



## 方正证券研究所证券研究报告

分析师：张远德

执业证书编号：S1220511030004

联系人：

姚玮（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68584809

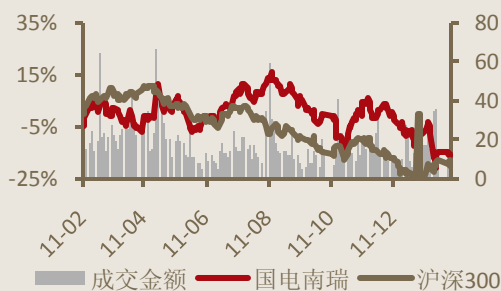
Email: yaowei0@foundersc.com

王莎莎（电力设备新能源行业）

TEL: 010-68586817

Email: wangshasha@foundersc.com

历史表现



## 盈利预测

| 单位:百万元  | 2011A   | 2012E   | 2013E    | 2014E    |
|---------|---------|---------|----------|----------|
| 主营收入    | 4660.02 | 7285.00 | 11018.00 | 16091.00 |
| (+/-)   | 53.49%  | 56.33%  | 51.24%   | 46.04%   |
| 净利润     | 854.77  | 1314.09 | 1936.67  | 2828.19  |
| (+/-)   | 64.80%  | 53.74%  | 47.38%   | 46.03%   |
| EPS (元) | 0.81    | 1.25    | 1.84     | 2.69     |
| P/E     | 35.45   | 23.06   | 15.65    | 10.71    |

## 相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

## 国电南瑞(600406)

公司财报点评  
2012.02.02 买入

电气设备行业

### 事件：

2月1日晚间国电南瑞发布2011年年度报告：公司2011年实现营业收入46.60亿元，同比增长53.49%；归属于上市公司股东的净利润8.55亿元，同比增长64.80%。相比2010年末调整的报表（不含安徽电网和中天电子），营业收入同比增长87.75%，净利润同比增长80.12%。实现基本每股收益0.81元。

### 点评：

#### ※ 盈利能力稳步上升，订单充足保障明年业绩

在报告期内，公司销售毛利率为17.79%，同比增长6.78%。公司在行业中占据了市场份额以及技术优势，毛利率保持在较高的水平，并且盈利水平在稳步上升。根据对公司历史数据的分析，一般公司当年签订的合同金额90%以上会体现在第二年业绩上，公司2011年签订合同72.20亿元，能够保障明年营业收入45%以上的增长率。同时，公司2012年计划新签合同88亿元，公司业绩在2013年以后有望保持25%以上稳定增长。

#### ※ 智能电网急先锋，二次设备领军者

在智能变电站领域，公司参与了智能变电站标准的制定，在智能变电站低压保护领域占有率达到40%以上。国网公司“十二五”期间计划新建110kV及以上智能变电站约5182座，改造110kV及以上变电站约1052座，公司无疑是这场盛宴的最大受益者。在智能用电方面，公司充电站业务占有率达到80%以上，未来将受益于电动汽车充电基础设施的建设。

#### ※ 配电自动化龙头，新能源业务有望爆发

公司在网省级调度市场占有率达70%，在地调市场占有率50%，县调占有率30%，随着配调一体化的推广，公司在配电网市场的份额有望进一步提高。公司积极参与新能源业务，完成了国家风光储输示范工程、山西风电等重点项目，我国计划到2020年风电装机达到1.6亿千瓦、建成8个大型风电基地，实现风电的集约开发和规模外送，以及集团光伏相关业务带动，公司的新能源业务有望成为公司新的利润增长点。

#### ※ 资产注入值得期待

国家电网承诺在一定时期内通过资产整合解决公司关联交易、同业竞争问题，南瑞继保注入预期加强。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，盈利能力居于行业前列，注入后有望进一步增强公司竞争实力。

#### ※ 盈利预测与估值

我们预计公司2012-2014年摊薄后EPS分别为1.25元、1.84元和2.69元，当前股价对应市盈率分别为23.06倍、15.65倍和10.71倍，考虑未来智能电网投资明确以及公司在行业内的龙头地位，未来有望实现持续增长，给予“买入”评级。

※ 风险提示：智能电网投资放缓风险；产品技术创新的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表           |         |          |          |          | 现金流量表          |         |         |          |         |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|----------------|---------|---------|----------|---------|
|                 | 2011    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |                | 2011    | 2012E   | 2013E    | 2014E   |
| <b>流动资产</b>     | 5364.85 | 10801.02 | 14101.46 | 22068.28 | <b>经营活动现金流</b> | 399.02  | 1165.49 | 811.70   | 2214.71 |
| 现金              | 1598.41 | 3786.56  | 5438.00  | 7878.03  | 净利润            | 856.17  | 1315.41 | 1938.61  | 2831.03 |
| 应收账款            | 2114.79 | 3101.53  | 4670.76  | 6891.58  | 折旧摊销           | 0.00    | 53.59   | 88.93    | 137.36  |
| 其它应收款           | 72.75   | 326.79   | 187.79   | 532.20   | 财务费用           | -7.20   | -4.89   | -6.97    | -15.29  |
| 预付账款            | 184.19  | 313.09   | 401.91   | 649.28   | 投资损失           | -1.32   | -10.24  | -11.26   | -7.61   |
| 存货              | 1277.06 | 3214.32  | 3150.93  | 5903.49  | 营运资金变动         | -440.16 | -196.62 | -1194.94 | -729.81 |
| 其他              | 117.65  | 58.74    | 252.07   | 213.70   | 其它             | -8.47   | 8.24    | -2.67    | -0.97   |
| <b>非流动资产</b>    | 660.46  | 1147.67  | 1817.18  | 2614.97  | <b>投资活动现金流</b> | -85.51  | -538.79 | -744.51  | -926.57 |
| 长期投资            | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 资本支出           | 108.53  | 508.58  | 650.85   | 803.10  |
| 固定资产            | 366.59  | 715.30   | 1193.66  | 1826.06  | 长期投资           | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00    |
| 无形资产            | 172.76  | 233.14   | 331.32   | 469.15   | 其他             | 23.02   | -30.21  | -93.66   | -123.47 |
| 其他              | 121.11  | 199.23   | 292.20   | 319.75   | <b>筹资活动现金流</b> | -209.01 | -300.14 | -124.99  | -166.17 |
| <b>资产总计</b>     | 6025.31 | 11948.69 | 15918.64 | 24683.25 | 短期借款           | 300.00  | -200.00 | 33.33    | 44.44   |
| <b>流动负债</b>     | 3077.54 | 7790.55  | 9987.19  | 16146.67 | 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00    |
| 短期借款            | 400.00  | 2061.60  | 3804.19  | 5166.68  | 其他             | -509.01 | -100.14 | -158.32  | -210.61 |
| 应付账款            | 1269.46 | 2084.94  | 2886.77  | 4447.77  | <b>现金净增加额</b>  | 104.50  | 326.55  | -57.80   | 1121.97 |
| 其他              | 1408.08 | 3644.01  | 3296.23  | 6532.22  |                |         |         |          |         |
| <b>非流动负债</b>    | 3.14    | 3.14     | 3.14     | 3.14     | <b>主要财务比率</b>  | 2011    | 2012E   | 2013E    | 2014E   |
| 长期借款            | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | <b>成长能力</b>    |         |         |          |         |
| 其他              | 3.14    | 3.14     | 3.14     | 3.14     | 营业收入           | 53.49%  | 56.33%  | 51.24%   | 46.04%  |
| <b>负债合计</b>     | 3080.69 | 7793.70  | 9990.33  | 16149.81 | 营业利润           | 76.01%  | 65.73%  | 50.94%   | 48.76%  |
| 少数股东权益          | 13.36   | 14.67    | 16.61    | 19.44    | 归属母公司净利润       | 64.80%  | 53.74%  | 47.38%   | 46.03%  |
| 归属母公司股东权益       | 2931.26 | 4140.32  | 5911.70  | 8513.99  | <b>获利能力</b>    |         |         |          |         |
| <b>负债和股东权益</b>  | 6025.31 | 11948.69 | 15918.64 | 24683.25 | 毛利率            | 31.39%  | 31.90%  | 32.02%   | 32.47%  |
|                 |         |          |          |          | 净利率            | 18.37%  | 18.06%  | 17.59%   | 17.59%  |
| <b>利润表</b>      | 2011    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | ROE            | 29.08%  | 31.66%  | 32.70%   | 33.18%  |
| <b>营业收入</b>     | 4660.02 | 7285.00  | 11018.00 | 16091.00 | ROIC           | 25.68%  | 21.20%  | 19.95%   | 20.69%  |
| 营业成本            | 3197.03 | 4961.00  | 7490.00  | 10866.00 | <b>偿债能力</b>    |         |         |          |         |
| 营业税金及附加         | 51.93   | 70.80    | 109.08   | 165.00   | 资产负债率          | 51.13%  | 65.23%  | 62.76%   | 65.43%  |
| 营业费用            | 212.26  | 327.83   | 495.81   | 724.10   | 净负债比率          | 13.58%  | 49.62%  | 64.17%   | 60.55%  |
| 管理费用            | 303.95  | 473.53   | 716.17   | 1045.92  | 流动比率           | 1.74    | 1.39    | 1.41     | 1.37    |
| 财务费用            | -7.20   | -4.89    | -6.97    | -15.29   | 速动比率           | 1.33    | 0.97    | 1.10     | 1.00    |
| 资产减值损失          | 73.21   | 91.18    | 148.59   | 223.73   | <b>营运能力</b>    |         |         |          |         |
| 公允价值变动收益        | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 总资产周转率         | 0.86    | 0.81    | 0.79     | 0.79    |
| 投资净收益           | 1.32    | 10.24    | 11.26    | 7.61     | 应收帐款周转率        | 2.72    | 2.79    | 2.84     | 2.78    |
| <b>营业利润</b>     | 830.15  | 1375.81  | 2076.58  | 3089.15  | 应付帐款周转率        | 2.92    | 2.96    | 3.01     | 2.96    |
| 营业外收入           | 149.54  | 111.84   | 124.17   | 128.52   | <b>每股指标(元)</b> |         |         |          |         |
| 营业外支出           | 0.37    | 0.58     | 0.58     | 0.51     | 每股收益           | 0.81    | 1.25    | 1.84     | 2.69    |
| <b>利润总额</b>     | 979.33  | 1487.06  | 2200.16  | 3217.16  | 每股经营现金         | 0.38    | 1.11    | 0.77     | 2.11    |
| 所得税             | 123.16  | 171.65   | 261.55   | 386.13   | 每股净资产          | 2.80    | 3.96    | 5.64     | 8.12    |
| <b>净利润</b>      | 856.17  | 1315.41  | 1938.61  | 2831.03  | <b>估值比率</b>    |         |         |          |         |
| 少数股东损益          | 1.40    | 1.32     | 1.94     | 2.83     | P/E            | 35.45   | 23.06   | 15.65    | 10.71   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 854.77  | 1314.09  | 1936.67  | 2828.19  | P/B            | 10.34   | 7.32    | 5.13     | 3.56    |
| EBITDA          | 979.33  | 1540.65  | 2289.10  | 3354.51  | EV/EBITDA      | 29.74   | 18.56   | 12.53    | 8.23    |
| EPS (元)         | 0.81    | 1.25     | 1.84     | 2.69     |                |         |         |          |         |

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

## 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, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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, 本公司的董事、高级职员或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。

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, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

买入: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;  
增持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;  
中性: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%;  
减持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明:

增持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;  
中性: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间;  
减持: 预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                                                              | 长沙                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址:     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼<br>(100037)                              | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼<br>(410015)                           |
| 电话:     | (8610) 68584820                                                 | (86731) 85832351                                                |
| 传真:     | (8610) 68584803                                                 | (86731) 85832380                                                |
| 网址:     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail: | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |