



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩预览

证券研究报告

2011年7月12日

电气设备

研究部

陈华¹, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207110066
chenhua@cicc.com.cn

审慎推荐

国电南瑞 (600406.SH)

1H2011 持续高增长

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,779	2,482	3,816	5,200	7,102
(+/-)	61%	40%	54%	36%	37%
主营业务利润	529	803	1,202	1,645	2,229
(+/-)	67%	52%	50%	37%	36%
净利润	250	475	778	1,080	1,470
(+/-)	100%	90%	64%	39%	36%
每股盈利 (元)	0.24	0.45	0.74	1.03	1.40
(+/-)	100%	90%	64%	39%	36%
市盈率	162	85	52	37	28
市净率	38	18	14	11	8
净资产收益率	24.6%	28.8%	30.4%	32.7%	34.0%
ROCE	24.6%	28.6%	30.2%	32.6%	33.9%
现金分红收益率	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%
每股经营现金流(元)	0.1	0.3	0.5	0.7	1.0

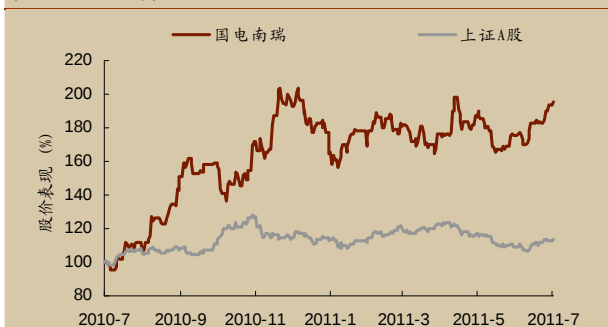
股票信息

A股	
股票代码	600406.CH
当前股价	人民币38.52
总市值 (百万元)	40,460
日成交量 (百万股)	3.6
52周最高价/最低价	人民币40.98/18.21
发行股数 (百万股)	1,050
其中: 流通股 (百万股)	1,020
主要股东 (持股比例)	南京南瑞集团公司 (35.25%)

最近估值走势

	Last Week	1m	3m	YTD
[600406.CH]	+5.68	+11.39	+10.40	+6.91
[上证A股指数]	-0.37	+3.56	-7.26	-0.16

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

¹ 报告贡献人: 石冉 shiran@cicc.com.cn

1H2011 持续高增长:

我们预计国电南瑞上半年高增长持续, 净利润同比增长 50%以上, 新增订单约 30 亿元, 同比增长 67%。上半年调度自动化、配网自动化表现亮丽, 下半年国网换电站业务有望迅速铺开, 使用电自动化业务迎来爆发性增长, 而自动化变电站及轨道交通业务则差强人意。另外集团对于上市公司的支持将在下半年继续有所体现, 资产注入预期随着时间的推移越发强烈。

评论:

地县调度自动化系统正在快速更新换代。从去年下半年开始到 2013 年, 国网将对全国各级调度自动化系统进行更新换代。目前国网省调已基本更换完成, 地调完成 70%, 县调完成 40%, 而国电南瑞在地调有超过 50% 市场份额, 县调保守估计 30% 市场份额, 相对于主要竞争对手积成电子、东方电子还是存在明显的技术优势和资质优势。预计上半年该业务收入同比增长超 50%。未来中国电科院调度业务还将整合进入国电南瑞, 进一步增强该业务业内垄断地位。

配电自动化正广泛试点。作为智能化投资的核心之一, 配网自动化系统以及相应的配网调控一体化系统试点从去年下半年开始到目前都进行地如火如荼。前两批共 23 个试点城市项目目前已经接近尾声, 预计接下来将有更多城市进入试点名单, 如效果满意将有望全面铺开。加上农网建设的稳定推进, 预计上半年农电配电业务收入同比增长超 50%。

下半年国网将大力推进换电站建设。国网年初社会责任报告披露, 今年全年将建设 144 座电动汽车换电站。上半年该事项推进缓慢, 建成不到 10 座, 下半年势必启动。保守估计国网全年完成计划 50%, 即 72 座换电站, 平均每座除基建与电池外耗资 2000 万元, 国电南瑞拿到 50% 市场, 则该业务将能贡献 7 亿元收入。从去年国网试点项目来看, 国电南瑞在该业务的市场份额达 80%, 因此我们的测算较为保守。再加上其他终端、用电信息采集系统、表计收入, 用电类业务下半年爆发且超预期可能较大。

估值与建议:

预计 2011-2013 年每股收益 0.74/1.03/1.40 元/股, 同比增长 64%、39%、36%, 股价对应于 2011 年 52 倍市盈率, 考虑下半年资产注入预期增强, 建议投资者持续关注。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入净额	1,779	2,482	3,816	5,200	7,102
主营业务利润	529	803	1,202	1,645	2,229
其他业务利润	-	-	-	-	-
营业费用	-112	-135	-195	-260	-355
管理费用	-203	-218	-324	-432	-575
财务费用	1	-2	3	6	10
营业利润	205	435	686	959	1,309
税前利润	279	537	870	1,207	1,643
所得税	-29	-62	-91	-127	-173
少数股东权益	-	-0	-0	-0	-0
净利润	250	475	778	1,080	1,470
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	149	297	492	783	1,052
投资活动现金流净额	-473	-40	-50	-50	-50
融资活动现金流净额	27	723	-152	-210	-284
货币资金增加额	-297	979	290	523	719
资产负债表 (百万元)					
货币资金	362	1,345	1,635	2,158	2,876
应收款项	800	1,201	1,846	2,516	3,436
存货	745	927	1,443	1,962	2,689
流动资产	1,993	3,532	5,015	6,759	9,171
长期投资	12	63	68	75	83
固定资产	381	314	354	392	431
无形资产和其他资产	33	78	76	74	72
短期借款	100	100	100	100	100
预收帐款	874	987	1,517	2,068	2,824
一年内到期的长期负债	0	-	-	-	-
流动负债	1,400	1,765	2,667	3,592	4,872
长期负债	3	3	3	3	3
少数股东权益	-	12	12	13	13
股东权益	1,051	2,247	2,869	3,733	4,910
总资产	2,454	4,027	5,552	7,341	9,797
财务指标					
主营业务利润率	29.7%	32.3%	31.5%	31.6%	31.4%
净利润率	14.1%	19.1%	20.4%	20.8%	20.7%
净资产收益率	23.8%	21.1%	27.1%	28.9%	29.9%
总资产收益率	11.4%	14.6%	16.3%	16.8%	17.2%
总资产负债率	57.2%	43.9%	48.1%	49.0%	49.8%
净资产负债率	-24.6%	-55.3%	-53.4%	-55.0%	-56.5%
流动比率	1.4	2.0	1.9	1.9	1.9
速动比率	0.9	1.5	1.3	1.3	1.3
应收帐款周转期	164.1	176.6	176.6	176.6	176.6
存货周转期	220.6	204.3	204.3	204.3	204.3
分红比例	10.2%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测及其主要假设

(人民币 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,779	2,482	3,816	5,200	7,102
变电站自动化	697	772	849	1,019	1,223
电网调度自动化	439	662	993	1,390	1,877
农电、配电自动化	138	260	416	644	966
轨道交通电气、保护自动化系统	368	435	544	679	849
火电厂及工业控制自动化	3	29	29	29	29
电气控制自动化	134	167	201	261	391
用电自动化及终端设备		157	785	1,177	1,766
收入增长	61%	40%	54%	36%	37%
变电站自动化	91.9%	10.8%	10.0%	20.0%	20.0%
电网调度自动化	21.9%	50.9%	50.0%	40.0%	35.0%
农电、配电自动化	-1.6%	88.8%	60.0%	55.0%	50.0%
轨道交通电气、保护自动化系统	53.6%	18.2%	25.0%	25.0%	25.0%
火电厂及工业控制自动化	-39.2%	921.5%	0.0%	0.0%	0.0%
电气控制自动化	#DIV/0!	24.5%	20.0%	30.0%	50.0%
用电自动化及终端设备			400.0%	50.0%	50.0%
主营业务利润	529	803	1,202	1,645	2,229
变电站自动化	229	247	255	306	367
电网调度自动化	130	280	397	556	751
农电、配电自动化	55	91	166	245	338
轨道交通电气、保护自动化系统	87	89	109	149	204
火电厂及工业控制自动化	0	6	6	6	6
电气控制自动化	45	62	70	91	137
用电自动化及终端设备		54	235	341	494
毛利率	29.7%	32.3%	31.5%	31.6%	31.4%
变电站自动化	32.8%	32.0%	30.0%	30.0%	30.0%
电网调度自动化	29.6%	42.2%	40.0%	40.0%	40.0%
农电、配电自动化	39.9%	35.0%	40.0%	38.0%	35.0%
轨道交通电气、保护自动化系统	23.7%	20.5%	20.0%	22.0%	24.0%
火电厂及工业控制自动化	2.3%	21.8%	20.0%	20.0%	20.0%
电气控制自动化	33.3%	36.8%	35.0%	35.0%	35.0%
用电自动化及终端设备		34.3%	30.0%	29.0%	28.0%

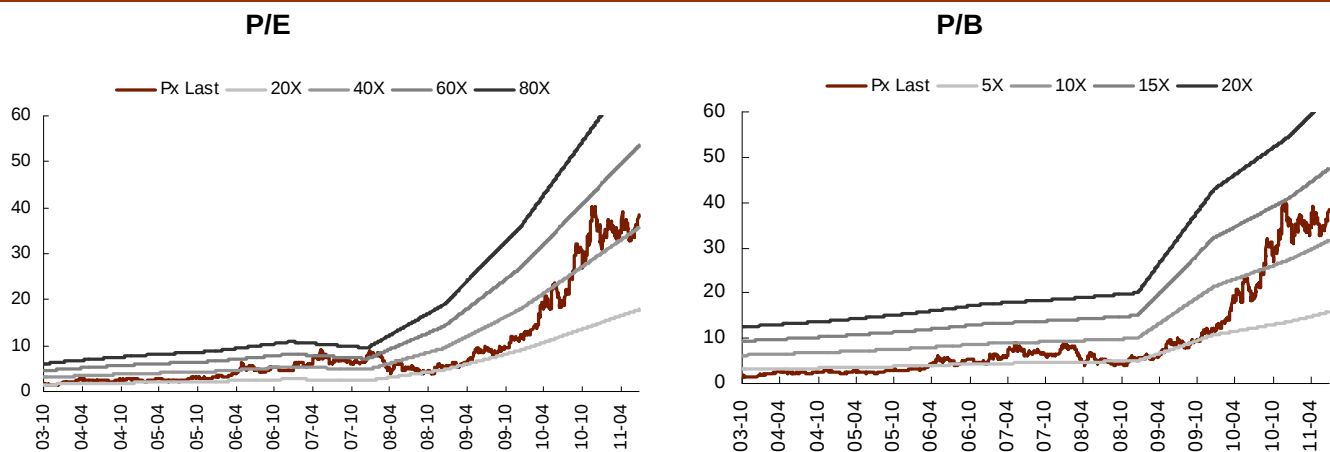
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

公司	代码	评级	货币	股价	总市值 百万人民币	每股盈利 (元)			PE			PB		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
荣信股份	002123.CH	推荐	CNY	24.22	12,207	0.53	0.72	1.04	45.7	33.5	23.3	7.7	6.5	5.3
思源电气	002028.CH	推荐	CNY	15.41	6,775	1.26	0.74	0.97	12.2	20.9	15.8	2.3	2.0	1.9
国电南瑞	600406.CH	审慎推荐	CNY	38.52	40,460	0.45	0.74	1.03	85.3	52.0	37.5	18.0	14.1	10.8
科陆电子	002121.CH	中性	CNY	16.53	6,557	0.53	0.69	0.83	31.3	24.0	20.0	7.3	5.9	4.7
理工监测	002322.CH	无评级	CNY	52.45	3,498	1.25	2.03	2.63	41.9	25.8	19.9	n.a.	n.a.	n.a.
比亚迪	1211.HK	无评级	HKD	24.50	67,385	1.42	1.02	1.26	17.2	23.9	19.5	2.9	2.6	2.3
许继电气	000400.CH	无评级	CNY	31.05	11,745	0.45	0.57	0.77	69.6	54.8	40.3	5.0	4.3	3.9
浩宁达	002356.CH	无评级	CNY	25.94	2,075	0.88	1.20	1.49	29.6	21.7	17.4	2.1	1.9	1.8
威胜集团	3393.HK	无评级	HKD	3.61	2,786	0.29	0.24	0.28	12.4	15.0	12.8	1.4	1.4	1.3
积成电子	002339.CH	无评级	CNY	27.56	2,370	0.80	1.04	1.56	34.4	26.6	17.7	3.2	2.8	2.0
国电南自	600268.CH	无评级	CNY	13.73	8,722	0.47	0.32	0.48	29.2	42.4	28.5	2.4	3.5	3.1
奥特迅	002227.CH	无评级	CNY	27.43	2,978	0.49	0.43	0.53	n.a.	63.1	52.2	n.a.	4.7	4.4
东方电子	000682.CH	无评级	CNY	6.60	6,456	0.04	0.06	0.12	n.a.	103.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
长城开发	000021.CH	无评级	CNY	8.48	11,187	0.33	0.39	0.52	25.7	21.5	16.3	2.4	2.2	2.0
平均值									36.2	37.8	24.7	5.0	4.3	3.6
中值									30.5	26.2	19.9	2.9	3.2	2.7

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

