



资本货物/工业

国电南瑞 (600406)

高成长彰显龙头地位

——2011 年年度报告点评

 孙建平 (参见尾页说明)

 021-38676316

 sunjianping@gtjas.com

 编号 S0880511010044

本报告导读:

国电南瑞发布 2011 年年报, 收入和净利润同比增长 54% 和 65%, 订单同比增 60%。

未来注入预期依旧, 在业绩稳定的前提下外延式发展更易获得市场青睐。

投资要点:

- 公布 2011 年年报, 实现收入和净利润 46.6 亿元和 8.55 亿元, 考虑注入资产追溯调整后同比增速分别为 53.5% 和 64.8%, 对应 2011 年每股收益 0.81 元。
- 新签合同 72.7 亿元, 同比增长 60.09%。营业收入和订单分别完成年度计划的 133% 和 120%, 经营情况良好。公司拟每 10 股送 4 股、转增 1 股并分红 1 元 (含税)。
- 产业发展能力提升, 产品布局协同效应显著。年内并购安徽继远和中天电子, 产品涉及发电、变电、配电、用电、调度、轨道交通和其他工业领域应用下的电气自动化项。依托大股东雄厚研发实力, 公司在各项领域均占据第一梯队的有利位置, 综合实力行业内绝对领先。
- 下游子行业发展阶段各异, 总体来看景气依旧。按产品对应的下游细分子行业, 我们预计 2012 年变电环节将进入全面建设阶段, 变电站及综合自动化业务将成为新增长点; 调度、农配电和轨道交通持续景气; 电厂业务受基数影响短期内仍维持高成长。综上, 公司产品结构合理, 覆盖了电网和电气自动化领域主要热点, 为后续增长提供坚实保障。
- “内生+外延”的发展模式或可延续。除去直接受益于下游投资景气, 未来集团和国网内部整合将向着有利于上市公司的方向发展。目前进度较难预测, 但在基本面稳定的前提下外延预期更易获得资本市场认可。综上, 我们预计 12、13 年 EPS 1.25 和 1.78 元, 给予“增持”评级, 目标价暂定 39 元。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,036	4,660	6,431	8,458	10,880
(+/-)%	71%	53%	38%	32%	29%
经营利润 (EBIT)	488	895	1,384	1,947	2,570
(+/-)%	128%	84%	55%	41%	32%
净利润	519	855	1,312	1,867	2,440
(+/-)%	107%	65%	53%	42%	31%
每股净收益 (元)	0.49	0.81	1.25	1.78	2.32
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营利润率 (%)	16.1%	19.2%	21.5%	23.0%	23.6%
净资产收益率 (%)	20.0%	29.2%	32.5%	32.8%	30.8%
投入资本回报率 (%)	38.1%	46.3%	58.2%	58.8%	59.6%
EV/EBITDA	26.9	32.0	20.4	14.1	10.2
市盈率	58.7	35.6	23.2	16.3	12.5
股息率 (%)	-	-	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 39.00

上次预测: -

当前价格: 28.85

2012.02.01

交易数据

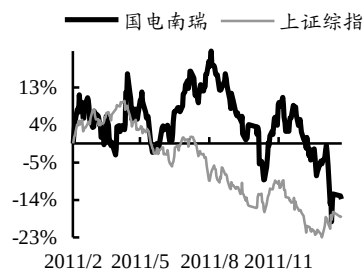
52 周内股价区间 (元)	26.70-75.51
总市值 (百万元)	30,303
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,050/1,050
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	136

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,931
每股净资产	2.79
市净率	10.3
净负债率	14%

EPS (元)	2011A	2012E
Q1	0.05	0.08
Q2	0.19	0.29
Q3	0.14	0.22
Q4	0.43	0.66
全年	0.81	1.25

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-16%	-18%
相对指数	-11%	-7%	1%

相关报告

《上半年业绩略超增长》	2009.07.25
《电网调度类业务将仍是 07 年主要增长点》	2007.02.07
《竞争秩序改善和新产品推广是回升动力》	2006.11.06
《股改增加资产注入承诺》	2006.11.02
《短期内竞争加剧导致盈利能力有所下降》	2006.10.28

模型更新时间: 2012.02.01

股票研究

工业

资本货物

国电南瑞 (600406)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 39.00

上次预测: 9.91

当前价格: 28.85

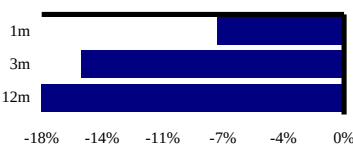
公司网址

www.naritech.cn

公司简介

公司作为专业从事电力自动化软硬件开发和系统集成服务的提供商,主要从事电网调度自动化、变电站自动化、火电厂及工业控制自动化系统的软硬件开发和系统集成服务。公司是国家火炬计划软件产业基地-南京软件园“骨干企业”、“江苏省首批软件企业”、“国家规划布局内重点软件企业”。公司建立了遍布全国的营销网络和精干的销售队伍,通过技术合作、共同开发等方式与重要客户构筑了以产品为纽带的合作关系,公司的自动化产品涉足电力、石化、市政、轨道交通等多个领域。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

26.70-75.51

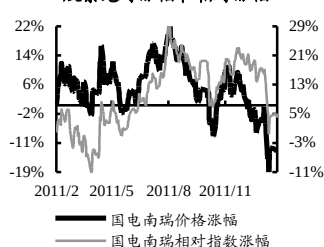
市值 (百万)

30,303

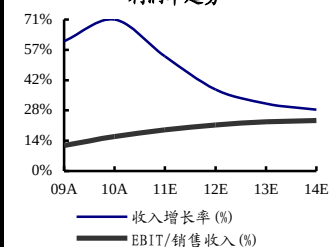
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,779	3,036	4,660	6,431	8,458	10,880
营业成本	1,233	2,095	3,197	4,431	5,819	7,507
税金及附加	16	27	52	57	75	96
销售费用	112	153	212	193	178	218
管理费用	203	273	304	367	440	490
EBIT	214	488	895	1,384	1,947	2,570
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	-22	-1	-22	-22	-22
财务费用	-1	1	-7	0	-60	-80
营业利润	205	472	830	1,361	1,985	2,627
所得税	29	67	123	170	242	316
少数股东损益	0	-4	1	-10	-14	-18
净利润	250	519	855	1,312	1,867	2,440
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	362	1,519	1,598	1,877	2,696	4,025
其他流动资产	2	1	3	0	0	0
长期投资	12	83	61	63	63	63
固定资产合计	381	357	368	270	229	189
无形资产及其他资产	33	82	179	112	127	143
资产合计	2,454	4,813	6,025	7,638	10,019	13,266
流动负债	1,400	2,180	3,078	4,310	5,341	7,034
非流动负债	3	3	3	5	8	12
股东权益	1,051	2,593	2,931	4,033	5,690	7,919
投入资本(IC)	777	1,131	1,688	2,102	2,928	3,815
现金流量表						
NOPLAT	191	431	782	1,224	1,722	2,273
折旧与摊销	23	27	20	18	17	15
流动资金增量	-242	-340	-456	-88	-556	-249
资本支出	-78	-72	0	0	0	0
自由现金流	-106	46	346	1,154	1,182	2,039
经营现金流	149	341	435	313	1,049	1,558
投资现金流	-473	-40	-587	-22	-22	-22
融资现金流	27	723	216	-12	-208	-207
现金流净增加额	-297	1,024	65	279	819	1,329
财务指标						
成长性						
收入增长率	60.6%	70.7%	53.5%	38.0%	31.5%	28.6%
EBIT 增长率	159.8%	128.0%	83.5%	54.6%	40.7%	32.0%
净利润增长率	99.6%	107.4%	64.8%	53.4%	42.3%	30.7%
利润率						
毛利率	30.7%	31.0%	31.4%	31.1%	31.2%	31.0%
EBIT 率	12.0%	16.1%	19.2%	21.5%	23.0%	23.6%
净利润率	14.1%	17.1%	18.3%	20.4%	22.1%	22.4%
收益率						
净资产收益率(ROE)	23.8%	20.0%	29.2%	32.5%	32.8%	30.8%
总资产收益率(ROA)	10.2%	10.8%	14.2%	17.2%	18.6%	18.4%
投入资本回报率(ROIC)	24.6%	38.1%	46.3%	58.2%	58.8%	59.6%
运营能力						
存货周转天数	175	165	165	165	165	165
应收账款周转天数	125	122	122	122	122	122
总资产周转天数	452	437	424	46	51	54
净利润现金含量	0.60	0.66	0.78	0.24	0.56	0.64
资本支出/收入	4%	2%	0%	0%	0%	0%
偿债能力						
资产负债率	57.2%	45.4%	51.1%	56.5%	53.4%	53.1%
净负债率	-24.9%	-54.6%	-40.8%	-46.4%	-47.2%	-50.7%
估值比率						
PE	121.7	58.7	35.6	23.2	16.3	12.5
PB	7.0	5.9	10.4	7.6	5.4	3.8
EV/EBITDA	30.2	26.9	32.0	20.4	14.1	10.2
P/S	4.2	5.0	6.5	4.7	3.6	2.8
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

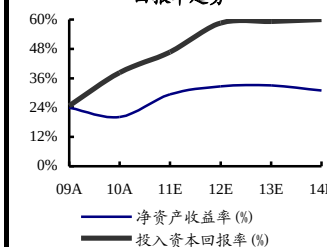
股票绝对涨幅和相对涨幅



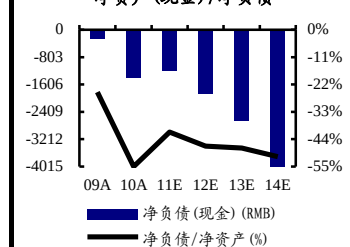
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



公司 2011 年实现收入 46.6 亿元，归属母公司净利润 8.55 亿元，分别同比增加 53.5% 和 64.8%（2010 年比较基数考虑吸收合并追溯调整）。

➤ **按产品分类分析收入增长情况：**从收入角度，电网调度自动化仍是公司最核心的优势业务，分别贡献收入和毛利润的 25% 和 33%，并贡献收入同比增速（百分比量化）的 30%。

农电配电、用电自动化和电气控制分别同比增长 114%、70% 和 128%，贡献收入增速（百分比量化）的 18%、15% 和 13%。

火电厂自动化同比增速较快，达到了 96%，但由于绝对值较少对收入增长贡献有限。

我们认为随着“智能电网”建设变电环节进入全面建设阶段，**变电站及综合自动化业务将成为新增长点；调度、农配电和轨道交通领域持续景气；电厂业务受基数影响短期内仍维持高成长。**综上，公司产品结构合理，覆盖了电网和电气自动化领域主要热点，为后续增长提供坚实保障。

图 1：2011 年分产品收入构成

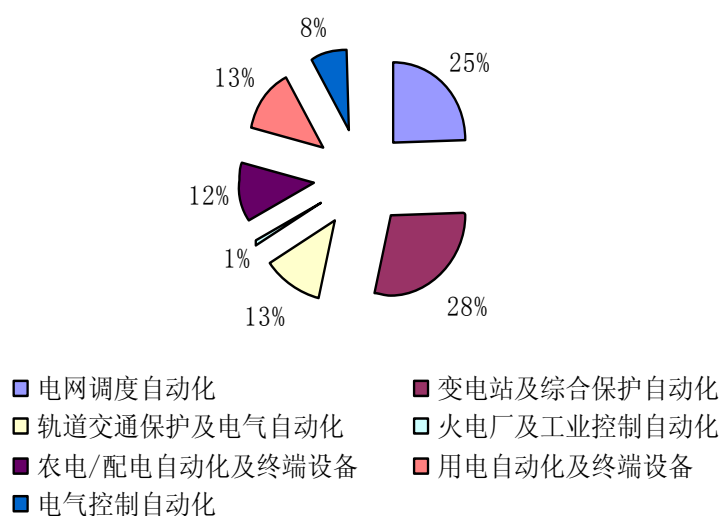
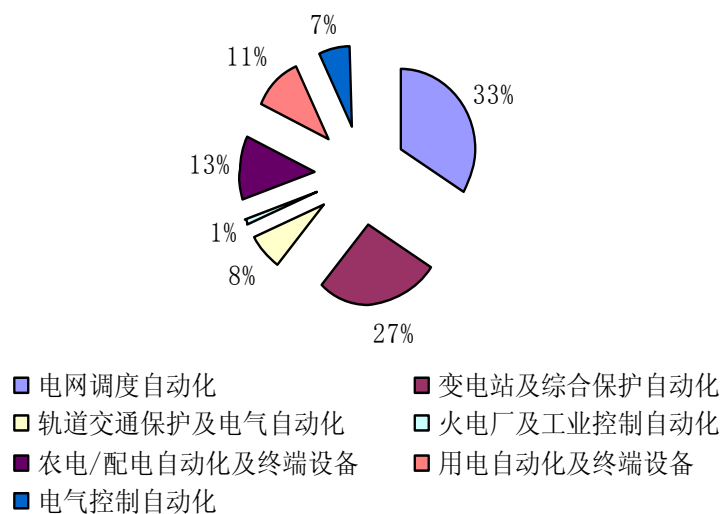


图 2：2011 年分产品毛利润构成



数据来源：国泰君安证券研究、公司年度报告

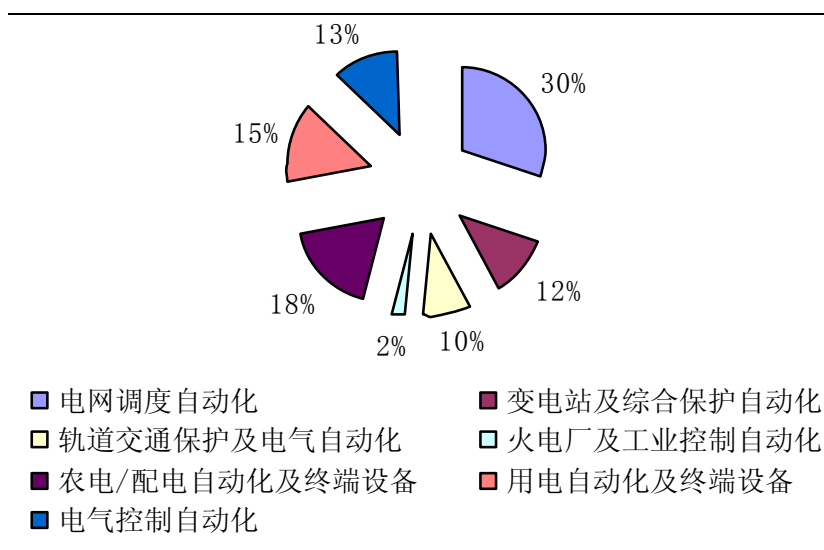
数据来源：国泰君安证券研究、公司年度报告

表 1：2011 年营业收入和毛利润分产品构成

	营业收入	占比	毛利润	占比
电网调度自动化	115,120	25%	49,275	11%
变电站及综合保护自动化	132,163	28%	39,045	8%
轨道交通保护及电气自动化	58,920	13%	11,823	3%
火电厂及工业控制自动化	5,710	1%	1,346	0%
农电/配电自动化及终端设备	56,119	12%	18,477	4%
用电自动化及终端设备	59,375	13%	15,915	3%
电气控制自动化	38,125	8%	10,117	2%
合计	465,532		145,998	

数据来源：国泰君安证券研究、公司年度报告

图 3: 2011 年公司收入增长分产品贡献情况（百分比量化）



数据来源：国泰君安证券研究

表 2: 2011 年公司收入增长分产品贡献情况

	收入同比增长	分产品贡献收入增长	分产品贡献收入增长（百分比量化）
电网调度自动化	74%	16%	30%
变电站及综合保护自动化	17%	6%	12%
轨道交通保护及电气自动化	35%	5%	10%
火电厂及工业控制自动化	96%	1%	2%
农电/配电自动化及终端设备	114%	10%	18%
用电自动化及终端设备	70%	8%	15%
电气控制自动化	128%	7%	13%
合计	54%	54%	100%

数据来源：国泰君安证券研究、公司年度报告

- **净利润增速的增量部分分析：**净利润同比增长 64.8%，剔除经营性收入增幅 53.5%，对 11.3%的增量部分进行分析，以理解企业经营层面变化。

我们分解出的增量部分组成中，管理费用贡献了 22.4%，绝对量同比增幅为 11.27%。由于管理费用中较为固定的部分占比大、企业运营稳定，随着收入规模进一步扩大，费率仍有下降空间。

2011 年净利润增速超过收入约 11.3%，体现了作为行业龙头和背靠实力雄厚大股东在行业竞争中的比较优势，稳定运营将固定部分费率控制在合理低位。

表 3: 2011 年公司净利润超收入增速部分分析

会计科目	贡献净利润超收入增速部分
管理费用	22.4%
销售费用	4.5%
营业成本 (毛利率贡献部分)	3.6%
财务费用	1.7%
营业外支出	0.2%
少数股东损益	-1.4%
营业税金及附加	-2.1%
资产减值损失	-3.1%
所得税费用	-3.9%
营业外收入	-4.1%
投资收益	-6.4%
合计	11.3%

数据来源: 国泰君安证券研究、公司年度报告

作者简介:**刘骁（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110110167

电话：010-59312823

邮箱：liuxiao009336@gtjas.com

孙建平:

执业资格证书编号：S0880511010044

电话：021-38676316

邮箱：sunjianping@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail	gt.jaresearch@gt.jas.com		