

国电南自 (600268.sh)

三足鼎立战略布局带来高增长预期

谢军 研究员

电话: 020-87555888-663

eMail: xj@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010012

业绩略超预期

2010年公司实现营业收入23.76亿元,同比增长25.30%;实现归属母公司的净利润1.33亿元,同比大幅增长49.36%;实现全面摊薄每股收益0.42元,略超之前不到0.40元的预期。

三足鼎立模式带来高增长期望

公司在2010年确立了以自动化产业、新能源与节能减排产业和智能一次设备产业为核心的三足鼎立的业务结构,在变频器、风电、智能一次设备领域分别与合康变频、重庆海装以及中国西电等优质企业合作。考虑到“十二五”期间,水利投资增长、智能电网建设铺开、铁路和城市轨道交通的大力投入以及新能源的发展,公司各板块业务增长可期。

盈利能力持续增长

2010年公司毛利率达到27.69%较去年上升了1.44个百分点,主要是由于毛利水平较高的电网自动化、工业自动化产品销售增长迅速,带动综合毛利率的提升。由于公司的战略转型,导致财务费用率同比上升了0.34个百分点,随着战略布局的完成,预计今年将回归之前的水平。

盈利预测

我们预计2011~2013年公司实现每股收益0.64、0.82和1.09元,考虑到公司偏低的市值水平,给予“买入”评级。

风险提示

二次设备竞争加剧风险,母子公司有效管控风险,国家宏观政策调控风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,896.14	2,375.85	3004.90	4233.90	6043.20
增长率(%)	12.94%	25.30%	26.48%	40.90%	42.73%
EBITDA(百万元)	234.46	293.82	266.52	384.76	524.62
净利润(百万元)	89.31	133.41	203.98	259.06	347.76
增长率(%)	10.39%	49.37%	52.90%	27.00%	34.24%
每股收益(元)	0.472	0.420	0.64	0.82	1.09
市盈率	41.96	64.48	43.79	32.55	24.25
市净率	4.06	4.81	4.48	3.75	3.24
EV/EBITDA	19.57	31.77	37.54	25.30	19.31

数据来源:国电南京自动化股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易,亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考,并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	28.12
目标价格(元)	33.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	6.96%	0.39%	56.48%
沪深300	0.12%	-0.31%	-2.37%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	317.62/265.50
主要股东:	
国家电力公司南京电力自动化设备总厂	
主要股东持股比例	51.97%

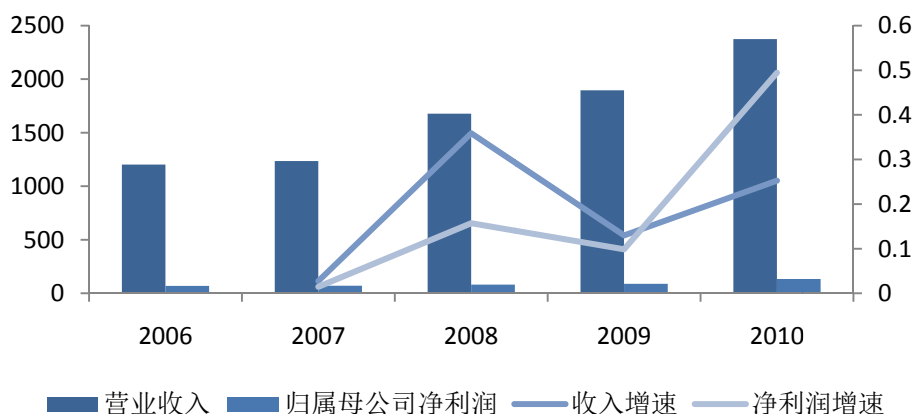
财务比率

ROE	7.46%
ROA	5.89%
资产负债率	63.62%
每股净资产(元)	5.63
2010年报数据	

业绩略超预期，净利润实现大幅增长

2010年公司实现营业收入23.76亿元，同比增长25.30%；实现利润总额1.66亿元，同比增长17.05%；实现归属母公司的净利润1.33亿元，同比大幅增长49.36%；实现全面摊薄每股收益0.42元，略超之前不到0.40元的预期。

图1：公司营业收入与归属母公司净利润增长趋势（百万元）

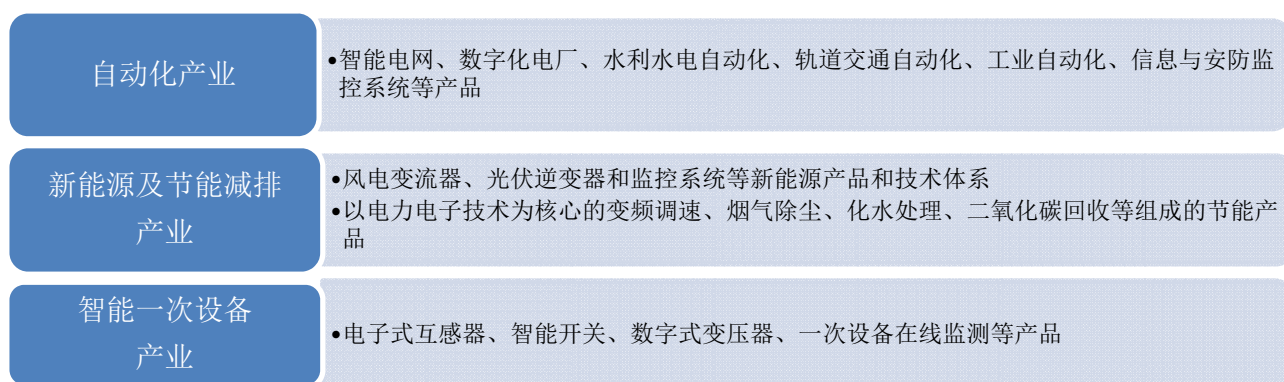


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

“三足鼎立”模式带来高增长期望

公司通过各项业务整合与资产重组，在2010年确立了以电力自动化产业、新能源节能减排产业和智能一次设备产业为核心的“三足鼎立”的业务结构。其中的电力自动化产业主要包含公司传统的电厂、电网和工业自动化产品；新能源及节能减排产业将构建风电、光伏、核电组成的新能源产品和技术体系，以及以电力电子为核心的变频调速、除尘等节能设备；智能化一次设备主要涵盖电子式互感器、智能开关、一次设备在线监测等产品和技术体系。

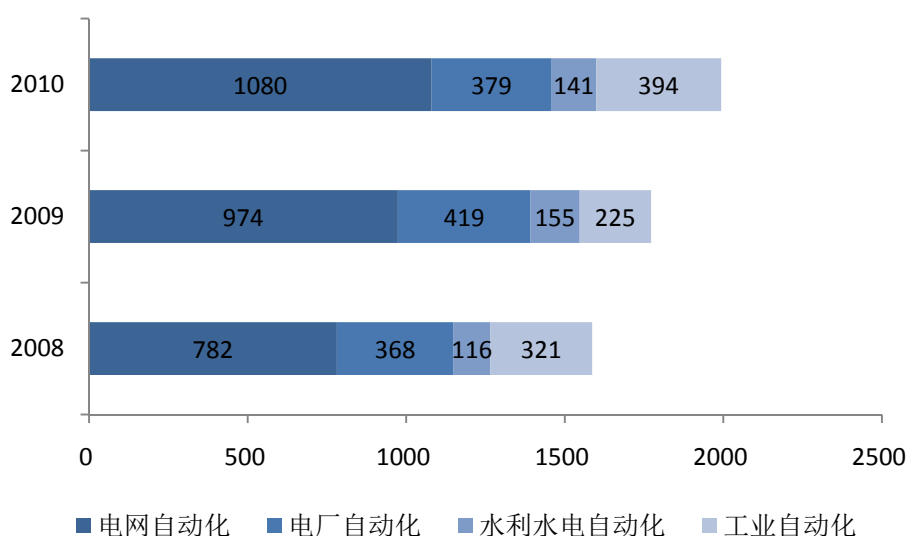
图2：三足鼎立的业务结构



数据来源：广发证券发展研究中心

2010年公司传统的电网、电厂以及水利自动化业务虽然受到国家电力设备总投资下降的大环境影响，但公司抓住智能电网于去年开始进行建设的机遇，在智能电网项目上获得总计41个110kV、220kV以及500kV智能变电站系统集成和整站项目。公司同时加大了在系统外城农网市场的变电站自动化及调度自动化产品的市场拓展，获得包括鞍山钢铁公司、霍州煤电公司、新疆建设兵团等调度自动化项目。另外工业自动化产品同比大幅增长74.88%，从而保证了传统业务实现稳步增长。自动化产业板块中的轨道交通自动化与信息安防业务已经进入了良性发展轨道业务规模高速增长，2010年分别获得订单1.78亿和3.35亿元，同比增长65.16%和86.37%，实现营业收入分别为1.69亿和2.25亿元，成为自动化产业的利润新增长点。

图3：公司传统自动化业务增长情况（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2010年公司新能源与节能减排产业和智能一次化设备产业分别实现营业收入2.63亿和0.66亿元。这两个板块均在2010年组建完成，其中智能一次化设备产业在去年下半年才刚刚成立，目前都还处于起步阶段。在新板块方面，公司采取外延式扩张和战略合作的手段加速业务发展。在变频器、风电、智能一次设备方面分别与合康变频、重庆海装以及中国西电等在各自领域实力雄厚的企业进行合作，结合国电南自在监控、保护技术方面的优势实现强强联合，预计在2011-2012年两板块业务将有大幅增长。

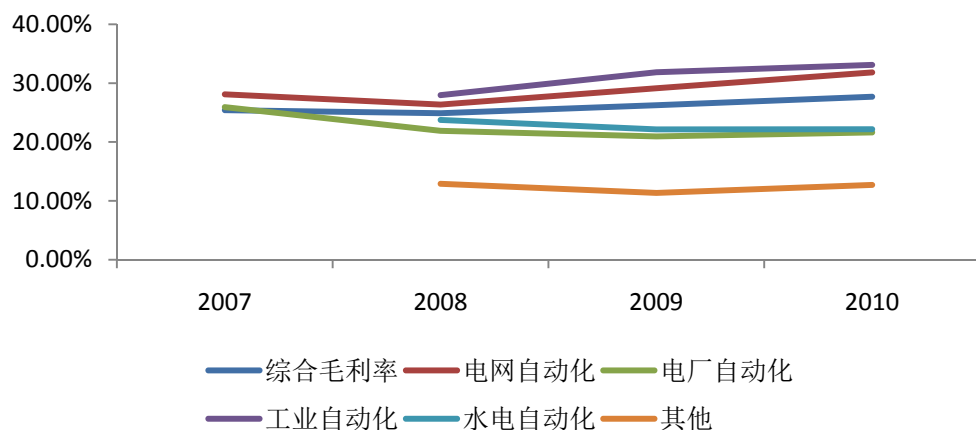
考虑到“十二五”期间，水利投资增长、智能电网建设铺开、铁路和城市轨道交通的大力投入以及新能源的发展，我们看好公司水利自动化、电网自动化、智能一次设备、轨道交通自动化以及风电、光伏等相关产业的发展。

盈利能力持续增长

公司销售毛利率自2006年以来保持持续增长，2010年达到27.69%较去年上升了1.44个百分点，这主要是由于2010年毛利水平较高的电网自动化、工业自动化产品销售增长迅速，带动公司综合毛利率的提升。此外之前公司平台较多，多品种小批量也导致了生产成本较高。

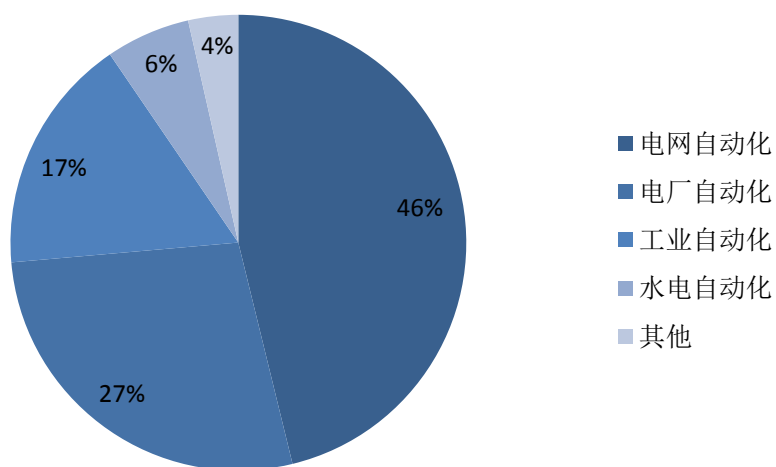
公司2010年财务费用率为3.12，同比上升了0.34个百分点，主要是由于公司进行战略转型设立多个子公司，需要现金周转，导致短期借款较去年同比大幅增加129%。鉴于公司于去年12月顺利进行增发以及战略布局的完成，我们预计今年财务费用将回归到正常水平。

图4：销售毛利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：2010年销售业务构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测

我们预计2011~2013年公司营业收入分别为30.0亿、42.3亿和60.4亿元，实现每股收益分别为0.64、0.82和1.09元。公司新能源及节能减排以及智能一次化设备两个新板块业务获得华电集团的支持以及合作企业的促进具备很高的成长性，但由于2011年预计业务规模还相对较小，正处于市场高速开拓期，从PS角度看公司市值偏低，按照2012年40倍PE计算，目标价33元，给予“买入”评级。

风险提示

电力二次设备竞争加剧风险；募投项目达产后的市场拓展风险；母子公司之间有效管控风险；电力与轨道交通行业受国家宏观政策调控风险。

资产负债表

单位：百万元

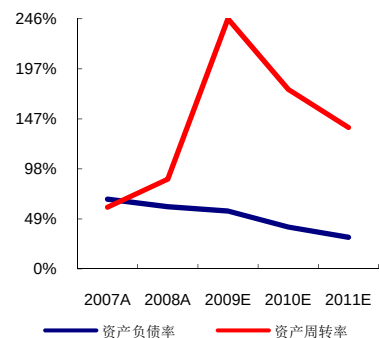
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,129	4,087	3,287	4,621	6,528
货币资金	90	1,236	150	180	200
应收及预付	1,617	2,309	2,525	3,580	5,099
存货	423	542	613	861	1,229
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	804	1,139	1,718	1,627	1,494
长期股权投资	195	463	463	463	463
固定资产	335	525	727	1,014	890
在建工程	78	4	394	4	4
无形资产	177	121	111	116	97
其他长期资产	19	25	22	30	40
资产总计	2,932	5,226	5,005	6,249	8,022
流动负债	1,793	3,108	2,683	3,660	5,075
短期借款	625	1,545	1,012	1,272	1,685
应付及预收	1,068	1,463	1,671	2,388	3,390
其他流动负债	100	100	0	0	0
非流动负债	109	217	210	210	210
长期借款	100	210	210	210	210
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	6	0	0	0
负债合计	1,902	3,325	2,894	3,871	5,286
股本	189	318	318	318	318
资本公积	356	986	986	986	986
留存收益	378	484	688	947	1,295
归属母公司股东权益	924	1,788	1,992	2,251	2,599
少数股东权益	107	113	119	127	138
负债和股东权益	2,932	5,226	5,005	6,249	8,022

利润表

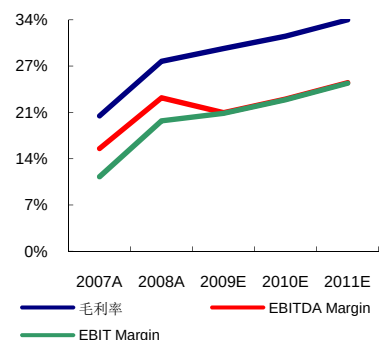
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1896	2376	3005	4234	6043
营业成本	1398	1718	2162	3048	4346
营业税金及附加	13	25	31	44	63
销售费用	219	287	363	510	726
管理费用	155	202	256	362	517
财务费用	53	74	30	40	50
资产减值损失	12	12	11	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	22	7	10	11	11
营业利润	68	65	162	228	340
营业外收入	75	102	93	96	95
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	142	166	254	323	433
所得税	28	29	44	56	75
净利润	114	137	210	267	358
少数股东损益	25	4	6	8	11
归属母公司净利润	89	133	204	259	348
EBITDA	151	198	267	385	525
EPS (元)	0.47	0.42	0.64	0.82	1.09

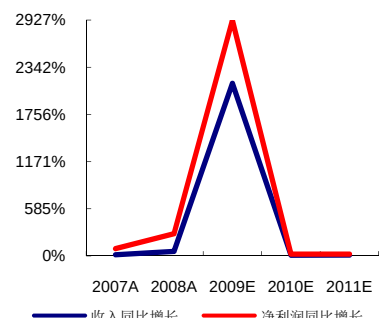
资产负债率趋势



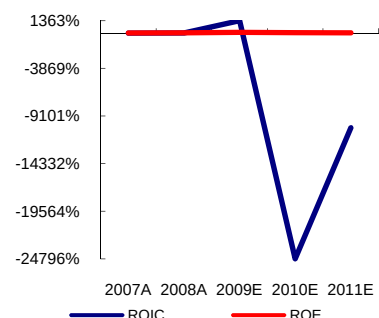
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

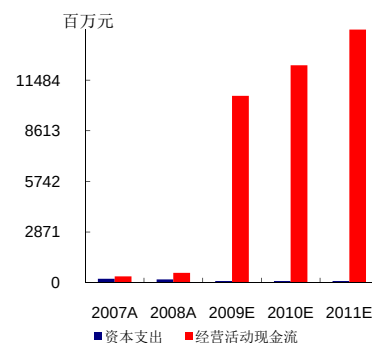
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	20	53	167	-262	-439
净利润	114	137	210	267	358
折旧摊销	40	54	74	114	134
营运资金变动	-176	-216	-76	-587	-884
其它	43	78	-41	-56	-46
投资活动现金流	-158	-511	-565	77	101
资本支出	-135	-228	-575	66	90
投资变动	-23	-282	10	11	11
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	79	1,603	-688	215	358
银行借款	1,353	2,642	-533	260	413
债券融资	-1,152	-1,662	-104	0	0
股权融资	1	762	0	0	0
其他	-123	-139	-51	-45	-55
现金净增加额	-59	1,145	-1,086	30	20
期初现金余额	149	90	1,236	150	180
期末现金余额	90	1,235	150	180	200

主要财务比率

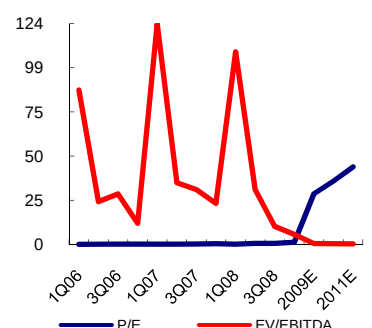
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	12.9%	25.3%	26.5%	40.9%	42.7%
营业利润	46.3%	-4.2%	148.0%	40.4%	48.9%
归属于母公司净利润	10.4%	49.4%	52.9%	27.0%	34.2%
获利能力					
毛利率	26.3%	27.7%	28.1%	28.0%	28.1%
净利率	6.0%	5.8%	7.0%	6.3%	5.9%
ROE	9.7%	7.5%	10.2%	11.5%	13.4%
ROIC	5.7%	5.8%	5.9%	7.0%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	63.6%	57.8%	61.9%	65.9%
净负债比率	71.3%	32.6%	50.8%	54.8%	62.0%
流动比率	1.19	1.31	1.23	1.26	1.29
速动比率	0.90	1.06	0.90	0.92	0.94
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.58	0.59	0.75	0.85
应收账款周转率	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43
存货周转率	3.47	3.56	3.53	3.54	3.54
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.42	0.64	0.82	1.09
每股经营现金流	0.11	0.17	0.53	-0.82	-1.38
每股净资产	4.88	5.63	6.27	7.09	8.18
估值比率					
P/E	42.0	64.5	43.8	32.6	24.2
P/B	4.1	4.8	4.5	3.7	3.2
EV/EBITDA	29.8	46.5	37.5	25.3	19.3

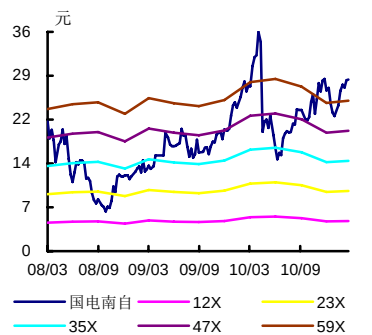
资本支出与经营活动现金流



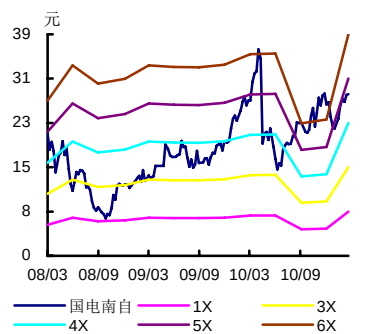
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

谢军, 分析师, 中国科学院研究生院工程硕士, 2006 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: xj@gf.com.cn, 020-87555888-663。

韩玲, 研究助理, 加拿大皇后大学工商管理硕士, 东南大学电力系统自动化学士, 7 年证券从业经验, 6 年电力行业从业经验, 获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名, 2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名, 2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: gfh1@gf.com.cn, 021-68828545。

袁斌, 研究助理, 西南交通大学电力电子技术工学硕士, 6 年艾默生研发、市场研究经验, 2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: yb9@gf.com.cn, 0755-82739750。

王昊, 研究助理, 英国诺丁汉大学电力电子工程博士, 2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wh15@gf.com.cn, 020-87555888-681。

曾维强, 研究助理, 中科院上海分院光电薄膜工学硕士, 2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: zww3@gf.com.cn, 020-87555888-404。

相关研究报告

国电南自(600268.sh)_公司调研简报

姚昆

2007-07-25

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。