



整合步伐加快，公司将迎来收获期

——国电南自（600268）调研快报

2012年1月4日

推荐/首次

国电南自

调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：李根

010-66554021

ligen@dxzq.net.cn

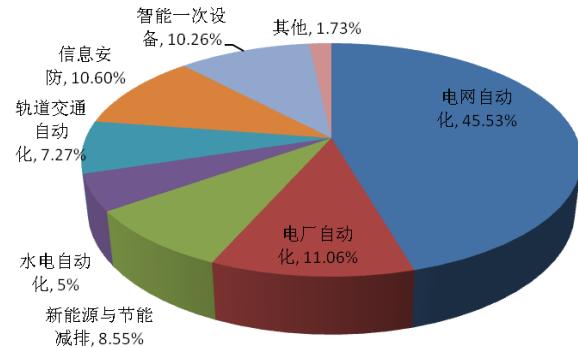
事件：

近日到国电南自进行了调研，并就公司的未来发展经营情况与公司进行了沟通交流，现将主要观点汇总如下：

一、“两轮驱动”渐入佳境，“三足鼎立”逐步成型

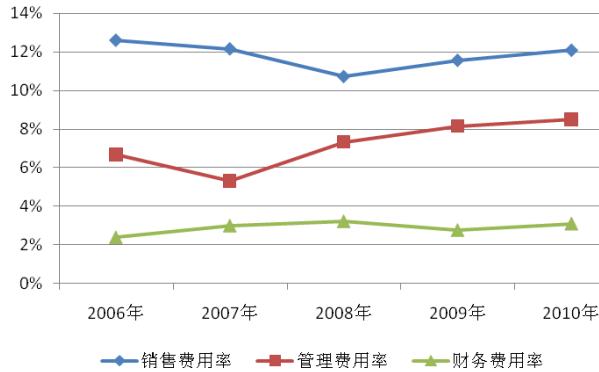
资本运作助推公司业绩增长，三足鼎立态势逐步成型。2010年前，公司以“1+4+1”为主要发展模式，通过统一的研究开发平台和生产经营平台，将旗下诸多子公司业务进行梳理，有针对性的发展电网自动化、电厂自动化、工业自动化，以及水利水电自动化业务。2010年初，公司提出了“两轮驱动、三足鼎立”的创新发展战略，依托“实业+资本运作”的两轮驱动模式，着力发展电力自动化、新能源与节能减排、智能一次设备三大业务板块。通过资本运作方式，公司在新能源与节能减排、智能一次设备领域已经迈出了成功的一步，截至2011年上半年，智能一次设备已经占销售收入的10.26%，新能源与节能减排业务占销售收入的8.55%。

图1：公司2011年上半年各产品收入占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

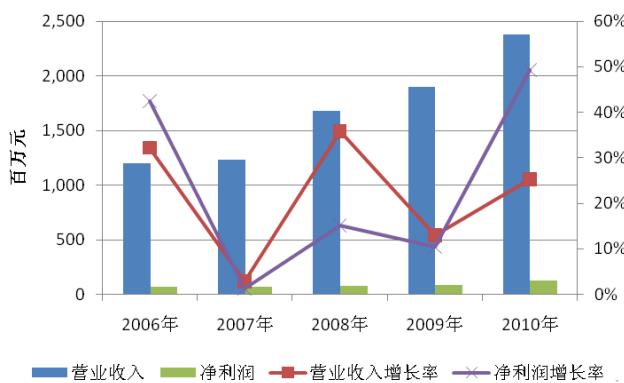
图2：2006年至今公司三大费用率情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

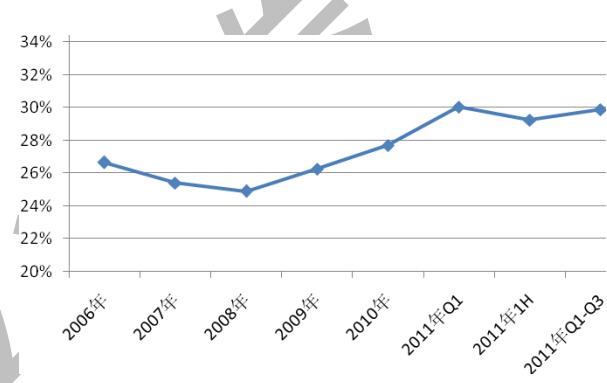
公司业绩稳步增长，毛利率快速提升。公司是电力自动化领域龙头企业，近年来业绩稳步增长。在三足鼎立的发展模式下，公司业绩受单一产品的影响将逐步降低。之前公司电网自动化业务占公司总收入的比重超过60%，而公司隶属于发电集团，无电网股东背景，单一产品收入波动对公司业绩的影响很大。随着新能源与节能减排业务及智能一次设备业务的拓展，预计公司电网自动化产品占销售收入比重将下降至40%以下，公司抗干扰能力增强，有利于公司长期稳定发展。同时，自2008年以来，公司逐步重视产品成本控制，毛利率水平不断提升，综合毛利率已由2008年的24.89%增加至2011年前三季度的29.89%，盈利能力逐步提升。

图 3：公司 2006 年以来收入及净利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 4：2006 年至今公司毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

二、2011 年三大合资公司成立，强强联合带动业绩增长

资本运作步伐加快，2011 年成立三大合资公司。自 2010 年起，公司资产收购及整合的步伐在不断加快。2011 年，公司一方面巩固和加强传统自动化产品的市场地位，另一方面，公司积极拓展新能源与节能减排、智能一次设备领域的业务。在诸多的资本运作项目中，2011 年公司最为核心的整合项目有三个：与 ABB 成立合资公司开展电网自动化业务、与美卓成立合资公司开展电厂自动化业务，以及与澳大利亚技术团队合作开展液流电池的研发及生产业务。

与 ABB 合作，巩固电网自动化优势业务。2011 年 6 月 13 日，公司公告称，公司拟与 ABB 共同出资组建合营公司，并通过该公司整合双方的电网自动化业务。国电南自出资 88,995 万元，控股 51%，ABB 占股 49%。截至 2011 年 12 月 16 日，该合营公司已经成立，并且股东双方的股权、资产已经交割完毕。在电网自动化领域，公司拥有丰富的市场资源及运行经验，依托 ABB 先进的系统平台和优异的技术水平，公司有望在电网自动化领域扩大市场份额，大幅提升公司的市场竞争力。

与美卓公司合作，提升电厂自动化业务竞争实力。2011 年 8 月 1 日，公司公告称，公司拟与美卓自动化有限公司组建合资公司，公司持股 67%。美卓自动化公司是芬兰美卓公司能源与环境设备业务的重要组成部分，是全球电力和过程工业自动化的著名供应商，也是最早从事 DCS（分散控制系统）的专业公司。合资公司将会整合双方的电厂自动化业务，共同打造“数字化电厂”，美卓公司将 DCS 系统代码全部向国电南自公开。国电南自依托华电集团背景，在掌握了世界先进的 DCS 系统技术后，预计将大幅提升公司产品的竞争力，市场份额将稳步提升。

与 ESSI 合作，拓展新能源业务领域。2011 年 7 月 13 日，公司公告称，公司拟与国际储能方案有限公司(Energy Storage Solutions International Ltd.)投资设立“南京国电南自储能技术有限公司”，共同致力于储能技术及业务的研发和应用，迅速开拓储能市场。ESSI 主要经营管理及技术团队均来自澳大利亚，拥有液流电池技术，解决了液流电池的自放电问题。液流电池优点是可以完全充放电，但能量密度较小，体积相对较大，适用于作为风电、太阳能发电、微网、岛屿的储能设备，火电厂自身错峰填谷的应用空间也很大。预计公司 2012 年可以做出样机，开展试点运行。

三、盈利预测

在智能电网大规模建设的背景下，公司电网自动化业务将迎来广阔的市场空间。虽然公司并不具备电网公司股东背景，但多年来电网自动化业务保持持续稳步发展，市场份额较为稳定，与 ABB 强强联手后，有望带来市场占有率的快速提升。在巩固电力自动化业务的基础上，公司着力拓展新能源与节能减排、智能一次设备等相关业务，新业务领域符合国家产业政策，相关产品具备较大发展潜力。

综合考虑以上因素，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.39 元，0.44 元和 0.66 元，给予公司 2012 年 25 倍市盈率，对应目标价 11 元，首次给予推荐评级。

表 1：公司财务预测

指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,375.85	3,071.88	4,127.97	6,068.66
增长率（%）	25.30%	29.30%	34.38%	47.01%
净利润（百万元）	133.41	249.78	277.22	417.49
增长率（%）	49.37%	87.24%	10.99%	50.60%
每股收益(元)	0.210	0.393	0.436	0.657
净资产收益率（%）	7.46%	11.72%	12.84%	18.98%
PE	35.19	18.79	16.93	11.24
PB	1.31	2.20	2.18	2.13

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。