.16
投资损失	-22	-4	-5	-6	营运能力				
营运资金变动	-176	-209	-193	-279	总资产周转率	0.65	0.60	0.69	0.83
其它	0	6	7	10	应收账款周转率	1.27	1.27	1.37	1.57
投资活动现金流	-158	-119	-119	-119	应付账款周转率	1.38	1.38	1.38	1.38
资本支出	139	123	124	125	每股指标 (元)				
长期投资	43	0	0	0	每股收益	0.48	0.40	0.59	0.86
其他	24	4	5	6	每股经营现金流	0.11	0.19	0.41	0.48
筹资活动现金流	79	464	-172	-84	每股净资产	5.45	5.99	6.55	7.34
债务融资	201	-225	-100	0	估值比率				
权益融资	1	780	0	0	P/E	68.59	47.13	32.03	22.18
其它	-123	-91	-72	-84	P/B	5.94	3.17	2.90	2.58
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	51	35	26	18
现金净增加额	-59	407	-159	-48					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn