

业绩兑现，还将保持高增长

2011 年年报点评

报告关键点:

- 业绩兑现，2012年配网、风电、充换电站业务预计将高增长，毛利率将提高
- 预测2012年-2014年EPS分别为1.47元、2.26元、3.02元，维持“买入-A”评级

报告摘要:

- 国电南瑞发布2011年年报，实现收入46.6亿元，同比增长87.75%，归属于母公司净利润8.55亿元，同比增长80.12%，每股收益0.81元，符合预期。
- 变电站自动化业务:** 实现收入13.21亿元，增长71.16%，毛利率29.54%，比去年下降2.46个百分点，收入增长和毛利率下降的原因我们预计是因为包含了2011年收购的继远电网公司业务，继远电网的毛利率低于本部造成毛利率下降，由于2012年智能变电站将大规模推广，智能变电站产品价格高出常规产品30%以上，公司的智能交换机成本大大低于外资产品，继远电网预计将采用本部的成熟产品，我们预计毛利率将提升。
- 电网调度自动化业务:** 实现收入11.51亿元，增长73.88%，超出我们之前预期，2012年智能调度的推广还将继续，不仅仅是省调，调控一体化将推广到地调和县调，预计2012年还将有30%增长，收入规模预计到15亿元。
- 轨道交通业务:** 实现收入5.89亿元，同比增长35.49%，预计2011年该项业务新增订单10亿元左右，在手订单预计15-20亿元。考虑宏观经济压力，我们对这项业务预计15%增长，如果公司采取垫资建设，可能超出预期。
- 农电/配网自动化业务:** 实现收入5.61亿元，增长116%，在前期国网23个智能配网试点中，南瑞承担了14个。2012年将智能配网进一步深化，剩余9个重点城市将开始建设智能配网，已试点城市将进一步扩大范围，部分非试点地区级城市也将开始建设智能配网，配网自动化高增长将是2012年业绩高增长因素之一。
- 用电自动化业务:** 实现收入5.94亿元，增长289%，包含了2011年收购的中天电子公司的业务和充换电站业务。2011年充电站建设低于预期，2012年国网充换电站建设以环渤海地区和长江三角地区为主，电动汽车充电接口和通信协议等4项国家标准也在2011年底出台，电动汽车的发展将加速，充换电站业务有可能成为业绩超预期因素。
- 电气控制自动化业务:** 实现收入3.81亿元，增长128%，其中风电业务预计收入2亿元，毛利率预计20%，风电业务随着产品的成熟毛利率将提高，2011年风电业务订单预计8亿元以上，也将是2012年高增长因素之一。
- 盈利预测与投资评级:** 公司对2012年的业绩计划增长30%，我们认为过于保守，预测2012年-2014年EPS分别为1.47元、2.26元、3.02元，考虑资产注入维持63元的目标价位，目前动态PE约20倍，维持“买入-A”投资评级。
- 风险提示：智能电网进度可能低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,482.1	4,660.0	7,112.6	10,797.9	14,037.2
Growth(%)	39.5%	87.7%	52.6%	51.8%	30.0%
净利润	474.5	854.8	1,546.5	2,375.9	3,175.6
Growth(%)	89.7%	80.1%	80.9%	53.6%	33.7%
毛利率(%)	33.3%	31.4%	33.2%	32.8%	33.0%
净利润率(%)	19.1%	18.3%	21.7%	22.0%	22.6%
每股收益(元)	0.45	0.81	1.47	2.26	3.02
每股净资产(元)	2.15	2.80	4.13	6.17	8.90
市盈率	63.9	35.5	19.6	12.8	9.5
市净率	13.4	10.3	7.0	4.7	3.2
净资产收益率(%)	21.0%	29.1%	35.7%	36.7%	34.0%
ROIC(%)	60.8%	89.5%	92.1%	73.5%	66.2%
EV/EBITDA	30.2	34.3	19.0	12.2	8.6
股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

63.00 元

期限: 12 个月 上次预测: 63.00 元

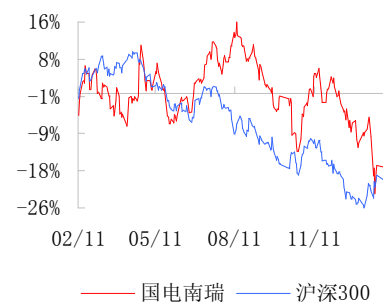
现价 (2012 年 02 月 01 日): 28.85 元

报告日期:

2012-02-02

总市值(百万元)	30,302.85
流通市值(百万元)	30,302.85
总股本(百万股)	1,050.36
流通股本(百万股)	1,050.36
12 个月最低/最高	26.70/75.51 元
十大流通股东(%)	57.84%
股东户数	33,049

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.08)	(6.16)	3.10
绝对收益	(7.53)	(17.59)	(17.97)

黄守宏

010-66581627
执业证书编号

首席行业分析师

huangsh@essence.com.cn
S1450511020024

报告联系人

邢达

010-66581767
xingda@essence.com.cn

前期研究成果

国电南瑞: 业绩增长符合预期

2011-10-25

国电南瑞: 国网充电设施规划超预期 2 倍, 上调盈利预测

2011-09-29

国电南瑞: 世界智能电网的珠峰

2011-09-20

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2012-02-01		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						成长性					
营业收入	2,482.1	4,660.0	7,112.6	10,797.9	14,037.2	营业收入增长率	39.5%	87.7%	52.6%	51.8%	30.0%
减: 营业成本	1,655.6	3,197.0	4,750.9	7,253.8	9,404.9	营业利润增长率	112.0%	90.9%	82.4%	53.2%	33.6%
营业税费	23.8	51.9	71.1	108.0	140.4	净利润增长率	89.7%	80.1%	80.9%	53.6%	33.7%
销售费用	134.8	212.3	284.5	431.9	561.5	EBITDA 增长率	109.1%	85.0%	81.5%	52.4%	33.5%
管理费用	218.2	303.9	391.2	539.9	631.7	EBIT 增长率	114.6%	88.2%	83.3%	53.1%	33.8%
财务费用	2.3	-7.2	-6.1	-11.5	-10.9	NOPLAT 增长率	91.7%	78.0%	81.8%	53.6%	33.9%
资产减值损失	34.1	73.2	106.4	154.8	209.1	投资资本增长率	21.0%	76.5%	92.4%	48.7%	23.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	114.9%	30.4%	47.3%	49.4%	44.2%
投资和汇兑收益	21.5	1.3	-	-	-						
营业利润	435.0	830.2	1,514.6	2,321.1	3,100.5	利润率					
加: 营业外净收支	101.8	149.2	253.4	395.1	530.2	毛利率	33.3%	31.4%	33.2%	32.8%	33.0%
利润总额	536.8	979.3	1,768.0	2,716.2	3,630.7	营业利润率	17.5%	17.8%	21.3%	21.5%	22.1%
减: 所得税	62.1	123.2	219.5	336.3	449.1	净利润率	19.1%	18.3%	21.7%	22.0%	22.6%
净利润	474.5	854.8	1,546.5	2,375.9	3,175.6	EBITDA/营业收入	18.5%	18.2%	21.6%	21.7%	22.3%
						EBIT/营业收入	17.6%	17.7%	21.2%	21.4%	22.0%
资产负债表						运营效率					
货币资金	1,345.2	1,598.4	1,820.4	2,688.8	4,984.3	固定资产周转天数	50	26	19	14	12
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	62	62	91	108	115
应收账款	1,160.0	2,187.5	3,232.2	4,805.8	6,116.0	流动资产周转天数	401	344	323	308	343
应收票据	40.9	114.2	175.4	266.2	346.1	应收账款周转天数	149	129	135	135	144
预付账款	58.4	184.2	231.7	304.2	398.3	存货周转天数	121	85	82	82	88
存货	926.5	1,277.1	1,950.1	2,977.4	3,860.4	总资产周转天数	470	388	359	335	367
其他流动资产	1.2	3.4	3.4	3.4	3.4	投资资本周转天数	126	101	124	134	137
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	21.0%	29.1%	35.7%	36.7%	34.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	11.8%	14.2%	18.9%	19.9%	19.0%
投资性房地产	62.8	61.1	61.1	61.1	61.1	ROIC	60.8%	89.5%	92.1%	73.5%	66.2%
固定资产	309.9	366.6	397.9	455.8	517.2	费用率					
在建工程	4.4	1.7	40.7	56.3	62.5	销售费用率	5.4%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	24.3	84.4	85.0	85.5	86.0	管理费用率	8.8%	6.5%	5.5%	5.0%	4.5%
其他非流动资产	40.7	58.3	67.1	77.2	87.3	财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产总额	4,026.9	6,025.3	8,179.8	11,931.1	16,716.7	三费/营业收入	14.3%	10.9%	9.4%	8.9%	8.4%
短期债务	100.0	400.0	200.0	200.0	500.0	偿债能力					
应付账款	659.4	1,300.0	1,874.3	2,861.8	3,710.4	资产负债率	43.9%	51.1%	47.0%	45.7%	44.1%
应付票据	70.5	52.7	78.1	119.2	154.6	负债权益比	78.3%	104.6%	88.5%	84.1%	78.9%
其他流动负债	924.6	1,322.4	1,596.3	2,136.2	2,838.1	流动比率	2.00	1.74	1.93	2.03	2.13
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.48	1.33	1.42	1.48	1.61
其他非流动负债	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	利息保障倍数	192.92	114.30	247.53	200.03	284.35
负债总额	1,768.3	3,080.7	3,841.3	5,450.3	7,371.8	分红指标					
少数股东权益	12.0	13.4	15.4	19.4	25.4	DPS(元)	0.04	-	0.15	0.23	0.30
股本	525.2	1,050.4	1,050.4	1,050.4	1,050.4	分红比率	8.1%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	1,721.5	1,880.9	3,272.8	5,411.1	8,269.1	股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%
股东权益	2,258.7	2,944.6	4,338.5	6,480.8	9,344.8	业绩和估值指标					
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	474.7	856.2	1,546.5	2,375.9	3,175.6	EPS(元)	0.45	0.81	1.47	2.26	3.02
加: 折旧和摊销	26.5	32.0	30.8	36.2	42.3	BVPS(元)	2.15	2.80	4.13	6.17	8.90
资产减值准备	30.3	72.8	106.4	154.8	209.1	PE(X)	63.9	35.5	19.6	12.8	9.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.4	10.3	7.0	4.7	3.2
财务费用	7.5	16.6	-6.1	-11.5	-10.9	P/FCF	97.9	70.7	-150.8	37.5	12.9
投资收益	-21.5	-1.3	-	-	-	P/S	12.2	6.5	4.3	2.8	2.2
少数股东损益	0.1	1.4	2.0	4.0	6.0	EV/EBITDA	30.2	34.3	19.0	12.2	8.6
营运资金的变动	-212.4	-549.0	-1,031.5	-1,319.5	-964.0	CAGR(%)	71.2%	54.9%	37.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	297.5	435.3	648.1	1,239.8	2,458.0	PEG	0.9	0.6	0.5	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-40.3	-587.1	-111.0	-111.0	-111.0	ROIC/WACC	6.9	10.1	10.4	8.3	7.5
融资活动产生现金流量	722.9	216.2	-348.6	-226.0	-6.7	REP	2.1	1.7	0.9	0.7	0.6

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

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