

国电南瑞（600406）2011年中报点评

业绩持续靓丽，未来增长确定

韩玲 分析师

电话：021-68828545

eMail: gfhlgf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511030002

中报要点：公司上半年实现营业收入 14.30 亿元，同比增长 43.63%；净利润 2.55 亿元，同比增长 55.19%；扣非后净利 2.45 亿元，同比增长 50.30%。公司营业收入和净利润大幅增长主要来自于公司电网调度、农/配网以及用电自动化及终端设备业务三项业务的同比大幅增长。考虑到上半年有超过 2400 万的软件退税尚未退还，加入这部分的影响，上半年净利润增速将超过 67%。上半年新增订单达到 30 亿，同比增长 69%。

上半年看电网调度、农/配网及用电自动化和终端设备业务，下半年看轨道交通自动化和智能充换电站业务，全年业绩无忧。上半年调度和农/配网以及用电自动化和终端设备业务收入同比分别增长 61.3%，139%和 743%。下半年这三项业务预计仍将保持高速增长。此外，随着国网加快充换电站的扩大试点进度，以及各地的轨道交通建设加快推进，公司轨道交通自动化和智能充换电站业务也将在下半年出现爆发。

集团上半年业绩同样喜人。据我们了解，上半年集团新增订单合同金额 106 亿元，同比增长 80%；实现销售收入 60 亿元，同比增长 50%以上。公司自上市以来明确表示会以国电南瑞为平台，逐步减少和集团的同业竞争，我们认为集团的优质资产快速发展为公司未来集团资产注入提供了良好的预期。

盈利预测与投资建议：假设公司近期成功竞购安徽继远和安徽中天，并两个公司将在 2011 年并表，我们预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.90、1.39 和 2.02 元。目标价格 50 元，维持“买入”评级。

风险提示：智能电网进度低于预期，集团资产整合速度低于预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1778.69	2482.09	4696.13	6909.30	10024.7
增长率(%)	60.63%	39.55%	89.20%	47.13%	45.09%
EBITDA(百万元)	236.56	476.31	954.69	1448.64	2150.98
净利润(百万元)	250.13	474.55	941.79	1463.96	2124.82
增长率(%)	99.60%	89.72%	98.46%	55.44%	45.14%
每股收益(元)	0.98	0.90	0.90	1.39	2.02
市盈率	49.93	79.75	42.43	27.29	18.80
市净率	11.88	16.84	10.76	7.72	5.47
EV/EBITDA	51.68	76.84	38.84	24.75	15.83

数据来源：国电南瑞科技股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	37.70
目标价格(元)	50.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	4.37%	4.14%	71.92%
沪深300	-0.94%	-6.91%	3.27%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,050.36/1,020.24

主要股东：

南京南瑞集团公司

主要股东持股比例

17.62%

财务比率

ROE	21.12%
ROA	16.63%
资产负债率	43.91%
每股净资产(元)	4.28

2010 年报数据

公司上半年实现净利润同比增长55.2%

公司上半年实现营业收入14.30亿元，同比增长43.63%；净利润2.55亿元，同比增长55.19%；扣非后净利2.45亿元，同比增长50.30%，实现每股收益0.24元。公司营业收入和净利润大幅增长主要来自于公司电网调度自动化业务、农、配网自动化及终端设备业务以及用电自动化及终端设备业务三项业务的同比大幅增长。

表1：2010-2011上半年业绩对比

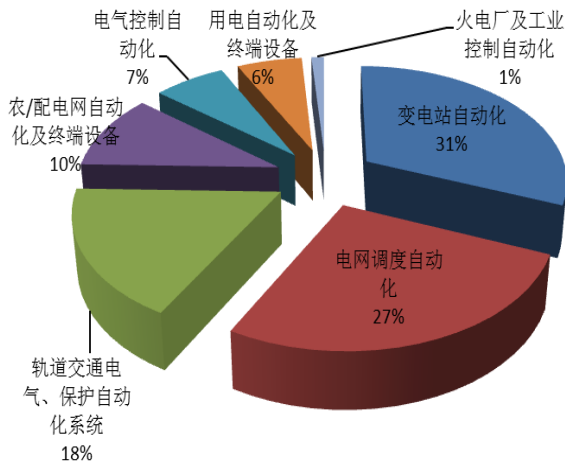
(人民币, 百万)	2010 上半年	2011 上半年	同比变动(%)
营业收入	995.33	1429.57	43.63
销售税金	(4.03)	(9.15)	126.79
营业成本	(670.33)	(952.37)	42.07
毛利润	320.97	468.05	45.83
销售费用	(52.74)	(68.06)	29.03
管理费用	(108.87)	(114.48)	5.15
经营利润	159.35	285.51	79.17
资产减值损失	(16.51)	(37.23)	125.43
财务费用	(0.34)	2.63	(866.74)
投资收益	15.43	0.00	(100.00)
营业外收入	25.73	30.88	20.00
营业外支出	(0.00)	0.00	(100.00)
利润总额	183.65	281.80	53.44
所得税	(20.06)	(28.18)	40.47
少数股东权益	0.50	1.04	108.54
净利润	164.09	254.65	55.19
主要比率 (%)			
毛利率	32.25	32.74	0.49
销售费用率	5.30	4.76	(0.54)
管理费用率	10.94	8.01	(2.93)
经营利润率	16.01	19.97	3.96
净利率	16.49	17.81	1.33
所得税率	10.92	10.00	(0.92)
少数股东权益率	(0.30)	(0.41)	(0.11)

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

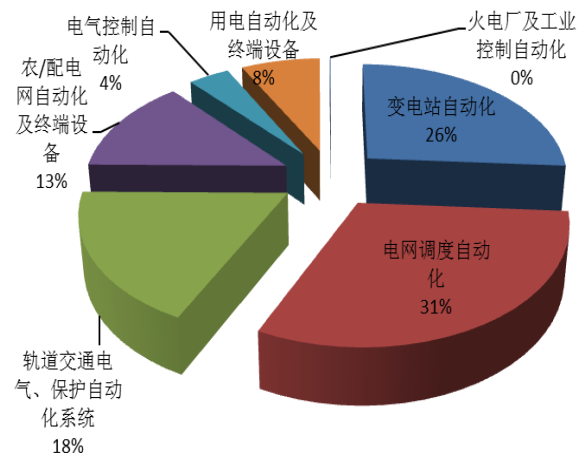
调度、农/配网及用电自动化和终端设备三项业务上半年业绩靓丽

2011年上半年公司电网调度自动化业务实现收入4.42亿，同比增长61.3%；农/配网自动化及终端设备业务实现收入1.9亿，同比增长139%；用电自动化及终端设备业务实现收入1.07亿，同比增长743%。公司已经形成了智能电网发、输、配、用、调度各个环节以及轨道交通保护与通讯的二次设备综合业务能力，公司作为国内二次设备综合方案提供商的龙头地位不断稳固。

图表 1: 公司 2010 年主营业务收入构成 (单位: 百万元)



图表 2: 公司 2011 年上半年主营业务收入构成 (单位: 百万元)

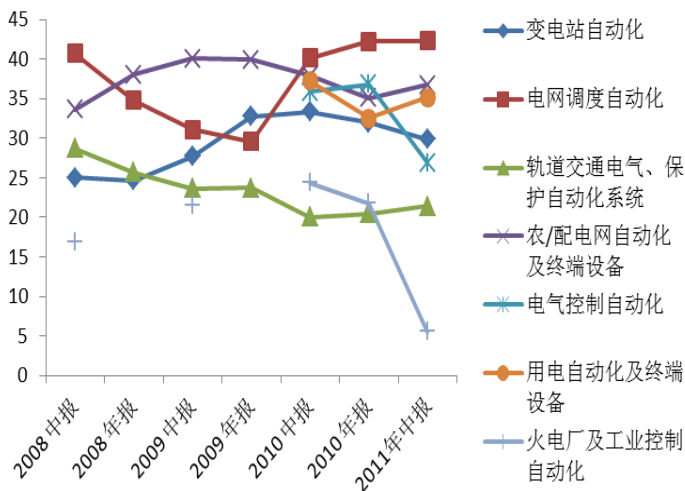


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

主营业务毛利率维持稳定

2011年上半年, 除变电站自动化、电气控制自动化和火电厂及工业控制自动化毛利率有所下降外, 其余主营产品均实现了毛利率的提升。毛利率涨幅最大的是用电终端类以及农配网终端类产品, 分别上升2.66%和1.69%。火电厂工控产品毛利下降16个百分点, 降幅最大, 但因为该项产品占比很小, 影响不大。因而综合来看上半年公司主营业务毛利率维持稳中略升的良性态势。

图表 1: 公司 2008H1-2011H1 主营产品毛利率 (%)



图表 2: 公司 2008H1-2011H1 综合毛利率 (%)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

风险提示

- 智能电网进度低于预期;
- 集团资产整合进度低于预期。

资产负债表

单位：百万元

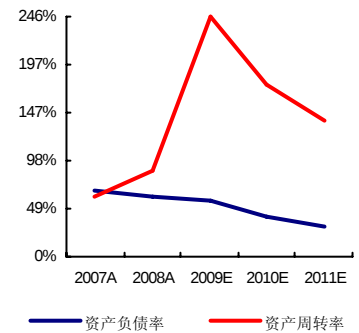
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,993	3,532	6,507	9,377	13,588
货币资金	362	1,345	2,878	4,101	5,911
应收及预付	884	1,259	2,101	3,027	4,412
存货	745	927	1,528	2,250	3,265
其他流动资产	2	1	0	0	0
非流动资产	461	495	405	372	328
长期股权投资	12	0	0	0	0
固定资产	378	310	326	335	328
在建工程	3	4	-41	-88	-126
无形资产	33	78	57	61	63
其他长期资产	35	103	63	63	63
资产总计	2,454	4,027	6,912	9,749	13,916
流动负债	1,400	1,765	3,180	4,547	6,581
短期借款	100	100	0	0	0
应付及预收	1,297	1,654	3,180	4,547	6,581
其他流动负债	3	11	0	0	0
非流动负债	3	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	0	0	0
负债合计	1,403	1,768	3,180	4,547	6,581
股本	255	525	1,050	1,050	1,050
资本公积	0	745	745	745	745
留存收益	796	977	1,918	3,382	5,507
归属母公司股东权益	1,051	2,247	3,714	5,178	7,302
少数股东权益	0	12	19	24	33
负债和股东权益	2,454	4,027	6,912	9,749	13,916

利润表

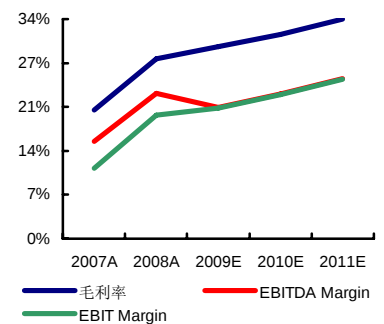
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1779	2482	4696	6909	10025
营业成本	1233	1656	3106	4550	6592
营业税金及附加	16	24	46	67	97
销售费用	112	135	235	332	461
管理费用	203	218	380	539	752
财务费用	-1	2	-16	-22	-25
资产减值损失	17	34	42	19	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	22	25	25	25
营业利润	205	435	928	1450	2145
营业外收入	75	102	150	220	280
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	279	537	1078	1670	2425
所得税	29	62	129	200	291
净利润	250	475	948	1469	2134
少数股东损益	0	0	7	5	9
归属母公司净利润	250	475	942	1464	2125
EBITDA	237	476	955	1449	2151
EPS (元)	0.98	0.90	0.90	1.39	2.02

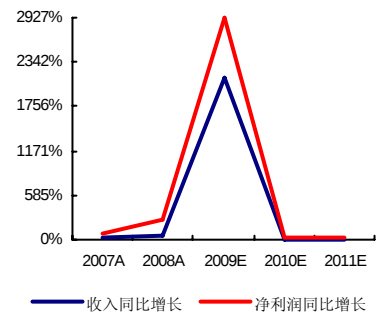
资产负债率趋势



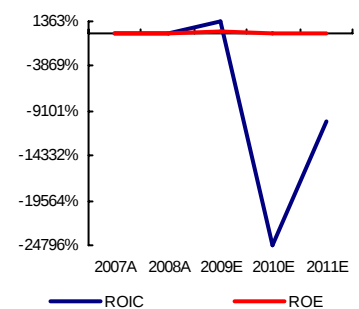
经营利润率趋势



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

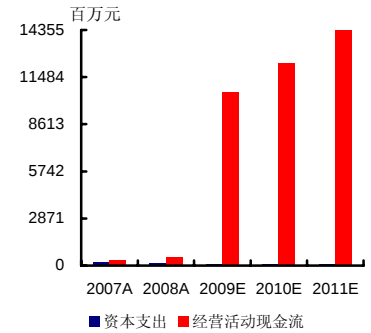
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	149	297	914	972	1,491
净利润	250	475	948	1,469	2,134
折旧摊销	23	27	26	27	28
营运资金变动	-134	-216	31	-298	-394
其它	11	12	-91	-226	-277
投资活动现金流	-473	-40	199	251	319
资本支出	-78	-72	174	226	294
投资变动	-395	32	25	25	25
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	27	722	420	0	0
银行借款	273	300	-100	0	0
债券融资	-196	-300	-3	0	0
股权融资	0	769	525	0	0
其他	-50	-47	-2	0	0
现金净增加额	-297	979	1,533	1,223	1,810
期初现金余额	548	362	1,345	2,878	4,101
期末现金余额	252	1,341	2,878	4,101	5,911

主要财务比率

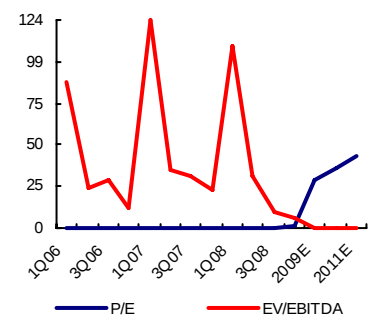
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	60.6%	39.5%	89.2%	47.1%	45.1%
营业利润	152.7%	112.0%	113.4%	56.2%	47.9%
归属于母公司净利润	99.6%	89.7%	98.5%	55.4%	45.1%
获利能力					
毛利率	30.7%	33.3%	33.9%	34.1%	34.2%
净利率	14.1%	19.1%	20.2%	21.3%	21.3%
ROE	23.8%	21.1%	25.4%	28.3%	29.1%
ROIC	24.6%	41.8%	103.3%	120.6%	137.2%
偿债能力					
资产负债率	57.2%	43.9%	46.0%	46.6%	47.3%
净负债比率	-24.9%	-55.1%	-77.1%	-78.8%	-80.6%
流动比率	1.42	2.00	2.05	2.06	2.06
速动比率	0.83	1.44	1.52	1.52	1.52
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.77	0.86	0.83	0.85
应收账款周转率	2.93	2.73	2.69	2.74	2.72
存货周转率	2.08	1.98	2.03	2.02	2.02
每股指标 (元)					
每股收益	0.98	0.90	0.90	1.39	2.02
每股经营现金流	0.58	0.57	0.87	0.93	1.42
每股净资产	4.12	4.28	3.54	4.93	6.95
估值比率					
P/E	49.9	79.7	42.4	27.3	18.8
P/B	11.9	16.8	10.8	7.7	5.5
EV/EBITDA	51.7	76.8	38.8	24.8	15.8

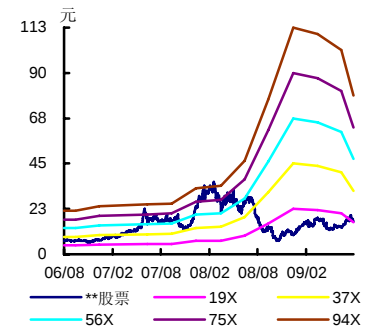
资本支出与经营活动现金流



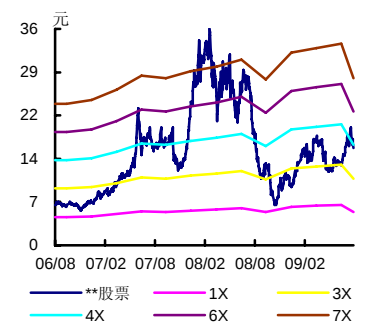
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，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。

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，0755-82739411。

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，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

相关研究报告

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。