

国电南瑞 (600406)

不断超预期的行业龙头

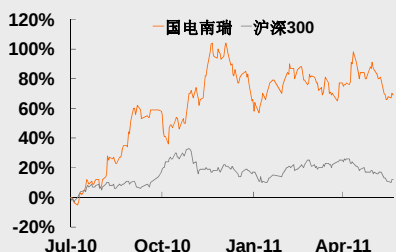
强烈推荐 (维持)

现价: 36.24 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/35.25%
实际控制人/持股	国资委/35.25%
总股本(百万股)	1050
流通 A 股(百万股)	1020
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	380.52
流通 A 股市值(亿元)	369.64
每股净资产(元)	2.14
资产负债率(%)	44.01

行情走势图



相关研究报告

国电南瑞 (600406) 年报点评: 新老业务交相辉映 (2011.1.31)

国电南瑞专题研究报告: 主业增长强劲, 资产整合可期 (强烈推荐) (2011.1.13)

国电南瑞 (600406): 智能电网和轨道交通自动化的领跑者 (推荐) (2010.12.8)

证券分析师

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

投资要点

■ 公司发展思路清晰, 新业务不断创造增长动力。:

国电南瑞及其股东南瑞集团, 是我国输变电二次设备龙头, 公司目前的业务主要有电力系统自动化、轨道交通自动化两大部分, 其中电力系统自动化将重点发展配用电自动化、风电接入电网系统等新业务, 轨道交通自动化正在研发目前仍主要为国外品牌所占据的轨道信号系统产品。目前各项新业务均进展良好, 2-3 年内将成为公司新的业绩增长点。公司作为国内电力自动化、轨道自动化龙头地位稳固, 充分受益于未来相关领域投资的提升。

■ 二次设备市场前景都很广阔, 公司处于高速发展中期:

智能电网建设是二次设备行业发展的根本驱动力, 目前国内智能电网建设处于试点、规划、标准制定末期, 各领域进展较慢的是智能变电站, 调度、配网、用电等领域建设推进较快, 但预计 2012 年起各领域均会进入大规模建设阶段。而面对国际市场, 包括公司在内的二次设备企业的市场开拓也刚刚开始, 我们认为公司处于高速成长期中段, 未来 3 年业绩增速仍将在年复合 40% 以上。

■ 管理“现代化”、生产“集约化”, 利润增速将快于收入:

公司内部管理不断“现代化”, 随着不断提高效率, 销售费用率、管理费用率将随着业务规模的不断扩大不断下降。公司实现收入的主要形式基本为实施项目, 每一个项目都需要相应人员到场实施, 但一是由于多类业务复合使用项目人员, 二是由于在各地逐步建立的固定场所办事处降低了差旅成本, 总体的销售费用率随订单规模扩大不断下降。公司主要产品为软件, 属于技术密集型, 这也是公司有能力进行业务优化整合、提高效率的基础。管理费用逐年增长, 但增速远低于收入规模, 管理费用率也将随订单和收入的增长不断下降。

另一方面, 公司多数产品为软件、硬件组合的整体系统, 其中多数硬件为外购获得, 近年来公司推行生产“集约化”, 提高了部分关键硬件 (如交换机) 的研发、生产能力, 这将持续保持公司产品的高盈利能力。

■ 盈利预测与估值

我们预计 11-12 年公司费用增长将低于收入增长, 资产整合也将逐步得到实质性推进, 上调盈利预测, 预计 11-12 年公司 EPS 为 0.77、1.13 元, 对应目前股价 PE 分别为 47、32 倍, 考虑到公司业绩增长、资产整合的确定性, 维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万)	1779	2482	4304	6710	8975
YoY (%)	29.2	39.6	73.4	55.9	33.8
净利润 (百万)	249	475	810	1,188	1,572
YoY (%)	39.9	90.1	70.7	46.7	32.4
毛利率 (%)	30.7	33.3	32.6	31.8	31.3
净利率 (%)	14.0	19.1	18.8	17.7	17.5
ROE (%)	23.8	21.1	27.0	29.1	28.6
EPS (摊薄/元)	0.24	0.45	0.77	1.13	1.50
P/E (倍)	151.0	80.2	47.0	32.0	24.2
P/B (倍)	36.2	16.9	12.7	9.3	6.9

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3532	5423	7963	11036	营业收入	2482	4304	6710	8975
现金	1345	1687	2035	3098	营业成本	1656	2903	4575	6163
应收账款	1096	1787	2827	3799	营业税金及附加	24	41	64	86
其他应收款	64	129	200	262	营业费用	135	232	362	476
预付账款	58	139	216	280	管理费用	218	340	510	664
存货	927	1627	2598	3476	财务费用	2	-12	-19	-26
其他流动资产	42	54	87	120	资产减值损失	34	45	55	65
非流动资产	495	659	921	863	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	22	22	0	0
固定资产	310	582	794	738	营业利润	435	776	1162	1547
无形资产	24	74	124	124	营业外收入	102	140	180	230
其他非流动资产	161	3	2	1	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4027	6082	8884	11899	利润总额	537	915	1342	1777
流动负债	1765	3063	4782	6377	所得税	62	105	154	204
短期借款	100	0	0	0	净利润	475	810	1188	1572
应付账款	639	1040	1658	2250	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1026	2023	3124	4128	归属母公司净利润	475	810	1188	1572
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	464	794	1192	1578
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.90	0.77	1.13	1.50
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	1768	3066	4786	6381	主要财务比率				
少数股东权益	12	12	12	12		2010	2011E	2012E	2013E
股本	525	1050	1050	1050	成长能力				
资本公积	745	220	220	220	营业收入	39.5%	73.4%	55.9%	33.7%
留存收益	977	1734	2816	4236	营业利润	112.4%	78.3%	49.8%	33.1%
归属母公司股东权益	2247	3004	4086	5507	归属于母公司净利润	90.1%	70.7%	46.7%	32.4%
负债和股东权益	4027	6082	8884	11899	获利能力				
					毛利率(%)	33.3%	32.6%	31.8%	31.3%
现金流量表					净利率(%)	19.1%	18.8%	17.7%	17.5%
					ROE(%)	21.1%	27.0%	29.1%	28.6%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	42.5%	50.8%	49.1%	55.6%
经营活动现金流	297	694	746	1189	偿债能力				
净利润	475	810	1188	1572	资产负债率(%)	43.9%	50.4%	53.9%	53.6%
折旧摊销	27	30	49	57	净负债比率(%)	5.66%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	2	-12	-19	-26	流动比率	2.00	1.77	1.67	1.73
投资损失	-22	-22	0	0	速动比率	1.48	1.24	1.12	1.19
营运资金变动	-216	-264	-628	-541	营运能力				
其他经营现金流	31	152	156	126	总资产周转率	0.77	0.85	0.90	0.86
投资活动现金流	-40	-212	-310	0	应收账款周转率	2	3	3	2
资本支出	72	300	260	0	应付账款周转率	3.17	3.46	3.39	3.15
长期投资	17	-63	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	48	25	-50	0	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.77	1.13	1.50
筹资活动现金流	723	-141	-87	-126	每股经营现金流(最	0.28	0.66	0.71	1.13
短期借款	0	-100	0	0	每股净资产(最新摊	2.14	2.86	3.89	5.24
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	270	525	0	0	P/E	80.21	47.00	32.04	24.21
资本公积增加	745	-525	0	0	P/B	16.94	12.67	9.32	6.91
其他筹资现金流	-292	-41	-87	-126	EV/EBITDA	79	46	31	23
现金净增加额	979	342	348	1063					

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）

风险提示：

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。

免责条款：

此报告旨在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 2010 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