

国电南瑞(600406)股东大会交流纪要

2012 年智能电网建设全面推进

工业/电气设备

谨慎推荐

维持

发布时间: 2012 年 02 月 27 日

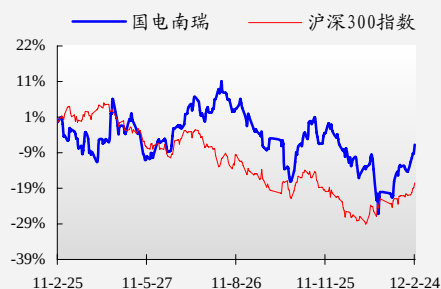
投资要点:

- **2011 年南瑞集团和股份公司均交出满意答卷。**2011 年南瑞集团新签订合同额超过 230 亿, 同比增长 40% 以上; 实现营业收入 172 亿, 同比增长 60% 以上, 集团中一次设备和二次设备产业的收入构成比例约 1:2; 集团实现利润 30 亿。
- **国网电科院和中国电科院的重组整合有利于资源向优势集中, 明确科研和产业单位的功能定位, 减少恶性竞争。**中国电科院以基础理论/共性技术研究为主, 为总部科技服务作支撑。国网电科院定位为高科技产业集团公司, 主要精力为产业发展, 但在科研方面的定位依然存在三个方面任务。
- **国网直属产业单位国网电科院和中电装备的具体定位已较清晰, 部分交叉业务的整合尚需一定时间来检验优劣势。**南瑞集团是以二次设备, 智能化中低压一次设备, 电力电子, 信息通信, 包括其他的工业自动化这些为主。中电装备主要以高压设备为主。交叉主要在柔性直流输电和变/配电二次。
- **受 2012 年智能电网建设全面推进, 股份公司各项业务继续处在快车道上。**智能变电站经试点总结, 将进入标准化设计, 提高集成度并降低造价。农配电历史欠账较多, 近年投资仍会处于较高水平。充换电站业务看点在运营系统网络化建设和六部委形成联合态势。轨道交通将谋求 BT 总包和信号指挥系统的突破。风电业务在控制风险并保证利润下, 发展势头良好。海外业务将在市场方向和输出模式上有突破。
- **上调盈利预测, 维持“谨慎推荐”评级。**我们预计不考虑南瑞继保注入的情况, 公司 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 1.23、1.66、2.10 元, 对应市盈率为 28 倍、21 倍、16 倍。
- **风险提示:** 资产注入进程或低于预期。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2011	466,002	87.75	85,477	80.12	0.81	42.4
2012E	664,258	42.54	128,898	50.80	1.23	27.9
2013E	888,984	33.83	174,266	35.20	1.66	20.7
2014E	1,118,899	25.86	220,586	26.58	2.10	16.3

走势图



市场数据

2012-02-24

收盘价:	34.31 元
52 周最高价:	41.50 元
52 周最低价:	26.70 元
平均持仓成本:	34.15 元

基本数据

2011Q4

总股本 (万股):	105,036
流通 A 股 (万股):	105,036
每股收益 (元):	0.81
每股净资产 (元):	2.79
每股经营现金流 (元):	0.41
市净率:	12.30

分析师: 周思立; 联系人: 杨佳丽
执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)2036 1130

FAX: (8621)2036 1138

Email: yangjl@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

1. 南瑞集团 2011 年的销售收入构成、利润情况，以及 2012 年的经营目标：

南瑞集团 2011 年实现销售收入 172 亿，实现利润 30 亿。其中，国电南瑞科技股份有限公司的经营情况在 2011 年年报中都有披露，营业收入是 46.6 亿，净利润是 8.5 亿。应该说，股份公司的盈利能力高于南瑞集团业务的整体水平。南瑞集团 2011 年的收入构成情况：一次设备产业，包括非晶变压器/电缆/一些低压电器等，约占营收的 1/3，其他基本为二次设备产业，若扣除股份公司则共计 70 多个亿，大致情况是：南瑞继保有 40-50 亿（主要做高压保护），水利水电 10+亿，国网信通 20+亿。30 亿的利润结构中，产业（产品销售）的利润约 27.7 亿（超过 27 亿），科研检测的利润在 2.5 亿左右。南瑞集团 2012 年的经营计划目标：希望 2012 年销售收入达到 210 亿，新签订合同达到 300 亿。

2. 股份公司 2011 年签订合同的业务结构情况，以及对 2012 年的发展预期。

国电南瑞科技股份公司 2011 年签订合同 72.2 亿，同比增长 60.09%。新签订单的各项业务构成情况：电网调度自动化业务：主要得益于智能调度的推广，合同额大概 12 亿左右。变电站保护及综合自动化业务：合同额约 11.5 多亿。配网自动化和用电自动化业务，两块合计合同额在 13 亿左右。新领域风电方向+传统励磁：合计合同额将近 13 亿，主要是 2011 年公司风电业务增长非常快。2011 年并购的安徽中天+继远电网，重组进来后业务开展正常，合计的合同额为 8 亿多。电力系统外业务：主要是石化石油/铝业/矿山等领域，合同额大概为 4.5 亿。轨道交通自动化业务：合同额为 10 多亿。

国电南瑞 2012 年的经营计划：营业收入和归属于母公司净利润要有同比 30%以上的增长。除了传统业务外，新的方面还会有比较大的增长。智能电网在 2011 年是试点，2012 年是推广，力度会较大。无论是调度，还是变电/配电/用电等各环节都会有较大增长。再加上国网电科院和中国电科院重组整合后，消除了部分恶性竞争，对公司市场前景来说是良好的，对提高产品利润率也是较大的支撑。2012 年新签合同额目标是 88 亿。

3. 国网电科院和中国电科院重组整合的原则和对两院未来的具体定位

两院重组整合有 2 个原则：一个是资源向优势地方集中，同时明确科研、产业单位的功能定位；第二是逐步减少恶性竞争。因此定位：中国电科院以基础理论/共性技术的研究（包括紧密重大关键技术的研究），为总部科技服务作支撑工作。国网电科院定位为高科技产业集团公司，主要精力要为产业的发展。这样的定位基本明确后，将中国电科院大部分的产业资源和国家电网信息通信公司的产业资源集中向国网电科院划拨。

中国电科院主要定位是科研和检测，这两者也是有具体区分。就是把基础研究理论研究的科研部分和用于公共服务的检测部分划到中国电科院，国网电科院依然保留了面对市场已有产品的研发以及针对产品研制过程当中需要的试验和检测。国网电科院在科研方面的定位，依然存在三个方面任务：（1）在重大关键技术包括在重要装备试制的过程当中，前期部分由中国电科院承担，后期部分将转向国网电科院为主，中国电科院为辅，两边协同；（2）产品的研究和研发，由国网电科院承担；（3）在中国电科院所属专业里面没有的科研部分，而国网电科院有的部分，由国网电科院承担。国网电科院作为一个高科技产业集团公司，依然要保持有强有力的核心技术、关键产品的研发能力，并且要持续加大投入，保持公司在发展过程当中的核心竞争力。

4. 国家电网公司直属的产业单位国网电科院和中电装备的具体定位

国家电网公司的资产范围内，从事电力装备产业的现在就只有 2 家，没有其他家（搞房地产、电厂等不在讨论范围内）：一家是南瑞集团，一家是中电装备。南瑞集团比较

明确的业务范围是：以二次设备，中低压一次设备（主要是智能化中低压一次设备为主），电力电子，柔性直流输电，信息通信，包括其他的工业自动化这些为主。中电装备主要是以高压为主。

两边可能还存在交叉的：（1）目前两边都可以做电力电子（主要指柔性直流输电方面），由于这项业务正处在新兴发展过程当中，还没有到讲整合的时候。即便在国外，ABB 和西门子等，对高电压等级的直流阀、多端直流等，也都在研究和研制过程中。目前我国进行的试点和示范工程是两个，分别在大连和浙江，这两个也还在研究论证过程，由两家同时来参与是比较合适的，但可能方向不同。舟山的柔性直流输电项目电压等级低一些，多端直流。大连的柔性直流输电项目高压等级高一些，但不是多端直流，两者不一定完全相同，预计中电装备做大连的项目，南瑞做舟山的项目，这是一部分存在冲突的地方，将来可能会逐步清晰。（2）第二个存在冲突的地方是：配电自动化和 220kv 及以下的智能变电站，南瑞与许继还有冲突的地方，这个过程，随着时间推移和竞争优劣势的进一步显现，才能得到进一步重组整合。

5. 此次两院整合将中国电科院的北京科东股权划拨到国网电科院，科东和南瑞的调度业务合并后会产生什么合力？

北京科东整合到国网电科院或者南瑞集团以后，产生的效果和合力归纳起来有 3 点：（1）技术上面得到深化交流，得到更好的融合，综合的技术水平要得到进一步的提升。（2）成为一家后，产生的协同效应，总的说来，优势得到相互发挥相互支持，工作效益会进一步提升。（3）之前竞争很激烈，打得很严重的价格战，成为一家后，合作会大于竞争。

6. 此次科研产业整合将国网信通划拨到了国网电科院，其业务和经营情况。

国家电网信息通信公司里面主要是两个大的产业公司，一个是国电通（其营业范围比较广一些，包括通信网络的整个产业发展，物联网，云计算等），另一个是亿立科技（信息业务）。这两家公司总体来说：（1）质地较好；（2）占领了一些热点的新兴行业。两家公司划拨给国网电科院后，对信息通信、通讯网络的业务发展能够提升到新的层次。国家电网公司在重组整个方案当中说了一句话：包括中国电科院产业和信通公司 2 家同时整合过来后，使得国网电科院在信息通信领域也具备像自动化保护一样冲击世界一流水平的条件。

关于信通公司的盈利情况，总体盈利能力是比较强的。亿立科技：2011 年实现大概 8-9 个亿的营业收入，1 个亿左右的利润水平。国电通公司：2011 年实现 12 亿的营业收入，8000 万的利润水平。信通公司的典型特点，实际上与网管一样，先期投入建设资金较大，因为要先建网络，一旦网络建成后，其后面的收入是稳定的比较好的。

7. 国网电科院入主置信电气的进展，对非晶合金变压器市场的前景判断

置信电气的主营业务是非晶变压器，这是一个科技含量比较高，节能效果比较好的一个产品。加快推广应用非晶变，提高电网的运行效率，包括减少能耗降低损耗，这是一个肯定的趋势。公司认为这个业务有很好的发展前景，做出这个决定，也是基于对市场的预测，但具体 2012-2014 年每年市场可达到多少，这个预测数现在不方便说。关于全面推广非晶合金变压器的时点，公司预期比较乐观。总的说来，在加快城市低压配电网的改造和农村电网改造过程当中，将会有比较大的力度来推广使用非晶变。所以公司作出了重组整合非晶变和控股置信电气的决定，目前重组整合的总体进程顺利，基本具

备了上报证监会的条件。

8. 2011 年智能变电站业务的增速相对其他业务而言不太显著，请公司展望一下这块业务 2012-2013 年的发展前景。

智能变电站在 2010-2011 年都是试点，在 2011 年下半年，到了试点总结的阶段。试点项目参与建设的厂家相对杂一些，目前主要存在两大问题：（1）应用的技术路线比较复杂，系统集成度不高。（2）各个单位在试点项目设计过程中，求大求豪华，成本比较高一些，大概超过传统变电站 20% 的水平。试点总结的时候就把这些问题都提出来了。因此，现在国家电网公司总部特别是基电部牵头在组织，包括南瑞、经研院这些单位，对智能变电站进行规范化/标准的研究设计。预计标准设计下来以后，会有两个结果：（1）集成度会提高；（2）造价降低，可能达到传统变电站的造价水平；从而进入大力推广的过程。这项业务的发展规划是到 2015 年新建 5000 个智能变电站，改造 1000 个变电站，这个计划从提出来之后并没有发生变化，由于 2010-2011 年实际建设投运的数量较少，意味着接下来 4 年的量会有比较多。

9. 电动汽车充换电站建设情况：2011 年的实际建设速度有些慢于预期，2012 年的趋势会怎样？

国家电网的电动汽车充换电站业务在 2010 和 2011 年开展了两年，其中 2010 年建设了 87 座，2011 年建设了 156 座，2012 年的计划是建设 196 座。主要是三个角度：（1）市场格局：从国网系统内的业务来看（不含南网），生产企业有南瑞、中国电科院、许继等，目前南瑞的市场份额有 2/3-70% 以上，处于主导地位。（2）除了 2012 年建设数量的自然增长外，还有很重要的一点：长三角和渤海湾地区的运营系统网络建设在 2012 年要全面推进。智能充换电服务网络，某种意义上，与南瑞的调度系统是具有可比性的。有安全性和资质的要求问题，原来这块业务是国网电科院、信通公司、国网电科院几家联合做的，但现在这个版块全在南瑞集团旗下。2011 年主要是长三角和渤海湾这 2 个地方，2012 年这项业务会全面推广，会有比较大的爆发性的增长。（3）真正要实现电动汽车的全面推广应用，不但是国家电网公司，还需要跟国家政府层面的 6 个部委联合推动（因为这个产业链涉及的面比较广），包括汽车界、电力装备、电池界，主要是这三块之间的联合，应该说在 2011 年已经形成了良好合作态势，可能 2012 年会有新的发展。从这三个角度来讲，2012 年电动汽车业务还是会值得预期的。

10. 轨道交通综合自动化业务在总包 BT 和信号指挥系统方面的进展情况

轨道交通业务未来的市场是很大的，南瑞对这块业务很有信心也有坚定不移的决心要把这块业务做大做强。这块业务近几年发展的都不错，公司维持在国内市场占有率 60% 左右，目前主要是综合监控业务。大家也都很关注信号指挥系统这块，公司增发的项目里面其中有一个就是关于信号的，既然增发了这个项目，肯定还是会全力推进的。目前国内在信号系统方面还是比较谨慎（近 2 年出事的也比较多），国家发许可证控制得很紧，基本还是用国外的，但南瑞干的就是填补空白的事情。这个项目如果单去投标的话，会比较困难，因为业绩和资质是个蛋和鸡的问题。公司预计的突破方式是希望通过工程总包 BT 模式来推广信号系统开发，从公司技术队伍来讲是具备这个能力的。公司在轨道交通这几年，通过同源技术拓展，积累了一批研发的精兵强将。轨道交通的工程总包也在积极推进当中，预计今年就会有所斩获（南京），2012 年会比较快的推进。

11. 公司风电业务订单增长这么快的原因，突出优势在哪里，对未来的前景怎么看？

首先是这几年上的风电项目比较多（虽然增速放缓但基数依然较大），公司通过电力电子同源技术拓展，2011 年做的最多是风电变流器，控制这块本身也是公司强项，2011 年通过和各大主机厂商合作，业务增长得非常快。另外一个原因是：南瑞作为上市公司，实力还是比较雄厚的，跟很多风电业主进行合作，总包了一些项目，但是在这个问题上，南瑞还是比较谨慎的态度，因为作为上市公司对盈利能力的关注还是比较大的。由于目前风电的业主投资方还是比较多样化的，有发电集团，也有蛮多私人投资，公司在选择上还是比较谨慎的，2011 年谈了很多项目，但是最终签下来的合同并不是太多，公司对背景、资质、财力等尽职调查是比较慎重的。风电业务的增长大家可能感觉比较快，但实际上公司并没有盲目地追求这种增长，2012 年风电业务的规模和增长也可以较快，但是首先控制风险，第二是保证有较高的利润。

12. 农网和配网业务增速非常快，2012-2013 年农配网投资趋势是怎样？

农网和配网发展，主要是解决电网两头薄的问题。一头就是从发电到高压输电，调电网结构。第二个是解决落地的问题，就是农配电。历史欠账比较多，但也不是不计成本的投入，更重要的是不管新建也好，改造也好，一定要有高水平，达到智能电网要求。因此，国电南瑞在这块业务的增幅，也一定大于其他同类型公司的增幅。

13. 关于海外业务和国际化问题：具体进展情况，2012 年是怎么预期的？

国际化是南瑞集团今年起今后几年内的战略重点，而且也到了可以并且必须向海外大力进军的时候。对比过去，公司 2012 年有了些新的举措，会有两个根本性的变化：

（1）市场方向的变化；中国企业界很多出口的设备或者获得的海外订单主要是从亚非拉等比较落后地区开始做起，2012 年会一如既往在亚非拉地区拓展，但同时会有较大力量用在欧美等发展国家。从现在的情况来看，欧美发达国家的一些电力公司对我们自动化保护等的水平认可度越来越高。（2）从单纯的产品输出到收购海外企业，或者在海外注册公司，获得海外企业的一些技术和市场并存的模式，并不仅仅依赖原来的产品输出。收购海外企业，增加销售渠道，进一步加强国内和国外的技术融合，这个是 2012 年要有突破性进展的。

14. 国电电力在二级市场减持行为的动机，目前在手 5% 的股权，未来规划？

国电电力因为发展比较快，在 2011 年年底因为资金紧张（国家再 2011 年银根紧缩，公司得不到有效的融资情况下），所以减持了一部分股份，对国电南瑞还是造成了一定影响。国电电力在 2011 年年底有 30 亿的债券计划（分别是 10 亿和 20 亿），在 2011 年 12 月 29 号才能拿到，之前资金缺口较大。关于后面还有 5% 的股权的处理计划，国电电力方面表示：包括 2011 年的这部分减持，之前从来没做过出售计划，国电电力对国电南瑞的情况比较了解，也对公司发展非常看好的，想长期持有。2012 年目前的资金链相对比较宽松，有和其他银行机构合作，也会控制一些规模的增长，资金压力小。

15. 国家电网公司 2012 年在总的投资上没有大的增加，投资增速不高，南瑞怎么看待这个问题？

国电南瑞认为以后一定是这种情况：谁技术领先，谁的产品先进，那么谁就在这个竞争当中做大做强。如果作为一个企业仅仅希望国家和上级的投资增幅来达到公司的增幅，这个企业没有希望。一定是要在核心竞争力方面比别人强，运作水平、成本控制方面比别人强。业务增长水平会远远高于竞争力不强的企业，也一定远远高于总体投资增长水平。南瑞这几年的增长水平和其他电力设备是不同的，根本原因就在于此。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。