

电气设备

报告原因：三季度报告

2011 年 10 月 25 日

市场数据：2011 年 10 月 25 日

总股本/流通股本(亿股)	10.5/10.5
收盘价(元)	341.46
流通市值(亿元)	14.89

基础数据：2011 年 9 月 30 日

资产负债率	55.61%
毛利率	29.71%
净资产收益率(摊薄)	16.45%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

国电南瑞 (600406)

维持

维持高速增长，智能电网的先行者

增持

公司研究/公告点评

投资要点：

① **继续维持高速增长。**公司前三季度实现营业收入 28.34 亿元，同比增长 39.86%；实现归属于母公司的净利润 4.09 亿元，同比增长 50.28%。

② **智能变电站未来有望提速。**变电站自动化系统是公司的第二大业务，占公司业务的 30%左右。国网计划“十二五”新建 5000 座智能变电站，目前受到技术标准不统一，智能变电站尚未大规模开建，今年该业务的增速低于预期，我们预计明年标准有望统一，开始大规模建设，该业务增速有望加快。

③ **配网自动化业务有望持续高增长。**公司配网自动化业务近两年快速增长，占公司收入比例达到 15%左右，公司在配网自动化领域竞争实力较强，参加国家电网多个省市的试点。配网自动化在我国处在起步阶段，国内城市配网馈线自动化率不足 10%，目前国外配网自动化的比例达到 60%-70%。按照平均每个城市投资主站 5000 万，采集终端覆盖 2 万个，每个采集终端 2 万元测算，每个城市配网自动化总投资在 4.5 亿左右。从长期看，一旦大城市试点成功，势必向二、三级城市推广，未来可能进一步深入到县的级别，市场空间广大。

④ **智能充电站有望爆发式增长。**根据最新官方表述，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，按照新的建设规模，预测电动汽车充电设施投资在 600 亿元左右。公司参加国家电网多个省市的试点，是该领域的龙头，未来该领域的增长可期。

⑤ **南瑞继保有望注入上市公司。**公司控股东南瑞集团、实际控制人国家电网承诺在一定时期内通过资产整合解决关联交易、同业竞争问题。我们认为最有希望先注入的是南瑞继保，目前南瑞集团拥有 80%的股权，南瑞继保在电网变电站自动化和保护中市场份额位居第一，公司收入规模在 30 亿左右，基本与公司的收入规模持平，注入后有望明显增厚公司每股收益。

⑥ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年业绩分别为 0.80、1.36（各年业绩均考虑了增值税返还），对应目前市盈率为 40、24 倍，公司作为智能电网标准的制定者具备先发优势，考虑到智能电网未来 5-10 年投资较为明确以及集团资产注入的预期，给予“增持”的投资评级。

⑦ **投资风险。**智能电网投资低于预期；公司 60%以上的业务来自于电网，电网投资的减慢对公司业绩影响较大。



表 1：盈利预测假设（单位：万元）

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入					
电网调度自动化	35,995.25	43,877.97	66,206.79	109,241.20	152,937.68
变电站自动化	36,320.78	69,714.91	77,214.65	88,796.85	124,315.59
轨道交通电气、保护自动化系统	23,960.68	36,803.61	43,486.66	47,835.33	52,618.86
农村电网自动化	13,985.30	13,754.63	25,970.21	62,328.50	124,657.01
用电自动化及终端设备		5.94	15,270.15	30,540.30	61,080.60
电气控制自动化		13,427.56	16,728.55	18,401.41	22,081.69
火电厂及工业控制自动化	468.38	284.58	2,907.07	2,907.07	2,907.07
营业收入增速					
电网调度自动化	13.02%	21.90%	50.89%	65.00%	40.00%
变电站自动化	-11.37%	91.94%	10.76%	15.00%	40.00%
轨道交通电气、保护自动化系统	17.83%	53.60%	18.16%	10.00%	10.00%
农村电网自动化	14.26%	-1.65%	88.81%	140.00%	100.00%
用电自动化及终端设备	-	-	-	100.00%	100.00%
电气控制自动化	-	-	24.58%	10.00%	20.00%
火电厂及工业控制自动化	-59.21%	-39.24%	921.53%	0.00%	0.00%
毛利率					
电网调度自动化 (%)	34.77%	29.56%	42.22%	42.00%	42.00%
变电站自动化 (%)	24.67%	32.79%	31.99%	30.00%	30.00%
轨道交通电气、保护自动化系统 (%)	25.70%	23.72%	20.47%	20.00%	20.00%
农村电网自动化 (%)	38.04%	39.91%	35.05%	35.00%	35.00%
用电自动化及终端设备 (%)	-	83.24%	32.51%	32.00%	32.00%
电气控制自动化 (%)	-	33.27%	36.79%	27.00%	27.00%
火电厂及工业控制自动化 (%)	-26.53%	2.28%	21.75%	15.00%	15.00%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测（单位：万元）

	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E
营业收入	110,730.38	177,869.20	248,209.04	360,050.66	540,598.49
营业收入增速		60.63%	39.55%	45.06%	50.15%
营业成本	77,900.12	123,334.36	165,558.16	240,970.92	358,972.36
毛利率	29.65%	30.66%	33.30%	33.07%	33.60%
营业税金及附加	1,074.80	1,628.32	2,376.91	3163.03	4225.72
销售费用	7,768.59	11,245.56	13,477.97	12804.07	14084.48
管理费用	15,755.79	20,274.48	21,816.55	20725.72	22798.29
财务费用	-955.56	-138.87	226.65	70.00	91.00
资产减值损失	1,068.89	1,708.66	3,409.26	1651.36	0.00
其他经营收益	-1.03	696.69	2,153.70	0.00	0.00
营业利润	8,116.74	20,513.38	43,497.25	80665.56	140426.65



营业外收入	5,951.11	7,485.43	10,224.95	14402.03	21623.94
营业外支出	9	57.77	42.25	0.00	0.00
利润总额	14,058.85	27,941.04	53,679.96	95067.58	162050.59
所得税	989.68	2,928.12	6,211.58	11408.11	19446.07
净利润	13,069.17	25,012.92	47,468.38	83659.47	142604.52
少数股东损益	537.85	0.00	13.64	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	12,531.33	25,012.92	47,454.74	83659.47	142604.52
基本每股收益(元)	0.12	0.24	0.45	0.80	1.36
净利润增速		99.60%	89.72%	76.29%	70.46%

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。