

高速行驶的智能电网航母

公司快评

◆事件:

公司发布年度报告

◆点评:

◆收入和净利同比分别增长 87.75% 和 80.12%。

2011 年公司实现主营业务收入 46.6 亿元, 同比增长 87.75%; 实现净利润 8.5 亿元, 同比增长 80.12%, 对应 2011 年全面摊薄每股收益为 0.81 元。受益于年中并购安徽中天及国网电动汽车充换电设施建设投资, 业务中增长最快的是用电自动化及终端设备, 收入较上年增长了 289%。

◆毛利率总体保持稳定、其间费用控制到位。

报告期内, 公司整体毛利率为 31.39%, 比 2010 年 33.3% 略有下降。其中电气控制自动化产品下滑了 10.25%, 主要是由于风电和太阳能行业性毛利率下降, 且总包工程在放大收入和利润的同时必将拉低毛利率。

期间费用率总体比去年下降 3.38 个百分点, 为 10.93%。充分显示公司管理层的管理能力和风控水平。

◆未来电力调度信息化建设、配网自动化、新能源接入等构成未来盈利增长三大看点

我们认为 2012 年公司的盈利能力持续提升、净利润有望保持较快增长的原因主要有三方面: 首先两网公司在 2012 年均将持续进行调度系统的升级改造, 且随着信息技术的进步与电网复杂性的增加, 信息化投入的增速是成几何倍数的上升; 其次, 国家电网在配网自动化方面的投资在今后以后会成为常态, 配网自动化的市场完全是十一五之前不曾形成规模的市场; 最后, 依靠公司在新能源接入方面的储备技术和产品以及国家能源局太阳能发电设备检测中心的独特优势, 公司在风电控制、光伏逆变器、以及新能源总包业务方面必将实现更大的突破。

◆盈利能力持续提升是大概率事件, 维持“买入”评级

经过我们的测算, 预计公司 2012-2014 年 EPS 有望分别达到 1.3 元、1.83 元、2.36 元。当前股价对应 2012 年 22 倍 PE, 具有显著的估值吸引力, 因此维持对公司的“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	2,482	4,660	7,007	10,010	13,013
营业收入增长率	39.55%	87.75%	50.37%	42.86%	30.00%
净利润 (百万元)	475	855	1,364	1,922	2,476
净利润增长率	89.72%	80.12%	59.53%	40.96%	28.81%
EPS (元)	0.45	0.81	1.30	1.83	2.36
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.12%	29.16%	31.75%	30.92%	28.48%
P/E	83	46	29	20	16

买入 (维持)

当前价/目标价: 28.85/40 元

目标期限: 6 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)

021-22169175

zhouliqian@ebcn.com

联系人

封化

021-22169326

fengh@ebcn.com

市场数据

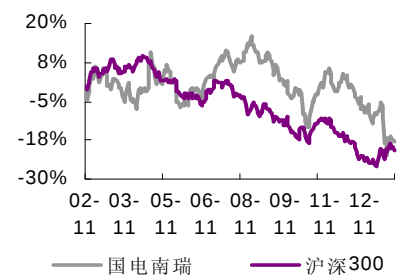
总股本(亿股): 10.50

总市值(亿元): 391.99

一年最低/最高(元): 26.70/75.51

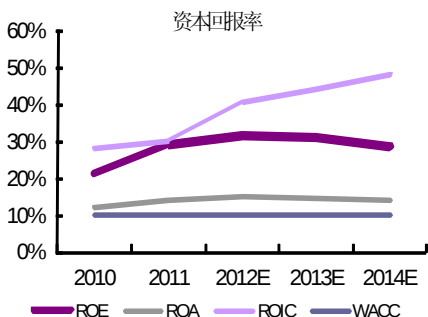
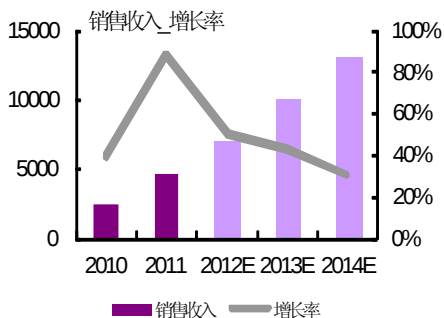
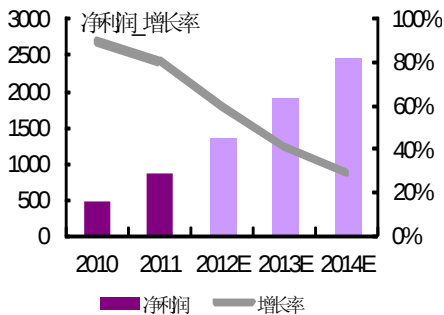
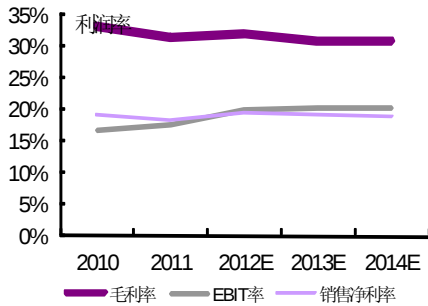
近 3 月换手率: 23.81%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.08	-5.64	3.10
绝对	-7.53	-15.59	-17.97



利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,482	4,660	7,007	10,010	13,013
营业成本	1,656	3,197	4,765	6,907	8,979
折旧和摊销	27	32	6	10	13
营业税费	24	52	70	100	130
销售费用	135	212	280	380	494
管理费用	218	304	420	581	755
财务费用	2	-7	3	-16	-29
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	22	1	1	1	1
营业利润	435	830	1,401	2,035	2,665
利润总额	537	979	1,550	2,184	2,814
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	474.55	854.77	1,363.61	1,922.16	2,475.95

资产负债表 (百万元)	10	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	4,027	6,025	9,174	13,205	17,756
流动资产	3,532	5,365	8,631	12,592	17,127
货币资金	1,345	1,598	2,326	3,724	5,851
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,096	2,115	3,304	4,522	5,621
应收票据	41	114	119	170	222
其他应收款	64	73	213	308	405
存货	927	1,27	2,404	3,485	4,530
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	310	367	437	498	519
无形资产	24	84	80	76	72
总负债	1,768	3,081	4,865	6,974	9,050
无息负债	1,668	2,681	4,835	6,944	9,020
有息负债	100	400	30	30	30
股东权益	2,259	2,945	4,308	6,230	8,706
股本	5	1,050	1,050	1,050	1,050
公积金	909	366	502	649	649
未分配利润	812	1,515	2,742	4,517	6,993
少数股东权益	12	13	13	13	13

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	297	435	1,040	1,461	2,127
净利润	475	855	1,364	1,922	2,476
折旧摊销	27	32	6	10	13
净营运资金增加	296	894	73	906	782
其他	-500	-1,345	-1,065	-1,377	-1,145
投资活动产生现金流	-40	-587	60	-79	-29
净资本支出	72	141	2	80	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-112	-728	59	-159	-59
融资活动现金流	723	216	-373	16	29
股本变化	270	525	0	0	0
债务净变化	0	300	-370	0	0
无息负债变化	365	1,012	2,155	2,109	2,076
净现金	979	65	728	1,397	2,127

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	39.55%	87.75%	50.37%	42.86%	30.00%
净利润增长率	89.72%	80.12%	59.53%	40.96%	28.81%
EBITDA 增长率	101.49%	93.03%	65.07%	43.98%	30.49%
EBIT 增长率	111.25%	97.65%	70.72%	43.90%	30.52%
估值指标					
PE	83	46	29	20	16
PB	17	13	9	6	5
EV/EBITDA	42	45	27	18	13
EV/EBIT	45	47	27	18	13
EV/NOPLAT	51	54	31	21	15
EV/Sales	8	8	5	4	3
EV/IC	14	16	12	9	7
盈利能力 (%)					
毛利率	33.30%	31.39%	32.00%	31.00%	31.00%
EBITDA 率	17.82%	18.32%	20.11%	20.27%	20.34%
EBIT 率	16.75%	17.63%	20.02%	20.16%	20.24%
税前净利润率	21.63%	21.02%	22.11%	21.82%	21.62%
税后净利润率 (归属母公	19.12%	18.34%	19.46%	19.20%	19.03%
ROA	11.79%	14.21%	14.86%	14.56%	13.94%
ROE (归属母公司) (摊	21.12%	29.16%	31.75%	30.92%	28.48%
经营性 ROIC	27.79%	30.13%	40.30%	43.98%	47.92%
偿债能力					
流动比率	2.00	1.74	1.79	1.81	1.90
速动比率	1.48	1.33	1.29	1.31	1.40
归属母公司权益/有息债务	22.47	7.33	143.16	207.23	289.77
有形资产/有息债务	39.09	14.49	302.90	437.39	589.24
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.45	0.81	1.30	1.83	2.36
每股红利	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.28	0.41	0.99	1.39	2.02
每股自由现金流(FCFF)	0.05	-0.20	0.54	0.79	1.47
每股净资产	2.14	2.79	4.09	5.92	8.28
每股销售收入	2.36	4.44	6.67	9.53	12.39

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

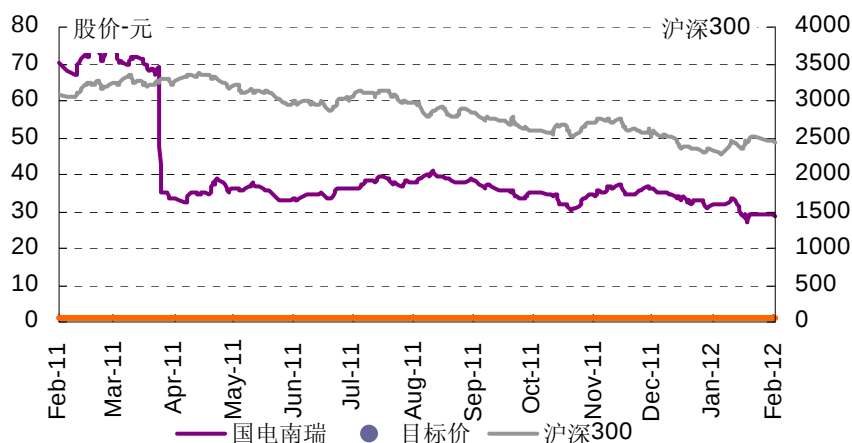
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

周励谦，2007 年加入光大证券研究所，现任研究所所长助理。带领团队开展 TMT、电力设备及新能源、汽车及机械等行业研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

投资建议历史表现图

国电南瑞（600406）



日期	股价	目标价	评级
2007-08-14	27.58	26.00	中性
2008-08-13	18.90	33.00	增持
2010-01-19	51.66	51.00	中性
2011-12-06	35.06	45.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	13901184256	liangchen@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
深圳	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com