

日期: 2010 年 12 月 13 日

行业: 电力设备行业



牛品

021-53519888-1911



niupin@sigchina.com

执业证书编号: S0870209080158

## 基本数据 (Y10Q3)

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 报告日股价 (元)         | 26.51       |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 26.55/11.34 |
| 总股本 (百万股)         | 283.86      |
| 无限售 A 股/总股本       | 93.53%      |
| 流通市值 (百万元)        | 7,525.13    |
| 每股净资产 (元)         | 3.22        |
| PBR (X)           | 8.23        |
| DPS (Y10H1, 元)    | 无           |

## 主要股东 (Y10Q3)

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 南京电力自动化设备总厂       | 58.15% |
| 大成财富管理 2020 生命周期证 | 3.35%  |
| 大成价值增长证券投资基金      | 1.52%  |
| 华夏盛世精选股票型证券投资     | 1.18%  |

## 收入结构 (Y10H1)

|             |        |
|-------------|--------|
| 电网保护及自动化类产品 | 47.10% |
| 电厂保护及自动化类产品 | 22.15% |
| 工业自动化       | 15.29% |
| 水电自动化类产品    | 6.97%  |
| 其它          | 7.16%  |

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



首次报告日期: 2009-03-17

相关报告:

## 参股海装 打通风电成套设备产业链

## ■ 公司动态:

## 参股重庆海装, 公司成为国内唯一风电成套设备供应商

公司拟以自有资金和银行贷款 2.88 亿元认购“中船重工(重庆)海装风电设备有限公司”(简称:“重庆海装”)定向增发股份 6400 万股, 占该公司增资后总股份的 18%。同时, 公司拟在南京市新模范马路 38 号投资建设“中国(南京)电力工业自动化产业园”。

## ■ 主要观点:

## 参股海装后公司风电变流器、控制系统销售恐超出预期

我们认为, 国电南自入股重庆海装两方面均有利好。一方面, 国电南自将以此为契机实现将其自主研发的风电主控系统、变流器等与风电主机配套。另一方面, 国电南自的母公司华电集团对风电机组的巨大需求会给重庆海装的产品开辟一条新的销售渠道。

## 重庆海装潜在增速较快, 2013 年投资收益贡献明显

2009 年“重庆海装”已经形成 2MW 和 850KW 风机年产 1000MW 装机能力, 2010 年总产能可实现 2000MW 能力, 我们预计公司达产后年销售收入可达 68 亿元(税后)。预计参股重庆海装将使得公司 2012 年、2013 年净利润增加 2,059.29 万元、4,700.03 万元, 相当于每股收益 0.06 元、0.15 元。

## ■ 投资建议:

预计公司非公开增发价格 23.1 元/股, 新增 3376 万股, 则 2010-2013 年摊薄后公司每股收益为 0.40 元、0.68 元、1.05 元和 1.59 元, 目前公司 2011 年市盈率已低于行业平均水平。鉴于公司净利润复合增长率达到 50%以上, 我们维持其“跑赢大市”评级。

## ■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)  | 1,896.14 | 2,263.34 | 3,033.28 | 3,997.68 | 5,387.45 |
| 年增长率 (%)    | 12.94%   | 19.37%   | 34.02%   | 31.79%   | 34.76%   |
| 归属于母公司的净利润  | 89.31    | 127.50   | 217.10   | 332.74   | 505.08   |
| 年增长率 (%)    | 10.39%   | 42.76%   | 70.28%   | 53.26%   | 51.80%   |
| 每股收益 (元)    | 0.28     | 0.40     | 0.68     | 1.05     | 1.59     |
| PER (X)     | 94.68    | 66.28    | 38.99    | 25.25    | 16.67    |

注: 有关指标按增发后总股本 317.62 百万股计算

## 一、公司动态

### 1、公司成为重庆海装第二大股东

公司拟以自有资金和银行贷款 2.88 亿元认购“中船重工（重庆）海装风电设备有限公司”（简称：“重庆海装”）定向增发股份 6400 万股，占该公司增资后总股份的 18%。

### 2、公司拟建设（南京）电力工业自动化产业园

公司拟投资设立“南京国电南自科技园发展有限公司”，该公司将负责在公司办公地址——南京市新模范马路 38 号投资建设“中国（南京）电力工业自动化产业园”。中国（南京）电力工业自动化产业园项目规划用地面积 32792 m<sup>2</sup>，拟建筑面积 274800 m<sup>2</sup>，其中：地上建筑面积 204800m<sup>2</sup>，地下建筑面积 70000m<sup>2</sup>。预计总投资约 21.2 亿元（其中现金支出 19.1 亿元）。

## 二、公司影响

### 1、重庆海装股东

中船重工(重庆)海装风电设备有限公司成立于 2004 年 1 月 9 日，前身为原重庆海装科技发展有限公司，由重庆船舶工业公司等 9 家重庆地区企业投资组建而成，注册资本 3000 万元。

表 1 重庆海装股东情况

| 公司            | 增资前      |        | 增资后      |        |
|---------------|----------|--------|----------|--------|
|               | 股数（万股）   | 占比     | 股数（万股）   | 占比     |
| 中国船舶重工集团公司    |          |        | 6722.00  | 18.91% |
| 国电南京自动化股份有限公司 |          |        | 6400.00  | 18.00% |
| 重庆船舶工业公司      | 5,250.00 | 26.25% | 5,250.00 | 14.77% |
| 重庆前卫仪表厂       | 3,000.00 | 15.00% | 4111.00  | 11.56% |
| 重庆市能源投资集团公司   | 3,600.00 | 18.00% | 3,600.00 | 10.13% |
| 重庆华渝电气仪表总厂    | 2,250.00 | 11.25% | 2,250.00 | 6.33%  |
| 重庆海鼎新能源投资发展中心 | 1,400.00 | 7.00%  | 1,400.00 | 3.94%  |
| 武汉数字工程研究所     | 750.00   | 3.75%  | 1333.00  | 3.75%  |
| 山西汾西重工有限责任公司  | 750.00   | 3.75%  | 1333.00  | 3.75%  |
| 重庆齿轮有限责任公司    | 1,000.00 | 5.00%  | 1,000.00 | 2.81%  |

|                |                  |                |                 |                |
|----------------|------------------|----------------|-----------------|----------------|
| 国营川东造船厂        | 450.00           | 2.25%          | 450.00          | 1.27%          |
| 重庆长江涂装机械厂      | 200.00           | 1.00%          | 356             | 1.00%          |
| 重庆江增机械有限责任公司   | 300.00           | 1.50%          | 300.00          | 0.84%          |
| 重庆跃进厂机械有限责任公司  | 300.00           | 1.50%          | 300.00          | 0.84%          |
| 重庆红江机械有限公司     | 300.00           | 1.50%          | 300.00          | 0.84%          |
| 中船重工重庆液压机电有限公司 | 250.00           | 1.25%          | 250.00          | 0.70%          |
| 重庆长征重工有限责任公司   | 200.00           | 1.00%          | 200.00          | 0.56%          |
| <b>合计</b>      | <b>20,000.00</b> | <b>100.00%</b> | <b>35555.00</b> | <b>100.00%</b> |

数据来源：公司报告

## 2、重庆海装潜在成长空间较大

目前，“重庆海装”已经形成了具有自主知识产权的 2MW、850KW 两个系列风电机组。其中，2MW 机组是由“重庆海装”和德国 aerodyn 公司联合设计，并拥有自主知识产权的产品；850KW 风力发电机组是“重庆海装”2006 年以一次性技术转让形式从德国引进，并拥有完全自主知识产权的产品，该机型按照德国劳氏船级社规范设计并通过认证，在欧洲具有运行 9 年的良好记录。此外，重庆海装已获得国家科技部 5MW 近海大功率风电机组研发课题。

2009 年“重庆海装”已经形成 2MW 和 850KW 风机年产 1000MW 装机能力，2010 年总产能可实现 2000MW 能力。

表 2 “重庆海装”财务简表

| 项目     | 2009 年     | 2010 年 9 月 30 日 |
|--------|------------|-----------------|
| 总资产    | 247,915.99 | 284,626.27      |
| 总负债    | 216,555.80 | 252,991.11      |
| 净资产    | 31,360.20  | 31,635.16       |
| 项目     | 2009 年     | 2010 年 9 月 30 日 |
| 主营业务收入 | 741,23.88  | 85,277.12       |
| 营业利润   | 306.03     | 685.35          |
| 利润总额   | 1,052.13   | 790.76          |
| 净利润    | 993.03     | 674.96          |

数据来源：公司报告

## 3、南自入股海装两厢利好

以目前市场平均风电机组成本 3,400 元/KW 计算，公司 2009 年预计销售风电机组 255 台左右，产能利用率 21.68%（均以 850KW 风电机组计算）。我们预计公司达产后年销售收入可达 68 亿元（税后）。

国电南自拟投资新建 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。

我们认为，国电南自入股重庆海装两方面均有利好。一方面，国

电南自将以此为契机实现将其自主研发的风电主控系统、变流器等与风电主机配套。另一方面，国电南自的母公司华电集团对风电机组的巨大需求会给重庆海装的产品开辟一条新的销售渠道。

#### 4、总部基地改建办公楼，盘活存量资产

“中国（南京）电力工业自动化产业园”项目共建两栋写字楼（地上 46 层、地下 3 层）和一栋专家公寓（地上 30 层、地下 3 层）。该项目是公司加快资本运作、盘活存量资产、提高土地使用效率的重要手段。项目建成后，将有效地解决公司总部研发及办公需要，提高资产利用效率，提升上市公司的整体形象。

预计 2014 年可实现销售收入（不含税）21.16 亿元人民币，包括销售一栋写字楼、专家公寓、部分地下车位。该项目投资收益率为 50.47%，项目投资回收期为 4 年（含建设期 3 年）。

### 三、投资建议

#### 1、入股海装收益显著

风电成套设备主要包括主机设备、主控系统、变流器与风电仿真系统，目前，变流器、控制系统主要从国外进口。我们认为，国电南自入股重庆海装后，海装将成为国内唯一一家具有全产业链的风电设备制造商，且华电集团巨大的风电设备需求会使得重庆海装销售状况焕然一新。

我们预计重庆海装的营业目标可以达到：即 2012 年实现营业收入（含税）414,000 万元，实现利润总额 15,254 万元；2013 年实现营业收入（含税）786,600 万元，实现利润总额 34,815 万元；实现净资产收益率 14.7%。

我们预计参股重庆海装将使得公司 2012 年、2013 年净利润增加 2,059.29 万元、4,700.03 万元。“中国（南京）电力工业自动化产业园”项目 2014 年才能实现收入，我们暂时不考虑其影响。

#### 2、公司业绩预测

上周公司进行了非公开增发报价，我们预计增发价格为 23.1 元/股，新增 3376 万股。

公司近期投资了武汉天和技术股份有限公司，根据最新情况，我

们上调 2010 年-2013 年公司可实现营业收入 22.63 亿元、30.33 亿元、39.98 亿元、53.87 亿元，同比增长 19.37%、34.02%、31.79%、34.76%；实现归属于母公司的净利润 1.28 亿元、2.17 亿元、3.33 亿元、5.05 亿元，同比增长 42.76%、70.28%、53.26%、51.80%。

公司 2011 年市盈率已低于行业平局水平。我们认为，公司正处在一个转变的过程中，应当给予适当溢价，考虑到公司市值与行业内同类公司相比依然较小，我们维持公司“跑赢大市”评级。

附表 1 国电南自损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

| 指标名称          | 2009 A   | 2010 E   | 2011E    | 2012E    | 2013E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入         | 1,896.14 | 2,263.34 | 3,033.28 | 3,997.68 | 5,387.45 |
| 营业总成本         | 1,849.70 | 2,162.80 | 2,841.47 | 3,706.28 | 4,957.53 |
| 营业成本          | 1,398.35 | 1,664.24 | 2,176.09 | 2,826.79 | 3,768.90 |
| 营业税金及附加       | 13.23    | 15.84    | 21.23    | 27.98    | 37.71    |
| 营业费用          | 219.00   | 248.97   | 333.66   | 439.75   | 592.62   |
| 管理费用          | 154.73   | 169.75   | 227.50   | 299.83   | 404.06   |
| 财务费用          | 52.72    | 59.47    | 76.93    | 103.94   | 143.46   |
| 资产减值损失        | 11.67    | 4.53     | 6.07     | 8.00     | 10.77    |
| 投资收益          | 21.94    | 2.42     | 10.00    | 30.00    | 70.00    |
| 营业利润          | 68.38    | 102.95   | 201.81   | 321.41   | 499.93   |
| 营业外收支净额       | 73.56    | 89.18    | 119.51   | 157.51   | 212.27   |
| 利润总额          | 141.94   | 192.13   | 321.32   | 478.91   | 712.19   |
| 所得税费用         | 28.05    | 36.50    | 57.84    | 81.42    | 113.95   |
| 净利润           | 113.89   | 155.62   | 263.48   | 397.50   | 598.24   |
| 少数股东权益        | 24.58    | 28.13    | 46.38    | 64.76    | 93.16    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 89.31    | 127.50   | 217.10   | 332.74   | 505.08   |
| 每股收益 (元)      | 0.28     | 0.40     | 0.68     | 1.05     | 1.59     |

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所整理; 每股收益按增发后股本 317.62 百万股摊薄计

附表 2 国电南自相对估值比较 (2010-12-10)

| 股票代码      | 公司简称 | 股价    | 每股收益 (元/股) |       |       |       | 市盈率 (倍) |       |       |       |
|-----------|------|-------|------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 2009A      | 2010E | 2011E | 2012E | 2009A   | 2010E | 2011E | 2012E |
| 600268    | 国电南自 | 26.51 | 0.28       | 0.40  | 0.68  | 1.05  | 94.68   | 66.28 | 38.99 | 25.25 |
| 600406    | 国电南瑞 | 76.21 | 0.49       | 0.79  | 1.07  | 1.52  | 155.53  | 96.47 | 71.22 | 50.14 |
| 000400    | 许继电气 | 33.72 | 0.34       | 0.41  | 0.55  | 0.69  | 99.18   | 82.24 | 61.31 | 48.87 |
| 002339    | 积成电子 | 40.11 | 0.51       | 0.69  | 1.08  | 1.67  | 78.65   | 58.13 | 37.14 | 24.02 |
| 002322    | 理工监测 | 77.69 | 1.14       | 1.36  | 1.92  | 2.65  | 68.15   | 57.13 | 40.46 | 29.32 |
| 002350    | 北京科锐 | 23.86 | 0.55       | 0.48  | 0.58  | 0.73  | 43.38   | 49.71 | 41.14 | 32.68 |
| 002121    | 科陆电子 | 31.16 | 0.33       | 0.52  | 0.77  | 1.08  | 94.42   | 59.92 | 40.47 | 28.85 |
| 002356    | 浩宁达  | 34.3  | 0.68       | 0.73  | 1.01  | 1.28  | 50.44   | 46.99 | 33.96 | 26.80 |
| 002028    | 思源电气 | 24.39 | 2.16       | 0.96  | 1.06  | 1.27  | 11.29   | 25.41 | 23.01 | 19.20 |
| 002123    | 荣信股份 | 49.1  | 0.55       | 0.78  | 1.11  | 1.64  | 89.27   | 62.95 | 44.23 | 29.94 |
| 002169    | 智光电气 | 22.52 | 0.24       | 0.36  | 0.48  | 0.61  | 93.83   | 62.56 | 46.92 | 36.92 |
| 300048    | 合康变频 | 59.7  | 0.59       | 0.79  | 0.95  | 1.33  | 101.19  | 75.57 | 62.84 | 44.89 |
| 300040    | 九洲电气 | 22.09 | 0.34       | 0.47  | 0.63  | 0.79  | 64.97   | 47.00 | 35.06 | 27.96 |
| 002380    | 科远股份 | 54.25 | 0.74       | 0.96  | 1.20  | 1.49  | 73.31   | 56.51 | 45.21 | 36.41 |
| 002090    | 金智科技 | 14.32 | 0.49       | 0.49  | 0.55  | 0.61  | 29.22   | 29.22 | 26.04 | 23.48 |
| 国内同行业整体平均 |      |       |            |       |       |       | 76.50   | 58.41 | 43.20 | 32.31 |

数据来源: WIND 资讯 BLOOMBERG 资讯 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 牛品

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定义                        |
|------|---------------------|---------------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定义                            |
|------|-------------------|-------------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。