



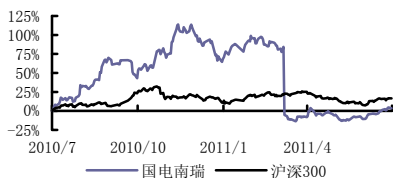
投资品 - 电气设备

2011 年 7 月 19 日

市场数据	2011 年 7 月 18 日
当前价格 (元)	38.88
52 周价格区间 (元)	32.53-80.43
总市值 (百万)	40837.95
流通市值 (百万)	39666.93
总股本 (百万股)	1050.36
流通股 (百万股)	1020.24
日均成交额 (百万)	211.54
近一月换手 (%)	8.07%
Beta (2 年)	
第一大股东	南京南瑞集团公司
公司网址	http://www.naritech.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	33.30%	21.54%
净利率	19.12%	8.83%
净资产收益率	21.12%	12.67%
总资产收益率	11.78%	6.21%
资产负债率	43.91%	57.69%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	41.81	37.01
市净率	9.08	4.16

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
国电南瑞	2098.78	1668.80	3539.06
沪深 300	7.97%	-7.05%	19.36%

相关报告

《业绩低于预期，收购资产贡献较大》，2009.10
《国电南瑞公司报告》，2007.11

郭江龙

0755-83077462

guojl1@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，郭江龙，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

完善产业布局、提高综合竞争力

——国电南瑞 (600406) 欲收购安徽继远、中天电子事件点评

评级： 增持

- **事件：**国网电科院于 7 月 11 日在上海联合产权交易所挂牌价 4.01 亿元出售安徽继远电网技术公司 100% 股权、以挂牌价 0.74 亿元出售南瑞中天电子公司 100% 股权。公司拟以挂牌价为基础，在合理范围内确定竞购价参与两家公司股权竞购。本事项已通过董事会审议，尚未通过股东大会审批。
- **收购有利于公司完善产业布局、提高综合竞争力。**安徽继远电网公司、南瑞中天电子公司主要从事电网自动化、用电自动化业务，与公司部分业务具有强互补性，本次交易虽然对公司整体业绩提高不大，但对扩大相关领域的市场有利于完善公司相关产业布局，有助于提高公司整体竞争力。假设此次竞购成功，在考虑被收购方 30% 左右年增长的条件下，预计将增厚公司 2011-2013 年 EPS 分别为：0.039 元、0.051 元、0.066 元。
- **资产注入还将继续。**本次交易符合我们之前对公司资产注入的预判。国网公司有意将公司打造成二次设备平台，承诺将下属相关控制保护业务资产注入到上市公司。我们期待国网公司及集团公司后续相关资产的注入。
- **智能电网建设进入新阶段，公司将在更大程度上受益。**2011 年是智能电网从试点阶段转向全面建设阶段的第一年，智能电网各环节投资开始加大，预计今年智能电网总投资有望超过 500 亿元。“十二五”期间，智能电网总投资将达到 2861 亿元，作为智能电网建设的龙头企业，公司充分受益于智能电网建设的各个环节。
- **投资建议：**目前由于尚未完成竞购，仍存在不确定性，我们维持对公司 2011-2013 年 EPS0.66 元、0.96 元、1.32 元的预测，对应 PE 分别为 58.91、40.36、29.27 倍。基于对“十二五”期间智能电网建设的看好，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**此次竞购成交价格 and 成交与否尚存不确定性；智能电网建设低于预期风险。

拟收购资产介绍

(1) 安徽继远

安徽继远电网技术有限责任公司（简称“安徽继远”）成立于 1996 年 9 月，是国网电科院全资子公司。其经营范围包括：继电保护、通信、计算机信息系统集成、自动化系统、安全技术防范系统的设备生产、安装、调试、维修；电力技术服务等。

(2) 中天电子

安徽南瑞中天电力电子有限公司成立于 1997 年 3 月，是国网电科院全资子公司。其经营范围为电子产品、电力设备、仪器仪表生产、销售及技术开发、服务，计算机软件开发、销售。

Figure 1 拟收购公司财务分析

拟收购公司	2010 年营收(百万元)	2010 年净利润(百万元)	2010 年净资产(百万元)	拟收购价格(百万元)	对应 2010 年 PE	对应 2010 年 PB
安徽继远	377.17	29.16	309.27	401.00	13.75	1.30
中天电子	187.33	12.12	54.53	74.00	6.11	1.36

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 公司财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3532	5270	7554	10520	营业收入	2482	3787	5636	7899
现金	1345	1919	2574	3552	营业成本	1656	2549	3782	5285
应收账款	1096	1672	2488	3487	营业税金及附加	24	0	0	0
其他应收款	64	99	147	206	营业费用	135	206	306	429
预付账款	58	90	133	186	管理费用	218	367	529	750
存货	927	1426	2117	2958	财务费用	2	-60	-86	-119
其他流动资产	42	64	94	131	资产减值损失	34	50	70	90
非流动资产	495	325	287	258	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	0	0	0
固定资产	310	292	272	252	营业利润	435	676	1034	1464
无形资产	24	21	19	16	营业外收入	102	102	102	102
其他非流动资产	161	12	-4	-10	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	4027	5595	7841	10778	利润总额	537	777	1136	1566
流动负债	1765	2695	3934	5482	所得税	62	87	129	177
短期借款	100	100	100	100	净利润	475	690	1007	1389
应付账款	639	984	1461	2041	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1026	1611	2373	3341	归属母公司净利润	475	690	1007	1389
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	464	644	978	1375
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.90	0.66	0.96	1.32
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	1768	2698	3937	5485	主要财务比率				
少数股东权益	12	12	12	13	会计年度	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%	52.6%	48.8%	40.1%
留存收益	977	1614	2621	4010	营业利润	112.4%	55.3%	53.1%	41.5%
归属母公司股东权益	2247	2884	3891	5280	归属于母公司净利润	90.1%	45.4%	45.9%	37.9%
负债和股东权益	4027	5595	7841	10778	获利能力				
					毛利率(%)	33.3%	32.7%	32.9%	33.1%
现金流量表					净利率(%)	19.1%	18.2%	17.9%	17.6%
单位: 百万元					ROE(%)	21.1%	23.9%	25.9%	26.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	42.5%	51.7%	59.5%	65.7%
经营活动现金流	297	456	575	865	偿债能力				
净利润	475	690	1007	1389	资产负债率(%)	43.9%	48.2%	50.2%	50.9%
折旧摊销	27	29	29	30	净负债比率(%)	5.66%	3.71%	2.54%	1.82%
财务费用	2	-60	-86	-119	流动比率	2.00	1.96	1.92	1.92
投资损失	-22	0	0	0	速动比率	1.48	1.43	1.38	1.38
营运资金变动	-216	-305	-495	-569	营运能力				
其他经营现金流	31	103	120	134	总资产周转率	0.77	0.79	0.84	0.85
投资活动现金流	-40	110	-6	-7	应收账款周转率	2	2	2	2
资本支出	72	0	0	0	应付账款周转率	3.17	3.14	3.09	3.02
长期投资	17	-63	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	48	48	-6	-7	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.66	0.96	1.32
筹资活动现金流	723	7	86	119	每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.43	0.55	0.82
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.75	3.70	5.03
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	270	525	0	0	P/E	85.66	58.91	40.36	29.27
资本公积增加	745	-525	0	0	P/B	18.09	14.09	10.45	7.70
其他筹资现金流	-292	7	86	119	EV/EBITDA	85	61	40	29
现金净增加额	979	574	655	977					

数据来源: wind 资讯、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.