

国网充电设施规划超预期 2 倍，上调盈利预测

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

63.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 63.00 元

现价(2011 年 09 月 28 日): 33.90 元

报告日期: 2011-09-29

报告关键点:

- 国网公司公布的电动汽车充电设施规模超我们之前掌握信息的 2 倍。
- 上调盈利预测，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.88 元、1.8 元、2.67 元，维持“买入-A”投资评级和 63 元目标价位。

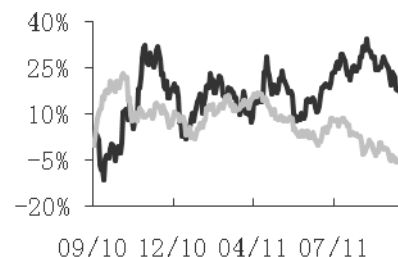


报告摘要:

- 2011 年 9 月 28 日，2011 智能电网国际论坛在北京开幕，国家电网公司总经理刘振亚先生在论坛上作主旨发言。
- 根据刘总的发言，国家电网公司在未来五年新建电动汽车充换电站 2900 多座和充电桩 54 万个。这个建设规模比之前《国家电网公司“十二五”智能化规划》中新建 904 座充换电站和 23.3 万个充电桩的规模超 2 倍。
- 按照《国家电网公司“十二五”智能化规划》，国网公司在“十二五”期间电动汽车充电设施投资 217 亿元，按照新的建设规模，我们预测电动汽车充电设施投资将达到 634 亿元。
- 国网公司电动汽车充电设施的规模大大超出我们之前了解的信息，按照新的规划规模，我们预测国网公司 2011-2015 年电动汽车充电设施年投资规模分别为 9 亿元、60 亿元、100 亿元、165 亿元、300 亿元。2010 年国电南瑞在国网系统内充电站市场占有率 70-80%，根据新的信息，我们上调国电南瑞在充换电站业务的收入预测，2011 年的收入规模保持不变，2012-2013 年的收入规模上调。预测 2011-2013 年该项业务收入分别为 3.85 亿元、20 亿元、35 亿元，预测的收入规模大约为预测的国网投资规模的 1/3，留有足够安全边际。
- 在我们上一篇报告《国电南瑞：世界智能电网的珠峰》(2011-09-20)中，我们对公司的费用预测偏高，2011-2013 年 EPS 0.85 元、1.5 元、2.3 元的盈利预测极度保守。本报告我们仍在保守预测的情况下将费用下调，同时考虑 2012-2013 年充换电站业务收入上调，上调盈利预测，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.88 元、1.8 元、2.67 元，维持“买入-A”投资评级和 63 元目标价位。
- 风险提示：智能电网规划可能变更，智能进度可能低于预期。

总市值(百万元)	35,607.17
流通市值(百万元)	34,586.14
总股本(百万股)	1,050.36
流通股本(百万股)	1,020.24
12 个月最低/最高	32.10/81.96 元
十大流通股东(%)	59.82%
股东户数	37,644

12 个月股价表现



— 国电南瑞 — 沪深 300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.89)	7.46	21.11
绝对收益	(10.91)	(6.71)	11.73

黄守宏

 010-66581627
 执业证书编号

首席行业分析师

 huangsh@essence.com.cn
 S1450511020024

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,778.7	2,482.1	4,545.8	8,489.8	12,394.5
Growth(%)	60.6%	39.5%	83.1%	86.8%	46.0%
净利润	250.1	474.5	921.8	1,892.6	2,804.2
Growth(%)	99.6%	89.7%	94.2%	105.3%	48.2%
毛利率(%)	30.7%	33.3%	33.8%	34.3%	34.1%
净利润率(%)	14.1%	19.1%	20.3%	22.3%	22.6%
每股收益(元)	0.24	0.45	0.88	1.80	2.67
每股净资产(元)	1.00	2.15	2.94	4.56	6.97
市盈率	142.4	75.0	38.6	18.8	12.7
市净率	33.9	15.8	11.5	7.4	4.9
净资产收益率(%)	23.8%	21.0%	29.9%	39.5%	38.4%
ROIC(%)	55.3%	60.8%	96.9%	73.3%	70.7%
EV/EBITDA	38.2	36.0	40.3	18.9	12.0
股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.8%

前期研究成果

国电南瑞：世界智能电网的珠峰	2011-09-20
国电南瑞：预计再次翻番增长，资产注入有期待	2011-08-04
国电南瑞：兑现承诺，再次收购集团资产	2011-07-19

1. 国网充电设施规划超预期 2 倍

2011 年 9 月 28 日, 2011 智能电网国际论坛在北京开幕, 国家电网公司总经理刘振亚先生在论坛上作主旨发言(发言全文见英大网

<http://www.indaa.com.cn/dwxw2011/zndw/201109/t20110928-786861.html>)。

根据刘总的发言, 国家电网公司在未来五年新建电动汽车充换电站 2900 多座和充电桩 54 万个。这个建设规模比之前《国家电网公司“十二五”智能化规划》(2010-09)中新建 904 座充换电站和 23.3 万个充电桩的规模超 2 倍。

按照《国家电网公司“十二五”智能化规划》, 国网公司在“十二五”期间电动汽车充电设施投资 217 亿元, 按照新的建设规模, 我们预测电动汽车充电设施投资将达到 634 亿元。

表 1 国网公司电动汽车充电设施投资预测

	根据智能电网“十二五”规划预测			根据智能电网国际论坛公布规模预测		
	数量(万个、座)	单价(万元)	金额(亿元)	数量(万个、座)	单价(万元)	金额(亿元)
充电桩	23.3 万个	1.1	25.63	54 万个	1	54
充换电站	904 座	2118	191.47	2900 座	2000	580
合计金额			217.1			634

数据来源: 安信证券研究中心预测

2. 上调盈利预期

国网公司电动汽车充电设施的规模大大超出我们之前了解的信息, 按照新的规划规模, 我们预测国网公司 2011-2015 年电动汽车充电设施年投资规模分别为 9 亿元、60 亿元、100 亿元、165 亿元、300 亿元。2010 年国电南瑞在国网系统内充电站市场占有率 70-80%, 根据新的信息, 我们上调国电南瑞在充换电站业务的收入预测, 2011 年的收入规模保持不变, 2012-2013 年的收入规模上调。预测 2011-2013 年该项业务收入分别为 3.85 亿元、20 亿元、35 亿元, 预测的收入规模大约为预测的国网投资规模的 1/3, 留有足够安全边际。

表 2 国网公司充电设施投资与国电南瑞充换电站收入年度预测

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国网公司电动汽车充电设施投资(亿元)	9	60	100	165	300
国电南瑞充换电站收入预测(亿元)	3.85	20	35		

数据来源: 安信证券研究中心

在我们上一篇报告《国电南瑞: 世界智能电网的珠峰》(2011-09-20)中, 我们对公司的费用预测偏高, 2011-2013 年 EPS0.85 元、1.5 元、2.3 元的盈利预测极度保守。本报告我们仍在保守预测的情况下将费用下调, 同时考虑充换电站业务收入上调, 上调盈利预测, 预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.88 元、1.8 元、2.67 元, 维持“买入-A”投资评级和 63 元目标价位。

风险提示: 智能电网规划可能变更, 智能进度可能低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2011-9-28

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,778.7	2,482.1	4,545.8	8,489.8	12,394.5	成长性					
减: 营业成本	1,233.3	1,655.6	3,009.5	5,577.5	8,168.3	营业收入增长率	60.6%	39.5%	83.1%	86.8%	46.0%
营业税费	16.3	23.8	43.6	81.5	119.0	营业利润增长率	152.7%	112.0%	92.6%	113.0%	49.5%
销售费用	112.5	134.8	245.5	458.5	669.3	净利润增长率	99.6%	89.7%	94.2%	105.3%	48.2%
管理费用	202.7	218.2	363.7	466.9	619.7	EBITDA 增长率	163.9%	109.1%	89.9%	111.8%	48.8%
财务费用	-1.4	2.3	-3.5	2.9	8.4	EBIT 增长率	184.5%	114.6%	90.8%	114.2%	49.7%
资产减值损失	17.1	34.1	49.1	118.0	142.7	NOPLAT 增长率	105.3%	91.7%	92.7%	106.4%	48.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	74.1%	21.0%	172.7%	54.0%	16.8%
投资和汇兑收益	7.0	21.5	-	-	-	净资产增长率	7.4%	114.9%	36.8%	55.2%	52.7%
营业利润	205.1	435.0	837.9	1,784.5	2,667.1	利润率					
加: 营业外净收支	74.3	101.8	201.5	359.7	514.0	毛利率	30.7%	33.3%	33.8%	34.3%	34.1%
利润总额	279.4	536.8	1,039.5	2,144.2	3,181.1	营业利润率	11.5%	17.5%	18.4%	21.0%	21.5%
减: 所得税	29.3	62.1	117.2	249.6	373.0	净利润率	14.1%	19.1%	20.3%	22.3%	22.6%
净利润	250.1	474.5	921.8	1,892.6	2,804.2	EBITDA/营业收入	12.3%	18.5%	19.1%	21.7%	22.1%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	11.5%	17.6%	18.4%	21.1%	21.6%
货币资金	361.5	1,345.2	1,001.0	1,724.8	4,094.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	55	50	34	29	25
应收账款	786.6	1,160.0	2,126.6	4,023.5	5,874.0	流动营业资本周转天数	42	62	79	90	89
应收票据	13.0	40.9	74.7	139.6	203.7	流动资产周转天数	362	401	342	307	359
预付账款	84.3	58.4	88.5	144.3	225.9	应收账款周转天数	140	149	133	129	141
存货	745.3	926.5	1,811.8	3,357.1	4,916.4	存货周转天数	120	121	109	110	120
其他流动资产	2.4	1.2	1.2	1.2	1.2	总资产周转天数	445	470	409	359	397
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	125	126	140	139	125
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	11.9	-	-	-	-	ROE	23.8%	21.0%	29.9%	39.5%	38.4%
投资性房地产	-	62.8	62.8	62.8	62.8	ROA	10.2%	11.8%	14.7%	17.8%	16.9%
固定资产	378.1	309.9	548.9	808.4	929.2	ROIC	55.3%	60.8%	96.9%	73.3%	70.7%
在建工程	3.1	4.4	422.7	209.1	123.6	费用率					
无形资产	13.7	24.3	30.9	36.8	42.1	销售费用率	6.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
其他非流动资产	38.5	40.7	55.6	65.6	75.7	管理费用率	11.4%	8.8%	8.0%	5.5%	5.0%
资产总额	2,454.3	4,026.9	6,293.0	10,661.9	16,664.4	财务费用率	-0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%
短期债务	100.0	100.0	200.0	300.0	500.0	三费/营业收入	17.6%	14.3%	13.3%	10.9%	10.5%
应付账款	421.5	659.4	1,030.7	1,910.1	2,797.3	偿债能力					
应付票据	63.4	70.5	131.9	244.5	358.1	资产负债率	57.2%	43.9%	50.9%	55.0%	56.1%
其他流动负债	812.3	924.6	1,745.1	3,273.3	5,504.3	负债权益比	133.5%	78.3%	103.7%	122.4%	127.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.42	2.00	1.59	1.60	1.64
其他非流动负债	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	速动比率	0.89	1.48	1.03	1.03	1.11
负债总额	1,403.4	1,768.3	3,204.2	5,867.8	9,342.5	利息保障倍数	-146.71	192.92	-239.73	622.50	318.30
少数股东权益	-	12.0	12.5	14.5	18.5	分红指标					
股本	255.1	525.2	1,050.4	1,050.4	1,050.4	DPS(元)	0.02	0.04	0.09	0.18	0.27
留存收益	795.9	1,721.5	2,026.0	3,729.3	6,253.1	分红比率	10.2%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	1,050.9	2,258.7	3,088.8	4,794.2	7,321.9	股息收益率	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.8%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	250.1	474.7	921.8	1,892.6	2,804.2	EPS(元)	0.24	0.45	0.88	1.80	2.67
加: 折旧和摊销	22.7	26.5	36.0	56.6	69.0	BVPS(元)	1.00	2.15	2.94	4.56	6.97
资产减值准备	17.1	30.3	49.1	118.0	142.7	PE(X)	142.4	75.0	38.6	18.8	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	33.9	15.8	11.5	7.4	4.9
财务费用	2.8	7.5	-3.5	2.9	8.4	P/FCF	-5,396.2	115.0	-57.7	59.8	15.3
投资收益	-7.0	-21.5	-	-	-	P/S	20.0	14.3	7.8	4.2	2.9
少数股东损益	-	0.1	0.5	2.0	4.0	EV/EBITDA	38.2	36.0	40.3	18.9	12.0
营运资金的变动	-133.5	-212.4	-692.7	-1,124.7	-432.4	CAGR(%)	96.4%	80.9%	59.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	149.2	297.5	311.3	947.5	2,595.8	PEG	1.5	0.9	0.6	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-473.0	-40.3	-711.0	-111.0	-111.0	ROIC/WACC	6.2	6.9	10.9	8.3	8.0
融资活动产生现金流量	27.2	722.9	11.3	-92.1	-88.8	REP	1.7	2.5	1.2	1.1	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034