

## 电气设备

报告原因：三季度报告点评

## 国电南自 (600268)

维持

扩张期费用拖累业绩，收获期指日可待

增持

2011 年 10 月 26 日

公司研究/点评报告

市场数据：2011 年 10 月 27 日

总股本/流通股本(亿股)	6.35/5.68
收盘价(元)	9.28
流通市值(亿元)	52.71

基础数据：2011 年 9 月 30 日

资产负债率	71.64%
毛利率	29.89%
净资产收益率(摊薄)	5.97%

## 相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

## 投资要点：

① **费用率提升影响公司业绩增长**。前三季度公司实现营业收入 17.58 亿元，同比增长 27.23%；实现归属于母公司的净利润 1.12 亿元，同比增长 164.30%；实现扣除非经常损益净利润 1981.2 万元，同比降低 -114.15%。非经常损益主要来源于确认了 1.104 亿元的土地收储款。

② **公司进入大规模扩张阶段，期间费用大增，拖累公司业绩**：公司扣除非经常损益的净利润大幅降低的主要原因由于公司费用率的提升，公司管理费用率由 2010 年的 8.5%提升到了 2011 年的 11.03%；销售费用率由 2010 年的 12.40%上升到 2011 年的 13.11%；财务费用率由 2010 年的 3.67%上升到 2011 年的 6.24%。主要原因由于公司的急速的扩张带来的研发费用、管理费用及财务费用的增加。

③ **今年是布局期年，收获期指日可待**。公司目前的战略是“三足鼎立”，即自动化、新能源与节能减排、智能一次设备三足鼎立，公司近一年通合资、收购等方法布局新业务，我们预计这些新业务将在未来两年后开始陆续贡献业绩。

④ **自动化——电网自动化与 ABB 合作，有望做大做强**。国电南自与 ABB（中国）拟组建的公司投资额 17.45 亿元，其中国电南自出资 8.8995 亿元，占合营公司 51%的股权，ABB 占 49%股权。有了 ABB 产品的补充，国电南自的之前相对较弱的电网调度、配网自动化、用电自动化等业务将得到加强，公司电网自动化的所涉及的范围更广。

⑤ **新能源与节能减排——新能源与节能减排业务获得成功，成为新的业绩助推器**。公司的新能源及节能减排产业在 2010 年底刚刚构建完成，目前已经取得了可观业绩。公司在该领域主要涉足高压变频器、储能系统、静电除尘、风电自动化、光伏发电并网工程等，这些细分领域目前仍处于高速增长阶段，公司将分享行业的高增长。

⑥ **智能一次设备——借力 ABB**。公司与“ABB 中国”合资设立“扬州国电南自开关有限公司”，“ABB 中国”持有 55%股权，国电南自持有 45%股权。“合资公司”主要从事生产、销售 12 千伏中压一次开关柜、12 千伏空气和气体绝缘环网开关柜、12 千伏箱式变电站、12 千伏户外柱上开关等业务，借力 ABB 公司在智能一次设备领域有望加速发展。

⑦ **盈利预测与投资评级**。我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.37、0.36、0.50（其中 2012 和 2013 年的业绩未考虑非经常损益），对应目前市盈率分别为 25、25、18 倍，考虑到其未来业务在多方面发力，给与公司“增持”的投资评级。

⑧ **投资风险**。新业务低于预期。



表 1：盈利预测假设（单位：万元）

	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>		234,015.38	297,817.87	376,917.63	
电网保护及自动化类产品	97,346.17	108,006.07	129607.284	168489.4692	219036.31
电厂保护及自动化类产品	41,883.66	64,179.22	64179.22	70597.142	77656.8562
新能源与节能减排产品			18000	28800	40320
水电自动化类产品	15,500.03	14,048.82	14048.82	15453.702	16999.0722
其他	7,733.97	8,346.52	1000	1300	1690
工业自动化	22,549.58	39,434.75	70982.55	92277.315	119960.5095
智能一次设备			20638	26829.4	32195.28
<b>收入增速</b>			27.26%	26.56%	
电网保护及自动化类产品	24.55%	10.95%	20%	30%	30%
电厂保护及自动化类产品	13.96%	53.23%	0%	10%	10%
新能源与节能减排产品			-	60%	40%
水电自动化类产品	33.37%	-9.36%	0%	10%	10%
其他	80.16%	7.92%	-	30%	30%
工业自动化	-29.73%	74.88%	80%	30%	30%
智能一次设备			-	20%	20%
<b>毛利率</b>					
电网保护及自动化类产品(%)	29.15	31.83	35%	35%	35%
电厂保护及自动化类产品(%)	20.94	21.64	25%	25%	25%
新能源与节能减排产品(%)			28%	28%	28%
水电自动化类产品(%)	22.14	22.17	26%	25%	25%
其他(%)	11.36	12.72	10%	10%	10%
工业自动化(%)	31.86	33.12	23%	23%	23%
智能一次设备			17%	18%	19%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测（单位：万元）

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E	2013E
营业收入	189,614.38	237,584.77	318455.87	403747.03	507858.03
营业成本	139,835.50	171,801.34	228215.00	288747.63	368481.82
营业税金及附加	1,322.80	2,473.26	3147.58	3983.56	3983.56
销售费用	21,899.99	28,678.88	34414.66	44739.05	58160.77
管理费用	15,473.35	20,204.11	26000.00	28600.00	31460.00
财务费用	5,272.26	7,401.90	12000.00	12000.00	12000.00
资产减值损失	1,166.59	1,203.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,193.74	727.6	1000	3100	6000
营业利润	6,837.62	6,549.83	13678.64	28776.78	39771.87
营业外收入	7,500.99	10,200.47	15054.00	0.00	0.00
营业外支出	144.82	136.23	80.00	0.00	0.00
利润总额	14,193.79	16,614.06	28652.64	28776.78	39771.87



减：所得税	2,805.17	2,866.86	4870.95	4892.05	6761.22
净利润	11,388.62	13,747.20	23781.69	23884.72	33010.66
减：少数股东损益	2,457.61	406.64	600.00	800.00	1000.00
归属母公司净利润	8,931.02	13,340.57	23181.69	23084.72	32010.66
基本每股收益(元)	0.14	0.21	0.37	0.36	0.50

资料来源：山西证券

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。