

中性 (首次)

目前股价: 23.7 元

“三足鼎立”新模式让人期待——
国电南自 (600268) 调研简报

市场数据

电力设备行业指数	3263.88
三个月涨跌幅	8.47%
上证综合指数	2591
沪深 300 指数	2857

基础数据

每股净资产(元)	3.22
资产负债率(%)	70.61
总股本(百万)	283.86
流通股(百万)	265.50

盈利预测表:

	2007	2008	2009	2010(E)	2011(E)	2012(E)
主营收入	1,235.79	1,678.89	1,896.14	2,370.18	3,081.23	4,190.48
增长率		35.86%	12.94%	25.00%	30.00%	36.00%
净利润	90.75	103.10	113.89	139.55	218.62	312.74
增长率		13.61%	10.46%	22.53%	56.66%	43.05%
稀释 EPS (元)	0.40	0.43	0.47	0.39	0.60	0.86
ROE(%)	11.03	10.60	9.97	6.09%	8.98%	11.85%

事件: 我们于近日对国电南自进行了实地调研, 同管理层就公司的经营状况进行了深入的沟通交流。

三个月相对收益情况:



相关研究

电力与新能源研究小组

联系人: 韩守晖 朱程辉

8621-68761616-8511、8513

Hansh@tebon.com.cn

Zhuch@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

投资要点:

- ◆ **集团内地位提升、快速增长空间打开:** 公司级别从由华电工程控股的华电集团的三级单位上升至华电集团正主任级二级单位。华电集团截至 2009 年底共有注册单位 387 家, 其中二级单位 46 家, 三级单位 341 家。之前, 国电南自只是集团中三百多家三级单位中的一家, 在诸多方面得不到集团公司的重视, 许多发展战略必须服从上级单位, 发展空间受到严重的挤压, 然而, 此次级别上调之后南自在诸多方面受益, 在集团中的重量级陡增, 公司发展战略在集团层面也得到了充分重视和支持。这些为公司未来的快速成长打开了空间。
- ◆ **公司构架顺利完成整合梳理, “三足鼎立”新模式使飞跃成为可能:** 年初在完成了对公司内部的整合梳理之后, 管理层对发展战略进行了拓展, 将实行了 2 年的 “1+4+1” 运营模式进行了调整并确立了 “三足鼎立” 的发展战略。即: 紧紧抓住国家智能电网建设机遇, 快速发展 “电力自动化产业”; 抓住低碳经济发展机遇, 快速打造 “**新能源及节能减排产业**”; 把握智能电网发展规划对电力一次设备智能化的未来发展趋势, 创新发展 “**智能化一次设备产业**”, 形成三足鼎立的三大产业板块。其中 “**新能源及节能减排产业**” 和 “**智能化一次设备产业**” 将成为未来保证公司业绩飞跃的重要力量。
- ◆ **管理层立下军令状——2013 年实现 “8661” 目标:** 公司管理层提出 “8661” 的经营目标即: 到 2013 年实现订货 80 亿、销售收入 60 亿、

请务必阅读正文后的免责条款部分

利润总额 6 亿，净资产回报率 10%。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。实现这一目标意味着公司 10 年至 13 年订货量年均复合增长率必须达到 36.7%，销售收入年均复合增长率达到 33.4%，利润总额年均复合增长率达到 43.4%。

- ◆ **业绩提升有空间：**目前拿公司同国内同行国电南瑞相比，可以发现，公司主营收入同南瑞基本相当，但是由于历史原因造成公司的期间费用率远高于南瑞，造成了公司的 ROE 水平显著低于南瑞，我们认为，在公司不断改善内部管理结构，资本结构之后期间费用率的降低也会成为公司业绩改善的又一驱动因素。
- ◆ **盈利预测：**我们预计公司 10 年、11 年和 12 年 EPS 分别为 0.38 元、0.6 元和 0.86 元，对应 PE 为 59 倍、37 倍和 26 倍，我们认为公司股价目前处于合理水平，给予“中性”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济波动的风险，新建项目能否顺利进行的风险，行业内竞争加剧毛利率降低的风险，资产负债率过高的风险等等。

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1896.14	2370.18	3081.23	4190.48	货币资金	95.08	176.02	30.81	41.90
营业成本	1398.35	1706.53	2280.11	3142.86	应收和预付款项	1616.50	2023.21	2715.80	3734.27
营业税金及附加	13.23	16.53	21.50	29.23	存货	422.50	509.76	735.85	981.07
营业费用	219.00	284.42	338.94	419.05	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	154.73	142.21	154.06	209.52	长期股权投资	194.67	194.67	194.67	194.67
财务费用	52.72	56.30	29.42	21.88	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	11.67	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	412.84	353.05	693.26	1013.48
投资收益	21.94	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	177.42	156.07	134.72	113.37
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	2919.02	3412.79	4505.11	6078.77
营业利润	68.38	164.18	257.20	367.93	短期借款	625.00	0.00	413.96	1165.59
其他非经营损益	73.56	0.00	0.00	0.00	应付和预收款项	1055.45	1272.02	1790.28	2383.27
利润总额	141.94	164.18	257.20	367.93	长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00
所得税	28.05	24.63	38.58	55.19	其他负债	107.71	107.71	107.71	107.71
净利润	113.89	139.55	218.62	312.74	负债合计	1888.17	1479.74	2411.95	3756.57
少数股东损益	24.58	30.11	47.18	67.49	股本	189.24	235.24	235.24	235.24
归属母公司股东净利润	89.31	109.44	171.45	245.26	资本公积	356.06	1110.06	1110.06	1110.06
					留存收益	378.35	450.44	563.37	724.91
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	归属母公司股东权益	923.65	1795.74	1908.67	2070.21
获利能力					少数股东权益	107.20	137.32	184.49	251.98
毛利率	26.25%	28.00%	26.00%	25.00%	股东权益合计	1030.85	1933.05	2093.16	2322.20
净利率	6.01%	5.89%	7.10%	7.46%	负债和股东权益合计	2919.02	3412.79	4505.11	6078.77
ROE	9.67%	6.09%	8.98%	11.85%					
成长能力					现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12.94%	25.00%	30.00%	36.00%	经营现金流	72.72	37.40	86.23	229.94
EBITDA	18.71%	45.59%	33.31%	40.59%	净利润				
净利润	10.46%	22.54%	56.66%	43.05%	折旧摊销				
偿债能力					其他				
资产负债率	64.68%	43.36%	53.54%	61.80%	投资现金流	-158.21	0.00	-400.00	-380.00
流动比率	1.20	1.97	1.51	1.30	股权筹资额				
速动比率	0.96	1.60	1.19	1.03	股息支付				
每股指标 (元)					其他				
EPS	0.315	0.386	0.604	0.864	融资现金流	78.83	118.34	341.02	621.04
BPS	3.254	6.326	6.724	7.293	短期借款				
估值比率					长期借款				
PE	71.86	58.65	37.43	26.17	其他				
PB	6.95	3.57	3.36	3.10	现金净增加额	-6.67	80.94	-145.21	11.09
EV/EBITDA	27.15	20.42	17.06	13.78					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。