

**国电南自（600268）：业务大爆发的前夜**
**推荐（维持）**
**电气设备行业**
**当前股价：13.19 元**

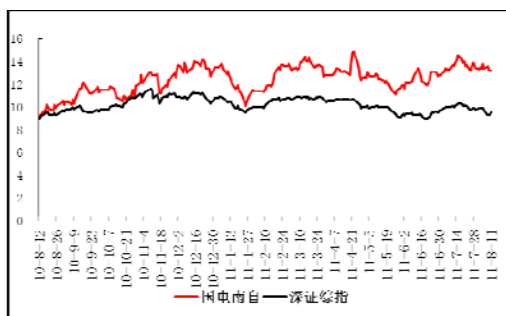
报告日期：2011 年 8 月 12 日

**主要财务指标（单位：百万元）**

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,376	3,798	5,609	6,863
(+/-)	25.30%	59.87%	47.67%	22.36%
营业利润	65	122	199	294
(+/-)	-4.21%	87.00%	62.10%	48.29%
归属于母公司净利润	133	311	345	434
(+/-)	49.36%	133.18%	10.81%	25.94%
每股收益	<b>0.21</b>	<b>0.49</b>	<b>0.54</b>	<b>0.68</b>
(元)				
市盈率（倍）	62	27	24	19

**公司基本情况（2010 年）**

总股本/已流通股（万股）	63,525 / 56,771
流通市值（亿元）	74.60
每股净资产（元）	5.63
资产负债率（%）	63.62

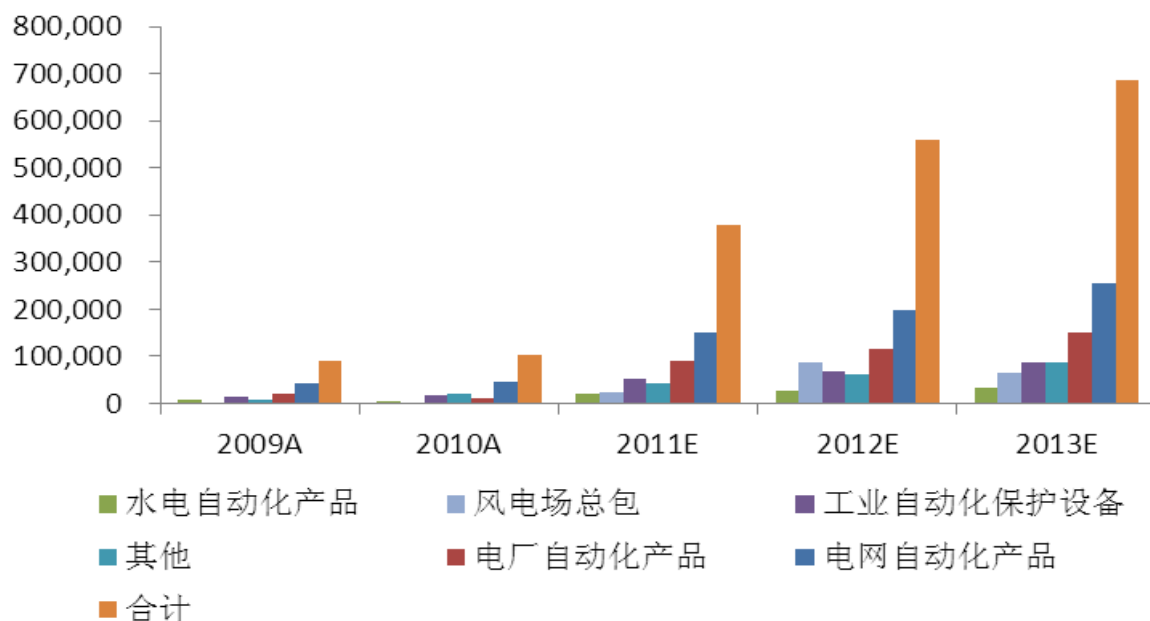
**股价表现（最近一年）**


华鑫证券 研究发展部  
 电气设备及节能环保研究员：郭运堂  
 执业证书编号：S1050511070002  
 服务热线：021-51793726  
 服务邮箱：guoyt@cfsc.com.cn

- 2011 年 1-6 月，公司实现主营业务收入 10.37 亿元，同比增长 16.2%；营业利润 5602 万元，同比下降 547.73%；净利润 8645 万元，同比增长 373.90%；摊薄每股收益 0.14 元，新签合同 21.94 亿元，同比增长 40.45%。
- **费用率上升，上半年盈利主要靠营业外收入支撑。**公司上半年管理费用率同比上升 4.2 个百分点至 12.8%，这主要是因为公司改变之前的总公司-分公司结构，而大范围实行总公司-子公司结构，同时公司新设及收购较大公司，造成管理人员增多，引起管理费用大幅度增加，我们认为，随着公司业务规模的扩大，管理费用率将降低。公司上半年财务费用率同比上升 3.2 个百分点至 6.7%，这主要是公司扩大业务规模，增加了相关业务的投资，使得公司借款增加，相关利息支付增加，我们认为最近两三年是公司扩大业务规模的时期，相关的投资会保持较高水平，财务费用率下降的空间不大。费用率的上升造成公司上半年营业利润为负，盈利主要靠上半年的 10788 万土地转让款和出售南自新能源 40% 的股权取得的 2756.89 万投资收益等营业外收入支撑。
- **公司毛利率出现一定幅度的上升。**上半年公司主要业务电网自动化产品毛利率上升 5.94 个百分点，公司总体毛利率上升 1.29 个百分点，这反映出公司成本控制水平的提高。
- **公司进入大规模扩张阶段，处于业务大爆发的前夜。**公司上半年通过增资获得江苏上能新特变压器有限公司 51.13% 的股权，上半年该项业务贡献公司收入 1.64 亿元，成为公司重要的业务板块。上半年公司还与 ABB 签订了合资经营合同以提高公司电网自动化产品的竞争力，近期还投资参股中国华电集团科学技术研究总院有限公司以提高公司的研发能力，与美卓签订合资经营合同以提高公司电厂自动化产品的竞争力和市场规模，设立华电分布式能源工程技术有限公司以进入分布式能源领域，设立国电南自（常州）天信矿业自动化有限公司以进入矿业自动化领域，公司各项业务都处于大规模扩张阶段。最近公司还获得了风电场总包的大额订单，进入了风电场总包领域，而公司的募投项目也将在 2012 年底完工，2013 年投产，公司业务处于大规模爆发的前夜，业务的大规模扩张也将带来利润的增长。

- 考虑到公司今年营业外收入增长明显及财务费用率提高，我们对之前的盈利预测进行微调，预计公司2011年、2012年和2013年的EPS分别为0.49、0.54和0.68元，2011年和2012年分别较之前的预测上调0.07元和下调0.03元，按照最新收盘价13.19元，公司2011年、2012年和2013年PE分别为27、24和19倍，我们维持公司推荐的评级。

图表 1：国电南自分项业务收入预测



资料来源：华鑫证券研发部

图表 2：国电南自分项业务毛利率预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
电网自动化产品	28.2%	34.2%	36.0%	36.0%	36.0%
电厂自动化产品	27.5%	28.7%	22.5%	22.5%	22.5%
水电自动化产品	28.7%	26.6%	21.0%	21.0%	21.0%
工业自动化保护设备	30.7%	26.8%	31.0%	31.0%	31.0%
其他	1.0%	21.2%	21.0%	22.0%	23.0%
风电场总包			25.0%	25.0%	25.0%
综合毛利率	28.0%	29.2%	29.8%	29.2%	29.4%

资料来源：华鑫证券研发部

图表 3：国电南自（600268）盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	237,585	379,830	560,910	686,335
增长率	25.3%	59.9%	47.7%	22.4%
营业成本	171,801	266,788	397,342	484,250
毛利率	27.7%	29.8%	29.2%	29.4%
营业税金及附加	2,473	3,039	4,487	5,491
销售费用	28,679	45,580	67,309	82,360
管理费用	20,204	28,487	39,264	48,043
财务费用	7,402	22,790	30,850	34,317
期间费用率	23.7%	25.5%	24.5%	24.0%
资产减值损失	1,203	1,899	2,805	3,432
投资净收益	728	1,000	1,000	1,000
公允价值变动净收益	0	0	0	0
营业利润	6,550	12,248	19,854	29,442
营业利润率	2.8%	3.2%	3.5%	4.3%
营业外收入	10,200	26,741	23,558	28,826
营业外支出	136	150	150	150
利润总额	16,614	38,839	43,262	58,118
所得税	2,867	6,603	7,355	9,880
实际负税比率	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	13,747	32,236	35,907	48,238
归属于母公司所有者的净利润	13,341	31,108	34,471	43,414
增长率	49.4%	133.2%	10.8%	25.9%
净利润率	5.6%	8.2%	6.1%	6.3%
少数股东损益	407	1,128	1,436	4,824
摊薄每股收益(元)	0.21	0.49	0.54	0.68

资料来源：华鑫证券研发部

## 研究员简介

郭运堂：华鑫证券行业研究员。上海财经大学经济学硕士。

主要研究和跟踪领域：电气设备及节能环保。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>