

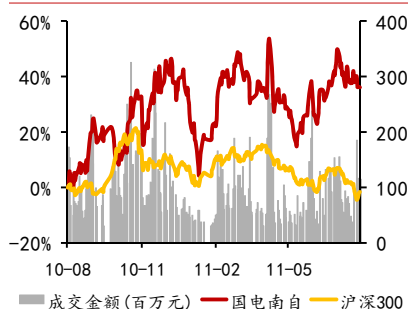
投资评级

谨慎推荐 (首次)

基本信息：

收盘价	13.24元
总股本	6.35亿股
流通股本	5.68亿股
流通市值	75.17亿元
总市值	84.11亿元
成交量	56.12万股

股价近期走势：



研发部

 王博涛¹

SAC执业证书编号：S1340510120006

联系人：机械新能源研究小组

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsec.com

土地收储、期间费用搅乱中报

订单增长彰显公司真正实力

——国电南自（600268）2011年中报点评

● **多因素扰动，上半年公司业绩“过山车”：**上半年，公司营业收入10.37亿元，同比增长16.2%，营业利润-5602万元，同比减少547.73%，利润总额9372万元，同比增长118.84%，归属上市公司股东净利润8645万元，基本每股收益0.14元。综合毛利率水平29.25%，相比上年同期提高1.29个百分点。其中，期间费用和土地收储款确认是导致上半年公司业绩从营业收入到营业利润再到利润总额大起大落的主要原因。

● **期间费用大增，拖累公司业绩：**报告期，公司营业收入和综合毛利率双增长，但由于管控模式改变以及公司迅速扩张导致公司报告期内期间费用同比快速增加。上半年，公司财务费用率和管理费用率分别为6.66%和12.79%，相比上年同期分别增加了3.15和4.16个百分点，直接导致公司当期营业利润为负。

● **土地收储收入，挽救公司中报：**报告期内公司确认了公司原办公地址南京市新模范马路38号土地收储收益约1.5亿元，扭转了公司上半年营业利润为负的局面，并实现利润总额相比上年同期118.84%的同比增速。

● **新增订单高增长，未来收入有保障：**上半年公司新签订单21.94亿元，同比增长40.5%，公司订单继续保持较快的增长速度。从订单结构上来看，公司主营业务电网自动化产品新增订单10.14亿元，占比46%，继续维持公司业务的主导地位。另外，公司本期毛利率提升较多的新能源和安防业务新增订单占比相比当期营业收入占比有所提升。充沛的订单是公司未来业绩的有力保障。

● **急速扩张难免顾此失彼，看好公司未来发展：**按照公司“三足鼎立”的发展战略，上半年公司在业务整合和拓展方面动作频频。急速的扩张难免给公司带来各种各样的问题，上半年公司期间费用率大幅提升即是最明显的体现。细看公司业务整合和拓展方面的动作并非杂乱无章，而均以公司自身技术特点和市场特点为出发点，随着公司业务逐步理顺，未来业绩高速增长值得期待。

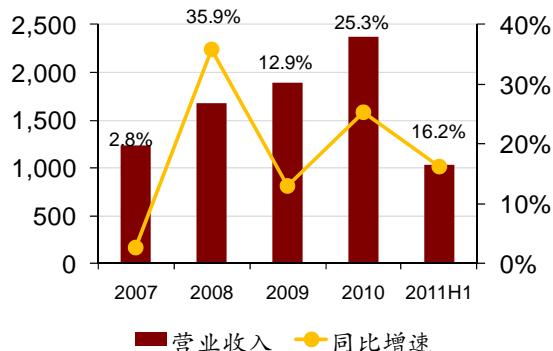
● **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.37元、0.56元和0.73元，对应动态市盈率分别为35.71倍、23.84倍和18.08倍，首次覆盖给予公司谨慎推荐的投资评级。

● **风险提示：**1、公司未能有效解决公司高速扩张所带来的各项问题。

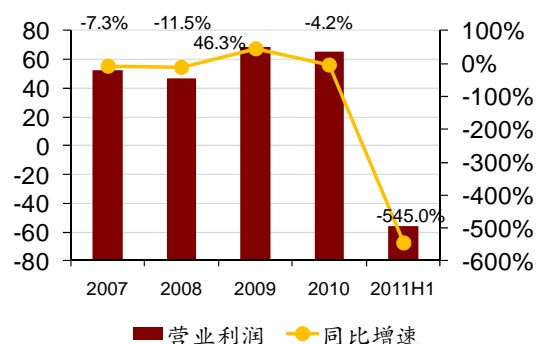
单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1896.14	2375.85	3222.60	4440.42	6208.15
YOY(%)	12.94%	25.30%	35.64%	37.79%	39.81%
综合毛利率(%)	26.25%	27.69%	27.95%	28.31%	28.85%
归属母公司股东净利润	89.31	133.41	235.55	352.75	465.20
YOY(%)	10.39%	49.37%	76.57%	49.75%	31.88%
每股收益(EPS)	0.14	0.21	0.37	0.56	0.73
市盈率(P/E)	94.17	63.05	35.71	23.84	18.08

¹ 报告贡献人：陈鹏

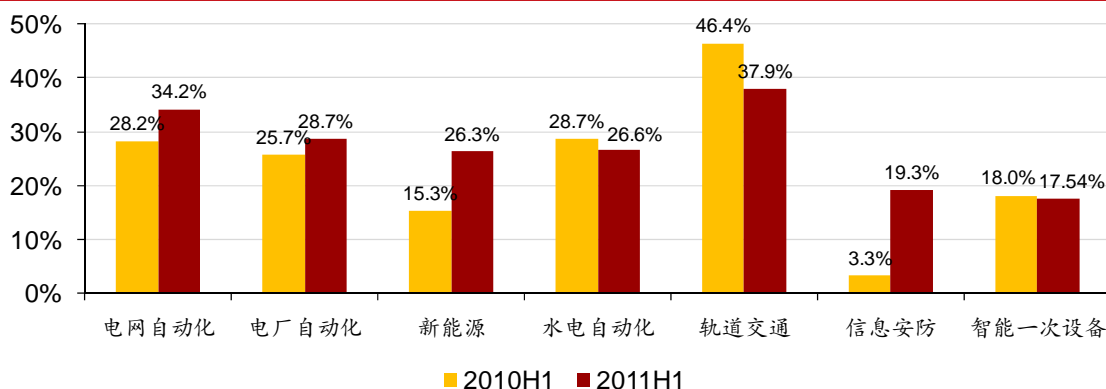
图表 1: 营业收入及同比增速



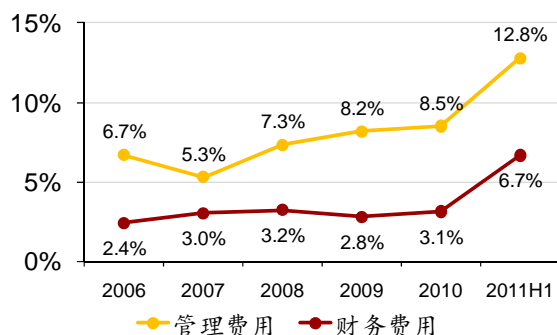
图表 2: 净利润及同比增速



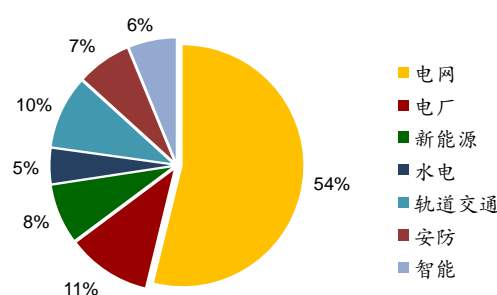
图表 3: 公司毛利率情况



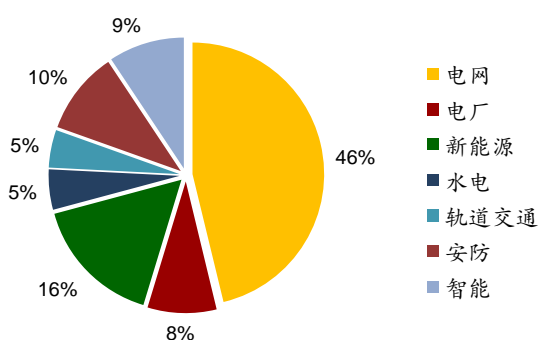
图表 4: 公司近年期间费用率



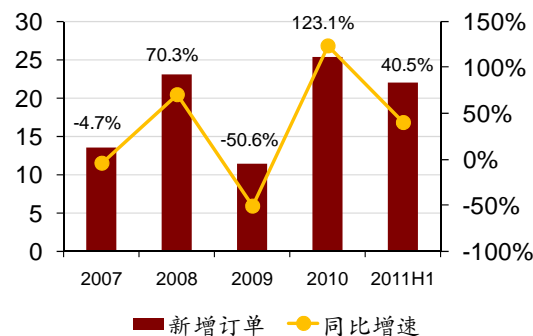
图表 5: 2011 年营业收入构成



图表 6: 2011 年上半年公司新增订单构成



图表 7: 公司近年新增订单及同比增速



数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

附录：预测财务报表明细

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	财务分析与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2375.85	3222.60	4440.42	6208.15	毛利率	27.69%	27.95%	28.31%	28.85%
减：营业成本	1718.01	2321.88	3183.34	4417.10	三费/销售收入	23.69%	25.36%	23.32%	23.07%
营业税金及附加	24.73	33.55	46.22	64.63	EBIT/销售收入	10.05%	10.67%	11.40%	11.11%
营业费用	286.79	402.82	532.85	744.98	EBITDA/销售收入	12.32%	12.92%	14.00%	13.68%
管理费用	202.04	354.49	421.84	558.73	销售净利率	5.79%	7.53%	8.19%	7.72%
财务费用	74.02	60.05	80.64	128.21	ROE	7.46%	12.04%	15.98%	18.32%
资产减值损失	12.03	11.00	12.00	17.00	ROA	4.59%	6.92%	7.18%	7.64%
加：投资收益	7.28	10.00	12.00	14.00	ROIC	6.77%	3.84%	7.12%	8.22%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	25.30%	35.64%	37.79%	39.81%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	68.22%	44.01%	47.20%	36.26%
营业利润	65.50	48.81	175.53	291.51	EBITDA 增长率	61.04%	42.24%	49.31%	36.66%
加：其他非经营损益	100.64	235.00	250.00	270.00	净利润增长率	20.71%	76.57%	49.75%	31.88%
利润总额	166.14	283.81	425.53	561.51	总资产增长率	78.05%	-4.43%	42.00%	27.96%
减：所得税	28.67	41.07	62.03	82.13	股东权益增长率	93.58%	9.40%	12.87%	15.04%
净利润	137.47	242.73	363.50	479.38	经营资本增长率	48.32%	21.55%	59.34%	33.24%
减：少数股东损益	4.07	7.18	10.75	14.18					
归属母公司股东净利润	133.41	235.55	352.75	465.20					
资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产结构	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1231.80	32.23	44.40	62.08	资产负债率	63.42%	58.20%	66.84%	70.25%
应收和预付款项	2309.18	2736.94	4213.91	5499.45	投资资本/总资产	47.10%	62.07%	61.90%	60.90%
存货	542.46	737.65	1017.40	1417.86	带息债务/总负债	53.25%	34.83%	43.00%	44.34%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.33	1.31	1.17	1.14
长期股权投资	463.39	463.39	463.39	463.39	速动比率	1.15	1.03	0.95	0.91
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	21.28%	28.63%	28.63%	28.63%
固定资产和在建工程	529.57	861.50	1172.43	1436.36	收益留存率	78.72%	71.37%	71.37%	71.37%
无形资产和开发支出	120.52	135.27	142.02	146.27	总资产周转率	0.46	0.65	0.63	0.69
其他非流动资产	0.34	0.17	0.00	0.00	固定资产周转率	4.52	6.98	5.90	6.11
资产总计	5197.26	4967.15	7053.56	9025.41	应收账款周转率	1.23	1.32	1.24	1.28
短期借款	1545.00	796.63	1817.13	2600.99	存货周转率	3.17	3.15	3.13	3.12
应付和预收款项	1436.78	1779.73	2583.11	3424.89					
长期借款	210.13	210.13	210.13	210.13	业绩与估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
其他负债	104.28	104.28	104.28	104.28	EBIT	238.77	343.86	506.17	689.71
负债合计	3296.18	2890.76	4714.64	6340.29	EBITDA	292.70	416.35	621.66	849.53
股本	317.62	317.62	317.62	317.62	NOPLAT	113.66	94.03	219.54	358.86
资本公积	986.35	986.35	986.35	986.35	净利润	133.41	235.55	352.75	465.20
留存收益	484.03	652.16	903.93	1235.97	EPS	0.21	0.37	0.56	0.73
归属母公司股东权益	1788.00	1956.13	2207.90	2539.94	BPS	2.81	3.08	3.48	4.00
少数股东权益	113.08	120.26	131.01	145.19	PE	63.05	35.71	23.84	18.08
股东权益合计	1901.08	2076.39	2338.91	2685.13	PB	4.70	4.30	3.81	3.31
负债和股东权益合计	5197.26	4967.15	7053.56	9025.41	PS	3.54	2.61	1.89	1.35
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	PCF	153.88	-81.28	-13.87	-27.73
经营性现金净流量	54.66	-103.47	-606.21	-303.31	EV/EBIT	20.38	15.51	12.57	10.38
投资性现金净流量	-510.69	-220.25	-220.50	-201.50	EV/EBITDA	16.62	12.81	10.24	8.43
筹资性现金净流量	1602.66	-875.85	838.89	522.49	EV/NOPLAT	42.81	56.71	28.99	19.96
现金流量净额	1146.62	-1199.57	12.18	17.68	EV/IC	1.99	1.73	1.46	1.30
					ROIC-WACC	6.77%	0.00%	5.36%	5.73%

资料来源：中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。