

电气设备

报告原因：半年报

2011 年 8 月 12 日

市场数据：2011 年 8 月 12 日

总股本/流通股本(亿股)	6.35/5.68
收盘价(元)	13.18
流通市值(亿元)	74.86

基础数据：2011 年 6 月 30 日

资产负债率	67.11%
毛利率	29.25%
净资产收益率(摊薄)	34.66%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760209090154

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

国电南自 (600268)

增持

智能电网、新能源助推业绩高增长

首次评级

公司研究/公告点评

投资要点：

① **利润主要来自于营业外收入。**公司实现营业收入 103663.37 万元，与上年同期相比增长了 16.18 %；实现净利润 8695.41 万元，与上年同期相比增长了 191.96%，其中归属母公司的净利润达到 8645.34 万元，同比增长 343.90%，利润大幅增长主要为确认了 1.04 亿元的土地收储款。

② **合同大幅增长，未来业绩增长有保障。**2011 年上半年，公司实现订货 219383.10 万元，与上年同期相比增长了 40.45%。其中，电网自动化业务同比增长 32.6%；新能源与节能减排业务同比增长 157%；信息安防业务同比增长 45%；水利水电自动化业务同比增长 16.77%；轨道交通自动化业务同比增长 4.17%；另外电厂自动化业务在手订单 1.86 亿，智能一次设备业务累计订单 2.05 亿元。

③ **智能电网及特高压建设，推动电网自动化高速增长。**虽然公司积极开拓各个领域的业务已经获得了成功，但目前电网保护类业务仍是公司的核心业务，上半年占公司收入 45.52%，该业务的增速是影响公司估值重要因素。受智能电网及特高压的建设推动，电网自动化领域在未来 5 年类仍将保持高速增长。公司通过投资新建、合资、合作等方式在该领域准备充分。除了智能二次设备外，公司智能一次设备领域也获得了长足发展，一次设备目前有电子互感器、在线监测产品、智能组件、智能开关柜、箱式变电站、断路器等产品、特种变压器系列产品等。

④ **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，上半年实现营业收入 8,866.06 万元，获得订单 35,410.37 万元，与上年同期相比增长 157.10%。公司在该领域主要涉足高压变频器、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。

⑤ **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.34、0.41、0.67（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 32、28、19 倍，考虑到其为二次设备，估值水平并不算高，给与公司“增持”的投资评级。

⑥ **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
营业收入		234,015.38	305,704.82	411,257.61	
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	77656.85
新能源与节能减排产品			18000	45000	67500
水电自动化类产品	15,500.03	14,048.82	14048.82	15453.702	16999.07
其他	7,733.97	8,346.52	1000	1300	1690
工业自动化	22,549.58	39,434.75	78869.5	110417.3	143542.49
收入增速			30.63%	34.53%	
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			-	150%	50%
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%	100%	40%	30%
毛利率					
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%

资料来源：山西证券

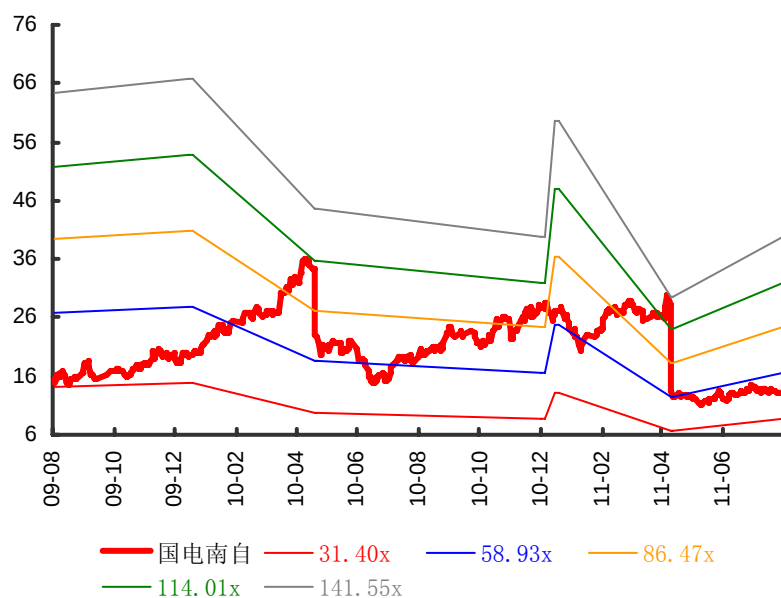
表 2：盈利预测（单位：万元）

	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E	2013E
营业收入	189,614.38	237,584.77	305704.82	411257.61	526424.73
营业成本	139,835.50	171,801.34	217364.79	292647.61	374014.27
营业税金及附加	1,322.80	2,473.26	3230.93	4346.50	4346.50
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	11694.45	32024.46	52443.20
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	26668.45	32024.46	52443.20
减：所得税	2,805.17	2,866.86	4533.64	5444.16	8915.34
净利润	11,388.62	13,747.20	22134.81	26580.30	43527.85
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	21534.81	25780.30	42527.85
基本每股收益(元)	0.14	0.21	0.34	0.41	0.67

资料来源：山西证券

图 1：PE-bands



资料来源：Wind

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。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。