

国电南瑞 (600406)

主业增长强劲，资产整合可期

强烈推荐 (上调)

现价: 62.5 元

主要数据

行业	电力设备与新能源
公司网址	www.naritech.cn
大股东/持股	南瑞集团/36.29%
实际控制人/持股	国资委/36.29%
总股本(百万股)	525
流通 A 股(百万股)	510
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	328.24
流通 A 股市值(亿元)	318.83
每股净资产(元)	2.4
资产负债率(%)	56.7

行情走势图



相关研究报告

《国电南瑞 (600406): 智能电网和轨道交通自动化的领跑者》

研究员

窦泽云
S1060210090001
0755-22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司逐步完成产品线全覆盖，各项业务订单饱满：

公司是国内产品线最全面的电力自动化、轨道交通自动化软硬件开发、系统集成企业。2004 年开始，公司逐步通过收购集团资产、内部研发两条路不断拓展产品线：一方面电力自动化业务不断加强，业务扩展到发电、变电、调度、配电、用电各个领域，电压等级也覆盖了特高压（800kv、1000kv）、超高压（220kv-500kv）、高压（110kv 及以下）；另一方面轨道交通自动化从无到有，逐步壮大，目前公司在国内轨道交通电气自动化领域的市场占有率已经位居第二位，仅次于北京和利时。

2010 年公司继续强劲增长，净利润同比增长 90%，全年新签订单突破 45 亿元，其中配电自动化、用电自动化等新兴业务订单取得特大突破，轨道交通业务继续爆发式增长。

■ 电力自动化、轨道交通自动化龙头，未来业绩增长非常确定：

未来 2-3 年内，一方面国内智能电网建设将大规模开展，二次设备投资将大幅度增长，公司已经完成智能电网各个领域的业务覆盖，将明显受益于行业投资机会，另一方面城市轨道交通建设的跨越式发展将推动公司轨道交通业务高速增长。综合来看，我们预计未来 2-3 年，公司业绩仍将保持 50% 以上的高速年复合增长，未来 5-10 年，公司也将能保持 25% 以上的年复合增长。

■ 资产整合“连续剧”将不断提升公司价值：

公司控股东南瑞集团、实际控制人国家电网公司均承诺将在一定时期内通过资产整合解决关联交易、同业竞争问题。我们预计，2010 年，南瑞集团旗下除公司之外的二次设备业务收入可达 30-35 亿元，若包含南瑞继保则将接近 60 亿元，我们预测，2011-2013 年，资产整合将增厚上市公司 EPS 0.29、0.89、1.96 元，一幕幕的资产整合将是一出“连续剧”，公司的价值将快速提升。

■ 上调盈利预测，上调至“强烈推荐”评级：

公司各项业务底蕴深厚、增长迅速，我们调高盈利预测，预计 2010-2012 年年公司 EPS 分别为 0.93、1.39、1.92 元，对应 1 月 12 日收盘价 PE 分别为 67、45、33 倍。未来资产整合将持续提高公司价值，考虑资产整合我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.93、1.68、2.81 元，对应 1 月 12 日收盘价 PE 分别为 67、37、22 倍。我们上调评级至“强烈推荐”，按资产注入后 2012 年 40 倍 PE 计算，给予 112 元目标价。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,376.6	1,778.7	2,582.8	4,301.7	6,131.5
YoY(%)	27.3	29.2	45.2	66.6	42.5
净利润(百万元)	173.1	250.1	486.4	732.4	1,008.3
YoY(%)	21.6	44.5	94.5	50.6	37.7
毛利率(%)	31.8	30.7	32.7	31.6	31.0
净利率(%)	12.6	14.1	18.8	17.0	16.4
ROE(%)	17.7	23.8	21.5	25.2	26.6
EPS(摊薄/元)	0.7	1.0	0.9	1.4	1.9
P/E(倍)	189.6	131.2	67.5	47.8	32.6
P/B(倍)	33.5	31.2	14.5	11.3	8.7

正文目录

一、产品线发展分析：电力、轨道交通自动化全覆盖	3
二、增长潜力分析：主业仍拥有巨大增长潜力	5
2.1 盈利能力分析	5
2.2 各类业务增长潜力分析	6
三、资产整合推演：“连续剧”不断提升价值	7
3.1 待整合资产分析	7
3.2 资产整合对公司的影响	8
四、估值与投资建议：强烈推荐	9

图表目录

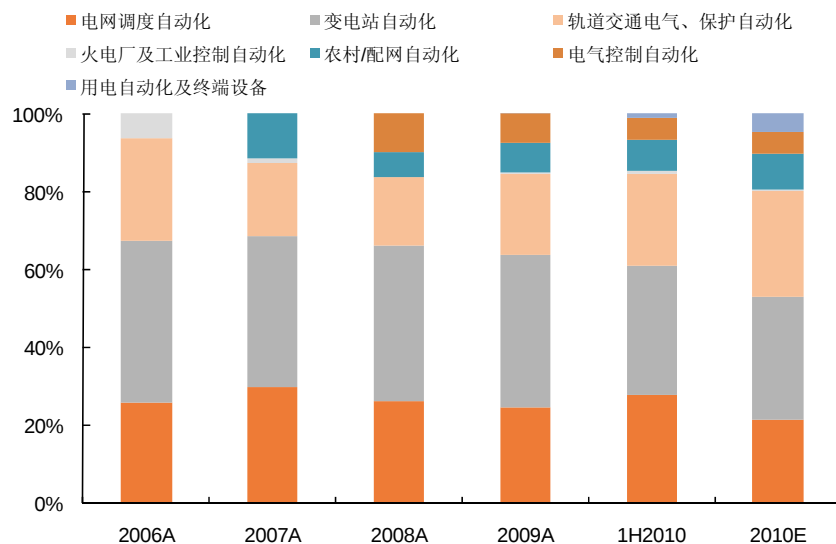
图表 1 公司各主营业务收入占比情况	3
图表 2 公司营业收入及增长率	3
图表 3 公司订单完成情况	3
图表 4 外延扩张、内生研发共同推动产品线拓展	4
图表 5 公司毛利率情况	5
图表 6 公司期间费用率情况	5
图表 7 公司自动化产品布局日趋完善	6
图表 8 南瑞集团二次设备相关产业公司一览	8

一、产品线发展分析：电力、轨道交通自动化全覆盖

公司是国内产品线最全面的电力自动化、轨道交通自动化软硬件开发、系统集成企业。国电南瑞是专业从事电力和工业控制自动化软硬件开发及系统集成服务的高科技企业，主要为客户提供电网调度自动化、变电站自动化、轨道交通及电气保护自动化、电力市场技术支持、电能计量计费、配电自动化、农电自动化、火电厂及工业控制自动化等专业的全方位解决方案。

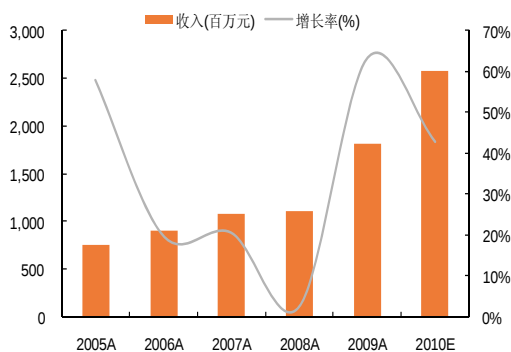
2004 年以来，公司逐步形成了电力自动化、轨道交通自动化领域的全覆盖。2004 年以前，公司传统产品集中于电网调度自动化、变电站自动化、火电厂自动化三大领域。2004 年开始，公司逐步通过收购集团资产、内部研发两条路不断拓展产品线：一方面电力自动化业务不断加强，业务扩展到发电、变电、调度、配电、用电各个领域，电压等级也覆盖了特高压（800kv、1000kv）、超高压（220kv-500kv）、高压（110kv 及以下）；另一方面轨道交通自动化业务从无到有，逐步壮大，目前公司在国内轨道交通监控保护系统领域的市场占有率和北京和利时并列前两位。

图表 1 公司各主营业务收入占比情况



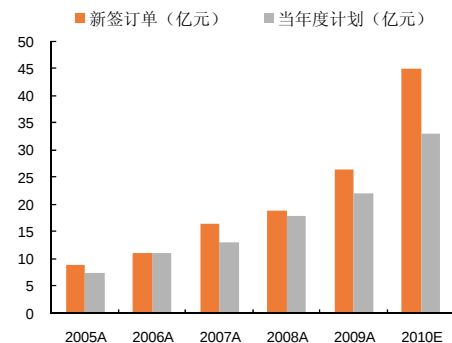
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 2 公司营业收入及增长率



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 3 公司订单完成情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

收购集团资产是公司产品线实现跨越式发展的重要途径。历史上，国电南瑞通过收购集团资产实现了跨越式发展，产品线逐步拓展至目前的规模：

(1) 2004 年底，公司从母公司收购了从事变电站自动化、轨道交通业务的中德公司，使公司的营业收入在 2005 年实现了 57.96% 的显著增长；

(2) 2007 年，公司收购了南瑞集团拥有的农网自动化业务资产，将业务领域扩展至农网领域，当年实现农网自动化业务收入 1.22 亿元；

(3) 2009 年中，公司完成了对南瑞集团公司城乡电网自动化、电气控制和成套加工业务的收购，其中城乡电网自动化与电气控制分别可划属于农村电网自动化业务和火电厂及工业控制自动化业务，而收购成套加工大大减少国电南瑞与南瑞集团之间的关联交易，从而增强公司的独立性。这些业务的收购完成使公司收入明显增加。追溯调整后，2009 年公司实现营业收入 17.79 亿元，同比增长 29.21%。

2010 年，预计南瑞集团整体（不含南瑞继保）将实现 100 亿元以上的营业收入，其中二次设备部分占比超过 60%，这就意味着，南瑞集团除了上市公司之外的二次设备部分收入也达到了 30-35 亿的规模，公司未来产品线的外延式拓展空间依然很大。

技术积累深厚、股东背景强大，公司不断进行内生性的产品线拓展。2010 年，在没有任何资产注入的情况下，我们预计公司将实现营业收入 27 亿元以上，同比增长 50% 以上。产品线拓展方面，公司在用电自动化、配电自动化方面取得突破，初步形成了国内最强大、完善的智能电网二次设备产品线。

从公司历年订单计划完成情况可以看出，无论该年份有没有资产注入，无论宏观环境的变化，公司均能 100% 以上的完成年初的订单计划。究其背后原因，一方面由于公司技术积累深厚，电网二次设备方面的研发历史可以往前追溯 30 年，同时公司拥有完善、现代化的研发管理体系，这在国内行业中是独一无二的；另一方面，公司大股东国网电科院实力雄厚，承担了国网系统内大多数的电网二次设备研发课题、行业标准制订任务，这就为上市公司的产品研发拓展提供了强有力的支持。

2010 年，公司完成订单 45 亿元，是年度计划的 133%，净利润增长 90% 以上，再次显示强大业务拓展和增长实力。总的来看，公司是国内研发实力最综合、最雄厚、最接近世界领先水平的电力自动化、轨道交通自动化龙头，我国的电力自动化、轨道交通自动化市场还处于快速发展中，未来其外延式、内生性的产品线拓展空间还非常巨大。

图表 4 外延扩张、内生研发共同推动产品线拓展

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
电网调度自动化	●	●	●	●	●	●	●
变电站自动化	●	●	●	●	●	●	●
火电厂及工业控制自动化	●	●	●	●	●	●	●
轨道交通电气、保护自动化	○	●	●	●	●	●	●
农村/配网自动化	○	○	○	●	●	●	●
电气控制自动化（励磁、风电控制等）	○	○	○	○	○	●	●
用电自动化及终端设备	○	○	○	○	○	○	●

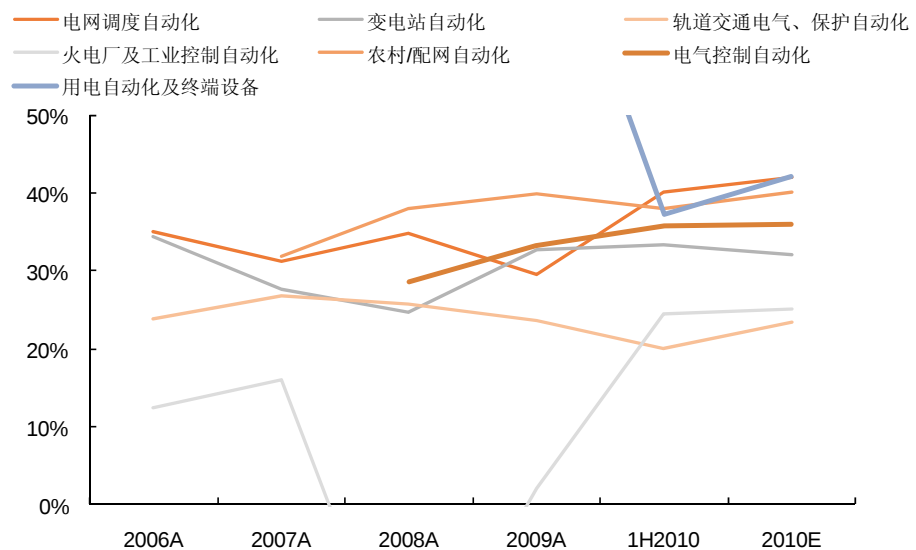
资料来源：Wind，平安证券研究所

二、增长潜力分析：主业仍拥有巨大增长潜力

2.1 盈利能力分析

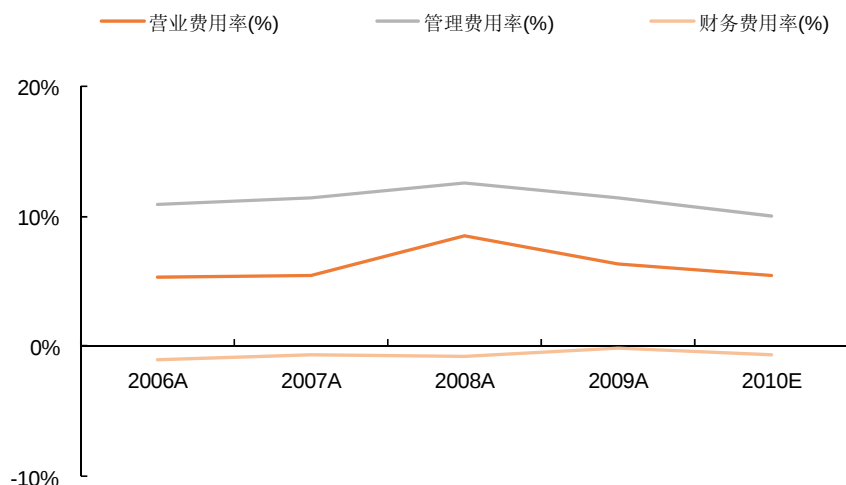
公司产品线逐步拓展，毛利率水平也逐渐稳定在 30% 以上。在产品线拓展、技术研发的支撑下，对于一个以软件产品为主的电力自动化、轨道交通自动化企业，我们认为这样的毛利率水平是合理并可持续的，随着规模的扩大，预计公司的期间费用率水平也将保持稳定，整体盈利能力有望稳中有升。

图表 5 公司毛利率情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

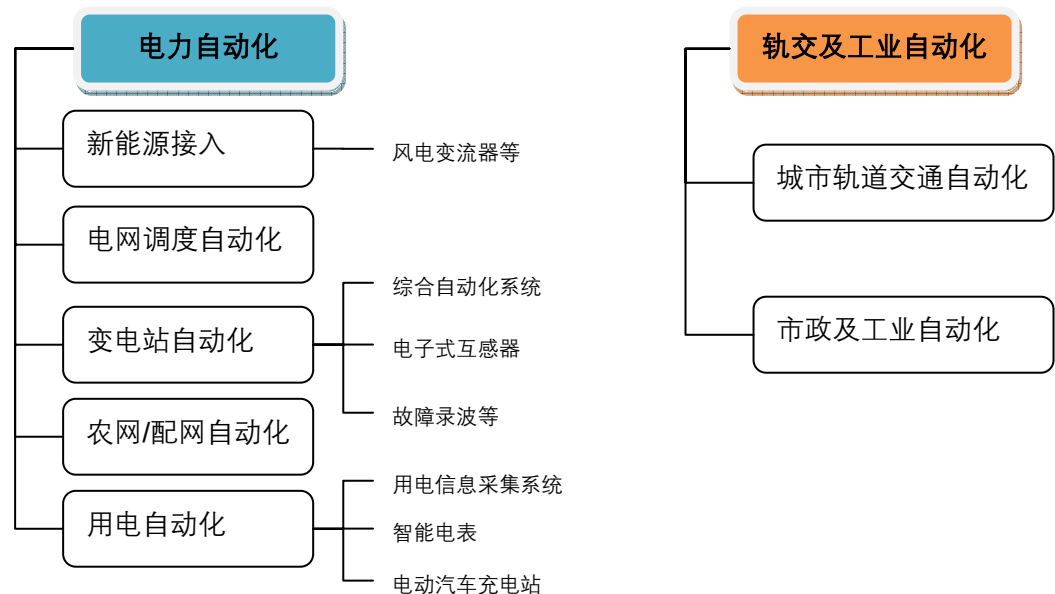
图表 6 公司期间费用率情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 各类业务增长潜力分析

图表 7 公司自动化产品布局日趋完善



资料来源：国家电网公司，平安证券研究所

“十二五”期间智能电网的大规模建设，将推动公司电力自动化业务高速增长。所谓进入“智能电网”时代，实际是指电网智能化水平将越来越高，电网投资中二次设备、智能设备的比重越来越高，作为电力自动化龙头，到 2010 年，公司已经完成了跨越新能源接入、电网调度、变电站自动化、配网自动化、用电自动化的智能电网全方位布局（其中电网调度自动化市场占有率高达 70%以上，变电站自动化市场占有率 25%以上，配网和用电自动化市场 2010 年起也有了较大突破），将明显受益于 2011 年起的智能电网大规模建设。我们预计未来 3 年，公司传统优势的调度自动化、变电站自动化业务将实现 30%以上的年复合增长，而新兴的农网/配网自动化、用电自动化业务将实现 50%以上的年复合增长。

世界范围内，电网智能化的不断深入发展，也将给公司带来广阔的海外电力自动化市场。智能电网的建设逐步从发达国家延伸到发展中国家，海外的电力自动化市场同样广阔。2010 年起，公司海外业务取得重大突破，取得苏丹、菲律宾国家电网调度自动化系统订单，海外收入预计将突破 4000 万。公司的调度自动化、变电站自动化等技术达到了世界领先水平，随着海外市场开拓力度的不断加大，未来 3-5 年，海外业务将成为公司电力自动化业务重要的增长动力。

城市轨道交通建设跨越式发展，公司轨道交通自动化业务未来 3-5 年仍将高速增长。随着城市化进程的逐步加速，我国的城市轨道交通建设有望迎来黄金发展期。伴随投资额度的加大，城市轨道交通建设有望成为“十二五”基础建设投资的新增长点。目前，北京、上海等 15 个城市共有约 50 条、1154 公里轨道交通线路在建，全国共有约 36 个城市规划了城市轨道交通建设（其中 28 个城市的轨道交通建设规划已经获得国务院批复）。至 2015 年，全国城市轨道交通总投资将超过 8000 亿元，而根据各个城市的规划到 2020 年前，城市轨道交通总投资将超 3 万亿。监控系统投资约占轨道交通总投资的 5-8%左右，未来 5-10 年年均约 100-180 亿元，公司轨道交通自动化业务的市场空间广阔，未来 3-5 年有望保持 50%以上的高增速。

综合来看，2011-2013 年，一方面由于智能电网、轨道交通等行业增速均很高（30%以上），另一方面由于公司产品线在不断丰富，海外市场也在不断开拓，我们预计公司主营业务有望保持 50%以上的高速年复合增长。2013 年之后，预计公司收入规模可能突破 80 亿元，增速将有所放缓，但电力自动化、轨道交通自动化是弱周期、持续繁荣的行业，公司未来 5-10 年有望保持持续业绩增长。

三、资产整合推演：“连续剧”不断提升价值

3.1 待整合资产分析

未来可能整合进入公司的资产规模庞大，且逐步整合的确定性很高。因与公司实际控制人国网电科院和国家电网公司旗下的其他产业公司存在很多的同业竞争、关联交易问题，2010 年 8 月，国网公司和国网电科院在《关于解决同业竞争、减少关联交易问题有关事项》的公告中，明确提出三点：

- “国网公司确定将国电南瑞作为国网公司电网调度自动化业务的载体，不在国电南瑞之外新增同类业务，将在 3 年内完成与国电南瑞存在同业竞争的电网调度自动化业务的技术整合、业务梳理等工作；将在 5 年内通过资产和业务重组等方式进行重组整合，消除与国电南瑞的同业竞争。”

——这就意味着，国网旗下拥有电网调度自动化业务的北京科东（国调、省调业务）、许继电气（市调、县调业务）的相关调度自动化资产，未来 3-5 年内将逐步整合，并入国电南瑞。

- 国网公司将对国电南瑞和国网公司下属与国电南瑞存在同业竞争的上市公司的业务、资产、人员进行梳理，在 3 年内通过资产重组、股权并购、业务调整等符合法律法规、上市公司及双方股东利益的方式进行重组整合，将存在同业竞争的业务纳入同一上市平台，消除与国电南瑞的同业竞争。

——国网公司旗下与国电南瑞存在同业竞争的上市公司主要是许继电气，此部分承诺意味着许继电气除了调度自动化之外的配网自动化、用电自动化等与公司存在同业竞争的资产，也有可能整合并入公司。

- 2010 年 2 月国网电科院出具承诺函称，若国电南瑞与国网电科院控制的与国电南瑞存在同业竞争的企业具有同等商业机会，国网电科院将优先促使国电南瑞达成该项交易。自本承诺函出具之日起一年内，国网电科院将在符合相关法律、行政法规、规章及规范性文件，并满足国电南瑞及国网电科院控制的与国电南瑞存在同业竞争的相关方的公司章程及《上海证券交易所股票上市规则》规定程序的条件下，通过向国电南瑞转让下属存在同业竞争的股权、业务和资产等方式，消除与国电南瑞的同业竞争。

——国网电科院已经确定将公司作为旗下二次设备公司的上市平台，目前已经整合进入公司的是农网和配网业务，承诺函意味着，未来 2 年内，剩余的相关二次设备资产注入公司的进程将加快。

国网旗下调度自动化相关资产整合并入，将增强公司该业务优势地位。我们预计，北京科东、许继电气调度自动化资产合计的 2010 年的收入规模约在 2-3 亿左右，未来这部分资产若能够注入公司，将增强公司国内乃至世界电网调度自动化业务的王者地位。

南瑞集团除上市公司之外的二次设备资产约有 60 亿收入，逐步整合进入上市公司将大大提升公司价值。公司控股东南瑞集团隶属于国网电科院，国网电科院在电力领域拥有强大的科研力量（1 个研究中心，8 个研究所），也拥有强大的电力设备产业资产。总的来说，国网电科院的电力设备资产分为一次设备、二次设备，其中二次设备产业公司基本隶属于南瑞集团。通过分析业务类别、员工数量等信息，我们分析梳理了南瑞集团旗下产业公司的基本情况，如图表 4 所示，南瑞集团除国电南瑞之外的二次设备资产，2010 年收入规模约为 60 亿元（包含南瑞继保 25 亿元），净资产规模约 30 亿元。

图表 8 南瑞集团二次设备相关产业公司一览

公司	业务	南瑞集团股权	员工人数 (估计)	2010 年收入 (估计) (亿元)	净资产 (估计) (亿元)
南瑞稳定	电网安全稳定控制	100%	107	2	1-1.5
新继保所	电网保护类设备	100%	100	0.5-1	0.5
水利水电	水电自动化	100%	570	4-5	3-3.5
南瑞信通	电力信息通信	100%	430	6-8	3-4
继远电网 (合肥)	在线监测、故障录波、配电自动化	100%	220	1-2	1
继远软件 (合肥)	电力软件等	100%	300	4-5	2-3
武汉南瑞 (武汉)	避雷、线路保护、计量检定、在线监测	100%	500	6-8	4-5
中天电力电子	电表、集采系统	100%	104	2	1.5
南瑞智源电气	UPS 电源	100%	200	2	1-1.5
南瑞系统控制 (北京)	计算机、网络集成	100%	100	1	0.5-1
江苏瑞中数据	大型数据库系统	NA	NA	NA	NA
南瑞继保	电网保护类设备	NA	1300	25	10-12

资料来源：平安证券研究所整理

3.2 资产整合对公司的影响

集团资产整合进入上市公司，通常有两种方式：1、上市公司现金收购集团资产；2、上市公司对集团定向增发，资产被注入。由于目前国电南瑞仍处于主营业务快速发展中，资金需要量比较大，如果仅仅通过现金收购实现集团资产的全部注入，难度较大，因此我们预测，未来 3-年，公司将通过“增发筹集资金+现金收购”和“对集团定向增发”两种方式交替来实现对集团资产的整合。

在考虑资产注入对公司的影响之前，我们希望对待注入的资产状况做一个大概的规模和资产注入进度的判断：

- 南瑞集团 (除上市公司、南瑞继保之外) 二次设备资产，预计 2010-2013 年收入规模分别为 35、47、62、75 亿元，净利润规模分别为 3.5、4.7、6.2、7.5 亿元，预计 2011-2013 年将分三年分步骤注入上市公司；
- 南瑞继保，预计 2010-2013 年收入规模分别为 25、32、40、45 亿元，净利润规模分别为 3.7、4.8、6.0、6.7 亿元，假设注入上市公司部分的股份比例为 60%，曾对应的 60%的净利润分别为 2.2、2.9、3.6、4.0 亿元。我们预计未来 1-2 年内南瑞集团将完成对南瑞继保的整合，并且南瑞继保将在 3 年内整合进入上市公司。

综上所述，2011-2013 年，我们预计资产整合将给上市公司增加 1.6、5.0、11.5 亿元净利润。假设资产整合的收购、定向增发价格均为 2 倍 PB，假设作为资产整合对价的公司每股价格维持在 70 元，则按照我们资产分三年注入的预测 (其中南瑞继保将在 2013 年将 60%股权注入上市公司)，未来三

年资产注入对股本的摊薄分别为 2%、6%、12%。至此，我们预测，2011-2013 年，资产整合将增厚上市公司的 EPS 0.29、0.89、1.96 元，一幕幕的资产整合将是一出“连续剧”，公司的价值将快速提升。

四、估值与投资建议：强烈推荐

我们预计，仅考虑目前的主营业务，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.93、1.39、1.92 元，对应 1 月 12 日收盘价 62.50 元的 PE 分别为 67、45、33 倍。

考虑资产注入，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.93、1.68、2.81 元，对应 1 月 12 日收盘价 62.50 元的 PE 分别为 67、37、22 倍，如果南瑞继保在 2013 年能够顺利注入上市公司，则公司 2013 年的 EPS 将超过 4.2 元。

我们认为，作为国内电力自动化、轨道交通自动化领域的龙头企业，公司未来在整合集团资产之后，将具备相关行业的国际竞争力，未来 5-10 年将保持 25%以上的复合增长。我们按照资产整合后 EPS，给予公司 2012 年 40 倍 PE，对应目标价为 112 元，相对于目前 62.5 元的价格有 80%的上涨空间，给予“强烈推荐”的投资评级。

[illegible]

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257